

Ademmer, Martin et al.

Article

Mittelfristprojektion für Deutschland im Herbst 2018 - Deutsche Wirtschaft mit langsamer Gangart

Kieler Konjunkturberichte, No. 48

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Ademmer, Martin et al. (2018) : Mittelfristprojektion für Deutschland im Herbst 2018 - Deutsche Wirtschaft mit langsamer Gangart, Kieler Konjunkturberichte, No. 48, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/209460>

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.

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

**Mittelfristprojektion
für Deutschland
im Herbst 2018**

Abgeschlossen am 6. September 2018



Nr. 48 (2018|Q3)

*Martin Ademmer, Jens Boysen-Hogrefe,
Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern,
Dominik Groll, Philipp Hauber,
Nils Jannsen, Stefan Kooths, Saskia Möhle,
Galina Potjagailo und Ulrich Stolzenburg*

INHALTSVERZEICHNIS

Deutsche Wirtschaft mit langsamerer Gangart

Das Produktionspotenzial 2018–2023	3
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung bis zum Jahr 2023	6
Weltwirtschaft expandiert deutlich langsamer	6
Monetäre Rahmenbedingungen und finanzpolitisches Umfeld	7
Hochkonjunktur in Deutschland neigt sich ihrem Ende entgegen	8
Wirtschaftspolitik.....	13
Ausrichtung der Finanzpolitik prozyklisch – Rentenpolitik sollte Arbeitsanreize nicht aus dem Blick verlieren	13
Literatur	16
<i>Kasten 1:</i> <i>Der Finanzzyklus in Deutschland</i>	14

DEUTSCHE WIRTSCHAFT MIT LANGSAMERER GANGART

Martin Ademmer, Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll, Philipp Hauber, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Saskia Möhle, Galina Potjagailo und Ulrich Stolzenburg

Die deutsche Wirtschaft wird ihr derzeit hohes Expansionstempo mittelfristig nicht beibehalten können. So dürfte sich das Wachstum des Produktionspotenzials von 1,7 Prozent im laufenden Jahr sukzessive auf unter 1,4 Prozent im Jahr 2023 abschwächen. Maßgeblich ist, dass aufgrund des demografischen Wandels von der Entwicklung des Arbeitskräfteangebots kaum noch positive Impulse auf das Potenzialwachstum ausgehen. Hinzu kommt, dass sich die Hochkonjunktur in Deutschland wohl allmählich ihrem Ende entgegenneigt. Angesichts der bereits hohen Kapazitätsauslastung fällt es den Unternehmen zusehends schwerer, ihre Produktion weiter in hohem Tempo auszuweiten. In den kommenden beiden Jahren dürften die expansive Finanzpolitik (2019) bzw. die hohe Zahl an Arbeitstagen (2020) das Bruttoinlandsprodukt noch stützen. Für die Jahre danach zeichnet sich der Beginn eines Abschwungs ab, zumal dann die konjunkturelle Dynamik unserer Einschätzung zufolge bereits so hoch ist wie seit der Wiedervereinigung nicht mehr. Dies alles stellt die Wirtschaftspolitik vor erhebliche Herausforderungen, da sie mittelfristig nicht nur konjunkturell, sondern auch strukturell bedingt niedrigeren Einnahmen und höheren Ausgaben entgegensteht.

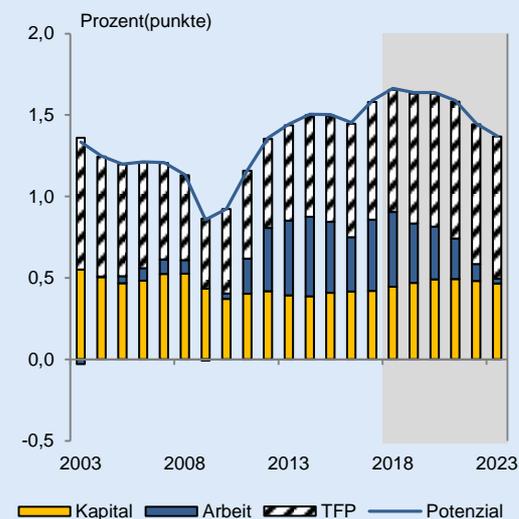
Das Produktionspotenzial 2018–2023

Das Wachstum der Produktionsmöglichkeiten in Deutschland schwächt sich mittelfristig ab. Das IfW schätzt und projiziert das Produktionspotenzial auf Grundlage der Methode der Europäischen Kommission, die sich auf eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion stützt (Havik et al. 2014). Für die Jahre von 2018 bis 2023 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Potenzialwachstum von knapp 1,6 Prozent. Das Tempo ist somit rund zwei Zehntel höher als im Mittel der vergangenen 20 Jahre. Die Totale Faktorproduktivität (TFP) liefert dabei mit durchschnittlich 0,8 Prozentpunkten den größten Wachstumsbeitrag. Der Beitrag des Faktors Kapital zum Potenzialwachstum liegt bei rund 0,5 Prozentpunkten, der Beitrag des Faktors Arbeit bei knapp 0,3 Prozentpunkten. Das Potenzialwachstum dürfte allerdings im laufenden Jahr mit rund 1,7 Prozent seinen Hochpunkt erreichen. In den kommenden Jahren wird es sich nicht zuletzt aufgrund der demografischen Entwicklung auf eine Rate von unter 1,4 Prozent abschwächen (Abbildung 1).

TFP und Kapitalstock tragen in den nächsten Jahren etwas mehr zum Potenzialwachstum bei. Der Trend der TFP wird von uns anhand eines Zeitreihenmodells geschätzt, das die zyklische und trendmäßige Komponente mit Hilfe von Umfragedaten zur Kapazitätsauslastung trennt. Demzufolge wird sich der Anstieg des TFP-Trends im Projektionszeitraum von gut 0,7 auf 0,9 Prozent beschleunigen. Wir erwarten zudem eine rege – wenn auch für eine Boomphase insgesamt moderate – Investiti-

onsttigkeit in der kurzen Frist, die zu einem stärkeren Aufbau des Kapitalstocks führt. Gegen Ende der mittleren Frist schwächt sich der Aufbau des Kapitalstocks infolge der dann niedrigeren Investitionsdynamik jedoch wieder leicht ab.

Abbildung 1:
Produktionspotenzial und Wachstumsfaktoren 2003–2023



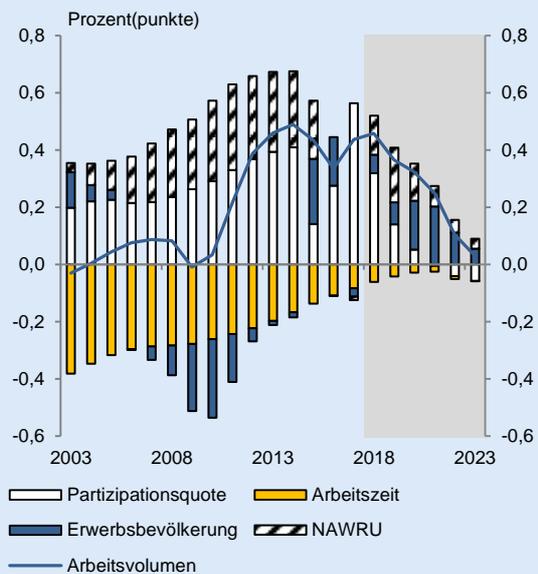
Jahresdaten. Produktionspotenzial: Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; Faktoren: Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.2; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

Der Wachstumsbeitrag des potenziellen Arbeitsvolumens nimmt im Projektionszeitraum sukzessive ab. Das potenzielle Arbeitsvolumen wird bis zum Jahr 2023 von einer steigenden Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sowie von einer sinkenden Erwerbslosigkeit (NAWRU) gestützt. Die Erwerbsbeteiligung (Partizipationsquote) erhöht das potenzielle Arbeitsvolumen hingegen nur noch bis zum Jahr 2020, danach schwenkt sie auf ihren alterungsbedingten Abwärtstrend ein. Die abnehmende Arbeitszeit je Erwerbstätigen wirkt über den gesamten Projektionszeitraum potenzialmindernd (Abbildung 2).

Die Zuwanderung nach Deutschland sank nach dem Rekordjahr 2015 deutlich. Im Jahr 2016 lag der Wanderungssaldo bei rund

Abbildung 2:
Komponenten des Arbeitsvolumens 2003–2023



Jahresdaten. Arbeitsvolumen: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent; Komponenten: Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.2; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

500 000 Personen, nach 1,1 Mill. Personen im Jahr 2015. Zum groten Teil ist der Rückgang auf stark gesunkene Flüchtlingszahlen zurückzuführen. Aber auch der Zuzug von Personen mit einer EU-Staatsangehörigkeit gab sprunghaft nach. Dies traf vor allem auf Staatsangehörige der mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer wie Polen, Rumänien, Bulgarien und Ungarn zu.¹ Der Zuzug aus den ehemaligen südeuropäischen Krisenländern setzte derweil seinen allmählichen Rückgang, der im Jahr 2014 eingesetzt hatte, fort. Zu einem Anstieg der Zuzüge kam es hingegen aus der Türkei und dem Vereinigten Königreich, wenngleich der Beitrag zum Wanderungssaldo insgesamt vernachlässigbar ist. Im Jahr 2017 betrug der Wanderungssaldo nach ersten vorläufigen Ergebnissen 405 000 Personen. Dieser setzt sich

¹ Die Ergebnisse der Wanderungsstatistik für 2016 sind aufgrund methodischer Änderungen, technischer Weiterentwicklungen der Datenlieferungen aus dem Meldewesen sowie der Umstellung auf ein neues statistisches Aufbereitungsverfahren nur bedingt mit den Vorjahreswerten vergleichbar. Es ist unklar, ob der ausgewiesene Wanderungssaldo mit der übrigen EU hiervon beeinflusst ist.

zusammen aus einem Saldo von +492 000 ausländischen Personen und einem Saldo von -87 000 deutschen Staatsangehörigen. Nach Informationen des Statistischen Bundesamts ist das Wanderungsdefizit von deutschen Staatsangehörigen aufgrund methodischer und technischer Gründe allerdings überzeichnet, so dass nach Veröffentlichung der endgültigen Ergebnisse der Wanderungssaldo insgesamt höher ausfallen wird.

Die Zuwanderung wird das Erwerbspersonenpotenzial in Deutschland weiterhin spürbar erhöhen, wenngleich in geringerem Ausmaß als in den vergangenen Jahren. Für den Projektionszeitraum rechnen wir damit, dass der Wanderungssaldo nur leicht auf rund 390 000 sinkt. Zwar verbessert sich die Arbeitsmarktlage in den anderen EU-Ländern weiter, die Erwerbslosigkeit in Deutschland bleibt im europäischen Vergleich allerdings äußerst niedrig. Darüber hinaus dürfte es durch die Entscheidung des Vereinigten Königreichs, die EU zu verlassen, zu einer teilweisen Umlenkung der Migrationsströme nach Deutschland kommen (Brücker und Vallizadeh 2016).

Der hohe Flüchtlingszuzug aus dem Jahr 2015 wird erst nach und nach potenzialwirksam. Zum einen war die Partizipationsquote der Flüchtlinge aufgrund der langwierigen Asylverfahren sowie des anfänglich beschränkten Arbeitsmarktzugangs zunächst sehr niedrig. Zum anderen dauert es selbst für anerkannte Flüchtlinge lange, bis sie eine Beschäftigung gefunden haben, so dass ihre Erwerbslosigkeit strukturell zunächst sehr hoch ist. Für unsere Potenzialschätzung nehmen wir an, dass sich die Zuwanderung von Flüchtlingen über den gesamten Projektionszeitraum auf dem aktuellen Niveau von rund 14 000 Personen pro Monat fortsetzt,² dass 26 Prozent der Flüchtlinge einen Schutzstatus erhalten, 70 Prozent im

² Diese Setzung geht von einer im Großen und Ganzen unveränderten geopolitischen Lage in den Hauptherkunftsländern sowie dem Status-quo der nationalen und europäischen Flüchtlingspolitik aus. Das Szenario für den Zuzug von Flüchtlingen ist daher besonders unsicher. So wäre es auch möglich, dass eine Befriedigung in den bisherigen Konfliktregionen die Rückkehr von in Deutschland lebenden Flüchtlingen in ihre Heimatländer zur Folge hat und damit das Arbeitskräftepotenzial in Deutschland mindert.

erwerbsfähigen Alter sind, wovon langfristig 75 Prozent dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, und pro Monat 2 Prozent der erwerbslosen Flüchtlinge einen Arbeitsplatz finden.³

Die gesamtwirtschaftliche Partizipationsquote dürfte sich ab dem Jahr 2021 aufgrund der alternden Bevölkerung verringern. Der Zuzug der Flüchtlinge, die aus den oben genannten Gründen zunächst eine sehr niedrige Erwerbsbeteiligung aufweisen, dämpfte die gesamtwirtschaftliche Partizipationsquote in den Jahren 2015 und 2016 deutlich. Dieser Effekt überlagerte vorübergehend den zugrundeliegenden langjährigen Aufwärtstrend in der Partizipationsquote, der sich aus einer gestiegenen Erwerbsbeteiligung von Älteren und Frauen ergibt. Dieser Aufwärtstrend wird in der mittleren Frist allerdings enden. Zwar rechnen wir damit, dass die Erwerbsbeteiligung unter den Älteren weiter zunimmt. Die Alterung der Erwerbsbevölkerung bedeutet aber eine Verschiebung der Bevölkerungsstruktur von Alterskohorten mit einer relativ hohen Erwerbsbeteiligung hin zu Kohorten mit einer deutlich niedrigeren Erwerbsbeteiligung (Plödt 2017: [IfW-Box 2017.9](#)). Im Jahr 2020 erreicht die Partizipationsquote unseren Schätzungen zufolge ihren Hochpunkt und geht danach kontinuierlich zurück.

Die NAWRU sinkt wieder, wenngleich mit abnehmendem Tempo. Der Flüchtlingszuzug unterbrach in den Jahren 2016 und 2017 den Rückgang der NAWRU, der mit der Umsetzung der Hartz-Reformen eingesetzt hatte. In der Folge blieb die NAWRU in diesen beiden Jahren praktisch unverändert. Erst ab dem laufenden Jahr verringert sie sich wieder und nähert sich somit – wenn auch nur allmählich – ihrem Niveau an, das ohne den Flüchtlingseffekt vorherrschen würde.

Die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit geht nur noch leicht zurück. Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen folgt seit langer Zeit einem fal-

³ Bisher rechneten wir mit einer höheren Schutzquote (anerkannte Flüchtlinge, subsidiärer Schutz). Im Verlauf des vergangenen Jahres ist die Schutzquote allerdings spürbar gesunken und lag in der ersten Hälfte des laufenden Jahres im Durchschnitt nur noch bei 26 Prozent. Diesen Wert übernehmen wir für den gesamten mittelfristigen Projektionszeitraum.

lenden Trend. Haupttreiber dieser Entwicklung ist die stetige Zunahme der Teilzeitbeschäftigung. In den vergangenen Jahren hat sich der Anstieg der Teilzeitquote allerdings verringert. Wir erwarten, dass sich der fallende Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen in den kommenden Jahren weiter abflacht und am Ende des Projektionszeitraums praktisch zum Stillstand kommt.

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung bis zum Jahr 2023

Weltwirtschaft expandiert deutlich langsamer

Die Dynamik der Weltwirtschaft wird im Verlauf des Projektionszeitraums spürbar nachlassen. Der Aufschwung in der Weltkonjunktur, der 2016 einsetzte und gegenwärtig noch anhält, dürfte in den Jahren 2019 und 2020 an Fahrt verlieren.⁴ In den dann folgenden Jahren wird sich die weltwirtschaftliche Expansion voraussichtlich weiter verlangsamen. Gerechnet auf der Basis von Kaufkraftparitäten wird das Welt-Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2021 bis 2023 im Durchschnitt mit einer Rate von 3,1 Prozent zunehmen (Tabelle 1). Zum einen dürfte der konjunkturelle Aufschwung angesichts einer bereits gegenwärtig in vielen Ländern hohen Kapazitätsauslastung allmählich zu Ende gehen. Zum anderen hat sich die zugrunde liegende globale Wachstumsdynamik nach unserer Einschätzung nachhaltig abgeschwächt. Hierzu trägt nicht zuletzt bei, dass das Wachstum der Weltwirtschaft seit einiger Zeit kaum noch Impulse durch eine Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung erhalten hat. Angesichts des derzeitigen Gegenwinds für den Freihandel dürfte sich daran in den kommenden Jahren auch wenig ändern. So rechnen wir damit, dass das Wachstum des Welthandels mit Raten von durchschnittlich wenig mehr als 3 Prozent moderat ausfallen wird. Die Projektion der mittelfristigen gesamt-

wirtschaftlichen Entwicklung erfolgt unter der Setzung eines unveränderten nominalen effektiven Wechselkurses. Außerdem wird angenommen, dass sich die realen Rohstoffpreise im weiteren Projektionszeitraum nicht ändern. Demzufolge erhöht sich der nominale Ölpreis bis 2023 nur leicht auf rund 85 US-Dollar.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sich die Konjunktur gegen Ende des Projektionszeitraums abkühlen. In den meisten Ländern dauert die Phase konjunktureller Expansion, gemessen an der durchschnittlichen Dauer von Konjunkturzyklen in der Vergangenheit, bereits lange. In den Vereinigten Staaten dürfte sogar bald die Dauer des bisher längsten Aufschwungs von rund 40 Quartalen (1991–2001) überschritten werden. Auch wenn das Expansionstempo hier, wie auch in anderen Ländern, über längere Zeit recht moderat ausfiel, ist doch die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften inzwischen hoch. So ist die Arbeitslosigkeit in den großen Volkswirtschaften inzwischen stark gesunken; lediglich im Euroraum liegt sie noch etwas höher als vor der globalen Finanzkrise. Damit ist das Potenzial für einen länger währenden, kräftigen Aufschwung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wohl begrenzt. In den Vereinigten Staaten werden die geldpolitischen Anregungen mit steigendem Zinsniveau in den kommenden Jahren spürbar reduziert. Hinzu kommt, dass die Finanzpolitik auf mittlere Sicht restriktiv werden wird, wenn die stimulierenden Wirkungen der Steuerreform auslaufen und temporäre Entlastungen abgebaut werden. Als Folge dürfte die Expansion des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren nach 2020 leicht hinter dem Wachstum der Produktionskapazitäten zurückbleiben. Im Euroraum und in Japan wird die Geldpolitik zwar noch lange sehr expansiv ausgerichtet bleiben, das Produktionspotenzial dürfte aber nicht rasch genug zunehmen, um eine Zunahme der Produktion im gegenwärtigen Tempo noch über längere Zeit zu ermöglichen.

Das Wachstum in den Schwellenländern verringert sich weiter. Die Wirtschaft in den Schwellenländern expandiert seit geraumer Zeit in vergleichsweise moderatem Tempo. In den

⁴ Zur Prognose der Weltkonjunktur bis zum Jahr 2020 vgl. im Einzelnen Gern et al. (2018).

Tabelle 1:
Weltproduktion und Welthandel 2017–2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bruttoinlandsprodukt							
Vereinigte Staaten	2,2	2,8	2,4	1,9	1,7	1,7	1,7
Japan	1,7	0,9	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0
Euroraum	2,5	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4	1,3
Vereinigtes Königreich	1,8	1,2	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5
Fortgeschrittene Länder insgesamt	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5
China	6,9	6,6	6,1	5,8	5,8	5,5	5,3
Lateinamerika	1,1	1,2	1,6	2,3	2,7	2,8	2,8
Indien	6,7	7,7	7,5	7,0	7,5	7,0	7,0
Ostasien	5,2	5,1	4,7	4,6	4,5	4,4	4,4
Russland	1,8	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Weltwirtschaft insgesamt	3,8	3,8	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandel	4,6	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Ölpreis (US-\$/Barrel)	53,4	73,5	78,9	80,4	82,0	83,6	85,3

Bruttoinlandsprodukt, Welthandel: Volumen, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Ostasien: ohne China, Indien und Japan.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

kommenden Jahren besteht die Herausforderung, sich auf ein allmählich wieder steigendes Zinsniveau und eine verringerte Liquiditätszunahme in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften einzustellen. Dies wird die Dynamik in den kommenden Jahren dämpfen. Die spürbare Verlangsamung des Produktionsanstiegs in China, die wir für den Projektionszeitraum erwarten, ist bedingt durch eine Politik, die bemüht ist, die Verschuldung einzudämmen, Umweltschäden zu reduzieren und so das Wachstum auf eine nachhaltigere Grundlage zu stellen. Gleichzeitig setzt sich die nicht zuletzt demografisch bedingte Verlangsamung des Potenzialwachstums fort. Wir rechnen mit einem allmählichen Rückgang der Zuwachsraten auf 5,3 Prozent am Ende des Projektionszeitraums. Günstiger sind die Perspektiven für Indien, wo die Wirtschaftspolitik versucht hat, durch Reformen Wachstumshemmnisse zu verringern und eine vergleichsweise junge Bevölkerung das Potenzialwachstum stützt. Aber auch hier dürfte sich das zuletzt verzeichnete Expansionstempo nicht auf Dauer aufrechterhalten lassen.

Risiken für die Entwicklung der Weltwirtschaft bestehen in der stark gestiegenen Verschuldung. Die gesamtwirtschaftliche Verschuldung ist in den zehn Jahren seit Ausbruch der Finanzkrise global deutlich gestiegen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften domi-

nierte die Zunahme der öffentlichen Schulden, die im Gefolge der Großen Rezession (zum Teil auch als Resultat der Rettung von Finanzinstitutionen) stark gestiegen und im Aufschwung nur vereinzelt zurückgeführt worden sind. In den Schwellenländern konzentrierte sich die Verschuldung im Unternehmenssektor; besonders stark nahm sie in China zu. Gefördert wurde die Schuldenbildung durch die viele Jahre betriebene extrem expansive Geldpolitik, die nun allmählich gestrafft wird. In der Folge könnte die Last für die Schuldner, die bislang aufgrund günstiger Finanzierungsbedingungen erträglich war, soweit steigen, dass krisenhafte Anpassungsprozesse ausgelöst werden. Spürbar gedämpft werden könnten die weltwirtschaftliche Dynamik und das Produktivitätswachstum, wenn nationalistische und protektionistische Ideen in der Politik weiter an Gewicht gewinnen und die internationale Arbeitsteilung spürbar erschwert wird.

Monetäre Rahmenbedingungen und finanzpolitisches Umfeld

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird bei der Umsetzung straffender geldpolitischer Maßnahmen sehr behutsam vorgehen. Zwar werden die Nettoanleihekäufe Ende dieses Jahres auslaufen und rechnen wir mit einem ersten Zinsschritt Ende kommenden Jahres.

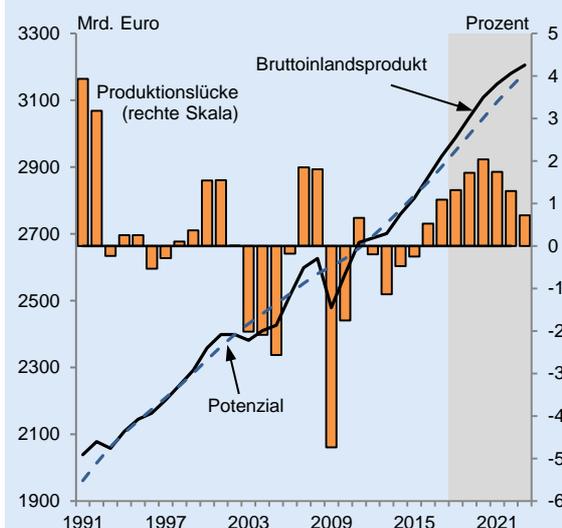
Allerdings dürfte die EZB bezüglich weiterer Zinsanhebungen ein eher gemächliches Tempo einschlagen; im Projektionszeitraum werden die Leitzinsen wohl kaum zwei Prozent übersteigen. Ein Abbau der Bilanzpositionen, die durch die Wertpapierkaufprogramme angehäuft wurden, dürfte ebenfalls noch längere Zeit auf sich warten lassen. Vielmehr werden Rückflüsse in den nächsten Jahren reinvestiert werden. Erst im späteren Projektionszeitraum dürften fällig werdende Anleihen nicht mehr ersetzt werden; aktive Verkäufe sind nicht in Sicht. Sollte die EZB ihre Geldpolitik zusätzlich straffen wollen, so wäre eine Anhebung des Mindestreservesatzes, welcher im Jahr 2012 auf 1 Prozent gesenkt worden war, wahrscheinlicher.

Die Finanzpolitik in der mittleren Frist ist zunächst leicht expansiv ausgerichtet. Nach den starken Impulsen im Jahr 2019 dürften die öffentlichen Haushalte 2020 und 2021 vorerst leicht expansiv ausgerichtet sein. Insbesondere rechnen wir im Jahr 2021 mit dem teilweisen Abbau des Solidaritätszuschlags und einer Korrektur beim Einkommensteuertarif. Da Bund und Länder durch Extrahaushalte in den Jahren zuvor finanzielle Spielräume aufgebaut haben, die in der mittleren Frist noch zur Verfügung stehen, und die Sozialversicherungen ihre noch vorhandenen Rücklagen abbauen werden, ist im Verlauf der mittleren Frist mit einem leicht steigenden strukturellen Defizit zu rechnen. Für die Jahre 2022 und 2023 gehen wir von einem Kurswechsel der Finanzpolitik aus, um den Anforderungen der Schuldenbremse und des Fiskalpakts Rechnung zu tragen.

Hochkonjunktur in Deutschland neigt sich ihrem Ende entgegen

Die Produktionslücke befindet sich auf dem höchsten Niveau seit dem Boom vor der globalen Finanzkrise. Im laufenden Jahr liegt die gesamtwirtschaftliche Produktion wohl um 1,3 Prozent über dem Produktionspotenzial (Abbildung 3). Damit befindet sich Deutschland in der Hochkonjunktur. Zwar sind Schätzungen des Produktionspotenzials mit einer großen Unsicherheit behaftet und werden nicht selten nachträglich in erheblichem Maße revidiert. Allerdings tendieren die gängigen Schätzver-

Abbildung 3:
Potenzial und Produktion 1991–2023



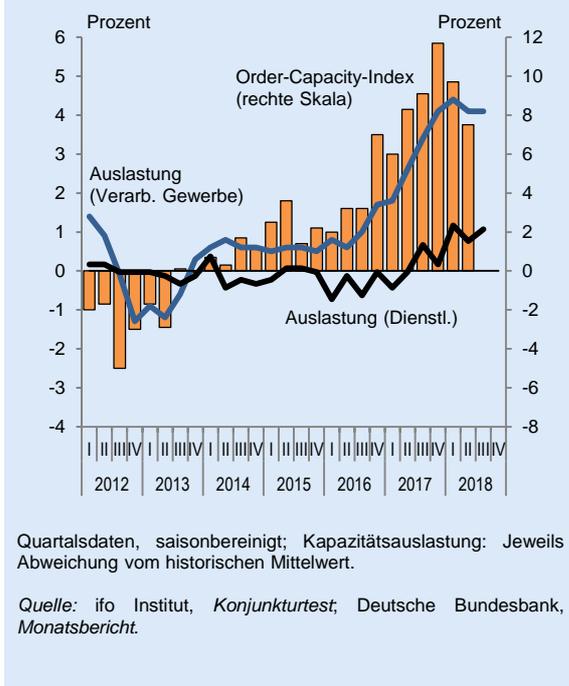
Jahresdaten; Bruttoinlandsprodukt, Potential: preisbereinigt (verkettete Volumenwerte, Referenzjahr 2010).

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

fahren in Aufschwungsphasen dazu, die Produktionslücke eher zu unterschätzen. So fielen die bisherigen Echtzeit-Schätzungen der Produktionslücke der Europäischen Kommission, deren Schätzmethodik unserer ähnelt, für das jeweils laufende Jahr niemals höher aus als 1,6 Prozent, während die Produktionslücke ausweislich der aktuellen Schätzung in der Vergangenheit in der Spitze mehr als 4 Prozent betrug. Gestützt wird unsere Schätzung einer bereits weit geöffneten Produktionslücke durch eine Reihe von Indikatoren. So zeigen Unternehmensbefragungen, dass sich die Kapazitätsauslastung in den großen Wirtschaftsbereichen (Verarbeitendes Gewerbe, Dienstleistungsbereich, Baugewerbe) nahe ihrer historischen Höchststände befindet (Abbildung 4). Auch geben ungewöhnlich wenige Unternehmen an, dass fehlende Nachfrage ihre Produktion einschränkt. Demgegenüber klagen aber viele Unternehmen über Schwierigkeiten, geeignetes Fachpersonal zu finden. Verwendet man diese Indikatoren in alternativen Zeitreihenmodellen zur Schätzung der Produktionslücke, so bestätigen sie die Einschätzung, dass die deutsche Wirtschaft derzeit eine Phase der Hochkon-

junktur durchläuft (Ademmer 2018: [IfW-Box 2018.7](#)).

Abbildung 4:
Unternehmensbefragungen zur Kapazitätsauslastung 2012–2018



Mit der sich weiter ausweitenden Produktionslücke steigen die stabilitätspolitischen Risiken. Unserer Konjunkturprognose (Ademmer et al. 2018) zufolge wird sich das Bruttoinlandsprodukt in den kommenden Jahren weiter rascher ausweiten als das Produktionspotenzial. Demzufolge befindet sich die Produktionslücke im Jahr 2020 mit mehr als 2 Prozent auf dem höchsten Niveau seit der Wiedervereinigung. Damit steigt die Fallhöhe für die deutsche Wirtschaft weiter, da die tatsächliche Wirtschaftsleistung nicht dauerhaft über den Produktionsmöglichkeiten liegen kann. Folgt die Konjunktur ihrem typischen Zyklusmuster, wird sie sogar in Form einer Anpassungsrezession deutlich hinter das Potenzial zurückfallen. Zudem ist die Geldpolitik der EZB, die sich an der Inflation im Euroraum insgesamt orientiert, für Deutschland bereits seit geraumer Zeit deutlich zu expansiv ausgerichtet. Eine expansive Geldpolitik stimuliert gemeinhin die Kreditvergabe und die Entwicklung an den Immobilienmärkten. Starke Kreditausweitungen bei gleichzeitigen Boom-Phasen an den Immo-

biemärkten sind typische Frühindikatoren für Finanzkrisen (Borio und Drehmann 2009; Jorda et al. 2015). Schätzungen des Finanzzyklus, der die Entwicklungen an Kredit- und Immobilienmärkten zu einem Indikator zusammenfasst, zeigen, dass dieser in Deutschland zuletzt spürbar aufwärtsgerichtet war, aber noch keine auffällig hohen Werte angenommen hat (Kasten 1). Zwar weist die Immobilienpreisentwicklung in Deutschland bereits Züge früherer Immobilienbooms in fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf, und Rezessionen in Verbindung mit Immobilienbooms gingen in der Vergangenheit häufig mit besonders tiefen Rezessionen (Claessens et al. 2012; Jannsen 2010) sowie mit daran anschließenden auffällig schwachen Erholungen (Boysen-Hogrefe et al. 2016) einher. Allerdings stieg das Kreditvolumen, ein weiterer wichtiger Frühindikator für bevorstehende ausgeprägte wirtschaftliche Einbrüche (Jorda et al. 2013), bis zuletzt nur verhalten an. Schätzungen des Finanzzyklus tendieren allerdings dazu, ähnlich wie Schätzungen der Produktionslücke, den Zyklus in Aufschwungsphasen zu unterschätzen.

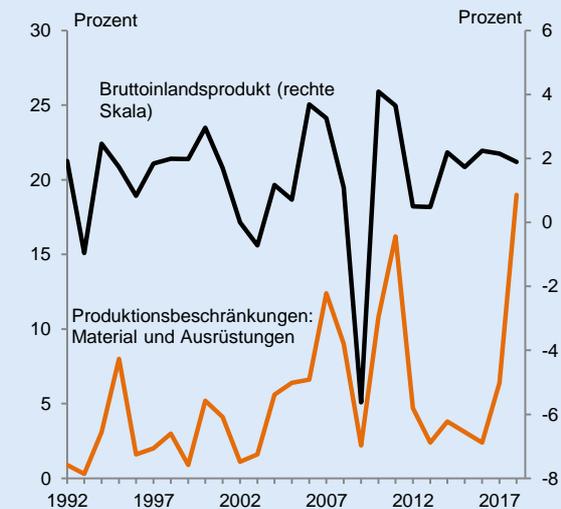
Der Aufschwung nähert sich allmählich seinem Ende. Konjunkturelle Wendepunkte sind zwar notorisch schwer zu antizipieren. Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass sich die Hochkonjunktur in Deutschland ihrem Ende entgegenneigt. So dauert der Aufschwung in Deutschland bereits ungewöhnlich lange an, und die Produktionslücke wird unserer Projektion zufolge Werte annehmen, die in der Vergangenheit nur äußerst selten auftraten. Angesichts der bereits sehr hohen konjunkturellen Dynamik fällt es den Unternehmen zudem offenbar immer schwerer, ihre Produktion in hohem Tempo auszuweiten. So konnten die Unternehmen ihre Kapazitätsauslastung Befragungen zufolge zuletzt in der Tendenz nur noch langsam ausweiten, obwohl sie sich einer sehr hohen Nachfrage gegenübersehen und offene Stellen nicht im gewünschten Maß besetzen können. In den kommenden beiden Jahren wirken noch Sonderfaktoren einer sich abzeichnenden geringeren Dynamik beim Bruttoinlandsprodukt entgegen. Im kommenden Jahr wird die sehr expansiv ausgerichtete Finanzpolitik insbesondere beim privaten Konsum zu einem Schub führen. Im Jahr 2020 steht die

ungewöhnlich hohe Anzahl an Arbeitstagen einer stärkeren Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Produktion entgegen.⁵ Ferner machen sich die Kapazitätsengpässe bei den Zulieferungen von Material und Ausrüstungsgütern mittlerweile deutlich bemerkbar. So ist der Anteil der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, die angeben, dass ihre Produktion durch solche Engpässe eingeschränkt wird, auf seinem historischen Höchstwert. In der Vergangenheit hielten solche Phasen nie lange an und waren gefolgt von spürbaren konjunkturellen Abschwächungen (Abbildung 5). Vor diesem Hintergrund rechnen wir in unserer Projektion damit, dass die Produktionslücke im Jahr 2020 ihren Hochpunkt erreicht hat und sich danach wieder verringert.

Die Investitionstätigkeit reagiert erfahrungsgemäß besonders stark auf konjunkturelle Wendepunkte. Typischerweise schwächen sich die Bruttoanlageinvestitionen bereits vor dem Erreichen des konjunkturellen Hochpunktes ab (Abbildung 6). Für unsere Projektion unterstellen wir, dass sich diese zyklischen Abwärtskräfte besonders bei den Unternehmensinvestitionen bemerkbar machen (Tabelle 2). Im Vergleich zu früheren Abschwüngen dürfte die Abwärtsbewegung bei den Bruttoanlageinvestitionen durch die robuste Entwicklung bei den Bauinvestitionen – insbesondere im Wohnungsbau – abgefedert werden. Sie dürfte noch für geraume Zeit durch die anhaltend recht günstigen Finanzierungsbedingungen sowie den offenbar sehr hohen Bedarf an Wohnraum stimuliert werden.

⁵ Zwar ist die Anzahl der Arbeitstage unmittelbar potenzialwirksam. Da die gängigen Verfahren zur Schätzung des Produktionspotenzials, so wie der von uns verwendete Produktionsfunktionsansatz, im Kern auf Filterverfahren basieren, beeinflussen Kalendereffekte die Potenzialschätzung kaum. Vor diesem Hintergrund führt der Kalendereffekt im Jahr 2020 bei unserer Schätzmethodik rein rechnerisch zu einer Ausweitung der Produktionslücke (bezogen auf das kalenderunbereinigte Bruttoinlandsprodukt). Da das Bruttoinlandsprodukt kalenderbereinigt voraussichtlich lediglich in ähnlichem Tempo wie das Produktionspotenzial zulegen wird, dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Jahr 2020 aber faktisch nicht weiter erhöhen.

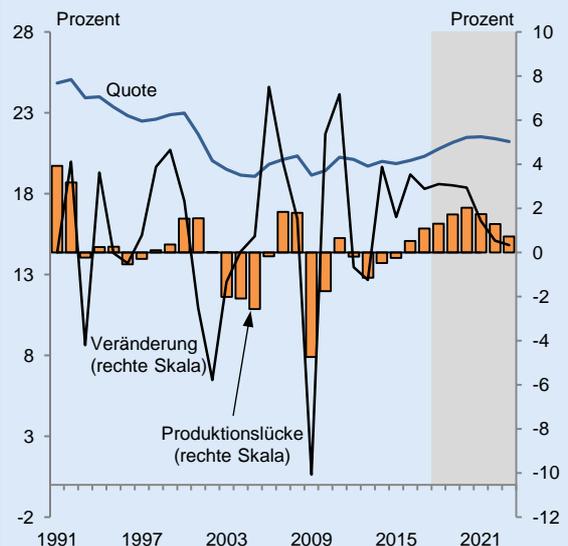
Abbildung 5:
Produktionsbeschränkungen durch Lieferengpässe und Bruttoinlandsprodukt 1992–2018



Jahresdaten. Produktionsbeschränkungen: Anteil der Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, die angeben, dass ihre Produktion durch Lieferengpässe bei Material und Ausrüstungsgütern beeinträchtigt wird. Bruttoinlandsprodukt: Zuwachsrate.

Quelle: Europäische Kommission, DG ECFIN; Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.2.

Abbildung 6:
Bruttoanlageinvestitionen 1991–2022



Jahresdaten; Quote, Veränderung: Bruttoanlageinvestitionen; Quote: nominal, Anteil am Bruttoinlandsprodukt; Veränderung: preisbereinigt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.2; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

Tabelle 2:
Anlageinvestitionen 2017–2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Anlageinvestitionen	2,9	3,1	3,1	2,9	1,4	0,5	0,3
Unternehmensinvestitionen	2,9	2,7	2,8	2,5	0,8	-0,3	-0,4
Ausrüstungen	3,7	4,7	3,4	3,1	0,5	-1,5	-1,5
Wirtschaftsbau	3,1	0,6	1,5	1,9	0,8	0,5	0,0
Sonstige Anlagen	1,3	0,6	2,6	1,8	1,5	1,0	1,0
Wohnungsbau	3,0	3,6	3,4	3,5	2,5	2,0	1,5
Öffentlicher Bau	2,4	5,8	4,1	4,7	2,0	1,6	1,4
<i>Nachrichtlich:</i>							
Bauinvestitionen	2,9	3,0	3,0	3,2	2,0	1,6	1,1

Preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

Die privaten Konsumausgaben werden ihr derzeit hohes Expansionstempo nicht halten können. So dürften sich die Anstiege der Lohnsumme im Projektionszeitraum sukzessive verringern, da die steigenden Effektivverdienste nicht ganz den langsameren Beschäftigungsanstieg kompensieren werden. Auch die monetären Sozialleistungen werden sich ausgehend von den sehr hohen Zuwachsraten der Jahre 2019 und 2020 wohl etwas verlangsamen. Vor diesem Hintergrund werden sich die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte im Projektionszeitraum nicht mehr ganz so rasch erhöhen. Wir rechnen daher damit, dass die privaten Konsumausgaben im Jahr 2023 nur noch um knapp 1 Prozent zulegen werden, nach Anstiegen von mehr als 2 Prozent in den Jahren von 2018 bis 2020 (Tabelle 3).

Die Dynamik des Außenhandels lässt nach. Die Ausfuhren legen im Projektionszeitraum mit abnehmenden Raten zu. Maßgeblich dafür ist die verlangsamte wirtschaftliche Aktivität in den Abnehmerländern. So lässt das Expansionstempo im Euroraum mehr und mehr nach und in den Vereinigten Staaten dürfte der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts leicht unter das Potenzialwachstum fallen. Auch die Expansionsraten in den Schwellenländern – insbesondere in China – liegen nachhaltig unter denen der Vorjahre. Darüber hinaus dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit in der mittleren Frist etwas verschlechtern aufgrund von im Vergleich zu anderen Ländern rascher anziehenden Lohnkosten. Die Einfuhren legen im

Projektionszeitraum ebenfalls mit merklich abnehmenden Raten zu. So geht der Bedarf nach importierten Vorleistungsgütern mit der nachlassenden Dynamik bei den Ausfuhren zurück, der private Konsum schwächt sich allmählich ab und die Bruttoanlageinvestitionen weisen zum Ende des Projektionszeitraums spürbar geringere Zunahmen auf.

Die öffentlichen Bauinvestitionen werden mittelfristig wohl spürbar langsamer expandieren. Derzeit werden die Bauinvestitionen der öffentlichen Hand durch verschiedene Investitionsprogramme stimuliert, und die sehr gute Finanzlage der Kommunen belebt deren Bautätigkeit. Das Niveau der öffentlichen Bautätigkeit in Relation zur Wirtschaftsleistung wird über längere Zeit merklich über dem der beiden Jahrzehnte zuvor liegen. Im Verlauf der mittleren Frist entfallen aber die stimulierenden Faktoren, auch weil der finanzpolitische Kurs gegen Ende des Prognosezeitraums gestrafft werden dürfte.

Der öffentliche Konsum dürfte weiterhin merklich, aber im Verlauf etwas weniger zulegen. Die Expansion wird von Mehrausgaben in den Sozialversicherungen – hier insbesondere Gesundheits- und Pflegeleistungen – getragen. Zwar dürfte der rein alterungsbedingte Anstieg der Gesundheitsausgaben gegen Ende des Projektionszeitraums sogar etwas nachlassen, da vergleichsweise geburten schwache Jahrgänge Altersstufen erreichen, die typischerweise mit hohen Gesundheitsausgaben einhergehen. Doch ist weiterhin mit stei-

Tabelle 3:
Verwendung des Bruttoinlandsproduktes 2017–2023 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	<i>in Vorjahrespreisen</i>						
Bruttoinlandsprodukt	2,2	1,9	2,0	1,9	1,3	1,0	0,8
Letzte Inländische Verwendung	2,0	2,1	2,4	2,1	1,6	1,0	0,8
Private Konsumausgaben	1,8	1,5	2,2	1,9	1,6	1,0	0,8
Konsumausgaben des Staates	1,6	1,1	2,2	2,0	1,7	1,5	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	2,9	3,1	3,1	2,9	1,4	0,5	0,3
Vorratsveränderung (Expansionsbeitrag)	0,0	0,3	-0,0	-0,0	0,0	-0,0	0,0
Außenhandel (Expansionsbeitrag)	0,3	-0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0
Exporte	4,6	3,2	4,7	4,8	3,6	3,3	3,1
Importe	4,8	3,9	5,9	5,5	4,7	3,6	3,5
	<i>in jeweiligen Preisen</i>						
Bruttoinlandsprodukt	3,7	3,6	4,0	4,1	3,4	3,0	2,6
Letzte Inländische Verwendung	4,0	4,1	4,4	4,3	3,6	2,9	2,6
Private Konsumausgaben	3,4	3,1	4,0	3,7	3,5	2,9	2,6
Konsumausgaben des Staates	3,8	3,4	4,3	4,2	3,9	3,7	3,3
Bruttoanlageinvestitionen	5,0	6,0	6,0	5,6	3,7	2,4	1,8
Vorratsveränderung (Mrd. Euro)	-7,2	3,0	2,7	1,3	3,0	2,4	3,6
Außenbeitrag (Mrd. Euro)	247,8	239,5	234,7	242,9	242,3	251,4	257,7
Exporte	6,3	4,3	5,9	5,5	4,1	3,7	3,5
Importe	7,6	5,8	7,3	5,8	4,8	3,7	3,6

Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 4*; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

genden Kosten infolge des medizinisch-technischen Fortschritts und mit steigenden Pflegeausgaben zu rechnen. Der Kursschwenk in der Finanzpolitik der Gebietskörperschaften wird sich aber auch beim öffentlichen Konsum bemerkbar machen, so dass die Zuwächse gegen Ende des Prognosezeitraums geringer ausfallen.

Der Beschäftigungsaufbau verlangsamt sich mittelfristig spürbar. Die Arbeitsnachfrage wird im Zuge der Hochkonjunktur und aufgrund des zunächst noch beschäftigungsfreundlichen Verhältnisses zwischen Produktivität und realen Lohnkosten weiter zunehmen. Die Zuwachsraten sowohl beim Arbeitsvolumen als auch bei der Erwerbstätigkeit werden jedoch mittelfristig deutlich abnehmen. Der Anstieg der Erwerbsbeteiligung flacht sich aufgrund der Alterung der heimischen Bevölkerung ab, und die Zuwanderung geht allmählich zurück. Die Arbeitslosigkeit dürfte gegen Ende des mittelfristigen Projektionszeitraums ebenfalls kaum noch nennenswert nachgeben, da sie sich mehr und mehr aus Langzeitarbeitslosen mit multiplen Vermittlungshemmnissen zusammensetzt.

Die zunehmenden Knappheiten am Arbeitsmarkt erhöhen den Lohndruck. Die Arbeitslosigkeit wird aufgrund des sich fortsetzenden

Beschäftigungsaufbaus und des zunehmend langsamer steigenden Arbeitsangebots weiter sinken und ihr strukturelles Niveau aufgrund der konjunkturellen Überauslastung weiter unterschreiten. Die sich dadurch intensivierenden Anspannungen am Arbeitsmarkt führen zu einer Beschleunigung der allgemeinen Lohndynamik, so dass die Effektivverdienste und damit die Lohnkosten schneller zulegen werden als Arbeitsproduktivität und Preise zusammen. Die positiven Impulse, die derzeit von der Lohnkostenseite noch auf die Arbeitsnachfrage ausgehen, werden somit mittelfristig entfallen.

Die Verbraucherpreisinflation bleibt stabil. Bereits in diesem und den kommenden beiden Jahren werden die Verbraucherpreise jeweils um rund zwei Prozent zulegen. Die noch bis zum Jahr 2020 steigende Überauslastung der Produktionskapazitäten dürfte auch für die Jahre danach preistreibende Impulse geben. So werden die Inflationsraten mit gut zwei Prozent wohl auch in den Jahren 2021 bis 2023 merklich über ihrem längerfristigen Durchschnitt liegen – seit Einführung des Euro stieg der Verbraucherpreisindex im Mittel lediglich um 1,4 Prozent pro Jahr (Tabelle 4).

Tabelle 4:
Arbeitsmarkt und Preisentwicklung 2017–2023

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Absolute Werte</i>							
Arbeitsvolumen (Mill. Stunden)	60 222	61 130	61 747	62 445	62 695	62 632	62 256
Erwerbstätige (1 000 Personen)	44 269	44 858	45 307	45 636	45 819	45 841	45 795
Arbeitszeit (Stunden)	1 361	1 363	1 363	1 368	1 368	1 366	1 359
Arbeitslose, BA (1 000 Personen)	2 532,8	2 343,0	2 210,7	2 125,2	2 068,0	2 052,0	2 067,0
Quote (%)	5,7	5,2	4,9	4,6	4,5	4,5	4,5
Erwerbslose, ILO (1 000 Personen)	1 621,3	1 472,6	1 360,0	1 287,0	1 234,5	1 221,5	1 237,6
Quote (%)	3,5	3,2	2,9	2,8	2,6	2,6	2,6
Effektivverdienste (Euro/Stunde)	26,3	27,0	27,9	28,7	29,7	30,9	32,1
Bruttolöhne (Mrd. Euro)	1 364,9	1 432,0	1 496,6	1 561,5	1 625,9	1 685,8	1 741,1
<i>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent</i>							
Arbeitsvolumen	1,3	1,5	1,0	1,1	0,4	-0,1	-0,6
Erwerbstätige	1,4	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1	-0,1
Arbeitszeit	-0,2	0,2	0,0	0,4	0,0	-0,1	-0,5
Arbeitsproduktivität (Stundenbasis)	0,9	0,4	1,0	0,8	0,9	1,1	1,4
Effektivverdienste	2,4	2,8	3,2	2,9	3,6	3,8	4,0
Bruttolöhne	4,2	4,9	4,5	4,3	4,1	3,7	3,3
BIP-Deflator	1,5	1,6	1,9	2,2	2,1	2,0	1,8
Verbraucherpreise	1,7	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0

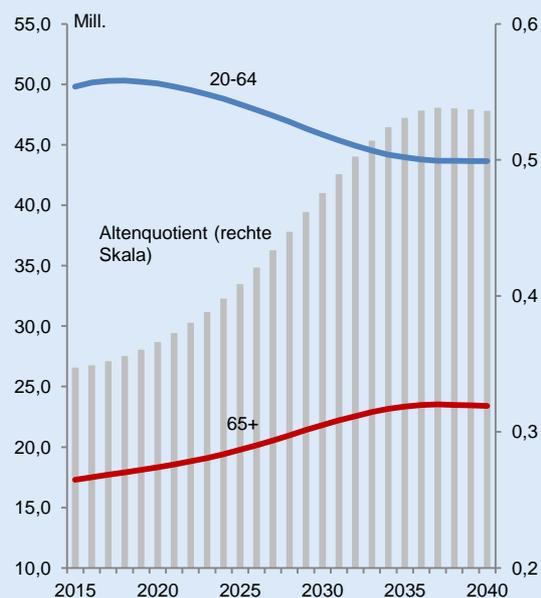
Quelle: Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Reihe 1.2*; grau hinterlegt: Projektion des IfW.

Wirtschaftspolitik

Ausrichtung der Finanzpolitik prozyklisch – Rentenpolitik sollte Arbeitsanreize nicht aus dem Blick verlieren

Die Finanzpolitik verstärkt die zyklischen Ausschläge. Die Umsetzung des Koalitionsvertrags führt im Jahr 2019 zu einem erheblichen Impuls der Finanzpolitik und auch in den Jahren 2020 und 2021 ist die Ausrichtung eher expansiv. In den Folgejahren ist hingegen mit einer restriktiveren Gangart zu rechnen, um die Vorgaben von nationaler Schuldenbremse und europäischem Fiskalpakt einzuhalten. Während also die Finanzpolitik den Boom zunächst weiter anfachen dürfte, besteht die Gefahr, dass der Abschwung von restriktiven Impulsen begleitet werden wird – die Finanzpolitik über mehrere Jahre also prozyklisch wirkt –, wenn Schuldenbremse und Fiskalpakt nicht infrage gestellt werden sollen. Da eine Abkehr von Schuldenbremse und Fiskalpakt aus politökonomischen Gründen sehr problematisch wäre, sollte die Finanzpolitik vielmehr bereits in den Boomjahren gegensteuern und vom expansiven Kurs ablassen. Dies ist umso mehr geboten, als die langfristige Perspektive aus heutiger Sicht mit Blick auf das Wirtschaftswachstum ungünstig ist. Schuldenabbau ist Risikovorsorge.

Abbildung 7:
Demografische Entwicklung 2015–2040



Jahresdaten. Projektion anhand Variante 2-A (Kontinuität bei stärkerer Zuwanderung). Altenquotient: Bevölkerung ab 65 Jahre bezogen auf Bevölkerung 20–64 Jahre.

Quelle: Statistisches Bundesamt, 13. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, aktualisierte Rechnung auf Basis 2015.

Die demografische Entwicklung trübt die Wachstumsaussichten. Bereits in der mittleren Frist sinken unter den gegebenen Umständen die Wachstumsbeiträge des Faktors Arbeit deutlich, da sich der Anstieg der Erwerbsbevölkerung zunehmend verlangsamt und die Partizipationsquote zurückgeht. Diese Tendenz wird sich nach Ende der mittleren Frist vermutlich nochmals verstärken, wenn die „Baby-Boomer“ vermehrt das Renteneintrittsalter erreichen (Abbildung 7). Das bevorstehende Abflauen der Wachstumskräfte bedeutet zum einen, dass

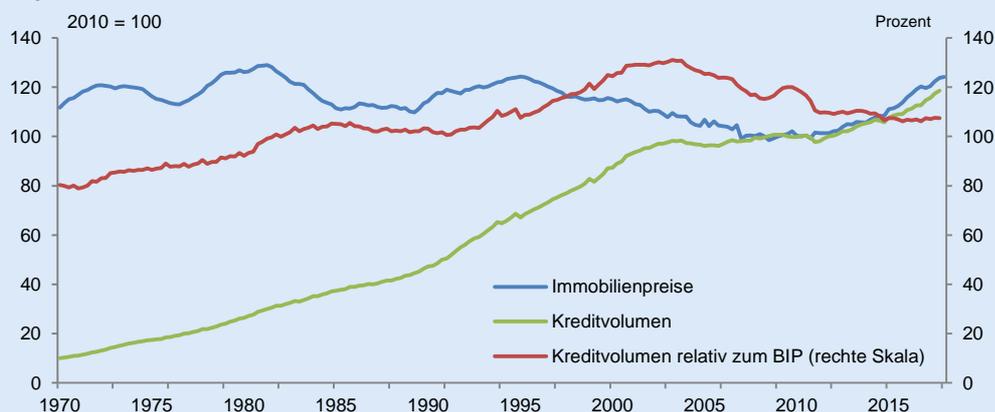
finanzpolitisch vorsichtiger agiert werden sollte, und zum anderen, dass von Seiten der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik Maßnahmen ergriffen werden müssten, die Erwerbsbeteiligung insbesondere Älterer zu stärken. Die Idee einer langfristigen Stabilisierung des Rentenniveaus bei konstantem Regelrenteneintrittsalter steht dem allerdings entgegen, da die damit einhergehende höhere Abgabenbelastung eher einen Anreiz gegen eine längere Beteiligung am Erwerbsleben setzt.

**Kasten 1:
Der Finanzzyklus in Deutschland***

Größere Schwankungen bei den Verschuldungspositionen der privaten Haushalte und bei den Vermögenspreisen können die wirtschaftliche Entwicklung stark beeinflussen. So sind kräftige Anstiege des Kreditvolumens und der Immobilienpreise recht zuverlässige Indikatoren für bevorstehende Finanzkrisen (Borio und Drehmann 2009; Schularick und Taylor 2012). Ferner beinhalten sie Informationen für das Ausmaß von wirtschaftlichen Schwankungen. Rezessionen sind in der Regel umso ausgeprägter, je stärker das Kreditvolumen in dem vorherigen Aufschwung ausgeweitet wurde (Jorda et al. 2013), und Erholungen von Rezessionen sind spürbar schwächer, sofern der vorherige Aufschwung mit einem Boom bei den Immobilienpreisen einherging (Boysen-Hogrefe et al. 2016). Schließlich können spürbare Ausweitungen des Kreditvolumens mit der Fehlallokation von Produktionsfaktoren einhergehen und in der Folge die Produktivität drücken (Borio et al. 2015; Cecchetti und Kharroubi 2012 und 2015). Indikatoren für den Finanzzyklus fassen die Entwicklungen an den Kreditmärkten und bei den Vermögenspreisen zusammen. Diesen Indikatoren ist seit der Großen Rezession im Zuge der globalen Finanzkrise größere Beachtung geschenkt worden, da sie frühzeitig vor den Risiken hätten warnen können.

Für die Schätzung des Finanzzyklus liegt keine einheitliche Methodik vor. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) zieht dafür drei Variablen heran: Das Kreditvolumen der privaten Haushalte relativ zu den Verbraucherpreisen, das Kreditvolumen der privaten Haushalte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und die Immobilienpreise relativ zu den Verbraucherpreisen (Drehmann et al. 2012). In Deutschland haben die Immobilienpreise seit dem Jahr 2011 merklich angezogen (Abbildung K1-1). Allein in den vergangenen drei Jahren stiegen die Immobilienpreise relativ zu den

**Abbildung K1-1:
Immobilienpreise und Kreditvolumen 1970–2018**



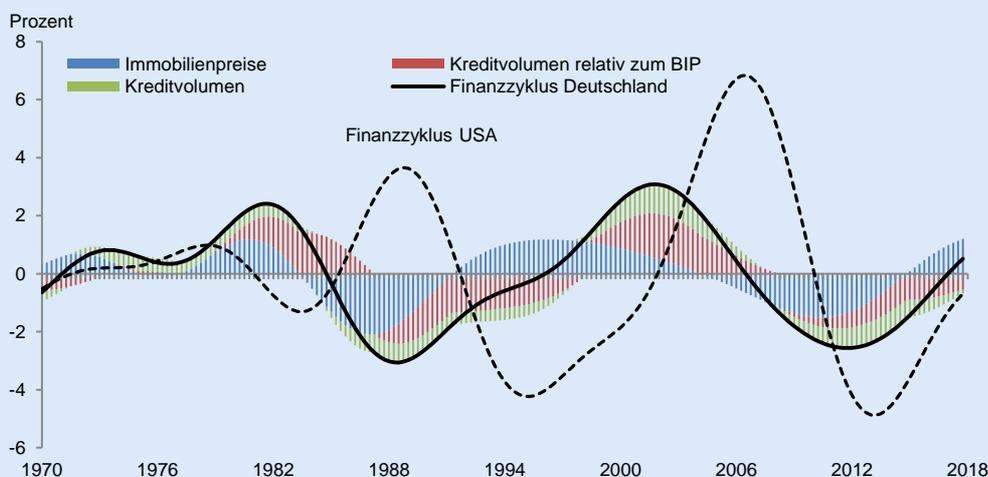
Quartalsdaten. Immobilienpreise: relativ zu den Verbraucherpreise.

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

Verbraucherpreisen um rund 15 Prozent. Auch das Kreditvolumen der privaten Haushalte war in diesem Zeitraum deutlich aufwärts gerichtet. Allerdings legte es weniger stark zu als die gesamtwirtschaftliche Produktion, so dass das Kreditvolumen in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in der Tendenz rückläufig war. Für die Schätzung des Finanzzyklus werden diese drei Variablen zunächst um ihre Trends bereinigt und danach mit gleichen Gewichten zu einem Indikator verdichtet. Für die Trendbereinigung wird der Christiano-Fitzgerald-Filter verwendet. Hinsichtlich der Zykluslänge wird eine Dauer zwischen 8 und 30 Jahren veranschlagt (Drehmann et al. 2012), da die daraus resultierenden Finanzzyklen einen besonders plausiblen Verlauf in Bezug auf die seit den 1970er Jahren in fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufgetretenen Banken Krisen aufweisen.

In Deutschland verzeichnete der so geschätzte Finanzzyklus zu Beginn der 1980er und 2000er Jahre die größten Ausschläge (Abbildung K1-2). Auffällig ist, dass der Finanzzyklus hierzulande teils einen deutlich anderen Verlauf aufweist als in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Insbesondere vor dem Beginn der globalen Finanzkrise weist der Finanzzyklus für Deutschland keine auffälligen Werte auf, während er vielerorts, nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten, besonders hohe Werte annahm. Dazu beigetragen hat wohl auch, dass es in Deutschland im Zuge der Wiedervereinigung zu einem Boom an den Immobilienmärkten – und damit verbunden auch zu einer starken Ausweitung des Kreditvolumens – kam, der sich in der Phase vor der globalen Finanzkrise noch korrigierte. Zuletzt war der Finanzzyklus in Deutschland deutlich aufwärts gerichtet. Dazu beigetragen haben alle drei Komponenten. Der Immobilienpreiszyklus befindet sich im Zuge der anhaltenden Preisanstiege bereits deutlich im positiven Bereich. Aufgrund der eher verhaltenen Entwicklung beim Kreditvolumen liegen die zyklischen Komponenten der beiden Kreditvariablen allerdings noch im negativen Bereich, so dass der Finanzzyklus insgesamt noch keine auffälligen Werte angenommen hat und nahe seinem historischen Durchschnitt liegt.

Abbildung K1-2:
Finanzzyklus und Komponentenbeiträge 1970–2018

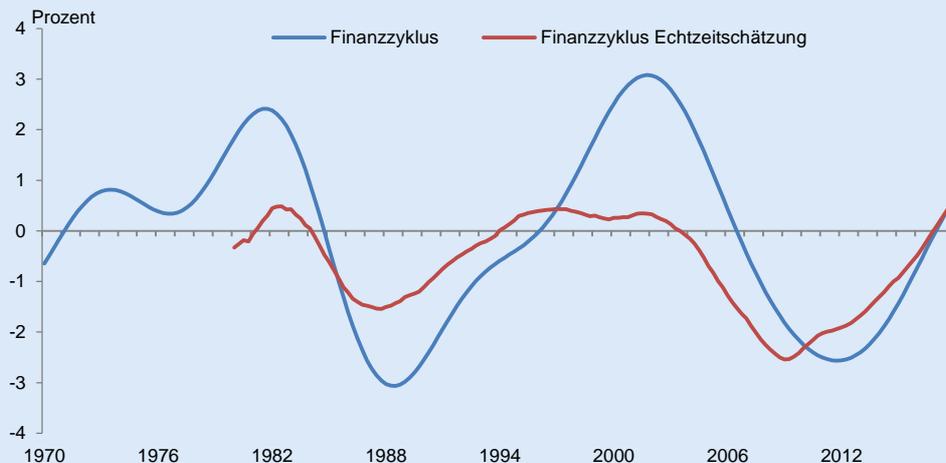


Quartalsdaten. Finanzzyklus geschätzt in Anlehnung an Drehmann et al. (2012).

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

Die Schätzung für den aktuellen Rand unterliegt wie bei vielen Trend-Zyklus-Zerlegungen einer besonderen Unsicherheit (Orphanides und van Norden 2002; Edge und Meisenzahl 2011). Sie wird oftmals nachträglich deutlich revidiert, da die dafür verwendeten Filterverfahren auch zukünftige Werte miteinbeziehen, diese in „Echtzeit“ aber noch nicht vorliegen. Große Unterschiede zwischen den Echtzeitschätzungen und der aktuellen Schätzung zeigen sich auch für Deutschland (Abbildung K1-3).^a Die aktuelle Schätzung weist deutlich größere Schwankungen auf, während sich die Echtzeitschätzung insbesondere in Phasen, wenn sich der Finanzzyklus im positiven Bereich befindet, nahe der Nulllinie bewegt.

Abbildung K1-3:
Finanzzyklus 1970–2018



Quartalsdaten. Finanzzyklus geschätzt in Anlehnung an Drehmann et al. (2012). Die Echtzeitschätzung bezieht lediglich Daten bis zum jeweils laufenden Quartal mit ein.

Quelle: Bank for International Settlements, *Credit statistics*; OECD, *Analytical house price indicators*; eigene Berechnungen.

Alles in allem ist der Finanzzyklus in Deutschland spürbar aufwärts gerichtet. Insbesondere die Immobilienpreise liefern schon Signale für Überhitzungstendenzen am Immobilienmarkt. Das Kreditvolumen entwickelt sich dagegen bislang noch eher moderat, so dass der Finanzzyklus im historischen Vergleich noch keine besonders auffälligen Werte angenommen hat. Dies bedeutet freilich nicht, dass seitens der Immobilien- und Kreditmärkte keine Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland ausgehen. So unterliegt die Schätzung des Finanzzyklus gerade für die aktuelle Entwicklung einer erheblichen Unsicherheit, und in Echtzeit hat der Finanzzyklus in Deutschland unseren Schätzungen zufolge in der Vergangenheit nur selten solche Werte angenommen wie zuletzt. Zudem dürften die Zinsen in Deutschland noch für geraume Zeit sehr niedrig bleiben und die Kreditvergabe und Immobilienpreise weiter anregen. Hinzu kommt, dass es für die Wirtschaftspolitik schwer ist, Überhitzungstendenzen an den Kredit- und Immobilienmärkten kurzfristig entgegenzuwirken, um die damit verbundenen Risiken einzudämmen (Boysen-Hogrefe et al. 2014).

*Dieser Kasten wurde unter Mitarbeit von Josefine Quast verfasst. — ^aFür die Echtzeitschätzungen wurden nur Daten bis zum jeweils laufenden Quartal herangezogen. Der Einfluss von Datenrevisionen wurde nicht berücksichtigt, weil für die relevanten Variablen keine umfangreichen Echtzeitdatenbanken vorliegen.

Literatur

- Ademmer, M. (2018). Vergleich der Produktionslückenschätzung mit der anderer Institutionen und alternativer Modelle. IfW-Box 2018.7. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (6.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2018/vergleich-der-produktionslueckenschaetzung-mit-der-anderer-institutionen-und-alternativer-modelle-10176/>>.
- Ademmer, M., J. Boysen-Hogrefe, S. Fiedler, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths und G. Potjagailo (2018). Deutsche Wirtschaft: Aufschwungskräfte tragen noch. Kieler Konjunkturberichte 47 (2018|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (6.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/deutsche-wirtschaft-aufschwungskraefte-tragen-noch-0/>>.
- Borio, C., und M. Drehmann (2009). Assessing the Risk of Banking Crises – Revisited. *BIS Quarterly Review* (March): 29–46.
- Borio, C., E. Kharoubi, C. Upper und F. Zampolli (2015). Labour Reallocation and Productivity Dynamics: Financial Causes, Real Consequences. BIS Working Paper No. 534. Basel.

- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2016). A Note on Banking and Housing Crises and the Strength of Recoveries. *Macroeconomic Dynamics* 20 (7): 1924–1933.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, T. Schwarzmüller, B. van Roye und J. Scheide (2014). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik 5. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (5.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-beitraege-zur-wirtschaftspolitik/finanz-und-wirtschaftspolitik-bei-einer-anhaltenden-monetären-expansion-5526/>>.
- Brücker, H., und E. Vallizadeh (2016). Brexit: Mögliche Folgen für die Arbeitnehmerfreizügigkeit und die Arbeitsmigration. Aktuelle Berichte 16/2016. Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB), Nürnberg.
- Cecchetti, S.G. und E. Kharroubi (2012). Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Papers No. 381. Basel.
- Cecchetti, S.G., und E. Kharroubi (2015). Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Economic Growth. BIS Working Papers No. 490. Basel.
- Claessens, S., M.A. Kose und M.E. Terrones (2012). How do business and financial cycles interact? *Journal of International Economics* 87: 178–190.
- Drehmann, M., C.E.V. Borio und K. Tsatsaronis (2012). Characterizing the financial cycle: Don't lose sight of the medium term! BIS Working Papers No. 380. Basel.
- Edge, R.M., & Meisenzahl, R.R. (2011). The unreliability of credit-to-GDP ratio gaps in real-time: Implications for countercyclical capital buffers. *International Journal of Central Banking* 7 (4): 261–298.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, S. Mösle und U. Stolzenburg (2018). Stärker differenzierte Weltkonjunktur – Gegenwind für die Schwellenländer. Kieler Konjunkturberichte 45 (2018|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (6.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/staerker-differenzierte-weltkonjunktur-gegenwind-fuer-die-schwellenlaender-0/>>.
- Havik, K., K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Röger, A. Rossi, A. Thum-Thysen und V. Vandermeulen (2014). The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps. European Commission, Economic Papers 535. Brüssel.
- Jannsen, N. (2010). National and International Business Cycle Effects of Housing Crises. *Applied Economics Quarterly* 56 (2): 175–206.
- Jorda, O., M. Schularick und A.M. Taylor (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (S2): 3–28.
- Jorda, O., M. Schularick und A.M. Taylor (2015). Leveraged Bubbles. *Journal of Monetary Economics* 76: S1–S20.
- Orphanides, A., und S. van Norden (2002). The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *The Review of Economics and Statistics* 84 (4): 569–583.
- Plödt, M. (2017). Zu den Modifikationen bei der Schätzung des Produktionspotenzials. IfW-Box 2017.9. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (5.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2017/zu-den-modifikationen-bei-der-schaetzung-des-produktionspotenzials-8795/>>.
- Schularick, M., und A. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008. *American Economic Review* 102 (2): 1029–1061.