

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

**Research Report**

## Die Zukunft gestalten: Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2017

IMK Report, No. 120

**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 (2017) : Die Zukunft gestalten: Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2017, IMK Report, No. 120, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-201701052573>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/156382>

**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

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

IMK Report 120, Januar 2017

## DIE ZUKUNFT GESTALTEN

### Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2017

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

#### AUF EINEN BLICK

Die bedeutsamste wirtschaftspolitische Herausforderung im Jahr 2017 ist es, die deutsche Wirtschaft in einen längerfristigen Investitionsmodus zu bringen. Ein erster Schritt hierzu wurde mit der spürbaren Ausweitung der öffentlichen Investitionen getan. Dieser Prozess muss jedoch intensiviert und verstetigt werden.

Um die öffentlichen Investitionen solide finanzieren zu können, sollte auf Steuersenkungen verzichtet werden. Darüber hinaus ist eine Übererfüllung der Regeln der Schuldenbremse nicht sinnvoll, sodass ein Teil der Investitionen über

eine höhere Verschuldung finanziert werden kann. Das gilt insbesondere, so lange die Zinsen niedrig sind. Zudem finanzieren sich die Investitionen durch ein erhöhtes Wachstumspotenzial ohnehin teilweise von selbst.

Die Geldpolitik sollte ihren extrem expansiven Kurs mit Zinsen von Null und Aufkäufen von Wertpapieren trotz zunehmender Risiken fortsetzen. Dieser Kurs bleibt angesichts der immer noch zu niedrigen Inflationsrate eine notwendige Voraussetzung für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung im Euroraum.




#### Videostatement

Gustav A. Horn



zur Wirtschaftspolitik 2017  
<https://youtu.be/tQsXu1A-eiY>

#### Herausforderungen 2017

-  Wachstumschancen schaffen
-  Fiskalische Spielräume nutzen
-  Investitionen steigern

- 1 **Auf einen Blick**
- 2 **Einleitung**
- 3 **Geldpolitik der EZB: erhöhte Risiken, unverminderter Bedarf**
- 3 Wertpapierkäufe als entscheidendes geldpolitisches Instrument
- 4 Inhärente Instabilität des unvollendeten Euroraums
- 5 Ausstiegsforderung des Sachverständigenrates verfrüht
- 6 Inflation weiterhin zu niedrig
- 6 **Euroraum: Stärkerer fiskalpolitischer Impuls erforderlich**
- 8 **Deutschland: Weiter dringender Handlungsbedarf bei öffentlichen Investitionen**
- 9 **Arbeitsmarkt: Plädoyer für eine aktivere Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik**

## EINLEITUNG

Wirtschaftspolitische Erkenntnisprozesse sind langwierig. Im Jahr 2012 veröffentlichte der Internationale Währungsfonds eine Studie, die den wirtschaftlichen Kollaps in weiten Teilen des Euroraums auf die stark restriktive Wirkung der Konsolidierungspolitik zurückführte (IWF 2012). Im Jahr 2014 forderte der EZB-Präsident eine stärkere Unterstützung der Fiskalpolitik bei der Stabilisierung des Euroraums (Draghi 2014). Ein Jahr später erlebte Spanien nach Lockerung der Fiskalpolitik ein Wachstum von 3,2 % und die Arbeitslosenquote sank deutlich (21,2 % Endstand 2015). Ende 2016 fordern nun neben dem Internationalen Währungsfonds auch die OECD (2016) und die EU-Kommission (2016) eine expansive Fiskalpolitik in weiten Teilen des Euroraums.

Gegenwärtig ist noch nicht abzusehen, ob Deutschland und der Euroraum selbst bei adäquater Makropolitik wieder auf einen höheren Wachstumspfad zurückkehren können oder in einer längeren Phase relativ niedrigen Wachstums verharren. Ein längerfristig niedriges Wachstum würde die Bewältigung der hohen Schuldenstände des Privatsektors und des Staates beeinträchtigen, politische Bestrebungen der zunehmenden Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen entgegenzuwirken erschweren und die Altersvorsorge und -sicherung vor große Herausforderungen stellen. Insofern kann es bei einer expansiveren Fiskalpolitik nicht darum gehen, nach dem Gießkannenprinzip finanzielle Mittel zu verteilen, sondern darum, gezielt Ausgaben zu fördern, die das Wachstumspotenzial erhöhen.

Phasen hohen Wachstums werden durch Aufholprozesse oder technologische Neuerungen getragen. In weiten Teilen des Euroraums gibt es nach der krisenhaften Entwicklung seit 2008 deutlichen Wachstumsspielraum nach oben. Wenn die Arbeitslosenquote wie in Spanien bei 19% liegt, 46% der unter 25-jährigen arbeitslos sind wie in Griechenland oder das Produktionsniveau um 7% unter dem Niveau von 2007 liegt wie in Italien, bestehen ganz erhebliche Aufholpotenziale. In Deutschland, wo das Bruttoinlandsprodukt 2016 das Vorkrisenniveau

um 9,5% überstieg und die Arbeitslosigkeit relativ niedrig ist, können in erster Linie Produktivitätsfortschritte beispielsweise infolge neuer Technologien das Wachstum fördern. Dies erfordert private Investitionen, die in Deutschland derzeit nur sehr zaghaft getätigt werden. Studien zeigen jedoch, dass staatliche Investitionen private Investitionen nach sich ziehen können, und zwar insbesondere über zwei Mechanismen: erstens eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit der Profitabilität sowie zweitens über die Bereitstellung einer guten Infrastruktur.

Bildung ist eine ganz entscheidende Voraussetzung für eine höhere Produktivitätsentwicklung. In Deutschland hält sich hartnäckig der Mythos, dass sich mehr Geld nicht positiv auf die Bildung auswirkt. Richtig ist, dass eine gute Lehrkraft in einer Klasse mit vielen Lernenden die Bildung besser befördert als zwei mittelmäßige Lehrkräfte in kleineren Klassen. Für ein Land, dessen entscheidende Ressource die Arbeitskraft ist, sollte das Ziel aber lauten: Gut ausgebildete, engagierte Lehrkräfte und kleine Klassen. Dies gilt umso mehr angesichts der vielfältigen Integrationsaufgaben, die Deutschland leisten will.

Investitionen in den Umwelt- und speziell den Klimaschutz sowie Zukunftsinvestitionen zur Erschließung neuer Technologien drängen auch und eignen sich noch eher als ebenfalls erforderliche Personalausgaben für temporäre staatliche Fördermaßnahmen. Von allen Ländern des Euroraums hat Deutschland den größten fiskalpolitischen Spielraum und angesichts des Leistungsbilanzüberschusses von knapp 9% 2016 auch den größten Bedarf, die Binnennachfrage zu stärken. Das ist nicht nur im Interesse der wirtschaftlichen Stabilität des Euroraums insgesamt, sondern würde die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands auch weniger abhängig machen von den Schwankungen der Weltmärkte.

Die EZB wies jüngst die auch vom Sachverständigenrat geäußerte Kritik von sich, dass die Niedrigzinspolitik die Reformbereitschaft der Euroländer schwächt. Untersuchungen zufolge gebe es keinen

Zusammenhang zwischen Strukturreformen und dem Niveau der Leitzinsen (Draghi 2016b). Aber wie steht es mit der Bereitschaft der Regierungen, selbst Verantwortung für die in den europäischen Verträgen festgelegten wirtschaftlichen und sozialen Ziele zu übernehmen? Es ist Aufgabe der EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der Euroländer zu unterstützen, sofern sie damit nicht ihr Ziel der Preisniveaustabilität gefährdet. Diese allgemeine Wirtschaftspolitik aber ist Aufgabe der Regierungen. Sie haben sich verpflichtet für ausgewogenes Wachstum, für Kohärenz im Euroraum und für eine Verbesserung der Lebens- und Arbeitsbedingungen zu sorgen (Art. 3 EUV, Art. 151 AEUV). Seit 2010 verschafft die EZB den Regierungen wieder und wieder eine Atempause und den Spielraum, die Zukunft des Euroraums positiv zu gestalten. Es ist an der Zeit, diesen Spielraum zu nutzen.

## GELDPOLITIK DER EZB: ERHÖHTE RISIKEN, UNVERMINDERTER BEDARF

Die Europäische Zentralbank (EZB) befindet sich weiterhin in der misslichen Lage, die wirtschaftliche Stabilisierung des Euroraums weitgehend allein bewerkstelligen zu müssen. Die Deflationsgefahr ist zwar gegenwärtig gebannt, aber eine selbsttragende Erholung ist bisher nicht in Gang gekommen. Wie labil die wirtschaftliche Lage im Euroraum aus Sicht der EZB ist, hat EZB-Präsident Draghi am 8. Dezember 2016 sehr deutlich gemacht. Ein Ausstieg aus der stark expansiven Geldpolitik stehe gegenwärtig nicht zur Diskussion.<sup>1</sup> Das Wertpapierkaufprogramm wird mindestens bis Ende 2017 fortgeführt, also um 9 Monate verlängert, mit der klaren Option, es auch danach fortzuführen. Lediglich das monatliche Volumen wird ab April 2017 wieder auf die ursprünglichen 60 Mrd. Euro verringert, allerdings wiederum mit der Option die Volumina bei Bedarf aufzustocken. Da fällig werdende Anleihen weiterhin ersetzt werden, wird die EZB aus heutiger Sicht Ende 2017 aus geldpolitischen Zwecken erworbene Wertpapiere im Wert von rund 2300 Mrd. Euro in ihrer Bilanz haben.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Als Antwort auf eine Frage über eine graduelle Verringerung der Wertpapierkäufe (Tapering), antwortete EZB-Präsident Draghi: „Well, the word has several meanings depending on who is using it, but the natural way to look at a word like that is to have a policy whereby purchases would gradually go to zero. And that’s not been discussed. As a matter of fact, it’s not even been on the table“ (Draghi 2016b).

<sup>2</sup> Ein genauer Wert lässt sich derzeit nicht beziffern, da sich die Käufe auf den Buchwert beziehen, die Wertpapiere aber letztlich zum Nennwert bilanziert werden. Wertpapiere, deren Kurs zum Zeitpunkt des Kaufes über dem Nennwert liegen, werden in Höhe der Differenz abgeschrieben, Wertpapiere, die unter dem Nennwert gekauft wurden, werden vierteljährlich höher bewertet.

Nach der Pressekonferenz der EZB Anfang Dezember schlugen die Wellen der Entrüstung insbesondere in Deutschland hoch. Die Medien berichteten, Bundesbank-Präsident Weidmann habe gegen den Beschluss zur Verlängerung des Wertpapierprogramms gestimmt, die Enteignung der Sparer wurde moniert und auch ein Mitglied des Sachverständigenrats meldete sich zu Wort (NZZ 2016), dessen Mehrheit bereits im November eine Fundamentalkritik geäußert und den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik gefordert hatte (SVR 2016).

Die EZB hat mit der Verlängerung des Wertpapierkaufprogramms aber richtig entschieden, da sie nach allen Inflationsmaßen auch in den kommenden zwei Jahren ihr Inflationsziel nicht erreichen wird. Auch für Deutschland ist mit einer Inflationsrate von unter den 1,9% zu rechnen, die im Euroraum das Maß für Preisstabilität sind. Zudem ist die Arbeitslosigkeit hoch und die Investitionstätigkeit niedrig und es kommen kaum Impulse von der Fiskalpolitik. Daher muss die Geldpolitik weiter expansiv wirken, was sie nach Erreichen der Untergrenze bei den Leitzinsen nur über Wertpapierkäufe erreichen kann.

### Wertpapierkäufe als entscheidendes geldpolitisches Instrument

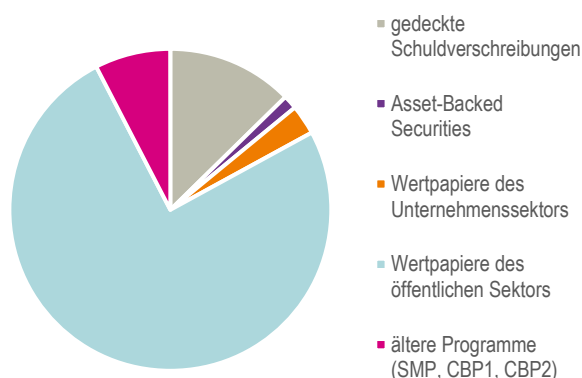
Geldpolitisch motivierte Wertpapierkäufe stellen gegenwärtig das mit Abstand gewichtigste geldpolitische Instrument dar. Anfang Dezember 2016 erreichte ihr Volumen 44% der gesamten Aktiva des Eurosystems und 75% der Aktiva, die unmittelbar in Zusammenhang mit der Geldpolitik stehen. Die Wertpapierkäufe setzen sich im Wesentlichen zusammen aus den Ende 2014 aufgelegten Ankaufprogrammen für Asset-Backed Securities (ABSPP) und für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3), den im März 2015 begonnenen Käufen von Anleihen, die von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emitenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden (PSPP) und den seit März 2016 getätigten Ankäufen von Unternehmensanleihen (CSPP) (**Abbildung 1**).

Um Engpässe beim Kauf von Staatsanleihen zu vermeiden, berücksichtigt die EZB nun auch Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von ein bis zwei Jahren sowie Anleihen, deren Rendite unterhalb des Einlagenzinses in Höhe von -0,4% liegt. Damit kann die Bundesbank nun beispielsweise auch Bundeswertpapiere mit einer Laufzeit von zwischen drei und fünf Jahren kaufen, die seit Februar 2016 eine Rendite von weniger als 0,4% aufweisen, im November 2016 rentierten sie mit -0,5%. Die Staatsanleihenkäufe werden weiterhin auf eigene Rechnung der nationalen Zentralbanken getätigt, lediglich bei den 10% der Anleihen, die die EZB direkt erwirbt, tragen die Zentralbanken des Eurosystems das Risiko gemeinsam.

Abbildung 1

### Geldpolitisch motivierte Wertpapierkäufe des Eurosystems

Stand: 2.12.2016, 1608 Mrd. Euro insgesamt



Quelle: Europäische Zentralbank, Konsolidierter Ausweis des Eurosystems.



### Inhärente Instabilität des unvollendeten Euroraums

Mario Draghi verglich den Euroraum kürzlich mit einem Haus, das unfertig und daher instabil sei (Draghi 2016a). Der Vergleich ist treffend und gilt umso mehr, als nicht nur die Räume unfertig sind, sondern auch das Fundament nur zur Hälfte steht. In Kalifornien mag die Bevölkerung als Reaktion auf eine Präsidentschaftswahl mit dem Gedanken an einen Austritt aus den Vereinigten Staaten spielen, ein ernstzunehmendes Risiko für die Stabilität des Landes stellt ein solch unwahrscheinliches Szenario aber nicht dar. Die geographische Zusammensetzung des Euroraums erscheint demgegenüber nicht so unverrückbar. So gab es auf dem Höhepunkt der Euroraumkrise 2011 eine weitverbreitete Nord-Euro-/Süd-Euro-Diskussion, vor einigen Jahren wurde auch auf politischer Ebene über einen Austritt Griechenlands nachgedacht, gegenwärtig gibt das wirtschaftlich und politisch instabile Italien Anlass zu Spekulationen und die anstehenden Wahlen in diesem Jahr könnten Parteien an die Macht bringen, die die Idee einer europäischen Integration skeptisch sehen und zum Teil offen einen Austritt aus dem Euroraum propagieren.

Jenseits der Frage eines möglichen Austritts fehlt dem Euroraum als entscheidender Stützbalken die Sicherheit aller Staatsanleihen im Euroraum. Da es keine Staatsanleihen auf Euroraumebene gibt und Euroländer erklärtermaßen zahlungsunfähig werden können, besteht bei exogenen Schocks stets die Gefahr einer Kapitalflucht aus den schwächsten Ländern. Anders als in den USA tragen die Staatsanleihen daher zur Instabilität statt zur Stabilität bei (Tober 2016).

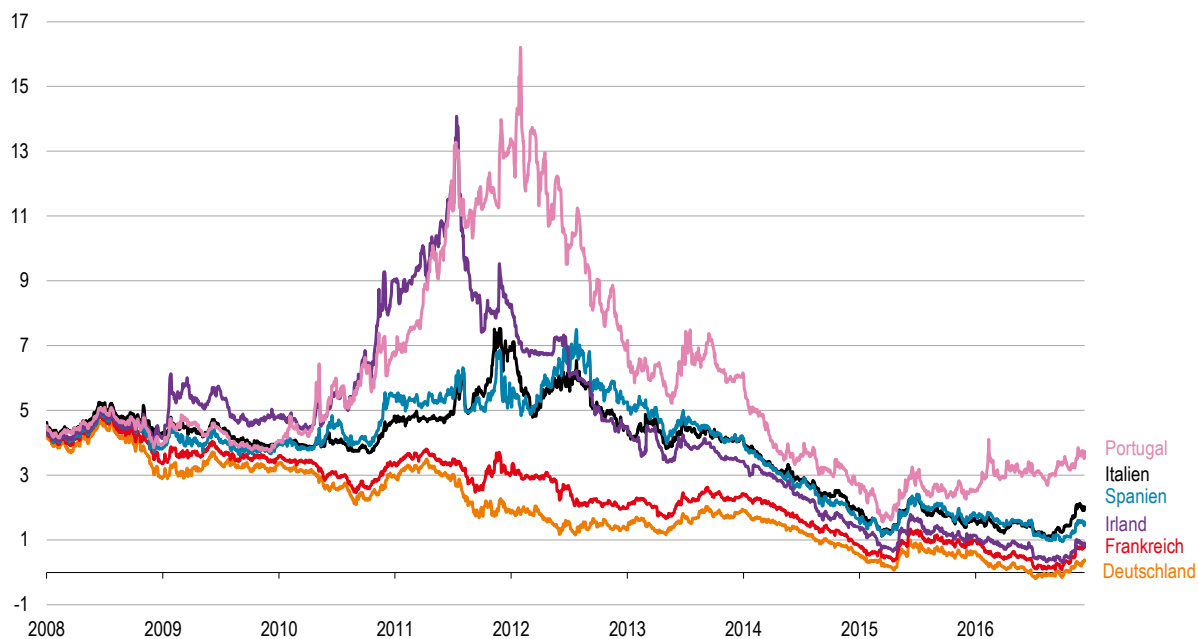
Die EZB, die sich der Gefahr destabilisierender Kapitalflüsse innerhalb des Euroraums spätestens seit 2010 bewusst ist, ist seither die treibende Gegenkraft. Die zeitliche Ausdehnung des Wertpapierkaufprogramms dürfte entsprechend nicht nur der geldpolitischen Expansion dienen, sondern auch der „anhaltenden Präsenz (der EZB) auf den Märkten für Staatsanleihen“ (Draghi 2016b). Vorstellbar ist, dass die EZB auch langfristig auf Wertpapierkäufe als wesentliches Element der Geldpolitik setzt und sich damit der US-amerikanischen Federal Reserve angleicht.

Ein Gradmesser für die Gefahr destabilisierender Kapitalflüsse sind die Unterschiede in den Renditen von Staatsanleihen im Euroraum (Abbildung 2). Unter dem Eindruck der einsetzenden Erholung in den meisten Euroländern und der Aussicht auf großangelegte Staatsanleihenkäufe des Eurosystems waren die Renditedifferenziale im Frühjahr 2015 so niedrig wie seit 2010 nicht mehr. Die politische Instabilität in Portugal und sich abschwächende Wachstumsaussichten trugen dazu bei, dass sich die Renditen und das Zinsniveau insgesamt bereits 2015 weiter von denen der als sicher erachteten deutschen Staatsanleihen entfernten. Bei Italien und Spanien klappte die Lücke ab 2016 wieder stärker auseinander, allerdings waren die Bewegungen angesichts der einschneidenden Ereignisse des Brexit-Referendums, der Präsidentschaftswahl in den USA und des fehlgeschlagenen Verfassungsreferendums in Italien relativ gering. Die stete Nachfrage nach Staatsanleihen durch das Eurosystem dürfte hier stabilisierend gewirkt haben und es deutet zudem einiges darauf hin, dass die EZB, die die Käufe der nationalen Zentralbanken koordiniert, bei aufkommenden Spannungen vorübergehend selektiv eingreift, um Spekulationen den Wind aus den Segeln zu nehmen. Dennoch lag die Rendite italienischer Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren Mitte Dezember 2016 um 1,6 Prozentpunkte höher als jene vergleichbarer deutscher Anleihen und war Ende November vorübergehend sogar auf 1,9 % gestiegen.

Mehr noch als die Renditedifferenziale deuten die wieder enorm gestiegenen Target2-Salden der Zentralbanken des Eurosystems auf die Fragilität des Euroraums hin. Mit einem Niveau von 355 Mrd. Euro waren Italiens Target2-Verbindlichkeiten im Oktober 2016 um 92 Mrd. Euro höher als sechs Monate zuvor und überstiegen ihren Höhepunkt im Krisenjahr 2012 um 66 Mrd. Euro.

Die EZB betont, dass die Mechanismen derzeit andere sind und der Anstieg der Target2-Salden auch Resultat der Wertpapierkäufe seien (EZB 2016). Zwar sind die Mechanismen andere, aber es ist durchaus denkbar, dass die Salden ohne die stützenden Käufe der Zentralbank noch höher ausgefallen wären. In jedem Fall liegt den Target2-Salden ein mangelndes Vertrauen in die Stabilität der italienischen Wirtschaft zugrunde: Die institutionellen Investoren, die der EZB und der italienischen Noten-

## Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer



Quelle: Macrobond.

IMK

bank italienische Staatsanleihen verkaufen, legen den Gegenwert nicht bei italienischen Banken oder in italienischen Wertpapieren an, sondern in Anlagen im übrigen Euroraum, darunter insbesondere dem sicheren Hafen Deutschland.

### Ausstiegorderung des Sachverständigenrates verfrüht

Unabhängig von dieser grundlegenden Instabilität im Euroraum ist eine weiterhin stark expansive Geldpolitik vor dem Hintergrund einer nur langsam abnehmenden Produktionslücke und der weiterhin schwachen Inflationsaussichten erforderlich. Insbesondere in Deutschland gibt es allerdings heftige Kritik an der Niedrigzinspolitik der EZB und der Sachverständigenrat (SVR) erhob jüngst den Ruf nach einem baldigen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik. Die Geldpolitik sei für den Euroraum zu locker und berge erhebliche Risiken und in Deutschland solle die Fiskalpolitik der expansiven Wirkung der Geldpolitik entgegenwirken, indem sie die konjunkturell bedingt höheren Steuereinnahmen zur Reduzierung der Staatsschulden nutzt (SVR 2016, S. 184).

Dabei übersieht der Sachverständigenrat jedoch, dass der Euroraum als Ganzes bereits seit vielen Jahren unter einem Nachfragemangel leidet. In den meisten Ländern des Euroraums, insbesondere in den großen Ländern Frankreich, Italien und Spani-

en, klafft noch eine deutliche Lücke zwischen der tatsächlichen Produktion und den Produktionsmöglichkeiten.<sup>3</sup> Die Arbeitslosigkeit im Euroraum ist mit 9,8% hoch, und in mehreren Euroländern liegt die Arbeitslosenquote der unter 25-Jährigen zwischen 25% und knapp 50%. Der Nachfragemangel zeigt sich auch deutlich in der Inflationsrate. Seit Anfang 2009 unterschreitet die Kerninflationsrate die 2-Prozentmarke in nennenswertem Umfang, seit Juni 2013 schwankte sie zwischen 1,1% und 0,6%.

Ein Indikator, den der Sachverständigenrat zur Beurteilung der aktuellen Geldpolitik heranzieht, ist der Taylorzins. Die Schätzung einer Taylor-Regel ist seit den frühen 1990er Jahren ein übliches und sinnvolles geldpolitisches Analyseinstrument. Sie leitet den angemessenen Leitzins aus dem gleichgewichtigen Realzins, der realisierten Inflationsrate, der Inflationslücke und der Produktionslücke ab. Allerdings hat man bei der Wahl der Datenreihen einen erheblichen Spielraum und muss zudem auf interne Konsistenz achten. Verwendet man in Anleh-

<sup>3</sup> Geschätzte Produktionslücken sind wegen inhärenter schätztechnischer Probleme dabei nur ein Anhaltspunkt, aber sowohl der Internationale Währungsfonds als auch die OECD und die EU-Kommission weisen deutliche Produktionslücken für diese Länder im Jahre 2016 aus. Die Arbeitslosenquoten liegen mit 9,7% in Frankreich, 11,6% in Italien, 19% in Spanien und 10,8% in Portugal weit vom Ziel der Vollbeschäftigung entfernt.



nung an die ursprüngliche Taylor-Regel einen realen Gleichgewichtszins in Höhe von 2% (SVR 2016), ist es inkonsistent, zugleich auf die Schätzung der Produktionslücke der EU-Kommission zurückzugreifen, weil diese einen deutlich niedrigeren realen Gleichgewichtszins impliziert.<sup>4</sup>

Der gleichgewichtige Realzins entspricht wachstumstheoretischen Überlegungen zufolge der mittel- bis langfristigen Wachstumsrate des Produktionspotenzials, also der Zunahme des mit Preisstabilität kompatiblen, nachhaltigen Produktionsniveaus. Dass der Sachverständigenrat einen gleichgewichtigen Realzins von 2% unterstellt, hat eine gewisse Plausibilität, da die durchschnittliche Wachstumsrate des Euroraums in den Jahren 1999 bis 2006 2,2% betrug. Ausgehend von ausgelasteten Kapazitäten im Jahre 2006 und einem jährlichen Anstieg des Produktionspotenzials um 2,2% läge das Bruttoinlandsprodukt 2016 aber um 14,6% unter dem Niveau, das bei nachhaltiger Auslastung der Kapazitäten hätte erreicht werden können. Das ist nur schwer mit der Produktionslücke in Höhe von rund 1% in Einklang zu bringen, die der Sachverständigenrat unterstellt, auch wenn man berücksichtigt, dass unterbliebene Investitionen das Produktionspotenzial schmälern. Entsprechend der ursprünglichen Taylor-Regel läge der adäquate Leitzins unter Berücksichtigung der aktuellen Kerninflationsrate von 0,8% bereits bei einer Produktionslücke von 5% im negativen Bereich bzw. bei einer nur halb so hohen Produktionslücke, wenn man eine höhere Gewichtung der Produktionslücke verwendet, die wie Taylor selbst zeigt, die Stabilität insgesamt erhöht (Taylor 1999, Bernanke 2015).

Geht man, wie mittlerweile allgemein üblich, von einem geringeren Potenzialwachstum im Euroraum aus, so muss auch ein entsprechend niedrigerer Gleichgewichtszins verwendet werden. Wegen der hohen Unsicherheit, mit der Schätzungen des Produktionspotenzials und des Potenzialwachstums behaftet sind, kann die Taylor-Regel allerdings kaum mehr sein als ein einfach zu handhabendes Analyseinstrument, das die Wirkung unterschiedlicher Annahmen veranschaulicht.

Der Sachverständigenrat (2016, S. 218) deutet auch einen für Deutschland berechneten Taylorzins als Beleg dafür, dass die aktuelle Geldpolitik für Deutschland nicht angemessen ist. Der Darstellung des Sachverständigenrats zufolge liegt der geldpolitische Zins aus deutscher Sicht bereits seit 2011 deutlich zu niedrig und ist aktuell um rund 2,5 Prozentpunkte unter seinem gleichgewichtigen Niveau. In den Jahren seit 2011 aber lag die Kerninflationsrate (ohne Energie) stets unterhalb des Inflationsziels der EZB und im Durchschnitt des Jahres 2016 nur bei

1,2%. Trotz der stark expansiven Geldpolitik deutet sich in Deutschland kein steigender Lohndruck an, im Gegenteil: Die Anstiege der Tariflöhne und der Lohnstückkosten haben sich in den vergangenen Jahren leicht abgeschwächt (Horn et al. 2016). Und auch die Unzulänglichkeit von Potenzialschätzungen zeigt sich am aktuellen Fall von Deutschland. Da das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands seit drei Jahren mit einer Rate von über 1,5% wächst, werden die Potenzialschätzungen nach oben revidiert. Das Produktionspotenzial ist damit ein „moving target“, der vom Bruttoinlandsprodukt selbst abhängt. Damit eignet sich weder das geschätzte Produktionspotenzial noch die daraus abgeleitete Produktionslücke als Fixpunkt für die Makropolitik (Gechert et al. 2016).

### **Inflation weiterhin zu niedrig**

Die EZB orientiert sich an den mittelfristigen Inflationsaussichten im Euroraum. Kerninflationen, bei denen besonders volatile oder durch das Ausland bestimmte Preise herausgerechnet werden, und der BIP-Deflator können einen Hinweis auf die zugrundeliegende Inflationsdynamik und damit die künftige Inflationsentwicklung liefern. Sowohl die Kernrate ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak (November 2016: 0,8%) als auch der BIP-Deflator (3. Quartal 2016: 0,8%) weisen trotz der Niedrigzinspolitik eine zu geringe Dynamik auf und decken sich mit den Prognosen eines schwachen Preisauftriebs in diesem und im nächsten Jahr. Zwar gehen mit einer langandauernden Niedrigzinsphase auch Risiken einher, insbesondere Zinsänderungsrisiken in den Bankbilanzen (Theobald et al. 2017). Die Risiken, die von einer wirtschaftlichen Abschwächung ausgingen, würden sich aber deutlich stärker in den Bankbilanzen und auf den Arbeitsmärkten niederschlagen.

## **EURORAUM: STÄRKERER FISKAL-POLITISCHER IMPULS ERFORDERLICH**

Trotz einer dauerhaft sehr lockeren Geldpolitik erholt sich die Wirtschaft im Euroraum nur schleppend. Daher wird der Ruf nach einer expansiveren Ausrichtung der Fiskalpolitik im Euroraum seit geraumer Zeit immer lauter. Der bis einschließlich 2014 verfolgte Konsolidierungskurs – insbesondere in den Krisenländern – wurde seit 2015 nach und nach gelockert und mit dem Juncker-Plan hoffte man, die Investitionen wieder deutlich beleben zu können. Dennoch bleibt die Dynamik im Euroraum verhalten und dürfte sich in diesem Jahr noch etwas abschwächen. Es wird deutlich, dass die bisherigen Maßnahmen nicht ausreichen, um die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum nachhaltig zu beleben. So stufen sowohl der Internationale Währungsfonds

<sup>4</sup> Für das Jahr 2016 schätzt die EU-Kommission einen Anstieg des Produktionspotenzials in Höhe von 1%, was einen gleichgewichtigen langfristigen Zins von 1% impliziert und einen etwas darunter liegenden kurzfristigen Zins.

(IWF 2016) als auch die OECD (2016) die Fiskalpolitik im Euroraum nach wie vor als zu restriktiv ein und fordern einen zusätzlichen fiskalischen Impuls.

Nun hat auch die Europäische Kommission (2016), die die Einhaltung der fiskalischen Regeln in Europa überwacht, in dieser Frage einen deutlichen Umschwung vollzogen. Hatte sie bislang nur vage gefordert, die Überschussländer (und insbesondere Deutschland) mögen ihre Haushaltsspielräume für höhere Investitionen nutzen, so stellte sie im vergangenen November fest, dass die Haushaltspläne der Mitgliedsländer für den Euroraum eine zu restriktive Fiskalpolitik ergeben würden und bezifferte den notwendigen Impuls für den Euroraum auf 0,5% des Bruttoinlandsprodukts. Damit die fiskalische Expansion nicht mit den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts kollidiert, empfiehlt die Kommission allerdings weiterhin, dass die Maßnahmen auf Länder mit entsprechendem Haushaltsspielraum beschränkt bleiben sollen.

Die Kommission verweist in ihrer Empfehlung auf eine Simulation aus ihrem eigenen Hause (in't Veld 2016), wonach eine Erhöhung der Infrastrukturausgaben um 1% des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland und in den Niederlanden die Wirtschaftsleistung im Rest des Währungsgebiets innerhalb eines Jahres je nach Modellannahmen um 0,3% bis 0,5% anheben würde. Auf dieser Grundlage empfiehlt die Kommission eine Ausweitung öffentlicher Investitionen in den Ländern mit Spielräumen, zu denen außer Deutschland und den Niederlanden allerdings nur noch kleinere Länder<sup>5</sup> gehören. Auch werden die Mitgliedstaaten ermutigt, zusätzlich nationale Beiträge zu dem seit Ende 2015 operierenden Europäischen Fonds für Strategische Investitionen (EFSI, Juncker-Plan) zu leisten. Solche Beiträge – in Form von Geld oder Garantien – sollen bei der Überwachung der Schulden und Defizite im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht angerechnet werden.

Es ist richtig, dass die Kommission – wie auch der IWF und die OECD – den Fokus bei der Wirtschaftspolitik auf die Investitionen lenkt. Sie haben in den vergangenen Jahren besonders gelitten. Im Jahr 2015 lagen die Bruttoanlageinvestitionen im Währungsraum insgesamt um gut 12% unter dem Niveau von 2007. Dabei sind sowohl die privaten als auch die öffentlichen Investitionen eingebrochen. Letztere reichen inzwischen nicht mehr aus, um die Abschreibungen auszugleichen, so dass der öffentliche Kapitalstock seit 2014 in der Tendenz schrumpft. Hier besteht ein dringender Handlungsbedarf in vielen Ländern des Euroraums.

Wenn sich die Kommission mit der Forderung nach einer Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen auf Länder mit ausreichendem Haushaltsspielraum nach den geltenden Regeln konzentriert, dann ist jedoch fraglich, ob damit im Euroraum kurzfristig

ein Impuls in der angestrebten Höhe generiert werden kann. Da der Anteil der Länder, die die Fiskalregeln vollständig einhalten, am Euroraum-BIP rund 37% beträgt, müssten diese für einen Impuls von 0,5% für den Euroraum insgesamt mehr als 1% des BIP zusätzlich ausgeben. Das wäre kurzfristig wesentlich schwieriger zu realisieren als ein gleichmäßiger über die Euroländer verteilter Impuls.

Ein fiskalischer Impuls bei den öffentlichen Investitionen ist als Initialzündung umso wichtiger, als öffentliche Investitionen, die derzeit zu sehr niedrigen Zinsen kreditfinanziert werden könnten, unmittelbar die Nachfrage erhöhen und zusätzliche private Investitionen auslösen (OECD 2016, Bom und Lighthart 2014, Afonso und González Alegre 2008). So könnte auch die Wirksamkeit des EFSI deutlich erhöht werden. Er soll letztlich im Wesentlichen durch staatliche Garantien private Kredite mobilisieren und beinhaltet kaum direkte öffentliche Gelder, so dass er einen fiskalischen Impuls nicht ersetzen kann.

Der Fonds hat bis Mitte 2016 bereits Maßnahmen im Umfang von über 100 Mrd. Euro bewilligt, so dass sich Befürchtungen, die geplanten Summen könnten nicht erreicht werden, zwar nicht bewahrheitet haben (AK Wien et al. 2016) und die Europäische Kommission bereits eine Ausweitung anstrebt; es bleibt aber fraglich, inwieweit die durch den EFSI induzierten Investitionen nicht auch ohne den EFSI realisiert würden. Die Europäische Investitionsbank (EIB) und die Europäische Kommission argumentieren, der EFSI fördere speziell Projekte, die wegen zu hoher Risiken bislang von der EIB nicht realisiert werden konnten. Claeys und Leandro (2016) vergleichen allerdings die ersten Projekte des EFSI mit üblichen Projekten der EIB und finden bei drei Vierteln davon eine große Übereinstimmung der Merkmale, was auch ähnliche Projektrisiken vermuten lässt. Der Europäische Rechnungshof (2016) äußert sich, was die Zusätzlichkeit der Projekte angeht, ebenfalls skeptisch, und auch eine von der EU-Kommission in Auftrag gegebene Evaluierung durch Ernst & Young (2016) kann nicht klären, ob die vom EFSI geförderten Projekte nicht auch ohne den Fonds realisiert würden.

Grundsätzlich sieht der EFSI weder Sektor- noch Länderquoten vor und ist damit nur sehr eingeschränkt geeignet, gezielt regionale Disparitäten auszugleichen. Allerdings können die Länder mit zusätzlichen eigenen Mitteln konkrete Projekte fördern. Aufgrund der Ausnahmeregelung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts könnte dies für Länder mit beschränkten Haushaltsspielräumen eine Möglichkeit sein, private Infrastrukturinvestitionen – beispielsweise bei erneuerbaren Energien oder in der Telekommunikation – im eigenen Land zu fördern.

Für einige wenige Länder wie z.B. Spanien, die keinen Haushaltsspielraum, aber eine niedrige Staatsquote haben, könnte als second-best-Lösung auch die steuerfinanzierte Ausweitung öffentlicher Investitionen eine regelkonforme Option sein, die

<sup>5</sup> Die Slowakei, Luxemburg und Estland.



Wirtschaftstätigkeit weiter zu beleben und gleichzeitig den Investitionsstau zu beseitigen, da der Multiplikator bei öffentlichen Investitionen deutlich höher ist als bei Steuererhöhungen (Gechert 2015).

Insgesamt erschweren die bestehenden Fiskalregeln eine expansive Fiskalpolitik zur Belebung der Investitionstätigkeit im Euroraum aber erheblich. Die Tatsache, dass die EU-Kommission für den Euroraum insgesamt einen größeren fiskalischen Impuls für erforderlich hält als mit einer strikten Auslegung der fiskalischen Regeln für die einzelnen Länder zu vereinbaren wäre und zudem mit dem EFSI eine Möglichkeit geschaffen hat, diese Regeln zu umgehen, verdeutlicht erneut, wie ungeeignet und hemmend das derzeitige Regelwerk ist. Es muss mittelfristig so reformiert werden, dass einerseits eine antizyklische Fiskalpolitik ermöglicht wird und andererseits die langfristige Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sichergestellt ist. Für entsprechende Reformen gibt es bereits praktikable Vorschläge, insbesondere eine goldene Regel, bei der (Netto-)Investitionen von der Begrenzung der Neuverschuldung ausgenommen werden (Truger 2015, SVR 2007) und Modelle eines mittelfristigen Ausgabenpfads (Claeys et al. 2016). Denkbar wäre auch eine Kombination beider Ansätze (AK Wien et al. 2016). Die Wirtschaftspolitik kann nicht auf diese Reformen warten. Daher sollten die vorhandenen Spielräume im Rahmen der europäischen Fiskalregeln kurzfristig so weit wie möglich ausgeschöpft werden. Dabei sollten die Regeln großzügig ausgelegt werden.

## DEUTSCHLAND: WEITER DRINGENDER HANDLUNGSBEDARF BEI ÖFFENTLICHEN INVESTITIONEN

Die Fiskalpolitik in Deutschland ist in diesem Jahr noch leicht expansiv ausgerichtet, was unter anderem auf eine spürbare Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen und Erleichterungen bei der Einkommensteuer zurückzuführen ist. Die Ausgaben für die Versorgung und Integration von Flüchtlingen dürften nach einem kräftigen Anstieg im vergangenen Jahr leicht rückläufig sein.

Die Konjunktur ist zwar weiterhin aufwärtsgerichtet, aber die Zuwachsraten fielen zuletzt weniger kräftig aus, und auch der Beschäftigungszuwachs hat sich seit dem Sommer deutlich verlangsamt und insbesondere die Investitionstätigkeit ist immer noch schwach. Eine weiterhin sehr niedrige Inflationsrate und ein extrem hoher Leistungsbilanzüberschuss sind deutliche Anzeichen für eine unzureichende Binnennachfrage. Vor diesem Hintergrund scheinen die Forderungen der EU-Kommission, der OECD und des IWF nach einem fiskalischen Impuls auch aus deutscher Sicht grundsätzlich gerechtfertigt. Auf Basis der jüngsten Prognose der EU-Kommission

dürfte der gesamtstaatliche fiskalische Spielraum bei einer geringfügig negativen Konjunkturkomponente knapp 1% des BIP betragen, also in etwa in der von der EU-Kommission angeregten Größenordnung liegen.

Ein fiskalischer Impuls in dieser Höhe könnte spürbare Rückwirkungen auf den übrigen Euroraum haben. Eine deutliche Ausweitung der öffentlichen Ausgaben hierzulande ist aber auch aus nationalen Erwägungen gerechtfertigt. Sie trägt nicht nur zur Stärkung der Binnennachfrage und zu einem Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bei, sondern ist dringend erforderlich, um wichtige öffentliche Bedarfe zu decken, die lange vernachlässigt wurden.

Angesichts des erheblichen Nachholbedarfs bei der Infrastruktur wäre eine kräftige Ausweitung der öffentlichen Investitionen, wie von IWF, OECD und Europäischer Kommission gefordert, sinnvoll. Zur Überwindung des Investitionsstaus sind über einen längeren Zeitraum zusätzliche Investitionen in zweistelliger Milliardenhöhe erforderlich (Rietzler 2014). Allein bei den Kommunen betrug der kumulierte Verschleiß des Kapitalstocks nach Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von 2002 bis 2015 rund 60 Mrd. Euro.

Die Bundesregierung hat den Handlungsbedarf erkannt und in jüngster Zeit zahlreiche Maßnahmen zur Stärkung der Investitionstätigkeit auf den Weg gebracht. So werden für die Bundesverkehrsinfrastruktur zusätzliche Mittel bereitgestellt und auch Investitionen in die Energieeffizienz und in den Breitbandausbau gefördert. Zudem werden die Kommunen finanziell entlastet und es wurde mit dem zuletzt noch einmal ausgeweiteten kommunalen Investitionsfonds eine gezielte Hilfe für finanzschwache Kommunen geschaffen. In der Folge sind die realen gesamtstaatlichen Bruttoanlageinvestitionen nach mehrjährigem Schrumpfen seit 2015 wieder deutlich aufwärts gerichtet.

Wenngleich die bisherigen Maßnahmen zur nachhaltigen Überwindung des Investitionsstaus noch nicht ausreichen, dürfte eine kurzfristige Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland in Höhe von 1% des BIP, wie sie von der Europäischen Kommission angeregt wurde, nicht realistisch sein. Auch wenn Deutschland gesamtwirtschaftlich weit von einer Überhitzung entfernt ist, können kurzfristig weder die Planungskapazitäten der Gebietskörperschaften noch die Kapazitäten der Bauwirtschaft entsprechend erweitert werden. Die aktuelle Ifo-Befragung zeigt für das Bauhauptgewerbe bereits steigende Preiserwartungen.

Allerdings geht es bei wichtigen Zukunftsinvestitionen hierzulande nicht nur um „Beton“. Wenn gleich Bildungsausgaben in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht zu den Investitionen gerechnet werden, so handelt es sich dabei um eine Ausgabenkategorie mit einer hohen langfristigen Rendite. Das gilt besonders auch für eine qualitativ hochwertige frühkindliche Bildung. Nach aktuellen

Schätzungen (Vesper 2016) fehlen allein hier rund 42.000 Vollzeitstellen. Weitere 15.000 Vollzeitstellen müssten zusätzlich an Schulen und Hochschulen geschaffen werden. Die Schaffung entsprechender zusätzlicher Stellen erfordert jedoch ebenfalls Zeit.

Hinzu kommt, dass sich die finanziellen Spielräume in den Teilsektoren des Staates in Deutschland nicht unbedingt mit den Bedarfen decken. Während die Finanzlage beim Bund und bei den Sozialversicherungen besonders günstig ist, besteht der größte Handlungsbedarf bei Ländern und Kommunen. Die Beteiligung dieser unterschiedlichen staatlichen Ebenen führt ebenfalls dazu, dass Lösungen nicht über Nacht realisiert werden können.

Es ist jedoch möglich und notwendig, investive Ausgaben in weiteren Schritten deutlich anzuheben und dann längerfristig auf einem höheren Niveau zu belassen. Dafür sollte zuerst das ideologische Ziel der „schwarzen Null“ aufgegeben werden. Anstelle teurer Umgehungsmöglichkeiten für die Schuldenbremse mit Hilfe von sogenannten öffentlich-privaten Partnerschaften und anderen Finanzkonstruktionen sowie einer schleichenden Privatisierung sollte eine klassische Kreditfinanzierung zentraler öffentlicher Infrastrukturvorhaben nicht länger ausgeschlossen werden.

Sie empfiehlt sich aus ökonomischer Sicht um ein ausreichendes Investitionsniveau zu gewährleisten und zukünftige Steuerzahler, die von der Infrastruktur profitieren, auch an deren Finanzierung zu beteiligen. Dies wäre aktuell sogar ohne eine Verletzung der Fiskalregeln möglich. Selbst wenn die Spielräume der europäischen Fiskalregeln und der Schuldenbremse, die eine begrenzte „strukturelle“ Verschuldung erlauben, dauerhaft voll ausgeschöpft würden, so würde die Schuldenstandsquote dennoch langfristig gegen einen Wert deutlich unterhalb von 20% des BIP konvergieren.

Es besteht also auch aus Sicht der Schuldentragfähigkeit überhaupt keine Notwendigkeit für eine Übererfüllung der Regeln. Da die Investitionen nicht nur die Nachfrageseite der Ökonomie, sondern auch die Angebotsseite stärken, erhöhen sie das Produktionspotenzial dauerhaft und verbessern auch so die Schuldentragfähigkeit. Da die fiskalischen Spielräume im Rahmen der Fiskalregeln im Abschwung aufgrund der Schwächen der Konjunkturbereinigungsverfahren schnell verschwinden können (Paetz et al. 2016, Truger und Will 2012), wäre eine Ergänzung der Fiskalregeln um eine sogenannte „goldene Regel“, bei der die (Netto-)Investitionen von der Begrenzung der Neuverschuldung ausgenommen werden, sinnvoll. So würde verhindert, dass im Abschwung prozyklisch bei den Investitionen gekürzt würde, wie dies in Konsolidierungsphasen regelmäßig der Fall ist.

Im Interesse einer Stärkung des Wachstumspotenzials in Deutschland sollten Maßnahmen zur allmählichen und längerfristigen Ausweitung und Stabilisierung der öffentlichen Investitionen deutlichen Steuersenkungen vorgezogen werden. Will man Be-

zieher geringer und mittlerer Einkommen steuerlich entlasten, so kann dies über eine höhere Besteuerung von Besserverdienern und Vermögenden gegenfinanziert werden.

## **ARBEITSMARKT: PLÄDOYER FÜR EINE AKTIVERE ARBEITSMARKT- UND BESCHÄFTIGUNGSPOLITIK**

Im abgelaufenen Jahr 2016 war die Arbeitsmarktentwicklung erneut erfreulich. Die registrierte Arbeitslosigkeit ging, trotz einer deutlichen Zunahme des Arbeitsangebots infolge der Flüchtlingsmigration, in ähnlichem Umfang zurück wie im Vorjahr. Die Beschäftigung nahm abermals deutlich zu und die abhängig Beschäftigten verzeichneten spürbare Reallohnzuwächse. Allerdings war die Entwicklung am aktuellen Rand nicht völlig ungetrübt, denn der Beschäftigungsaufbau litt zuletzt merklich unter dem schwächeren konjunkturellen Umfeld, was sich in einer deutlichen Verlangsamung der Beschäftigungsdynamik niederschlug, die einen gewissen Anlass zur Sorge gibt.

Die notwendige Integration einer großen Zahl neuer Arbeitskräfte mit sehr unterschiedlichen Bildungs- und Qualifikationsniveaus als Folge der verstärkten Flüchtlingsmigration der letzten Jahre stellt ohne Zweifel eine beschäftigungspolitische Herausforderung dar. Deshalb ist es erfreulich, dass sich hierbei die Arbeitsmarktpolitik bislang bewährt. Die steigende Zahl an arbeitssuchenden Personen mit Fluchthintergrund wirkt derzeit erhöhend auf die Arbeitslosigkeit in Deutschland. Dass tatsächlich jedoch die Zahl der registrierten Arbeitslosen leicht zurückgegangen ist, ist die Folge der richtigen arbeitsmarktpolitischen Reaktion auf diese Herausforderung. Durch die gezielte Ausweitung entsprechender Instrumente wie Integrationskurse, die den arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen vorgelagert sind, und Maßnahmen zur Aktivierung und beruflichen Eingliederung als erste Schritte der Arbeitsmarktintegration wird einerseits frühzeitig ein vermutlich mehrjähriger Prozess in Gang gesetzt mit dem Ziel, dass an dessen Ende die jeweiligen Personen erfolgreich im Arbeitsmarkt bestehen können. Andererseits wird aktuell der Arbeitsmarktzugang dieses Personenkreises sinnvollerweise politisch aktiv gesteuert. Entsprechend ist ein Anstieg der Personen in arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen und infolgedessen ein Anstieg der Unterbeschäftigung auszumachen, der sich derzeit aber richtigerweise nicht in der Zahl der registrierten Arbeitslosen niederschlägt. So nahm die Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit), Stand November 2016, seit Jahresbeginn saisonbereinigt um 54 000 Personen zu, während die registrierte Arbeitslosigkeit im selben Zeitraum um 95 000 Personen zurückging.

Dieser arbeitsmarktpolitische Ansatz und der damit verbundene Anspruch von Seiten der Politik, den Prozess der Arbeitsmarktintegration der Flüchtlinge aktiv zu gestalten, muss unbedingt beibehalten und gegebenenfalls intensiviert werden, sei es durch Ausweitung der zur Anwendung kommenden arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen oder durch die Bereitstellung einer Kette qualifikatorischer Maßnahmen an deren Ende im günstigsten Fall der Abschluss einer Berufsausbildung oder eines vergleichbaren bzw. höherwertigen Bildungsabschlusses steht. Dabei muss der Mindestanspruch sein, einer Vielzahl der Flüchtlinge für den deutschen Arbeitsmarkt relevante Kenntnisse entsprechend der individuellen Bildungsmöglichkeiten zu vermitteln, so dass von dieser Seite die Hindernisse für eine erfolgreiche Arbeitsmarktintegration möglichst gering ausfallen. Dabei sollte im Rahmen eines solchen Ansatzes unbedingt auch darüber nachgedacht werden, wie auch für arbeitslose Personen ohne Fluchthintergrund durch einen solchen Kettenansatz an arbeitsmarktpolitischen Qualifikationsmaßnahmen, deren Arbeitsmarktchancen in einem Zeitalter, wo für den Arbeitsmarkterfolg der Faktor Humankapital immer bedeutsamer wird, verbessert werden können. Investitionen dieser Art in das Humankapital der Volkswirtschaft sind aus gesamtwirtschaftlicher Sicht gut angelegt und äußerst renditeträchtig.

Die merkliche Abflachung des Beschäftigungsaufbaus in den Sommermonaten führt uns deutlich vor Augen, dass die gute einheimische Beschäftigungsentwicklung kein Selbstläufer ist, sondern stark vom konjunkturellen Umfeld abhängt. Aus diesem Grund ist bedenklich, dass im aktuellen wirtschaftlichen Aufschwung trotz einer starken Binnendynamik ein deutliches Anziehen der gesamtwirtschaftlichen Investitionsdynamik, wie es aus früheren Aufschwüngen bekannt ist, bislang unterblieben ist. Besonders schwach entwickelten sich hierbei die privaten Investitionen (Horn et al. 2016). Dies ist im Hinblick auf die Nachhaltigkeit des Wirtschaftsaufschwungs und damit die zukünftige Beschäftigungsentwicklung problematisch. Aus beschäftigungspolitischer Sicht sollte hier die öffentliche Hand zügig ein Zeichen setzen. Durch eine merkliche Ausweitung der öffentlichen Investitionen könnten, gerade auch vor dem Hintergrund der öffentlichen Debatte über die Herausforderungen der Digitalisierung der Wirtschaft, nicht nur im zeitlichen Verlauf angehäuften Defizite in Infrastruktur und Bildungswesen reduziert, sondern wichtige gesamtwirtschaftliche Weichenstellungen und Impulse gesetzt werden, die auch die private Investitionstätigkeit anregen dürften. Dies würde dem Arbeitsmarkt nützen, denn es würde das konjunkturelle Umfeld schaffen, welches für eine dynamischere Beschäftigungsentwicklung in den nächsten Jahren unerlässlich ist.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

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

**Afonso, A. / González Alegre, J. (2008):** Economic Growth and Budgetary Components, A Panel Assessment for the EU. ECB Working Paper Nr. 848.

**AK Wien / ECLM / IMK / OFCE (2016):** independent Annual Growth Survey (iAGS) 2017. The Elusive Recovery, 5th Report, November.

**Bernanke, B. (2015):** The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy? Brookings Institution, Blog, Washington, 28 April. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/28/the-taylor-rule-a-benchmark-for-monetary-policy/> (zuletzt aufgerufen am 19.12.2016).

**Bom, P. / Lighthart, J. (2014):** What Have We Learned From Three Decades of Research on the Productivity of Public Capital?. In: Journal of Economic Surveys Bd. 28, H. 5, S. 889-916.

**Claeys, G. / Darvas, Z. / Leandro, A. (2016):** A Proposal to Revive the European Fiscal Framework, Bruegel Policy Contribution, H. 7, März.

**Claeys, G. / Leandro, A. (2016):** Assessing the Juncker Plan after one year, Bruegel Blog Post, 17. Mai, Download: <http://bruegel.org/2016/05/assessing-the-juncker-plan-after-one-year/> (zuletzt aufgerufen am 8.12.2016).

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

**Draghi, M. (2016a):** Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Debatte, Brüssel, 28 November.

**Draghi, M. (2016b):** Introductory statement to the press conference (with Q&A). Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank. Frankfurt, 8.12.2016.

**EU-Kommission (2014):** Eine Investitions-offensive für Europa, Dokument: COM(2014) 903 final vom 26.11.2014. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0903&from=EN> (zuletzt aufgerufen am 9.12.2016).

**EU-Kommission (2016):** Towards a positive fiscal stance for the euro area, Dokument: COM(2016) 727 final, Brüssel, 16.11.2016.

**Europäischer Rechnungshof (2016):** Der Vorschlag zur Verlängerung und Aufstockung des EFSI ist verfrüht, Stellungnahme Nr. 2/2016, Luxemburg, 11. November.

**EY (2016):** Ad-hoc audit of the application of the Regulation 2015/1017 (the EFSI Regulation), Final Report, 14 November 2016. Download: [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/ey-report-on-efsi\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/ey-report-on-efsi_en.pdf) (zuletzt aufgerufen am 9.12.2016).

**EZB (2016):** Wirtschaftsbericht. Ausgabe 7/2016. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., November.

**Federal Reserve System (2016):** Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, November

**Gechert, S. (2015):** What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis. In: Oxford Economic Papers, Oxford University Press, Jahrgang 67(3), S. 553-580.

**Gechert, S. / Rietzler, K. / Tober, S. (2016):** The European Commission's New NAIRU – Does It Deliver? , Applied Economics Letters, Bd. 23, H. 1, S. 1-6.

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

**Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Hohlfeld, P. / Rietzler, K. / Theobald, T. / Tober, S. (2016):** Konjunktur bleibt robust. Die konjunkturelle Lage in Deutschland zur Jahreswende 2016/2017. IMK Report Nr. 119, Dezember.

**Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Rietzler, K. / Tober, S. / Watt, A. (2016):** Fundament der Erholung ausbalancieren. Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2016. IMK Report Nr. 111, Januar.

**in't Veld, J. (2016):** Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers, European Economy, Economic Brief 016/August.

**IWF (2012):** World Economic Outlook. Internationaler Währungsfonds, Washington D.C., Oktober.

**IWF (2016):** Euro area policies. IMF Country Report Nr. 16/219, Washington, Juli.

**NZZ (2016):** Kritik an verpasster Wende der Geldpolitik. Die EZB lässt die Notenpresse laufen. Neue Zürcher Zeitung. Michael Rasch, 8.12.2016 (<http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/kritik-an-verpasster-wende-der-geldpolitik-die-ezb-laesst-die-notenpresse-laufen-ld.133565>)

**OECD (2016):** Escaping the Low-Growth Trap? Effective Fiscal Initiatives, Avoiding Trade Pitfalls. Economic Outlook, Nr. 100, November, Paris.

**Paetz, C. / Rietzler, K. / Truger, A. (2016):** Die wahre Belastungsprobe steht noch aus. IMK Report Nr. 117, September.

**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 (2016):** Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17, Wiesbaden, November.

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

**Taylor, J.B. (1999):** An Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In: J.B. Taylor (Hrsg.): Monetary Policy Rules, Chicago.

**Theobald et al. (2017):** Regulatorischen Fortschritt weiterentwickeln. IMK Finanzmarktstabilitätsreport 2016. IMK Report 121, Düsseldorf, Januar.

**Tober, S. (2016):** Geldpolitik der EZB: Stabilität ohne „sichere“ Staatsanleihen? IMK Report Nr. 112, März.

**Truger, A. (2015):** Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe – Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery, Working Paper Reihe der AK Wien / Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft 138.

**Truger, A. / Will, H. (2012):** Gestaltungsanfällig und prozyklisch: die Deutsche Schuldenbremse in der Detailanalyse. IMK Working Paper Nr. 82, Januar.

**Vesper, D. (2016):** Aktuelle Entwicklungstendenzen und zukünftiger Personalbedarf im öffentlichen Dienst. IMK Study Nr. 51, Düsseldorf.

Abgeschlossen am 15.12.2016

## **IMPRESSUM**

### **Herausgeber**

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

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 77 78-312, Telefax (02 11) 77 78-312

[imk-report@boeckler.de](mailto: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.

### **Autorenschaft:**

Alexander Herzog-Stein, PhD, [alexander-herzog-stein@boeckler.de](mailto:alexander-herzog-stein@boeckler.de)  
Prof. Dr. Gustav A. Horn, [gustav-horn@boeckler.de](mailto:gustav-horn@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)