

Döhm, Roland; Fichtner, Ferdinand; Holtemöller, Oliver; Kooths, Stefan;  
Wollmershäuser, Timo

**Article**

## Aufschwung in Deutschland weiter kräftig — Anspannungen nehmen zu

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Döhm, Roland; Fichtner, Ferdinand; Holtemöller, Oliver; Kooths, Stefan; Wollmershäuser, Timo (2017) : Aufschwung in Deutschland weiter kräftig — Anspannungen nehmen zu, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 97, Iss. 10, pp. 708-713,  
<http://dx.doi.org/10.1007/s10273-017-2202-6>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/206469>

**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.*

Roland Döhrn, Ferdinand Fichtner, Oliver Holtemöller, Stefan Kooths, Timo Wollmershäuser

## Aufschwung in Deutschland weiter kräftig – Anspannungen nehmen zu

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft hat an Stärke und Breite gewonnen. In einigen Segmenten, so am Arbeitsmarkt, machen sich inzwischen sogar erste Zeichen einer Anspannung bemerkbar. Neben den Konsumausgaben tragen nun auch die Investitionen und das Auslandsgeschäft zur Expansion bei. Letzteres profitiert davon, dass die Konjunktur im Euroraum deutlich aufwärtsgerichtet ist. Die Expansion dort steht inzwischen auf recht soliden Füßen. Fährt die EZB nun ihre unkonventionellen Maßnahmen schrittweise zurück, sollte dies den Aufschwung im Euroraum nicht gefährden.

Die Auftriebskräfte in der deutschen Wirtschaft sind stärker geworden. In der ersten Jahreshälfte beschleunigte sich das Expansionstempo deutlich – die Jahresrate betrug 2,5%. Die Kapazitätsauslastung ist damit weiter gestiegen, und die gesamtwirtschaftliche Produktion übersteigt das Produktionspotenzial. Impulse kamen von den Exporten, die in der ersten Jahreshälfte in beschleunigtem Tempo anzogen. Aber auch die inländische Verwendung blieb eine treibende Kraft der Expansion. Der private Konsum wurde bei steigender Beschäftigung erneut kräftig ausgeweitet. Die Bautätigkeit wurde weiterhin von

niedrigen Zinsen und erhöhtem Bedarf an Wohnraum angeregt. Auch die Ausrüstungsinvestitionen expandierten kräftig, zunehmend stimuliert von dem anziehenden Auslandsgeschäft.

Da die Konjunktur bereits seit einiger Zeit kräftig aufwärtsgerichtet ist, machen sich in einigen Segmenten der Wirtschaft erste Zeichen einer Anspannung bemerkbar. Am Arbeitsmarkt hat die Zahl der gemeldeten Stellen deutlich zugenommen, und es wird schwieriger, sie zu besetzen. Insbesondere in der Baubranche geben mehr und mehr Unternehmen an, dass ein Mangel an Arbeitskräften ihre Produktion beeinträchtigt. In diesem Sektor steigen die Preise inzwischen recht kräftig. Auch die industriellen Erzeugerpreise (ohne Energieträger) sind merklich gestiegen, während sich die Teuerung auf der Verbraucherebene allenfalls moderat erhöht hat.

Für die zweite Hälfte dieses Jahres erwarten die an der Gemeinschaftsdiagnose beteiligten Institute eine erneut kräftige gesamtwirtschaftliche Expansion. Zwar deuten die Produktionsindizes eine etwas geringere Dynamik im laufenden Quartal an. Die Einschätzung der Geschäftslage laut ifo Konjunkturtest befindet sich aber trotz eines leichten Rückgangs im August und September noch nahe an ihrem historischen Höchstwert. Für eine Fortsetzung des Aufschwungs sprechen auch die hohen Auftragsbestände in der Bauwirtschaft und der bis zum aktuellen Rand anhaltende Beschäftigungsaufbau. Schließlich dürften die Exporte weiter mit recht hohen Raten zulegen. Alles in allem erwarten die Institute, dass das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2017 um 1,9% steigen wird (vgl. Tabelle 1); das 68%-Prognoseintervall reicht dabei von 1,7% bis 2,1%. Arbeitstäglich bereinigt ergibt sich für 2017 ein Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um sogar 2,2%. Das ist der höchste Wert seit 2010.

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

**Dr. Ferdinand Fichtner** leitet die Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin.

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

**Prof. Dr. Stefan Kooths** ist Leiter des Prognosezentrums am Institut für Weltwirtschaft Kiel.

**Prof. Dr. Timo Wollmershäuser** ist Leiter der Konjunkturforschung und -prognosen am ifo Institut in München.

Tabelle 1  
Eckdaten der Prognose für Deutschland

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Reales BIP (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,9	1,7	1,9	1,9	2,0	1,8
Erwerbstätige im Inland in 1000 Personen	42 672	43 069	43 638	44 285	44 768	45 155
Arbeitslose in 1000 Personen	2 898	2 795	2 691	2 541	2 460	2 380
Arbeitslosenquote der Bundesagentur für Arbeit <sup>1</sup> in %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,2
Verbraucherpreise <sup>2</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	0,9	0,2	0,5	1,7	1,7	1,8
Lohnstückkosten <sup>3</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %)	1,4	1,8	1,6	1,9	1,8	2,0
Finanzierungssaldo des Staates <sup>4</sup>						
in Mrd. Euro	9,5	19,4	25,7	28,3	37,3	43,7
in % des nominalen BIP	0,3	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2
Leistungsbilanzsaldo						
in Mrd. Euro	224,2	261,9	267,9	254,5	267,4	278,6
in % des nominalen BIP	7,6	8,6	8,5	7,8	7,9	7,9

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

Quelle: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; 2017 bis 2019: Prognose der Institute.

In den beiden kommenden Jahren dürfte sich der Aufschwung fortsetzen. Die Institute rechnen mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2% bzw. 1,8%. Damit wird sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung nicht entspannen. Die Produktionslücke steigt von derzeit 0,5% des Produktionspotenzials auf 0,8% im Jahr 2019.

Der Aufschwung steht dabei auf deutlich breiterer Basis als in den vergangenen Jahren. Die Investitionstätigkeit kommt spürbar in Gang. Denn die Kapazitätsauslastung ist inzwischen hoch, sodass die Unternehmen mehr und mehr Erweiterungsinvestitionen vornehmen. Unterstützend wirken dabei die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen. Erst für den Verlauf des Jahres 2019 ist mit einem leichten Anziehen der Zinsen am Kapitalmarkt zu rechnen. Die Wohnungsbauinvestitionen dürften außer von den niedrigen Zinsen auch davon profitieren, dass sich ein beträchtlicher Auftragsbestand angestaut hat, der erst nach und nach abgearbeitet werden kann. Im öffentlichen Bereich werden inzwischen die für Investitionszwecke bereitgestellten Mittel verstärkt abgerufen. Dämpfend auf die Bautätigkeit dürfte allerdings zunehmend der Anstieg der Baukosten wirken.

Etwas abnehmen wird hingegen voraussichtlich die Dynamik der privaten Konsumnachfrage, auch wenn diese im langfristigen Vergleich hoch bleibt. Dämpfend wirken hier zum einen die – sofern die Politik nicht gegensteuert – weiter zunehmende Abgabenbelastung, zum anderen

die höhere Inflation. Die Bruttolöhne dürften hingegen mit nahezu unveränderten Raten zunehmen. Einerseits verlangsamt sich der Beschäftigungsaufbau etwas, andererseits beschleunigt sich der Lohnanstieg aufgrund der sich abzeichnenden Knappheiten am Arbeitsmarkt. Alles in allem werden die verfügbaren Einkommen mit leicht abnehmendem Tempo zulegen.

Die Exporte dürften leicht beschleunigt zunehmen. Sie werden von der kräftigen Weltkonjunktur, insbesondere vom sich fortsetzenden Aufschwung im Euroraum stimuliert. Für sich genommen dämpfend wirkt aber die zuletzt recht kräftige Aufwertung des Euro. Steigende Ausfuhren in Verbindung mit der kräftigen heimischen Absorption ziehen eine spürbare Ausweitung der Einfuhren nach sich. Der Leistungsbilanzüberschuss liegt in allen drei Prognosejahren bei knapp 8% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

#### Arbeitsmarktlage verbessert sich, Preisauftrieb nimmt nur etwas zu

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich weiter verbessern. Die Zahl der Erwerbstätigen nimmt auch künftig deutlich zu, wenngleich im Zuge der etwas schwächer steigenden Produktion mit geringerem Tempo. Die registrierte Arbeitslosigkeit dürfte aber weiterhin in geringerem Maße zurückgehen, als die Beschäftigung steigt. Ursachen hierfür sind die zunehmende Erwerbsbeteili-

gung insbesondere von Frauen und Älteren und die sich fortsetzende Zuwanderung. Hinzu kommt, dass die in den vergangenen Jahren nach Deutschland gekommenen Flüchtlinge nach Abschluss von Asylverfahren und Qualifizierungsmaßnahmen vermehrt dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen. Die Arbeitslosenquote wird voraussichtlich von 5,7% (2017) auf 5,5% (2018) und 5,2% (2019) sinken.

Der Preisauftrieb dürfte sich im Prognosezeitraum nur leicht beschleunigen. Vorerst wirken die jüngste Aufwertung des Euro und der bis in den Juli verzeichnete Rückgang der Energiepreise nach. Im weiteren Verlauf werden jedoch die stärker steigenden Lohnkosten wohl nach und nach an die Verbraucher weitergereicht. Die Institute rechnen mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um jeweils 1,7% im laufenden und im kommenden Jahr und um 1,8% im Jahr 2019.

Für den Staat zeichnen sich – legt man die vorliegende Haushaltsplanung zugrunde – zunehmende Budgetüberschüsse ab. Seine Einnahmen werden weiter sprudeln, da eine von der inländischen Verwendung getragene Expansion abgabenergiebig ist und umfangreichere Steuerensenkungen in der Prognose nicht unterstellt sind. Die Staatsausgaben dürften mit sich leicht abschwächenden Raten zunehmen. Für dieses Jahr zeichnet sich eine Zunahme des Budgetüberschusses des Staates von 26 Mrd. Euro auf 28 Mrd. Euro ab. Er dürfte weiter auf 37 Mrd. Euro (2018) und 44 Mrd. Euro (2019) zunehmen.

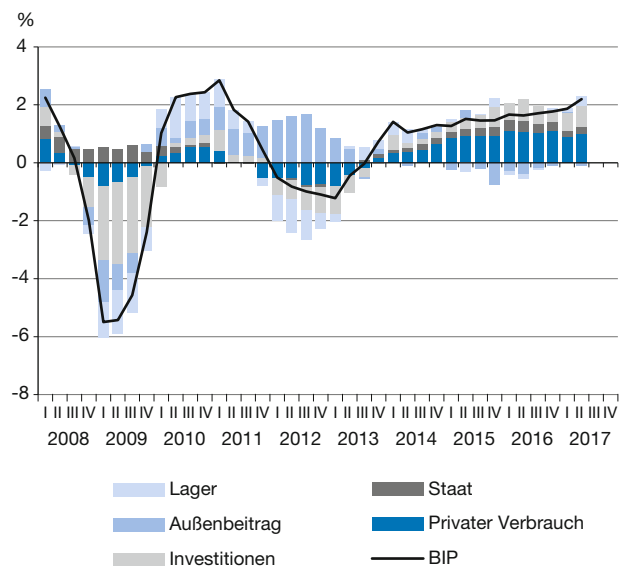
### Deutschland profitiert von besserer Konjunktur im Euroraum

Dass der Aufschwung in Deutschland auf breiterer Basis steht, ist auch der stärkeren Exportnachfrage aus dem Euroraum aufgrund der dort anziehenden Konjunktur zu verdanken. Das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums expandierte in den vergangenen zwölf Monaten mit Raten deutlich über dem Potenzialwachstum, sodass die Wirtschaft inzwischen annähernd normal ausgelastet sein dürfte. Die Frage ist, ob diese günstige Entwicklung allein auf die geldpolitische Akkommodierung durch die EZB zurückzuführen ist, oder ob hinter der besseren Wirtschaftslage auch strukturelle Faktoren stehen. Ist letzteres der Fall, ist zu erwarten, dass sich der Aufschwung auch bei einer allmählichen Straffung der Geldpolitik fortsetzen wird.

### Robustheit der Expansion im Euroraum hat zugenommen

Eine Reihe von Faktoren spricht dafür, dass der Aufschwung im Euroraum inzwischen als robust anzusehen ist:

**Abbildung 1**  
**Expansionsbeiträge zum BIP im Euroraum nach Verwendungskomponenten**



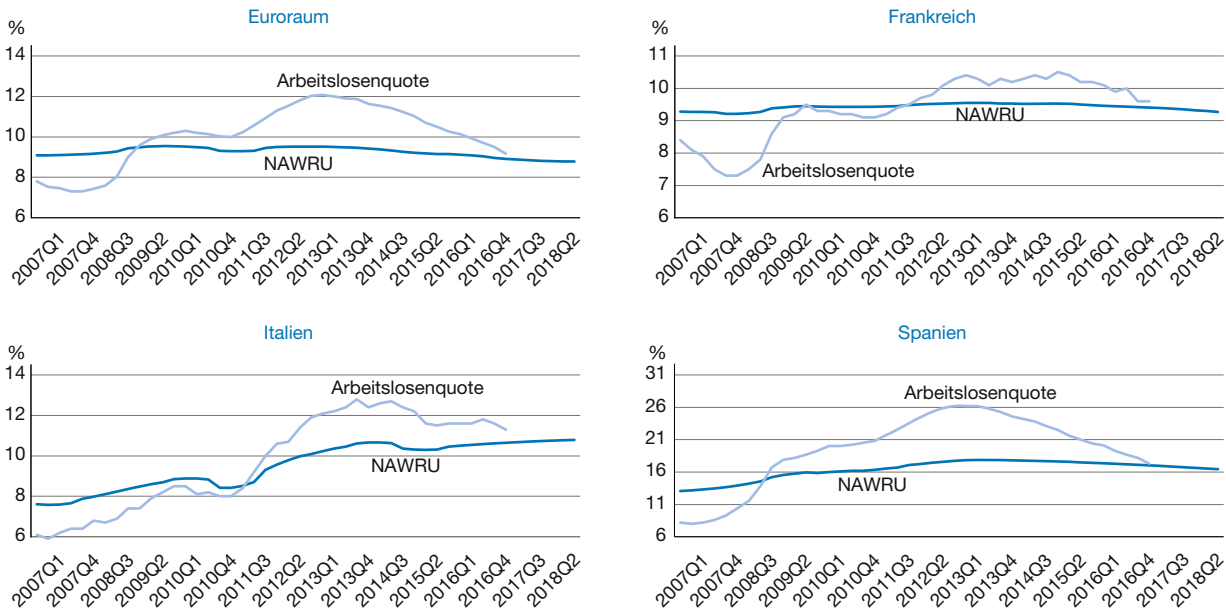
Quartalsdaten; preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

1. Die wirtschaftliche Expansion im Euroraum ist inzwischen verwendungsseitig gut abgestützt. Von 2013 bis 2015 wurde sie noch in erster Linie vom privaten Konsum getragen. Seit Ende 2015 ziehen zusätzlich die privaten Investitionen wieder an, wenngleich in den einzelnen Ländern mit unterschiedlichen Raten. Nach einer zwischenzeitlichen Schwächephase stützten zuletzt auch die Ausfuhren wieder stärker den Aufschwung (vgl. Abbildung 1).
2. Vieles spricht dafür, dass der Abbau der Arbeitslosigkeit auch strukturell bedingt ist. Die Arbeitslosenquote im Euroraum insgesamt ist seit Anfang 2013 rückläufig. Sie ist zwar noch deutlich höher als vor Beginn der globalen Finanzkrise im Jahr 2008. Nach Schätzungen der Europäischen Kommission sinkt aber die strukturelle Arbeitslosenquote (NAWRU) wieder (vgl. Abbildung 2). Dies gilt insbesondere für die Krisenländer, in denen sie im Zuge der Großen Rezession stark gestiegen war und in denen Reformen den Arbeitsmarkt flexibilisiert haben. In Frankreich allerdings veränderte sich die NAWRU in den vergangenen Jahren kaum, in Italien ist sie sogar bis zuletzt gestiegen.
3. Der Verschuldungsgrad des nicht-finanziellen privaten Sektors ist inzwischen weitgehend stabil, nachdem

Abbildung 2

**Arbeitslosenquote und Non Accelerating Wages Rate of Unemployment (NAWRU)**



Quartalsdaten. Arbeitslosenquote standardisiert nach ILO. NAWRU (Non Accelerating Wages Rate of Unemployment) beschreibt die Arbeitslosigkeit, die in einer empirischen Schätzgleichung mit konstanten Lohnzuwächsen einhergeht und kann als strukturelle Arbeitslosigkeit interpretiert werden.

Quelle: AMECO, Eurostat, Berechnungen der Institute.

er in der Expansionsphase vor der Großen Rezession stark gestiegen war. In den Krisenländern, in denen sich die Verschuldung des privaten Sektors als besonderes Problem erwiesen hatte, ist sie in den vergangenen Jahren gemessen an der Wirtschaftsleistung zum Teil sogar deutlich gesunken, besonders ausgeprägt in Spanien und Portugal (vgl. Abbildung 3).

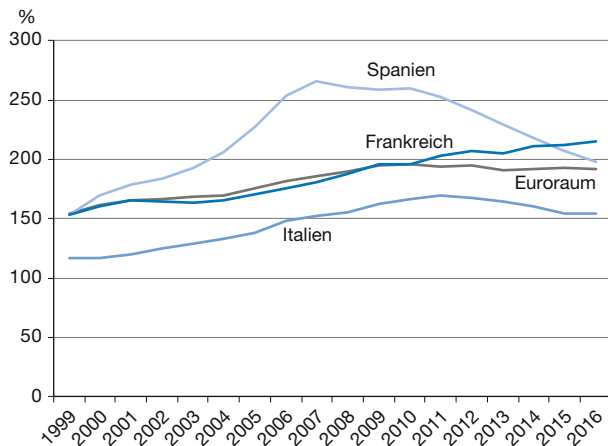
- Die Zinsbelastung des privaten Sektors ist aufgrund des Niedrigzinsumfelds in den vergangenen Jahren deutlich gesunken. Für Unternehmen reduzierten sich die Aufwendungen für Zinsen gemessen an den Betriebsergebnissen seit dem Beginn der Großen Rezession um etwa die Hälfte. Wie schnell sich ein im Zuge einer geldpolitischen Straffung zu erwartender Anstieg der Kapitalmarktzinsen bemerkbar macht, ist vom Anteil der variabel verzinsten Kredite abhängig. Auch hier dürfte die Situation besser sein als vor der Großen Rezession. Damals waren beispielsweise in Portugal und Spanien Hypotheken ganz überwiegend variabel verzinst. Inzwischen werden sie zu rund der Hälfte mit einer Zinsbindung vergeben. Zinsanstiege im Zuge einer geldpolitischen Normalisierung dürften die Belastung des nicht-finanziellen Privatsektors daher langsamer erhöhen als in vergangenen Zinshebungsphasen.

**Weiterhin hohe Schuldenstände bei den öffentlichen Haushalten**

Die Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in den Ländern des Euroraums hat zudem seit der Krise deutlich abgenommen. Die Defizitquote des Euroraums insgesamt ging in der Maastricht-Abgrenzung von 6,2% (2010) auf 1,5% (2016) zurück, die um Konjunktur- und Einmaleffekte bereinigte von 4,3% in Relation zum Produktionspotenzial im Jahr 2010 auf rund 1% im Jahr 2016. Seit 2014 blieb das strukturelle Defizit allerdings weitgehend unverändert, in Spanien und Italien stieg es sogar wieder. Rechnet man die Effekte der infolge der Niedrigzinspolitik verringerten Zinsbelastung heraus, ist die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt seit 2015 leicht expansiv ausgerichtet. Anders als in den Jahren zuvor stützt sie damit derzeit die Konjunktur.

Die niedrigere Nettoneuverschuldung hat sich bisher allerdings nicht in einer spürbaren Verringerung der Schuldenquote niedergeschlagen. Sie war im Zuge der Krise im Euroraum insgesamt von etwa 65% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 auf knapp 90% (2016) gestiegen. Besonders hoch ist die Schuldenquote mit rund 130% in Portugal und Italien und knapp 180% in Grie-

Abbildung 3  
Verschuldung des nicht-finanziellen Privatsektors



Jahresdaten, Bruttoschulden des Privatsektors in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, EZB, Berechnungen der Institute.

chenland. Damit ist der Spielraum der öffentlichen Haushalte, durch finanzpolitische Maßnahmen die Wirtschaft im Fall einer konjunkturellen Abschwächung zu stimulieren, nach wie vor deutlich geringer als vor der Krise.

Das hohe Schuldenniveau ist nicht zuletzt deshalb bedenklich, weil sich die Finanzierung der Schulden im Zuge einer Normalisierung der Geldpolitik der EZB nach und nach verteuern wird. In einzelnen Ländern kann dies die öffentlichen Haushalte spürbar belasten. Denn im Gegensatz zur Vorkrisenzeit gibt es weiterhin erkennbare Zinsaufschläge für die höher verschuldeten Länder, die im Zuge einer Zins-

wende und bei einem weitgehenden Rückzug der EZB als Käufer auf den Anleihemärkten größer zu werden drohen. Die Risiken für die Stabilität der Staatsfinanzen werden allerdings dadurch begrenzt, dass vielerorts der Großteil der öffentlichen Schuldenlast über festverzinsliche Anleihen finanziert ist, die aufgrund ihrer langen Restlaufzeit von (je nach Land) durchschnittlich sechs bis acht Jahren erst nach und nach fällig werden. Gleichwohl könnten bei einer Zinswende an den Märkten Zweifel an der Solvenz hochverschuldeter Staaten aufkommen, mit der Folge zusätzlicher Risikoaufschläge, die letztlich die Staatsschuldenkrise neu aufflammen lassen könnten.

### Bankensektor robuster als vor der Krise, aber weiterhin mit Altlasten

Das Regelwerk für den europäischen Bankensektor hat sich seit Beginn der Krise deutlich verändert. So wurde mit der Bankenunion eine zentralisierte Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) geschaffen, die gemessen an der Bilanzsumme etwa 85% der Banken des Euroraums erfasst, sowie die Bankenabwicklung vereinheitlicht (Single Resolution Mechanism, SRM). Um Fehlanreize im Bankensystem zu reduzieren, die etwa zu ineffizient hohen Risikoaufnahmen führen könnten, wurde bei der Aufstellung der Abwicklungsregeln dem Bail-in-Konzept (Verluste gehen zulasten der Gläubiger) Vorrang gegenüber dem Bail-out-Konzept (Staat oder andere externe Geldgeber werden zur Rettung herangezogen) eingeräumt. Als Lehre aus der Krise gewannen auch makroprudenzielle Überlegungen an Gewicht, die im Gefolge von Basel III zu höheren Anforderungen an die Eigenkapital- und die Liquiditätsvorhaltung führten. Nach wie vor besteht aber das Problem, dass große Banken im Notfall auf öffentliche Hilfen vertrauen können, weil ihr Scheitern



die Stabilität des gesamten Finanzsektors gefährden würde. Deutlich wird dies daran, dass jüngst in Italien wieder staatliche Mittel zum Einsatz kamen, um in Schieflage geratene Banken zu retten.

Die neuen Anforderungen bezüglich Eigenkapital und Liquidität werden mittlerweile im Durchschnitt erfüllt, wenn auch mit großen Unterschieden zwischen den Ländern. So erhöhte sich die Eigenkapitalfinanzierung seit der Krise im Zuge von Basel III merklich. Im Durchschnitt des Euroraums kletterte die Relation aus Kernkapital und risikogewichteten Aktiva von 8,4% (2008) auf 14,7% (2016). Unklar ist allerdings weiter, ob die vorgeschriebenen Quoten im Krisenfall ausreichen werden, um Verluste aufzufangen.

Ein Risiko für die Konjunktur im Euroraum resultiert im Fall eines Zinsanstiegs auch daraus, dass die Qualität der Vermögenstitel in einigen Ländern gemessen am Anteil ausfallgefährdeter Schuldinstrumente (z.B. notleidender Kredite) weiterhin gering ist. Mit Einführung der europäischen Bankenaufsicht ist aber der Druck auf die Banken gestiegen, eine Lösung für dieses Problem zu finden. In jüngster Zeit ist es vielfach gelungen, den Bestand an notleidenden Krediten durch Verkäufe an institutionelle Investoren deutlich zu reduzieren. Besonders kritisch ist die Lage immer noch in Griechenland und Zypern, wo 2016 etwa 40% der Kredite ausfallgefährdet waren. In Portugal und Irland geben die Anteile mit 15,9% und 13,1% ebenfalls noch Anlass zur Sorge. Die spanischen Banken haben hingegen zuletzt gute Erfolge beim Abbau des Anteils ausfallgefährdeter Schuldinstrumente verzeichnet.

Ungebrochen ist der Nexus zwischen der finanziellen Stabilität des Bankensektors und der öffentlichen Hand. Ein hoher Anteil inländischer Staatsanleihen an den Aktiva im jeweiligen Bankensektor birgt Klumpenrisiken: Wenn im Falle einer Krise der Staat in Finanzierungsschwierigkeiten gerät, wirkt sich dies direkt auf die Solvenz der heimischen Banken aus. Umgekehrt können im Fall einer Bankenkrise hohe Kosten auf den Staat zukommen, die dessen Bonität verringern und die Finanzierungskosten erhöhen. Vor allem in Spanien, Italien und auch Portugal ist der Anteil

inländischer Staatsanleihen an der Bilanzsumme stark gestiegen und bis zuletzt auf hohem Niveau geblieben.

Probleme für den Bankensektor können schließlich aus der angesprochenen Erhöhung des Anteils festverzinslicher gegenüber variabel verzinslicher Ausleihungen resultieren. Damit verschiebt sich das Zinsänderungsrisiko von den privaten Haushalten und den nicht-finanziellen Unternehmen hin zum Bankensektor. Eine geldpolitische Straffung wird die kurzfristige Bankenrefinanzierung verteuern, was vor dem Hintergrund einer flachen Zinsstrukturkurve die Profitabilität der Banken besonders stark belasten könnte. Ein Risiko ist auch, dass die Rückführung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen zu Bewertungsverlusten etwa bei Staatsanleihen führt.

### Geldpolitik: Zeit, den Ausstieg vorzubereiten

Vieles deutet also darauf hin, dass sich der Aufschwung im Euroraum gefestigt hat. Sowohl auf den Arbeitsmärkten, als auch mit Blick auf die private und öffentliche Verschuldung sind Verbesserungen eingetreten, die nicht nur konjunktureller, sondern auch struktureller Natur sind. In diesem Umfeld sollte die Europäische Zentralbank den Ausstieg aus ihrer sehr expansiven Geldpolitik und insbesondere aus den unkonventionellen Maßnahmen vorbereiten. Kurzfristig sollte sie ankündigen, dass die Kaufprogramme ab der Jahreswende allmählich zurückgefahren werden, sofern sich die Konjunktur weiterhin günstig entwickelt. Im Verlauf des Jahres 2019 dürfte dann auch ein erster Zinsschritt angemessen sein. Beim Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik sollte die Notenbank aber behutsam vorgehen. Denn die öffentliche und die private Verschuldung im Euroraum sind immer noch ausgesprochen hoch, sodass eine weniger expansive Politik sich in einem starken Anstieg der Zinsbelastung niederschlagen könnte.

Allerdings gehen von einer sehr expansiven Geldpolitik, die über längere Zeit betrieben wird, auch erhebliche Risiken aus. So war die Weltfinanzkrise 2007/2008 nicht zuletzt der Tatsache geschuldet, dass die Notenbanken den Ausstieg aus ihrer expansiven Politik verpasst hatten. Dies trug zum Aufbau systemischer Risiken bei.

---

#### Title: *Expansion Continues to Be Strong*

**Abstract:** *The business cycle upswing in Germany has gained strength and breadth. In addition to private consumption, the expansion is now also supported by investment and foreign trade. The latter benefits from growing exports to the euro area, where the economy is gaining momentum. Since the euro area upswing rests on solid fundamentals, the ECB should be able to start tapering without putting the economy at risk.*

**JEL Classification:** E32, E66, F01