

Fichtner, Ferdinand; Döhrn, Roland; Holtemöller, Oliver; Wollmershäuser, Timo

**Article — Published Version**

## Aufschwung bleibt moderat — Wirtschaftspolitik wenig wachstumsorientiert

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Fichtner, Ferdinand; Döhrn, Roland; Holtemöller, Oliver; Wollmershäuser, Timo (2016) : Aufschwung bleibt moderat — Wirtschaftspolitik wenig wachstumsorientiert, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 96, Iss. 5, pp. 351-256, <http://dx.doi.org/10.1007/s10273-016-1981-5>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/180770>

### 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.*

Ferdinand Fichtner, Roland Döhrn, Oliver Holtemöller, Timo Wollmershäuser

## Aufschwung bleibt moderat – Wirtschaftspolitik wenig wachstumsorientiert

Die deutsche Wirtschaft befindet sich in einem moderaten Aufschwung. Zu diesem Ergebnis kommt die Mitte April veröffentlichte Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte demnach in diesem Jahr um 1,6% und im kommenden Jahr um 1,5% zulegen. Getragen wird der Aufschwung vom privaten Konsum, der vom anhaltenden Beschäftigungsaufbau, den spürbaren Steigerungen der Lohn- und Transfereinkommen und den Kaufkraftgewinnen infolge der gesunkenen Energiepreise profitiert.

Anfang des Jahres 2016 wurde deutlich, dass sich die Weltwirtschaft gegen Ende des vergangenen Jahres merklich abgekühlt hatte. Die schlechten Nachrichten führten auf den Aktienmärkten im Januar und im Februar weltweit zu erheblichen Bewertungsverlusten sowie zu einem deutlichen Anstieg der Risikowahrnehmung. Eine wichtige Ursache war die Furcht vor einer merklichen Verlangsamung des Expansionstempos in China. Seit einigen Jahren vollzieht sich dort ein Strukturwandel weg von einem primär von industriellen Investitionen und Exporten getriebenen und hin zu einem mehr konsum- und dienstleistungsbasierten Wachstum. Dieser Wandel birgt erhebliche Konjunkturrisiken und geht mit einer abnehmenden Bedeutung des Außenhandels für China sowie einer schwächeren Nachfrage nach Rohstoffen einher.

Inzwischen mehren sich die Anzeichen, dass sich die internationale Konjunktur im ersten Halbjahr 2016 nicht weiter abschwächt. Insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sich die Dynamik sogar bereits etwas belebt haben. Allerdings werden die Produktionszuwächse insgesamt im Prognosezeitraum wohl mäßig bleiben. So verringert sich in den USA der Expansionsgrad der Geldpolitik langsam und der starke US-Dollar bremst die Auslandsnachfrage. Im Euroraum fällt der Impuls der starken Abwertung des Euro im vergangenen Jahr weg. Die chinesische Wirtschaft wird weiter mit den Folgen des Strukturwandels sowie mit der hohen Verschuldung vieler staatlicher Industrieunternehmen zu kämpfen haben. In Japan dürfte die Produktion zwar wieder ausgeweitet werden, da der Rückgang zum Jahresende vor allem auf temporäre Faktoren zurückzuführen war. Jedoch ist deutlich geworden, dass die mit hohen Erwartungen gestartete Wirtschaftspolitik („Abenomics“) keinen selbsttragenden Aufschwung anstoßen konnte.

Alles in allem expandiert die Weltproduktion nach der Gemeinschaftsdiagnose in diesem Jahr in etwa mit dem

mäßigen Tempo des Vorjahrs. Für 2016 ergibt sich ein Zuwachs von 2,4% und für 2017 von 2,8% (vgl. Tabelle 1). Auch der Welthandel wird im Prognosezeitraum nur schwach ausgeweitet. Die Institute erwarten in diesem Jahr eine Zunahme um 2,9% und im kommenden Jahr um 3,4%.

Weiterhin bestehen allerdings erhebliche Risiken im internationalen Umfeld. So beruhigten sich die Finanzmärkte seit Mitte Februar zwar wieder; die der Unruhe zugrunde liegenden Faktoren wirken aber weiter. Zum einen besteht nach wie vor die Möglichkeit, dass der Strukturwandel in China stärker als bisher die Konjunktur des ganzen Landes in Mitleidenschaft zieht. Zum anderen könnte die in den USA bereits deutlich gestiegene Inflation schneller

**Dr. Ferdinand Fichtner** leitet die Abteilung Konjunkturpolitik am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) in Berlin.

**Prof. Dr. Roland Döhrn** leitet den Kompetenzbereich „Wachstum, Konjunktur, Öffentliche Finanzen“ am Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) in Essen.

**Prof. Dr. Oliver Holtemöller** ist stellvertretender Präsident und leitet die Abteilung Makroökonomik am Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle.

**Prof. Dr. Timo Wollmershäuser** leitet das ifo Zentrum für Konjunkturforschung und Befragungen in München.

Tabelle 1

**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt**

	Gewicht (BIP) in %	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Europa	32,9	1,4	1,5	1,8						
EU28	27,2	1,9	1,7	1,8	0,0	0,4	1,4	9,4	8,8	8,6
Schweiz	1,0	1,0	1,1	1,8	-1,1	-0,6	0,2	4,5	4,6	4,6
Norwegen	0,7	1,8	1,5	1,8	2,2	2,6	2,2	4,4	4,6	4,4
Türkei	1,2	4,0	3,1	3,5						
Russland	2,7	-3,7	-1,3	0,9	15,5	8,2	7,0			
Amerika	35,5	1,6	1,3	2,2						
USA	25,5	2,4	2,0	2,3	0,1	1,1	2,4	5,3	4,8	4,7
Kanada	2,6	1,2	1,3	2,3	1,1	1,8	2,1	6,9	7,1	6,9
Lateinamerika <sup>1</sup>	7,4		-0,9	1,7						
Asien	31,6	4,8	4,6	4,6						
Japan	6,8	0,5	0,5	0,7	0,8	0,5	1,8	3,6	3,2	3,3
China ohne Hongkong	15,4	6,9	6,4	6,2						
Südkorea	2,1	2,6	2,9	3,0	0,7	1,4	2,0	3,7	3,5	3,6
Indien	3,1	7,3	7,4	7,4						
Ostasien ohne China <sup>2</sup>	4,5	3,2	3,6	4,0						
Insgesamt <sup>3</sup>	100,0	2,5	2,4	2,8						
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>4</sup>	68,4	1,9	1,7	2,0	0,2	0,8	1,7	6,9	6,4	6,3
Schwellenländer <sup>5</sup>	31,6	3,9	3,9	4,6						
Nachrichtlich:										
Exportgewicht <sup>6</sup>		2,2	2,0	2,3						
Kaufkraftgewicht <sup>7</sup>		3,0	2,9	3,4						
Welthandel <sup>8</sup>		2,0	2,9	3,4						

<sup>1</sup> Gewichteter Durchschnitt aus Brasilien, Mexiko, Argentinien, Venezuela, Kolumbien, Chile. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2014 in US-\$.  
<sup>2</sup> Gewichteter Durchschnitt aus Indonesien, Taiwan (Provinz Chinas), Thailand, Malaysia, Singapur, Philippinen, Hongkong (Sonderverwaltungszone Chinas). Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2014 in US-\$.  
<sup>3</sup> Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2014 in US-\$.  
<sup>4</sup> EU28, Schweiz, Norwegen, USA, Kanada, Japan, Südkorea, Taiwan, Singapur, Hongkong.  
<sup>5</sup> Russland, Türkei, China ohne Hongkong, Indien, Indonesien, Thailand, Malaysia, Philippinen, Lateinamerika.  
<sup>6</sup> Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr 2014.  
<sup>7</sup> Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2014 zu Kaufkraftparitäten.  
<sup>8</sup> Wert für 2014 von Centraal Planbureau (CPB).

Quellen: IWF, Eurostat, OECD, Centraal Planbureau, Berechnungen der Institute; 2016 und 2017: Prognose der Institute.

als in der Gemeinschaftsdiagnose erwartet anziehen und die Notenbank zu raschen Zinserhöhungen zwingen. Finanzmarkturbulenzen, insbesondere in den Schwellenländern, könnten die Folge sein. Schließlich bestehen für die europäische Wirtschaft erhebliche politische Risiken. Seit einigen Jahren haben Kräfte an Einfluss gewonnen, die für ein Zurückdrehen der in der Europäischen Union erreichten politischen und wirtschaftlichen Integration eintreten. So besteht die Möglichkeit, dass sich Großbritannien im Juni für einen Austritt aus der Europäischen Union entscheidet. Es ist allerdings schwer abzuschät-

zen, welche Folgen dies für die Handels- und Finanzflüsse innerhalb der EU hat.

### Deutsche Wirtschaft in moderatem Aufschwung

Angesichts des beschriebenen weltwirtschaftlichen Umfelds gehen von der Außenwirtschaft kaum stimulierende Effekte auf die deutsche Konjunktur aus. Der Aufschwung bleibt so moderat. Getragen wird er vor dem Hintergrund des anhaltenden Beschäftigungsaufbaus, der spürbaren Lohnsteigerungen und der Kaufkraftgewinne infolge der

gesunkenen Energiepreise vom privaten Konsum. Impulse kommen derzeit außerdem von den Ausgaben, die durch die Versorgung und die Unterbringung der großen Zahl von Flüchtlingen entstehen. Die Binnennachfrage wird darüber hinaus durch die niedrigen Zinsen angeregt.

Nachdem der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg in der zweiten Jahreshälfte 2015 an Schwung verloren hatte, dürfte er sich zum Jahresbeginn deutlich beschleunigt haben. Darauf deuten insbesondere der Anstieg der Produktion im Produzierenden Gewerbe und die Zunahme der Zahl der Erwerbstätigen hin. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich das Expansionstempo dann allerdings wieder etwas verringern. Dies lässt unter anderem das ifo Geschäftsklima erwarten, das sich im ersten Quartal etwas eingetrübt hat, wenngleich es im historischen Vergleich nach wie vor günstig ist.

Die gute Entwicklung des Arbeitsmarkts dürfte sich im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums fortsetzen. Die Zahl der Erwerbstätigen wird im Durchschnitt dieses Jahres um 500 000 Personen und im kommenden Jahr um knapp 390 000 Personen steigen. Wie in den vergangenen Jahren gleicht die Migration den demografisch bedingten Rückgang der Erwerbspersonen mehr als aus; zunehmend macht sich darüber hinaus im Prognosezeitraum bemerkbar, dass nach Deutschland geflüchtete Menschen dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen. Daher wird die Arbeitslosigkeit trotz des Beschäftigungsaufbaus im Verlauf des Prognosezeitraums leicht steigen. Die Arbeitslosenquote steigt leicht von 6,2% im Durchschnitt dieses Jahres auf 6,4% im kommenden Jahr.

Die privaten Haushalte verzeichnen aufgrund spürbarer Einkommenssteigerungen bei gleichzeitig schwacher Preisdynamik starke Kaufkraftzuwächse. So nehmen die Löhne merklich zu und die Transfereinkommen ziehen an; hier schlagen in erster Linie kräftige Rentenerhöhungen zu Buche. All dies lässt den privaten Verbrauch deutlich expandieren. Zugleich legt auch die öffentliche Konsumnachfrage zu. Hier macht sich die Flüchtlingsmigration bemerkbar, die zunächst zu steigenden Sachaufwendungen für die Versorgung der Flüchtlinge, im weiteren Verlauf dann aber zu steigenden monetären Sozialleistungen führt.

Die Investitionstätigkeit nimmt im Prognosezeitraum insgesamt gesehen verhalten zu. Die Entwicklung ist allerdings zweigeteilt: Die Wohnungsbauinvestitionen dürften aufgrund des Niedrigzinsumfelds, der guten Arbeitsmarkt- und Einkommensentwicklung, aber auch wegen der in Folge der Zuwanderung deutlich gestiegenen Nachfrage nach Wohnraum weiterhin ausgeweitet werden. Dagegen dürften sowohl der gewerbliche Bau als

auch die Investitionen der Unternehmen in Ausrüstungen trotz der niedrigen Zinsen und der günstigen Gewinnssituation der Unternehmen zunächst nur wenig zunehmen, auch weil sich die Unternehmenserwartungen deutlich eingetrübt haben.

Die Skepsis der Unternehmen war wohl vor allem den Nachrichten über die weltwirtschaftliche Abkühlung geschuldet, die sich zu Jahresbeginn häuften. Inzwischen mehren sich allerdings die Anzeichen, dass sich die globale Konjunktur im ersten Halbjahr 2016 nicht mehr weiter abschwächt. Im weiteren Prognosezeitraum dürfte sich die Weltwirtschaft wieder etwas beleben, wenn auch nur in mäßigem Tempo. Dementsprechend dürften auch die deutschen Exporte nach einer nur geringen Belebung im Frühjahr ab der zweiten Jahreshälfte wieder etwas stärker zulegen. Allerdings steigen die Importe so deutlich, dass der Außenhandel den Produktionsanstieg in diesem Jahr per saldo kräftig dämpfen wird. Im kommenden Jahr dürfte er hingegen einen leicht positiven Beitrag leisten. Alles in allem dürfte das Bruttoinlandsprodukt nach Einschätzung der Institute in diesem Jahr um 1,6% und im kommenden Jahr um 1,5% und damit mit Raten zulegen, die leicht über dem Wachstum des Produktionspotenzials liegen (vgl. Tabelle 2). Die Produktionslücke dürfte sich in diesem Jahr daher weiter verringern und im kommenden Jahr nahezu geschlossen sein. Das 68%-Prognoseintervall reicht für dieses Jahr von 0,9% bis 2,3% und für das kommende Jahr von -0,5% bis 3,5%. Wegen der deutlich zurückgegangenen Energiepreise ist der Inflationsdruck gering. Im laufenden Jahr dürften die Verbraucherpreise um 0,5% gegenüber dem Vorjahr steigen. Die Teuerung ohne Energiepreise (Kernrate) liegt bei 1,2%. Angesichts der kräftigen inländischen Nachfrage und des beschleunigten Anstiegs der Lohnstückkosten dürfte sie im kommenden Jahr auf 1,5% zunehmen. Da annahmegemäß vom Ölpreis keine dämpfenden Effekte mehr ausgehen, wird die Inflationsrate ebenfalls 1,5% betragen.

Für die öffentlichen Haushalte zeichnet sich ein Rückgang des Budgetüberschusses ab. Die Ausgaben im Zusammenhang mit der Flüchtlingsmigration steigen und die Finanzpolitik ist leicht expansiv ausgerichtet. Aufgrund der merklich steigenden Einnahmen aus der Einkommensteuer, den Steuern vom Umsatz und den Sozialbeiträgen sowie sinkenden Zinsausgaben wird wohl dennoch ein Budgetüberschuss von 11 Mrd. Euro in diesem und 10 Mrd. Euro im kommenden Jahr erzielt werden.

### Deutsche Wirtschaftspolitik wenig wachstumsorientiert

Auch in struktureller – also um konjunkturelle Einflüsse bereinigter – Betrachtung schließt der öffentliche Ge-

Tabelle 2  
Eckdaten der Prognose für Deutschland

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Reales BIP (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	0,4	0,3	1,6	1,7	1,6	1,5
Erwerbstätige <sup>1</sup> (1000 Personen)	42 060	42 328	42 703	43 032	43 535	43 921
Arbeitslose (1000 Personen)	2 897	2 950	2 898	2 795	2 737	2 822
Arbeitslosenquote der Bundesagentur für Arbeit <sup>2</sup> (in %)	6,8	6,9	6,7	6,4	6,2	6,4
Verbraucherpreise <sup>3</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	2,0	1,5	0,9	0,3	0,5	1,5
Lohnstückkosten <sup>4</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	3,1	2,0	1,7	1,7	2,5	2,0
Finanzierungssaldo des Staates <sup>5</sup>						
in Mrd. Euro	-2,7	-3,8	8,4	21,2	11,0	9,8
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,4	0,3
Leistungsbilanzsaldo						
in Mrd. Euro	193,6	190,4	212,9	257,5	254,2	263,3
in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts	7,0	6,8	7,3	8,5	8,1	8,1

<sup>1</sup> Im Inland. <sup>2</sup> Arbeitslose in % der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß der Bundesagentur für Arbeit). <sup>3</sup> Verbraucherpreisindex (2010 = 100). <sup>4</sup> Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmerstunde bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde. <sup>5</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 2010).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; 2016 und 2017: Prognose der Institute.

samthaushalt mit Überschüssen ab, die budgetäre Handlungsspielräume eröffnen. Allerdings profitiert der Staat derzeit von zwei temporär wirkenden Faktoren: dem deutlichen Rückgang der Zinsausgaben aufgrund des Niedrigzinsumfeldes und einer vorübergehend günstigeren demografischen Entwicklung („demografisches Zwischenhoch“). Ersteres hat dazu geführt, dass die Zinsausgaben kräftig gesunken sind. Bereinigt man den Budgetsaldo um diesen Zinseffekt, so hat sich die Haushaltssituation zuletzt strukturell kaum noch verbessert (vgl. Abbildung 1). Die positiven Wirkungen des demografischen Zwischenhochs auf die Rentenkassen werden spätestens ab dem Jahr 2020 auslaufen, wenn die ersten Jahrgänge der Generation der Babyboomer in Rente gehen und zu einem erheblichen Anstieg der Relation von Personen im Rentenalter zu Personen im Erwerbsalter (Altenquotient) führen (vgl. Abbildung 2). Vor diesem Hintergrund sollten diese Überschüsse nur für temporäre Mehrausgaben verwendet werden oder für Maßnahmen, die das Produktionspotenzial dauerhaft erhöhen.

Die zukunfts- und wachstumsorientierten Ausgaben des Staates wurden in den vergangenen Jahren in Relation zur Wirtschaftsleistung aber kaum ausgeweitet, und eine Verschiebung der finanzpolitischen Prioritäten von konsumtiven zu investiven Ausgaben ist auch für die Zukunft nicht zu erkennen. Die Finanzplanung des Bundes sieht laut Eckwertebeschluss der Bundesregierung noch bis 2017 steigende Investitionen, für die Jahre danach allerdings

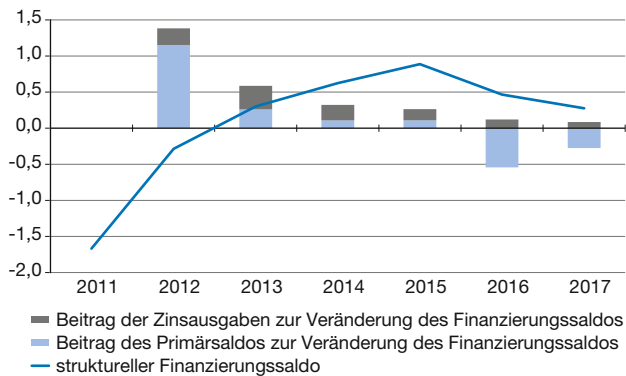
wieder einen Rückgang vor. Ein Wachstumshemmnis dürfte daraus resultieren, dass die Ausgaben für Bildung in Deutschland gemessen an anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf allen Ebenen des Bildungssystems gering sind. Durch die hohe Flüchtlingsmigration sind höhere Aufwendungen in diesem Bereich noch dringlicher geworden. Der rasche Erwerb von Sprachkenntnissen und eine gute schulische und berufliche Ausbildung sind die Grundvoraussetzungen einer erfolgreichen Integration in den Arbeitsmarkt. Ein weiteres Wachstumshemmnis ist, dass die Belastung des Faktors Arbeit mit Steuern und Sozialabgaben in Deutschland nach wie vor hoch ist. Zwar wurden der Grund- und der Kinderfreibetrag des Einkommensteuertarifs aufgrund verfassungsrechtlicher Vorgaben angehoben und der Einkommensteuertarif so angepasst, dass die in den Jahren 2014 und 2015 aufgelaufenen Mehreinnahmen aus der kalten Progression ausgeglichen wurden. An der hohen Abgabenbelastung ändert sich dadurch allerdings kaum etwas, und eine Reform des Einkommensteuertarifs steht derzeit nicht auf der Agenda der Bundesregierung.

### Ausrichtung der Geldpolitik im Euroraum grundsätzlich angemessen

Die Geldpolitik ist an der wirtschaftlichen Lage des Euroraums insgesamt ausgerichtet. Diese ist durch eine weiterhin schwache Kapazitätsauslastung gekennzeichnet. Nach Schätzung der Institute belief sich die Produk-

Abbildung 1  
Struktureller Finanzierungssaldo des Staates

in % des Produktionspotenzials



Quelle: Statistisches Bundesamt, Berechnungen der Institute.

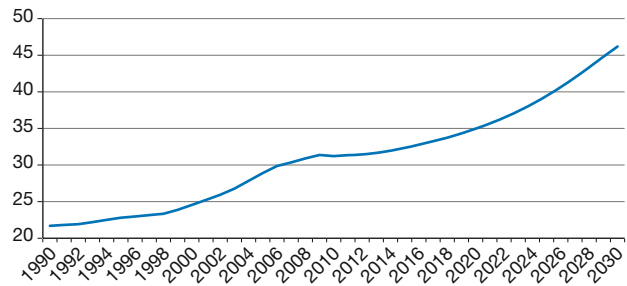
tionslücke in der Währungsunion zum Jahresende 2015 auf etwa -1%, und es ist davon auszugehen, dass sie sich weiterhin nur langsam schließen wird. Die anhaltende Unterauslastung trägt dazu bei, dass die Kerninflation im Euroraum seit nunmehr etwa zwei Jahren in der Größenordnung von 1% liegt, also deutlich unter der mittelfristigen Zielinflation. Die Inflation insgesamt liegt aufgrund des gefallen Ölpreises sogar noch deutlich darunter. Vor diesem Hintergrund ist nach Auffassung der Institute die derzeitige Ausrichtung der Geldpolitik grundsätzlich angemessen.

Die anhaltend schwache Kapazitätsauslastung im Euroraum deutet darauf hin, dass der tatsächliche Realzins gegenwärtig über dem neutralen Realzins liegt, also über demjenigen Realzins, bei dem die Produktionslücke geschlossen wäre. Der neutrale Realzins ist auch deswegen relativ niedrig, weil der Produktivitätsfortschritt und damit die Potenzialwachstumsrate im Euroraum als maßgebliche Determinanten des neutralen Realzinses niedrig sind. Die Geldpolitik kann die Potenzialwachstumsrate kaum beeinflussen. Das Niveau des Produktionspotenzials im Euroraum wird durch strukturelle Probleme, etwa durch in Bezug auf das Wirtschaftswachstum ungünstige Regulierung von Arbeits- und Produktmärkten, gedrückt. Mittelfristig kann ein höheres Wirtschaftswachstum im Euroraum nur durch strukturelle Reformen erreicht werden.

Die Geldpolitik kann lediglich dazu beitragen, kurzfristig den Auslastungsgrad der Wirtschaft zu erhöhen, etwa indem sie bei einem gegebenen neutralen Realzins den tatsächlichen Realzins senkt. Um bei dem wohl nicht mehr substantiell senkbaren Niveau sicherer Nominalzinsen einen niedrigeren Realzins zu erreichen, müssten

Abbildung 2  
Altenquotient<sup>1</sup>

in %



<sup>1</sup> Der Altenquotient bildet das Verhältnis der Personen im Rentenalter (65 Jahre und älter) zur Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter (von 15 bis unter 65 Jahren) ab.

Quelle: Statistisches Bundesamt.

die Inflationserwartungen wieder steigen; die aus Finanzmarktpreisen abgeleiteten Inflationserwartungen waren zuletzt deutlich rückläufig und liegen mittelfristig unter der Zielinflation der EZB. Umfragebasierte langfristige Inflationserwartungen liegen aber weiterhin stabil bei knapp 2%, was darauf hindeutet, dass keine Entankerung der Inflationserwartungen auf breiter Front vorliegt. Dafür spricht auch, dass die niedrige Inflationsrate im Euroraum weitgehend durch die gesunkenen Rohstoffpreise und die – makroökonomisch stabilisierenden – Lohn- und Preisefekte der Unterauslastung erklärt werden kann.

Bei der geldpolitischen Analyse ist zu berücksichtigen, dass die Übertragung geldpolitischer Maßnahmen auf die Realwirtschaft langen und variablen Wirkungsverzögerungen unterliegt. Die EZB hat im vergangenen Jahr und zuletzt im März 2016 weitreichende geldpolitische Lockerungen beschlossen. Diese Maßnahmen werden erst im Laufe dieses Jahres ihre volle Wirkung auf die realwirtschaftliche Aktivität und auf die Inflationsrate entfalten. Solange kein Abrutschen des Euroraums in eine Deflationsspirale droht – und dafür gibt es gegenwärtig keine Anzeichen – scheint es ratsam, zunächst die Wirkung der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen abzuwarten, bevor neue Maßnahmen zur Konjunkturstimulierung beschlossen werden.

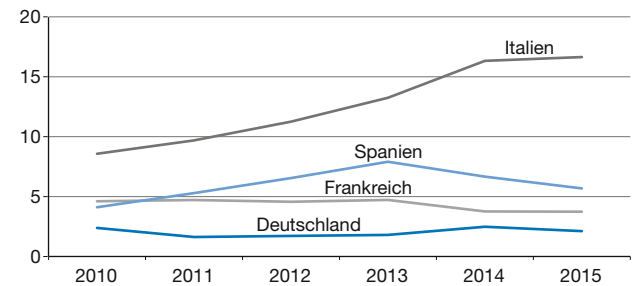
Dies gilt insbesondere, weil nach wie vor strukturelle Probleme in einer Reihe von Ländern des Euroraums einer schnelleren Erholung im Wege stehen. Dabei ist die Entwicklung in den ehemaligen Krisenländern recht heterogen. Während z.B. die Bilanzbereinigung im spanischen Bankensektor auf einem guten Weg ist, sind die ausfallgefährdeten Kredite in Italien in den vergangenen

Jahren kontinuierlich gestiegen (vgl. Abbildung 3). Ähnliches gilt auch für den Aufbau von weiterem Eigenkapital. Die Bereinigung der Bankbilanzen, vor allem in den ehemaligen Krisenländern, und der Aufbau von Eigenkapital sind wichtige Voraussetzungen dafür, dass die Fragmentierung der Kreditmärkte im Euroraum überwunden wird. Die privaten Haushalte und die nicht-finanziellen Unternehmen in Spanien, Portugal und Irland führen weiterhin ihre überdurchschnittliche Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurück; in diesen Ländern dürften auch niedrige Zinsen und eine Verbesserung des Kreditangebots nicht zu einem deutlichen Anziehen der Kreditvolumina führen. Auch in Deutschland ist die Wirtschaft trotz des anhaltend niedrigen Zinsniveaus insgesamt gegenwärtig nicht überausgelastet; eine Überhitzung zeichnet sich bisher nicht ab. Dies gilt in gesamtwirtschaftlicher Betrachtung auch für den Immobilienmarkt: So entsprechen, trotz stellenweise erheblich steigender Nachfrage nach Wohnraum, die realen Immobilienpreise in etwa dem langjährigen Durchschnitt. In Relation zu den Mieterträgen oder den verfügbaren Einkommen sind Immobilien erschwinglich. Gesamtwirtschaftliche Gefahren entstehen zudem erst mit einer starken Ausweitung von Hypothekarkrediten und mit risikoreicheren Finanzierungen. Weder die Entwicklung des Kreditvolumens noch die Struktur der Laufzeiten geben aber derzeit Anlass zur Sorge.

Sollte sich im Verlauf dieses Jahres herausstellen, dass die Produktion im Euroraum weiterhin nicht zur Normalauslastung zurückkehrt und die Inflationsrate sich weiterhin nicht auf die Zielinflationsrate zubewegt, dürften weitere konjunkturstimulierende Maßnahmen im Euroraum notwendig werden. Die entsprechenden Möglichkeiten der Geldpolitik sind allerdings weitgehend ausgeschöpft. Eine weitergehende konjunkturelle Stabilisierung könnte nur durch eine Kombination von expansiver Geldpolitik und expansiver Finanzpolitik erreicht werden. Letztlich

Abbildung 3  
Ausfallgefährdete Kredite

in % sämtlicher Kreditinstrumente



Daten für 2015 sind nur bis zum 3. Quartal verfügbar.

Quelle: EZB, Berechnungen der Institute.

liefere das de facto auf eine monetäre Finanzierung zusätzlicher Ausgaben hinaus – sei es in Form von Transfers an die privaten Haushalte und Unternehmen, sei es in Form von monetären De-facto-Transfers an die öffentlichen Haushalte. Schon jetzt erhöht das Ankaufprogramm für Staatsanleihen durch niedrigere, teilweise negative staatliche Refinanzierungskosten die Ausgabenspielräume der Euroländer deutlich. Maßnahmen, die auf die gezielte Ausnutzung dieses Fiskalkanals der Geldpolitik ausgerichtet sind, sind allerdings mit erheblichen mittelfristigen Risiken verbunden, bis hin zum Verlust der Zentralbankunabhängigkeit. Auch die Negativzinsen werfen auf Dauer grundsätzliche Fragen im Zusammenhang mit der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems auf, z.B. was die Bewertung von Finanzmarktprodukten betrifft. Aufgrund dieser erheblichen Risiken unkonventioneller Geldpolitik sollte das Wirtschaftswachstum im Euroraum primär über strukturelle Reformen auf Arbeits- und Produktmärkten erhöht werden. Gelingt dies nicht, wird die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik verloren gehen.

#### Title: Upturn Remains Moderate – Economic Policy Lacks Growth Orientation

**Abstract:** The German economy is experiencing a moderate upturn. Gross domestic product is expected to increase by 1.6 per cent this year and by 1.5 per cent in 2017. The upturn will be driven by private consumption, which will benefit from continued employment growth, sizeable increases in wage and transfer income, and also purchasing power gains thanks to lower energy prices. Fiscal policy will also be expansively oriented, partly due to rising costs related to refugee immigration. Public budgets will still post significant surpluses in the forecasting period, however. Failing to use this room for manoeuvre to promote growth, as seen in recent years, is not a sustainable path. In view of the continuous slack in the euro area economy, the monetary policy stance is considered to be appropriate. Should it become obvious in the course of this year that production does not return to normal capacity and that the inflation rate does not move towards two per cent, further measures to stimulate growth might become necessary. The scope for further monetary policy measures has been widely exhausted, though. A further economic stabilization could only be achieved through a combination of expansionary fiscal and monetary policy. This could severely damage the credibility of monetary policy, however.

**JEL Classification:** E27, E32, E37