

Horn, Gustav A.; Herzog-Stein, Alexander; Rietzler, Katja; Tober, Silke; Watt, Andrew

**Research Report**

## Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2016: Fundament der Erholung ausbalancieren

IMK Report, No. 111

**Provided in Cooperation with:**

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

*Suggested Citation:* Horn, Gustav A.; Herzog-Stein, Alexander; Rietzler, Katja; Tober, Silke; Watt, Andrew (2016) : Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2016: Fundament der Erholung ausbalancieren, IMK Report, No. 111, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/148232>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# REPORT

IMK Report 111, Januar 2016

# WIRTSCHAFTSPOLITISCHE HERAUSFORDERUNGEN 2016

## Fundament der Erholung ausbalancieren

Gustav A. Horn, Alexander Herzog-Stein, Katja Rietzler, Silke Tober, Andrew Watt

### AUF EINEN BLICK

- Deutschland benötigt dringend höhere Investitionen. Vermehrte öffentliche Investitionen in Bildung, Infrastruktur und die ökologische Erneuerung sind nicht nur dringend erforderlich, sondern können zudem privaten Investitionen Antrieb verleihen. Zwar verringert sich der Überschuss der öffentlichen Haushalte durch die Ausgaben für Flüchtlinge deutlich, es besteht aber weiterhin ein hoher fiskalischer Spielraum, den es zu nutzen gilt.
- Dies ist umso wichtiger, als sich die Wirtschaft des Euroraums auf einem nur zaghaften Erholungskurs befindet. Es besteht weiterhin ein nennenswertes Deflationsrisiko, und Hysterese-Effekte drohen das Wachstumspotenzial dauerhaft zu beeinträchtigen.
- Die zuletzt weiter gelockerte, stark expansive Geldpolitik stabilisiert den Euroraum, ist aber gegenwärtig nicht in der Lage, einen Aufschwung anzustoßen, auch weil die Kreditnachfrage angesichts geringer Absatzchancen und hoher Unsicherheit schwach bleibt.
- Es fehlt ein expansiver fiskalpolitischer Impuls. Die Abkehr vom strengen Austeritätskurs und der Juncker-Plan reichen nicht aus, zumal im Rahmen der europäischen Fiskalregeln nur sehr begrenzte fiskalpolitische Spielräume für die Euroländer bestehen. Eine Reform der Regeln, beispielsweise in Richtung einer „Golden Rule“, ist notwendig und würde ineffiziente Umgehungsstrategien verhindern.

#### Videostatement

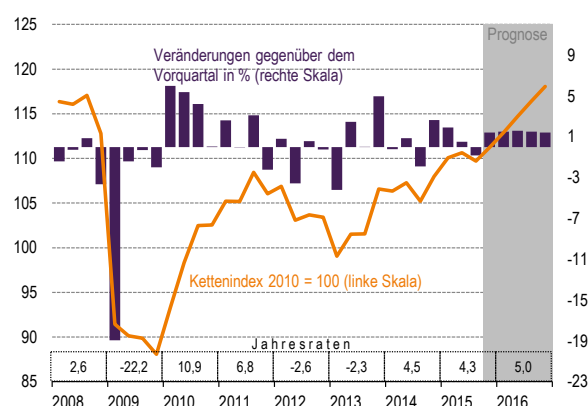
Gustav A. Horn

zur Wirtschaftspolitik 2016  
<https://youtu.be/-pSp6M0vQVQ>



Abbildung 1

#### Prognostizierte Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland



- |   |                                                              |   |                                                        |
|---|--------------------------------------------------------------|---|--------------------------------------------------------|
| 1 | <b>Auf einen Blick</b>                                       | 4 | <b>Fiskalpolitik in Europa: Investitionen stärken</b>  |
| 2 | <b>Zukunftsinvestitionen stärken</b>                         | 6 | <b>Fiskalpolitik in Deutschland: Spielräume nutzen</b> |
| 3 | <b>Auch EZB fordert wachstumsfreundlichere Fiskalpolitik</b> | 7 | <b>Flüchtlingsmigration und Mindestlohn</b>            |
| 3 | Zweitrundeneffekte der niedrigen Inflation                   |   |                                                        |
| 3 | Unzureichende Wirkung der Geldpolitik                        |   |                                                        |

## ZUKUNFTSINVESTITIONEN STÄRKEN

Der bereits zur Jahreswende 2014/2015 erkennbare Kurswechsel in der europäischen Wirtschaftspolitik hat sich, wenn auch zaghaft, fortgesetzt. Die Wirtschaft des Euroraums beginnt sich vor dem Hintergrund einer weniger restriktiven Fiskalpolitik leicht zu erholen. Die Investitionstätigkeit aber lahmt weiterhin, in Deutschland wie im Euroraum. Mit der Flüchtlingsmigration und den Terroranschlägen in Paris kommen auf die Wirtschaftspolitik nun neue Herausforderungen zu. In Deutschland wird die Versorgung von mehr als einer Million Flüchtlingen nennenswerte Spuren in den öffentlichen Haushalten hinterlassen. Auch steigert die zu leistende Integration die Notwendigkeit höherer staatlicher Ausgaben bei Infrastruktur und Bildung. Diese neuen Erfordernisse entstehen in einer Zeit, in der beide Bereiche hierzulande seit Jahren massiv unterfinanziert sind. Deutschland benötigt daher dringend eine deutliche Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen und der Ausgaben im Bildungswesen. Darüber hinaus gibt es weitere Herausforderungen. Um den Klimawandel zu stoppen, der die Existenzgrundlage des Wirtschaftens in vielen Regionen der Welt bereits jetzt bedroht, hat die deutsche Regierung beim Klimagipfel in Paris ihren Willen bekräftigt, die Treibhausgas-Emissionen bis 2020 um 40 % gegenüber dem Stand von 1990 zu verringern. Auch dies erfordert Investitionen und Wandel.

Was sollte die Wirtschaftspolitik vor dem Hintergrund dieser Herausforderungen tun? Die fiskalpolitischen Spielräume Deutschlands sind gegenwärtig erheblich. Trotz der hohen Flüchtlingsausgaben dürften die öffentlichen Haushalte 2016 einen Überschuss von 0,4 % des BIP ausweisen. Da selbst der restriktive Fiskalpakt ein strukturelles Defizit in Höhe von 0,5 % des BIP zulässt, könnten die öffentlichen Infrastruktur- und Zukunftsausgaben im Jahre 2016 auch ohne Ausnahmeregelung von diesem engen Korsett um rund 30 Mrd. Euro erhöht werden. Dabei hat allein der Bund im Rahmen der deutschen Schuldenbremse einen Spielraum von rund 10 Mrd. Euro.

Aus deutscher konjunkturpolitischer Sicht ist eine Erhöhung der Staatsnachfrage zwar nicht dringend geboten, sie könnte aber dazu beitragen, das Fundament der Erholung zu stärken und auszubalancieren. Dies betrifft zum einen die private Investitions-

tätigkeit, die durch staatliche Investitionen angeregt und gefördert werden kann. Es betrifft aber auch die Lohnentwicklung. Der Anstieg der Löhne in Deutschland bleibt trotz des stetigen Rückgangs der Arbeitslosenquote und der Einführung des Mindestlohns hinter dem Verteilungsspielraum zurück. Der Bestand der registrierten Arbeitslosen ist mit 2,6 Millionen Personen weiterhin keine zu vernachlässigende Größe, zumal sie weder Personen in arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen erfasst, noch solche, die ihre Arbeitszeit gerne erhöhen würden oder sich desillusioniert vom Arbeitsmarkt abgewandt haben. Gerade die stille Reserve könnte im Zuge eines kräftigeren Aufschwungs aktiviert und in den Arbeitsmarkt integriert werden.

Die deutsche Wirtschaft drohte daher durch eine expansive Fiskalpolitik nicht etwa heiß zu laufen, sondern hätte durch sie die Chance in ihrem Potenzial gestärkt zu werden: Mit höheren privaten Investitionen, höheren Löhnen und verbesserten Arbeitsmarktchancen nicht zuletzt für jene, die gegenwärtig aufgrund des Alters, des Geschlechts, der Herkunft oder einer längeren Arbeitslosigkeit geringere Chancen des Einstiegs und Aufstiegs haben. Hier schlummert ein nennenswertes Potenzial, das am deutschen Arbeitsmarkt genutzt werden sollte.

Eine weitere Stärkung der Binnennachfrage ist auch mit Blick auf den hohen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands und die fragile Entwicklung im Euroraum insgesamt geboten. Zu Recht interpretiert daher nunmehr auch die EU-Kommission ihre Analysen der nationalen Wirtschaftspolitik mit Blick auf die Erfordernisse des Euroraums insgesamt (EU-Kommission 2015d, S. 3f). Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 8,7 % 2015 ist in den Worten der Kommission Ausdruck dafür, dass Deutschland „makroökonomische Ungleichgewichte aufweist, die entschlossene Maßnahmen erfordern“ (EU-Kommission 2015d, S. 24).<sup>1</sup> Nicht nur trägt Deutschland gegenwärtig zu den internationalen Ungleichgewichten bei, sondern erlebt im Inland eine zu schwache Binnennachfrage und insbesondere zu geringe Investitionen, welche besonders für ein Land mit niedriger Geburtenrate wie Deutsch-

<sup>1</sup> Übersetzt aus dem Englischen.

land von entscheidender Bedeutung für den künftigen Lebensstandard sind. Gerade Deutschland könnte mit einer expansiven, auf Zukunftsaufgaben gerichteten Fiskalpolitik auch die Entwicklung im Euroraum insgesamt stützen und eine Vorreiterrolle in der Klimapolitik spielen.

Die expansive Geldpolitik, die die makroökonomische Stabilisierungsaufgabe im Euroraum in den vergangenen Jahren praktisch im Alleingang geschultert hat, bleibt unerlässlich. Sie muss aber durch eine expansivere Fiskalpolitik im Euroraum insgesamt unterstützt werden.

## AUCH EZB FORDERT WACHSTUMSFREUNDLICHERE FISKALPOLITIK

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat Anfang Dezember 2015 abermals die geldpolitischen Zügel gelockert. Der ohnehin schon negative Einlagenzins auf Überschussreserven der Banken beim Eurosystem wurde auf -0,3 % gesenkt, das Wertpapierkaufprogramm um ein halbes Jahr verlängert und das Spektrum infrage kommender öffentlicher Wertpapiere erweitert. Bereits im Oktober hatte EZB-Präsident Draghi diese Schritte angedeutet, weil sich die Inflation erneut schwächer darstellt und das Wirtschaftswachstum hinter den Erwartungen zurück bleibt.

### Zweitrundeneffekte der niedrigen Inflation

Die langfristigen Inflationserwartungen, gemessen an Markttrenditen, hatten sich nach ihrem Tiefpunkt im Januar 2015 zunächst bis Juli 2015 kontinuierlich erholt, sackten danach aber erneut ab. Erst im November nahmen sie wieder zu, allerdings auf das im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt von 2,3 % nur niedrige Niveau von 1,7 % (Abbildung 2). Ein wichtiger Faktor dürfte die aktuelle Inflationsrate gewesen sein, die wegen erneut fallender Rohölpreise in den Monaten August bis November nur knapp über bzw. unter der Nulllinie lag. Mit 44 US-Dollar erreichte der Preis für eine Tonne Rohöl der Marke Brent den tiefsten Stand seit mehr als 10 Jahren. Der Rohölpreis lag damit um 44 % niedriger als ein Jahr zuvor und um 22 % als im Juli 2015.

Auch die als Indikator wichtige Kerninflation, die die Preise von Energie, Lebensmitteln, Tabak und Alkohol nicht berücksichtigt, verharrt im Euroraum mit 0,9 % (November 2015) auf niedrigem Niveau. Verlangsamt hat sich zudem der Anstieg der Lohnstückkosten; er lag in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres bei nur 0,9 % bzw. 0,8 % und damit um rund einen Prozentpunkt unter der Rate, die mit dem Inflationsziel der EZB zu vereinbaren wäre. Damit deuten sich Zweitrundeneffekte der schwachen Inflationsentwicklung an, die zu ihrer Verfestigung führen.

Umso wichtiger ist eine expansive Wirtschaftspolitik im Euroraum, die kräftig genug ist, um in absehbarer Zeit die noch erhebliche Unterausnutzung der Produktionskapazitäten und Arbeitskräfte deutlich zu reduzieren. Die Geldpolitik wirkt ohne Zweifel stabilisierend, aber ihre nur indirekte Wirkung auf Investitionen und Konsum reicht in der aktuellen Lage nicht aus.

### Unzureichende Wirkung der Geldpolitik

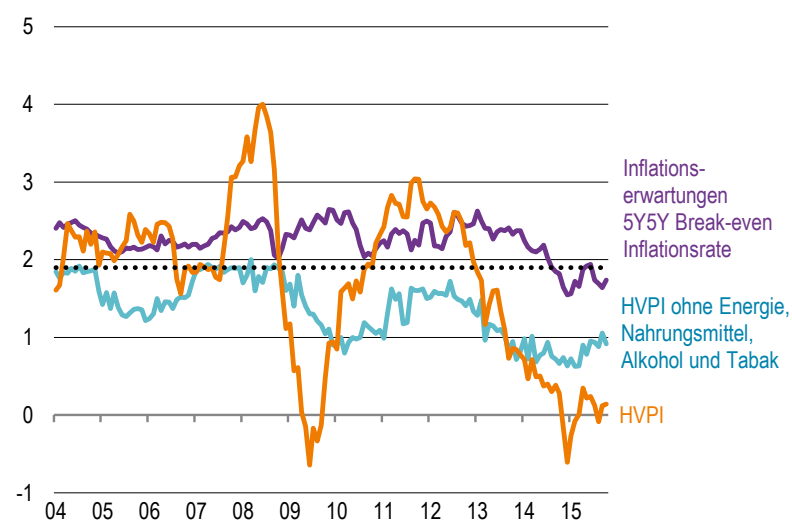
Zwar sind die kurz- und langfristigen Kreditzinsen gesunken, die Zinsniveaus zwischen den Euroländern haben sich weiter angenähert und die Buchkredite an Unternehmen werden seit Februar dieses Jahres leicht ausgeweitet, nachdem sie zuvor knapp drei Jahre lang abgebaut wurden. Aber die Zuwachsrate ist mit 0,6 % (Oktober 2015) schwach und laut dem Bank Lending Survey primär auf eine mangelnde Kreditnachfrage zurückzuführen. Mangelnde Profitabilität und hohe Unsicherheit dämpfen die Investitionstätigkeit, so dass auch bei niedrigem Zinsniveau kaum Finanzbedarf entsteht.

Lediglich über die Abwertung des Euro vermag die Geldpolitik direkter zu wirken, indem Exporte von einer höheren Auslandsnachfrage angeregt werden und teurere Importe zugunsten heimischer Produkte weniger nachgefragt werden. Allerdings weist der Euroraum bereits ein deutliches Plus im Handel mit dem Ausland auf – der Leistungsbilanzüberschuss beträgt 2015 3,7 %. Wäre die übrige Weltwirtschaft in lebhafter und robuster Verfassung,

Abbildung 2

### Inflation und Inflationserwartungen im Euroraum

Januar 2004 – November 2015



Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI), prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Breakeven-Inflationsrate wird aus Renditen von Staatsanleihen ermittelt und stellt die durchschnittliche Inflationserwartung für den Fünfjahreszeitraum dar, der in fünf Jahren beginnt. Die gestrichelte Linie markiert das Inflationsziel der EZB von 1,9 %.

Quellen: Europäische Zentralbank; Eurostat © IMK 2015

könnte dies eine vorübergehende Strategie zur Krisenbewältigung sein. Dies ist aber nicht der Fall. In den Schwellenländern, allen voran China, stockt das Wachstum, und die Vereinigten Staaten sowie Großbritannien weisen noch beträchtliche Produktionslücken auf, weshalb auch dort die Geldpolitik noch deutlich expansiv ausgerichtet ist.

Nach Einschätzung der EZB erhöht die bisherige Lockerung der Geldpolitik das BIP im Euroraum um insgesamt 1 % über den Zeitraum 2015 bis 2017 (Draghi 2015b). Das entspricht einem Drittel Prozent pro Jahr. Jüngsten Schätzungen der OECD zufolge hat der Euroraum 2015 aber eine negative Produktionslücke in Höhe von 2,7 %. Mit jedem Jahr, in dem die Produktion unter den Produktionsmöglichkeiten bleibt, schließt sich die Lücke angebotsseitig – durch die Verringerung der Produktionsanlagen und des Arbeitsangebots. Auf derartige Hystereseeffekte weist das IMK schon seit langem hin (Horn und Tober 2007); im Jahre 2014 hat auch EZB-Präsident Draghi sie in einer denkwürdigen Rede auf die Agenda gebracht (Draghi 2014).

Nach acht Jahren Wirtschaftskrise besteht mit 10,7 % weiterhin sehr hohe Arbeitslosigkeit im Euroraum. Die private und öffentliche Investitionstätigkeit stockt; die staatlichen Nettoinvestitionen waren 2014 und 2015 sogar negativ.

Während die Geldpolitik nur mittelbar auf die Finanzierungsbedingungen wirken kann, beeinflusst der Staat durch investive Ausgaben die Nachfrage direkt und kann damit zudem die mittelfristigen Produktionsbedingungen für den Privatsektor durch eine verbesserte Infrastruktur günstiger gestalten. Auch diesen Aspekt hat EZB-Präsident Draghi in seinen Appellen an die Fiskalpolitik jüngst aufgegriffen (Draghi 2015b).

Die Wirtschaft des Euroraums ist gegenwärtig nicht nur unterausgelastet, sondern auch weiterhin anfällig für Erschütterungen. Zwar hat die EZB unter anderem durch das bisher nicht aktivierte OMT-Programm die Finanzmärkte stabilisiert und eine Annäherung der Renditen im Euroraum bewirkt. Zugleich finden jedoch seit 2010 institutionelle Veränderungen statt, die die Rolle von Staatsanleihen der Euroländer als sichere Aktiva in Frage stellen. Aktuell wird entsprechend zunehmend gefordert, die Sonderbehandlung von Euro-Staatsanleihen bei der Bankenregulierung aufzuheben (Juncker et al. 2015, Draghi 2015a, Weidmann 2013). Dabei wird vernachlässigt, dass „sichere“ Staatsanleihen ähnlich wie Preisniveaustabilität einen Stabilitätsanker für die Volkswirtschaft darstellen (Tober 2015). Ihn aufzugeben, impliziert nicht nur die Gefahr künftiger Finanzmarktinstabilitäten, sondern schwächt zudem den Staat in seiner Fähigkeit, öffentliche Güter bereitzustellen und fiskalpolitisch stabilisierend zu wirken.

Die stark expansive Geldpolitik stabilisiert gegenwärtig die Wirtschaft des Euroraums, sie ist aber nicht in der Lage, den dringend erforderlichen Aufschwung herbeizuführen. Diese Rolle muss und kann von der Fiskalpolitik ausgefüllt werden. Durch

eine aktivere Fiskalpolitik können zudem negative Nebenwirkungen einer langwährenden Niedrigzinspolitik vermieden werden (Theobald et al. 2015).

## FISKALPOLITIK IN EUROPA: INVESTITIONEN STÄRKEN

Bislang besteht der größte Beitrag der europäischen Fiskalpolitik zu einer Besserung der wirtschaftlichen Perspektiven in einer Lockerung des Austeritätskurses. Dass dies allerdings nicht ausreicht, um die Investitionstätigkeit nennenswert zu erhöhen, ist mittlerweile auch in den EU-Institutionen Konsens. Als ergänzende Maßnahme wurde daher im November 2014 der sogenannte Juncker-Plan von der EU-Kommission angekündigt und im Juli 2015 beschlossen. Dieser sieht vor, mit einem sehr limitierten Volumen an staatlichen Geldmitteln und Sicherheiten über ein neues Finanzinstrument (European Fund for Strategic Investment, EFSI) innerhalb der Europäischen Investitionsbank (EIB), Investitionen im Wert von 315 Milliarden Euro über drei Jahre zu tätigen. Diese Summe basiert auf einer unterstellten Hebelwirkung von 1:15, wobei die beteiligten europäischen Institutionen eine Hebelwirkung von 1:3 erreichen. Die so erzielte Summe soll durch Einbindung privater Anleger weiter ausgedehnt werden, wobei ein Hebel von 1:5 unterstellt wird.

Vor einem Jahr drückte das IMK große Skepsis gegenüber dem Plan aus (Horn et al. 2015a). Die Kritik fokussierte sich hauptsächlich auf die große Abhängigkeit von privaten Investitionen, und mögliche Mitnahmeeffekte. Hinzu kommen Bedenken gegenüber „öffentlich-privaten Partnerschaften (ÖPP), die die Projekte deutlich verteuern können. Darauf deuten für Deutschland mehrere Untersuchungen hin (Bundesrechnungshof 2014, Rechnungshöfe 2011). Zudem schien das Problem bei Investitionen von KMU eher in der schwachen und unsicheren Nachfrage zu bestehen, als im Zugang zu Krediten.

Jüngst zeigt OFCE/ECLM/IMK/AK (2015, S. 46ff.), dass EIB-Kredite, die seit 2009 – in diesem Jahr wurde als Antwort auf die Krise das EIB-Darlehensvolumen aufgestockt – gewährt wurden, in Ländern konzentriert sind, die sie nicht am dringendsten nötig haben (d.h. die nicht die größten Produktionslücken haben). Eine Evaluierung von den wenigen im Rahmen des Juncker-Plans bis November 2015 gestellten Anträgen lässt befürchten, dass sich dieser Trend fortsetzt: Länder die zusätzliche Investitionen am dringendsten benötigen, sind nicht die Hauptbegünstigten.

Die Vergabe von Krediten läuft langsam an, was jedoch anfänglichen Schwierigkeiten zuzuschreiben sein könnte und sich im Laufe der Zeit verbessern könnte. Besorgniserregender ist, dass sich im Zuge der Ausweitung der Darlehen in der Krise die



leverage ratio auf EIB-Kredite verringert hat und sich momentan bei nur noch etwas über 3 befindet (OFCE/ECLM/IMK/AK 2015, S. 48). Es ist daher sehr fraglich, ob das anvisierte Ziel, fünf Euro aus dem privaten Sektor für jeden vom öffentlichen Sektor bereitgestellten Euro zu mobilisieren, erreicht werden kann. Zusammengefasst wird der Juncker-Plan sicherlich positive Auswirkungen auf die Investitionen haben. Er wird aber in seiner jetzigen Konstruktion die Situation nicht entscheidend verändern können.

Im Prinzip wäre ein Investitionsfonds ein geeignetes Mittel zur Steigerung der Investitionstätigkeit in Europa. Ein effektiver europäischer Plan ist aber schwer umzusetzen. In seiner gegenwärtigen Ausgestaltung ist das eingezahlte Kapital zu eng bemessen und die Erwartung an die Hebelwirkung zu hoch. Ein Ansatzpunkt hier wäre der von der Gruppe der Sozialisten und Demokraten im Europäischen Parlament ursprünglich vorgeschlagene Fonds mit deutlich höherer Kapitalausstattung aus europäischen Mitteln (S&D 2014), für den sich damals keine Mehrheit fand. Der Juncker-Plan enthält zwar die Möglichkeit, dass Mitgliedsstaaten nationale Mittel in den Fonds einzahlen und diese von der EU-Kommission bei ihrer Defizitbeurteilung ausgeklammert werden. Sie sehen aber keinen Anreiz dazu, vor allem weil sie keine Gewähr haben, dass diese Gelder im eigenen Land investiert werden. Eine nationale Zweckbindung widerspräche dem europäischen Charakter des Fonds. Die Mitgliedsstaaten beschränken sich daher gegenwärtig darauf, Projekte im eigenen Land durch nationale Entwicklungsbanken zu ko-finanzieren (EU-Kommission 2015e). Ob durch letzteres tatsächlich neue Mittel mobilisiert werden, ist fraglich.

Ein durchgreifender Impuls erfordert staatliche Mittel in einem deutlich größeren Umfang. Dies scheitert aktuell daran, dass die Mitgliedsstaaten in einem komplexen Netz aus überlappenden fiskalischen Regelungen und Gesetzen gefangen sind, die teils auf der supranationalen Ebene, teils intergouvernemental und teils in der nationalen Gesetzgebung verankert sind. Die Regelungen beziehen sich sowohl auf die Defizite als auch auf die Staatsschuldenquoten und die Geschwindigkeit, mit der sie auf den Maastricht-Wert von 60 % reduziert werden müssen.

Manche Regelungen beziehen sich auf „strukturelle“ Defizitquoten: Rein theoretisch ist das zwar sinnvoll, es erhöht aber die Unsicherheit bei der Beurteilung der Situation eines Landes, da die Bereinigungsverfahren je nach Berechnungsart sehr unterschiedliche Ergebnisse liefern. Schließlich gibt es seit Anfang 2015 auch noch die Möglichkeit, unter bestimmten, eng eingegrenzten Voraussetzungen Ausgaben aus den Defiziten herauszurechnen, die im Zusammenhang mit der Einführung von Strukturreformen getätigt werden. Das gilt nur für solche Strukturreformen, die über ein höheres Produktionspotenzial eine nachweislich positive Wirkung auf

die öffentlichen Haushalte haben. Die zusätzlichen Defizite sind dabei zeitlich und bezüglich ihrer Höhe eng begrenzt (EU-Kommission 2015a). Aus all diesen Gründen ist es keine leichte Aufgabe, den juristischen – im Unterschied zum volkswirtschaftlichen – Spielraum für eine expansivere Fiskalpolitik zu bestimmen (OFCE/ECLM/IMK 2014, S. 21f.; OFCE/ECLM/IMK/AK 2015, S. 49f.).

Mit Sicherheit lässt sich lediglich sagen, dass gegenwärtig ein Land von volkswirtschaftlicher Relevanz für den Euroraum, nämlich Deutschland, eindeutig einen fiskalischen Spielraum nach den europäischen Regeln besitzt. Auch auf der Grundlage der Evaluierung der von den Mitgliedsstaaten eingereichten Haushaltsentwürfe durch die EU-Kommission (s. hierzu OFCE/ECLM/IMK/AK 2015, S. 49f.) ist davon auszugehen, dass Deutschland den Spielraum nur teilweise nutzen wird. Der Haushaltsentwurf Österreichs enthält den Vorschlag einer kleinen strukturellen Anpassung Richtung Expansion – um 0,3 Prozentpunkte des BIP. Dies veranlasste die Kommission allerdings dazu, vor einer drohenden „Noncompliance“ mit den fiskalischen Regeln zu warnen.

Andere Länder, die zwei wichtigsten davon sind Belgien und Italien, erfahren zwar seitens der Defizitregeln keine Einschränkung, sehr wohl aber durch die notwendige Reduzierung der Schuldenstandsquoten auf 60 %. Hierfür versucht Italien mit Verweis auf die Kosten der Flüchtlingskrise eine langsamere Anpassung auszuhandeln, was eine Ausweitung der laufenden Defizite ermöglichen würde. Andere größere Länder wie Spanien und Frankreich befinden sich im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. Hier wäre jegliche Ausweitung der Defizite ein klarer Bruch der geltenden fiskalischen Regeln. Zusammenfassend kann man feststellen, dass auf der aggregierten Ebene, bei strenger Auslegung der Regeln, jedwede fiskalische Expansion sehr gering und im Wesentlichen auf Deutschland beschränkt sein dürfte.

Angesichts dieser Analyse – die noch gar nicht die in nationalen Gesetzgebungen verankerten Schuldenbremsen, und deren eventuelle einschränkende Wirkung miteinbezogen hat – hat die europäische und nationalstaatliche Politik drei Optionen:

- Der makroökonomische Policy-Mix im Euroraum bleibt deutlich unter seiner Möglichkeiten, was die weitere Erholung in Frage stellt.
- Einige der bestehenden Regeln werden umschifft oder offen gebrochen.
- Die fiskalpolitischen Regeln werden reformiert.

In der kurzen Frist mag sich die Politik durch schlichtes Nichtanwenden der Regeln – zum Beispiel mit Verweis auf die Kosten der Flüchtlinge oder der Terrorismusbekämpfung – einen gewissen zusätzlichen Spielraum verschaffen. Damit wäre aber die Glaubwürdigkeit von Regeln, die explizites Primärrecht bzw. Teil eines internationalen Vertragswerks sind,

gefährdet. Soll der Spielraum erheblich und nachhaltig erweitert werden – was sicherlich notwendig wäre, um nicht bloß aus der Krise zu kommen, sondern Fortschritte in Richtung der Europa 2020-Ziele zu erzielen, auf die sich die Mitgliedsstaaten ebenfalls verpflichtet haben – dann kommt die Politik nicht um Gesetzes- bzw. Vertragsänderungen umhin.

Eine wachstumsfreundliche Option wäre beispielsweise die Einführung einer „goldenen fiskalpolitischen Regel“, um die Defizitfinanzierung von öffentlichen Investitionen zu ermöglichen (Truger 2015). Eine solche goldene Regel ist in der Finanzwissenschaft ein Standardbegriff (Musgrave 1939, 1959) und wurde auch vom Sachverständigenrat (2007) für die deutsche Schuldenbremse sowie von namhaften Ökonomen für die europäischen Fiskalregeln gefordert (z.B. Blanchard und Giavazzi 2004). Sie beteiligt zukünftige Generationen angemessen an der Finanzierung von Investitionen, die ihnen auch zugutekommen. Müssen heutige Steuerzahler allein für langfristig wirkende Zukunftsinvestitionen aufkommen, so ist eine zu geringe Investitionstätigkeit wahrscheinlich.

## FISKALPOLITIK IN DEUTSCHLAND: SPIELRÄUME NUTZEN

Die deutsche Fiskalpolitik wird aktuell entscheidend von dem starken Zustrom an Flüchtlingen geprägt. Allein im vergangenen Jahr wurden rund eine Million Menschen in Deutschland registriert. Das IMK geht insbesondere in den kommenden Monaten von einem anhaltend starken Zustrom aus. Unter der Annahme einer schrittweise auf 70 % steigenden Anerkennungsquote und einer noch geringen Erwerbstätigkeit der Flüchtlinge geht das IMK in seiner jüngsten Prognose (Horn et al. 2015b) für 2016 von Mehrausgaben gegenüber 2015 von rund 12 Mrd. Euro aus. Zusammen mit anderen finanzpolitischen Maßnahmen wie insbesondere deutlichen Entlastungen bei der Einkommensteuer zum Ausgleich der kalten Progression ergibt sich damit in diesem Jahr ein fiskalischer Impuls von rund 20 Mrd. Euro. Die Fiskalpolitik ist damit spürbar expansiv ausgerichtet.

Aktuelle Schätzungen weisen für 2016 keine nennenswerte negative Produktionslücke mehr aus. Nach der Projektion der Bundesregierung ist die Produktionslücke mittlerweile geschlossen und auch die Europäische Kommission sowie die OECD ermittelten in ihren jüngsten Prognosen vom November 2015 jeweils eine nur leicht negative Produktionslücke (BMW 2015, EU-Kommission 2015c, OECD 2015). Jüngste Schätzungen der Deutschen Bundesbank (2015) gehen sogar von einer positiven Produktionslücke aus. Damit scheint es aus konjunktureller Sicht keine dringende Notwendigkeit für zusätzliche fiskalische Impulse zu geben. Die Schätzungen des Produktionspotenzials und folglich der

Produktionslücke sind allerdings sehr unsicher, was sich nicht zuletzt in den divergierenden Schätzungen der oben genannten Institutionen zeigt.

Die anhaltenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zeigen hingegen, dass die Binnenwirtschaft in Deutschland – wenngleich sie gemessen an der jüngeren Vergangenheit beschleunigt expandiert – noch weiter gestärkt werden sollte. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss überschreitet schon seit Jahren den für die Feststellung eines makroökonomischen Ungleichgewichts maßgeblichen Schwellenwert von 6 % des Bruttoinlandsprodukts und liegt seit dem vergangenen Jahr deutlich über 8 % des BIP. Gleichzeitig schöpfen die Löhne den Verteilungsspielraum weiterhin nicht aus, und die Inflation sowie die Lohnstückkostenentwicklung bleiben deutlich unter 2 %. Ein weiterer Anstieg der Binnennachfrage dürfte über steigende Importe den Leistungsbilanzsaldo reduzieren und die Preis- und Lohnentwicklung näher an das Stabilitätsziel der EZB bringen. Aus ähnlichen Erwägungen fordert auch die Europäische Kommission zum wiederholten Male, dass Deutschland seinen fiskalischen Spielraum nutzen soll, um die Binnennachfrage weiter zu beleben (EU-Kommission 2015b und d). Dies würde auch für die übrigen Länder des Euroraums einen positiven Nachfrageimpuls bedeuten.

Sowohl das IMK (z.B. Rietzler 2014) als auch die Europäische Kommission (2015b) halten insbesondere eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland für angezeigt. Insbesondere auf der kommunalen Ebene, wo die Neuinvestitionen seit über 10 Jahren unter den Abschreibungen liegen, hat sich ein erheblicher Rückstau gebildet, der seit Anfang 2014 verstärkt zunimmt. Seit Mitte 2012 nehmen aber auch die Nettoinvestitionen des Bundes in der Tendenz ab und schwankten zuletzt um die Nulllinie. Trotz aller Lippenbekenntnisse für mehr Investitionen waren die realen Bruttoinvestitionen des Staates in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres rückläufig. Die notwendige Trendwende lässt also noch auf sich warten. Um den Investitionsstau bei der Infrastruktur zu überwinden, müssten hingegen über einen längeren Zeitraum zweistellige Milliardenbeträge pro Jahr aufgewendet werden (Rietzler 2014).

In diesem Jahr besteht der expansive Impuls allerdings nur zu einem geringen Teil aus Mehrinvestitionen. Den größten Teil machen die Mehrausgaben für die Flüchtlinge aus, gefolgt von den steuerlichen Maßnahmen zum Ausgleich der sogenannten kalten Progression.

Die Aufnahme der Flüchtlinge ist eine humanitäre Aufgabe. Weder lassen sich über Nacht die Fluchtursachen beseitigen, noch ist kurzfristig eine gleichmäßigere Verteilung der Lasten in Europa zu erwarten. Damit müssen die öffentlichen Haushalte in Deutschland auch die zusätzlichen Kosten tragen. Angesichts der hohen Ausgaben für die Flüchtlinge und der teilweise angespannten kommunalen Haushalte besteht jedoch die Gefahr, dass die Finanzie-

zung von Unterbringung, Verpflegung und Integration der Flüchtlinge gerade auf der kommunalen Ebene, wo der Investitionsstau am größten ist, wichtige Investitionen in die Infrastruktur verdrängt.

Das wäre fatal. Angesichts einer nun wachsenden Bevölkerung ist eine rasche Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur noch dringender. Gleiches gilt für zusätzliche Ausgaben für Bildung, bei der Deutschland im OECD-Vergleich einen der hinteren Plätze belegt (OECD 2014), sowie für die Qualifizierung und Integration der Flüchtlinge.

Dafür müssten die Überschüsse noch weiter abgeschmolzen werden als aktuell abzusehen und möglicherweise auch neue Schulden aufgenommen werden. Dabei ist zu beachten, dass die Flüchtlingskrise durchaus als „außergewöhnliche Notsituation“ im Sinne des §6 Artikel-115-Gesetz geltend gemacht werden könnte.<sup>2</sup> Aber auch ohne eine Berufung auf §6 Artikel-115-Gesetz stehen die Fiskalregeln einer Ausweitung der Ausgaben für Zukunftsinvestitionen nicht entgegen. Im Rahmen der europäischen Fiskalregeln verbleibt im Jahr 2016 ein Spielraum von rund einem Prozent des BIP und die Schuldenbremse erlaubt dem Bund in diesem Jahr eine Verschuldung von knapp 10 Mrd. Euro. Bereits in den vergangenen fünf Jahren hat die Finanzpolitik vorhandene Spielräume nur unzureichend genutzt. So hätte der Bund seit 2011 zusätzlich rund 140 Milliarden Euro ausgeben können. Wären diese Mittel in die öffentliche Infrastruktur geflossen, so wäre der Investitionsstau heute beseitigt. Angesichts des erheblichen Bedarfs an Zukunftsinvestitionen – nicht nur zur Bewältigung der Zuwanderung – sollte die Finanzpolitik sich davon verabschieden, die Übererfüllung von Fiskalregeln als Erfolg zu betrachten.

## FLÜCHTLINGSMIGRATION UND MINDESTLOHN

Anfang 2015 wurde in Deutschland ein allgemeiner gesetzlicher Mindestlohn eingeführt. Damit wurde von Seiten der Politik ein wichtiger Schritt unternommen, um die Qualität der Arbeitsbedingungen in Deutschland zu verbessern. Die Arbeitsmarktentwicklung war im abgelaufenen Jahr insgesamt wiederum sehr gut. Die Beschäftigung hat deutlich zugenommen, und die Arbeitslosigkeit ist weiter zurückgegangen. Es gibt keine Anzeichen, die aus gesamtwirtschaftlicher Sicht auf negative Beschäftigungswirkungen der Einführung des Mindestlohns hindeuten und dies, obwohl von Vertretern des ökonomischen Mainstreams erhebliche negative Be-

schäftigungseffekte vorhergesagt worden waren.<sup>3</sup> Gleichzeitig leistet der allgemeine gesetzliche Mindestlohn einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der Lohnentwicklung in Deutschland.

Nachdem es in den vergangenen Jahren infolge der Eurokrise eine erhöhte Zuwanderung aus den europäischen Krisenländern nach Deutschland gab, ist Deutschland mit einer drastisch angestiegenen Zuwanderung von Asylsuchenden aus verschiedenen Krisenregionen konfrontiert. Das Arbeitsangebot in Deutschland dürfte sich dadurch deutlich erhöhen. So schätzt das Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) in Nürnberg unter der Annahme einer Zuwanderung von jeweils einer Million Asylsuchenden in den Jahren 2015 und 2016, dass das Erwerbspersonenpotential 2015 um 100 000 Personen und in diesem Jahr um fast 330 000 Personen zunehmen wird. Dabei wird der deutlich höhere Migrationseffekt in beiden Jahren teilweise durch eine abnehmende inländische Erwerbsbevölkerung kompensiert (Fuchs et al. 2015).

Es war nicht wirklich überraschend, dass die verstärkte Zuwanderung teilweise dazu genutzt wurde, einen erneuten Versuch zu unternehmen, den erst kürzlich eingeführten allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn zu untergraben. Es wurde gefordert, dass er infolge der Flüchtlingsmigration entweder deutlich reduziert oder sogar wieder ganz abgeschafft werden sollte. Zumindest sollte er temporär für die arbeitsberechtigten Flüchtlinge ausgesetzt werden, z.B. unter Anwendung bestehender Ausnahmeregelungen, wie die für Langzeitarbeitslose. Überwiegend kommen diese Vorschläge von denselben Personen, die zuvor vehement gegen die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns in Deutschland argumentiert und vor erheblichen Beschäftigungsverlusten gewarnt hatten, wie beispielsweise die Mehrheit der Mitglieder des Sachverständigenrates (SVR 2015, Ziffer 567f.).

Natürlich stellt die stark gestiegene Zahl der Flüchtlinge, die in den nächsten Jahren Arbeit suchen werden, eine Herausforderung für die Arbeitsmarktpolitik dar. Jedoch ist der deutsche Arbeitsmarkt aktuell sehr gut aufgestellt, um mit dieser Herausforderung zurechtzukommen. Sonderregelungen und Ausnahmen vom Mindestlohn sind dagegen Scheinlösungen, wie die Ausnahmeregelung vom Mindestlohn für Langzeitarbeitslose in den ersten sechs Monaten zeigt, die von den Unternehmen kaum genutzt wird (Öchsner 2015). Durch einen klar formulierten Zeitplan und eine mehrjährige Einführungsphase des Mindestlohns hat die Politik vielmehr den Unternehmen mehr Planungssicherheit gegeben und einen ausreichenden Zeitraum für die unternehmerische Anpassung an die veränderte Situation mit einer allgemeinen gesetzlichen Lohnuntergrenze gewählt. Ähnlich umsichtig sollte die Po-

<sup>2</sup> Nach §6 Artikel-115-Gesetz rechtfertigen „außergewöhnliche Notsituationen, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigen“ eine Überschreitung der sonst zulässigen Kreditgrenzen.

<sup>3</sup> Für einen Überblick und kritische Bewertung der Vorhersagen im Vorfeld der Einführung des Mindestlohns siehe Schulten und Weinkopf (2015), S. 79ff.



litik nun mit den arbeitsmarktpolitischen Herausforderungen der verstärkten Flüchtlingszuwanderung umgehen und sich immer vor Augen führen, dass vor dem Hintergrund des demografischen Wandels die Zuwanderung auch eine Chance darstellt, die es zu nutzen gilt. Entscheidend ist die möglichst schnelle Integration der geflüchteten Menschen in Gesellschaft und Arbeitsmarkt. Von zentraler Bedeutung ist dabei, ausreichende Mittel zur Verfügung

zu stellen, damit ausreichende Deutschkenntnisse schnell erworben werden können, um erfolgreich auf dem Arbeitsmarkt agieren zu können. Darüber hinaus sollten vorhandene berufliche Qualifikationen möglichst unbürokratisch anerkannt werden und dort, wo es Bildungsdefizite gibt, diese durch ein gutes Fallmanagement und entsprechende Bildungsangebote im Rahmen der arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen angegangen werden.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Blanchard, O. / Giavazzi, F. (2004):** Improving the SGP through a proper accounting of public investment. CEPR Discussion Papers 4220.

**Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (2015):** Gesamtwirtschaftliches Produktionspotenzial und Konjunkturkomponenten. Datengrundlagen und Ergebnisse der Schätzungen der Bundesregierung, Stand vom 14.10.2015, Berlin. Download unter: <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/G/gesamtwirtschaftliches-produktionspotenzial-herbstprojektion-2015,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf> (zuletzt aufgerufen am 8.12.2015).

**Bundesrechnungshof (2014):** Bericht an den Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages nach § 88 Abs. 2 BHO über Öffentlich Private Partnerschaften (ÖPP) als Beschaffungsvariante im Bundesfernstraßenbau, Haushaltsausschuss. Ausschussdrucksache 0822, 18. Legislaturperiode, Berlin, 4. Juni.

**Deutsche Bundesbank (2015):** Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2016 und 2017. In: Monatsbericht Dezember., Bd. 67, H. 12, S. 1-20.

**Draghi, M. (2014):** Unemployment in the euro area. Rede beim Annual Central Bank Symposium, Jackson Hole, 22. August.

**Draghi, M. (2015a):** Foreword to the ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures. European Systemic Risk Board, Frankfurt.

**Draghi, M. (2015b):** Introductory statement to the press conference, Frankfurt am Main, 3. Dezember.

**EU-Kommission (2014):** Annual Growth Survey 2015. COM(2014) 902 final vom 28.11.2014. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_en.pdf) (zuletzt aufgerufen am 16.12.2015).

**EU-Kommission (2015a):** Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank. Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität, Dokument: com(2015) 12 final, 13.1.2015, Straßburg. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/de/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0012&from=ES> (zuletzt aufgerufen am 16.12.2015).

**EU-Kommission (2015b):** Macroeconomic imbalances. Country Report – Germany 2015. Occasional Paper Nr. 214.

**EU-Kommission (2015c):** European Economic Forecast, Autumn 2015. Institutional Paper 011.

**EU-Kommission (2015d):** Alert Mechanism Report 2016, COM(2015) 691 final, vom 26.11.2015. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_alert\\_mechanism\\_report.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_alert_mechanism_report.pdf)

**EU-Kommission (2015e):** Investment Plan for Europe: European Fund for Strategic Investments ready for take-off in autumn. Press release, Brüssel, 22. Juli. ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-5420\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5420_en.htm)).

**Fuchs, J. / Gehrke, B. / Hummel, M. / Hutter, C. / Klinger, S. / Wanger, S. / Weber, E. / Weigand, R. / Zika, G. (2015):** IAB-Prognose 2015/2016 – Arbeitsmarkt weiter robust. IAB-Kurzbericht Nr. 15.

**Horn, G. A. / Tober, S. (2007):** Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen? Zu den Irrungen und Wirrungen der Potenzialberechnung. IMK Report Nr. 17, Januar.

**Horn, G. A. / Gechert, S. / Herzog-Stein, A. / Rannenberg, A. / Rietzler, K. / Tober, S. (2015a):** Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2015 - Wirtschaftspolitik unter Zwängen. IMK Report Nr. 102, Januar.

**Horn, G. A. / Behringer, J. / Herzog-Stein, A. / Hohlfeld, P. / Lindner, F. / Rietzler, K. / Theobald, T. / Tober, S. (2015b):** Auf langsamer Fahrt - Prognose-Update: Die Konjunkturlage in Deutschland zur Jahreswende 2015/2016. IMK Report Nr. 110, Dezember.

**Juncker, J.-C. / Tusk, D. / Dijsselbloem, J. / Draghi, M. / Schulz, M. (2015):** Completing Europe's Economic and Monetary Union, EU-Kommission, Brüssel.

**Musgrave, R. A., (1939):** The nature of budgetary balance and the case for a capital-budget. In: American Economic Review, Bd. 29, S. 260-71.

**Musgrave R. A., (1959):** The Theory of Public Finance. A Study in Public Economy, McGraw-Hill, New York.

**OECD (2014):** Education at a Glance 2014. OECD Indicators, Paris.

**OECD (2015):** OECD Economic Outlook Nr. 98, November, Paris.

**Öchsner, T. (2015):** Langzeitarbeitslose - Ausnahme ohne Wirkung. In: Süddeutsche Zeitung vom 16.04.2015. <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/langzeitarbeitslose-ausnahme-ohne-wirkung-1.2436165> (zuletzt aufgerufen am 16.12.2015).

**OFCE / ECLM / IMK (2014):** independent Annual Growth Survey 2015 (iAGS). Dritter Report, Dezember, Brüssel.

**OFCE/ECLM/IMK/AK (2015):** independent Annual Growth Survey 2016 (iAGS). Vierter Report, Dezember, Brüssel.

**Rechnungshöfe des Bundes und der Länder (2011):** Gemeinsamer Erfahrungsbericht zur Wirtschaftlichkeit von ÖPP-Projekten, Wiesbaden.

**Rietzler, K. (2014):** Anhaltender Verfall der Infrastruktur. Die Lösung muss bei den Kommunen ansetzen. IMK Report Nr. 94, Juni.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2007):** Staatsverschuldung wirksam begrenzen. Expertise im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie, Wiesbaden.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2015):** Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015/2016, Wiesbaden.

**Schulten, T. / Weinkopf, C. (2015):** Die Einführung des gesetzlichen Mindestlohns – eine erste Zwischenbilanz. In: Körzell, S. / Falk, C. (Hrsg.): Kommt der Mindestlohn überall an? Eine Zwischenbilanz. VSA-Verlag, Hamburg, S. 79-92.

**S&D (2014):** Ending the crisis and building new sustainable and shared prosperity. Group of the Progressive Alliance of Socialists & Democrats in the European Parliament, Brüssel, November. ([http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/EN%20SDGroupPositionPaperInvestment-Nov2014%20141126\\_1.pdf](http://www.socialistsanddemocrats.eu/sites/default/files/EN%20SDGroupPositionPaperInvestment-Nov2014%20141126_1.pdf)).

**Theobald, T. / Tober, S. / List, E. (2015):** Finanzmarktstabilität vor dem Hintergrund unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. IMK Report Nr.107, Oktober.

**Tober, S. (2015):** Staatsanleihen der Euroländer – Wege aus der Vertrauenskrise. In: Kromphardt, J. / Hagemann, H. (Hrsg.): Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik. Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 8. Metropolis-Verlag, Marburg, S. 21–41.

**Truger, A. (2015):** Implementing the golden rule for public investment in Europe. Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 138, Working Paper Reihe der AK Wien, März.

**Weidmann, J. (2013):** Stop encouraging banks to load up on state debt. The Financial Times, vom 1.10.2013.

Abgeschlossen am 16. Dezember 2015

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
in der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 77 78-31 2, Telefax (02 11) 77 78-26 6

imk-report@boeckler.de  
<http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Peter Hohlfeld  
Pressekontakt: Rainer Jung, (02 11) 77 78-15 0

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung  
– auch auszugsweise –  
nur mit Quellenangabe zulässig.

### Autorinnen und Autoren

Prof. Dr. Gustav A. Horn, [imk-direktorat@boeckler.de](mailto:imk-direktorat@boeckler.de)  
Dr. Alexander Herzog-Stein, [alexander-herzog-stein@boeckler.de](mailto:alexander-herzog-stein@boeckler.de)  
Dr. Katja Rietzler, [katja-rietzler@boeckler.de](mailto:katja-rietzler@boeckler.de)  
Dr. Silke Tober, [silke-tober@boeckler.de](mailto:silke-tober@boeckler.de)  
Andrew Watt, [imk-abteilungsleitung@boeckler.de](mailto:imk-abteilungsleitung@boeckler.de)