

## Neue Herausforderungen – Konjunkturelle Fragen im Herbst 2015

### **Ansprechpartner:**

Markus Demary, Matthias Diermeier, Henry Goecke, Michael Grömling, Tobias Hentze,  
Galina Kolev, Rolf Kroker, Hagen Lesch, Jürgen Matthes, Jochen Pimpertz, Thilo Schaefer,  
Holger Schäfer

**Ansprechpartner**

Prof. Dr. Michael Grömling  
Groemling@iwkoeln.de  
Telefon: 0221 4981-776

Institut der deutschen Wirtschaft Köln  
Postfach 10 19 42  
50459 Köln

**Inhaltsverzeichnis**

Weltwirtschaft ..... 5

1. Was sind die konjunkturellen Auswirkungen von dauerhaften Leistungsbilanz-Ungleichgewichten? ..... 5
2. Wie hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft entwickelt? ..... 6
3. Welcher Zusammenhang besteht zwischen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und den Exporten? ..... 7
4. Welche Konsequenzen hat die Abkühlung in China für die deutsche Wirtschaft? ..... 9
5. Wie entwickelt sich die deutschen Exporte nach Warengruppen und Ländergruppen? ..... 12
6. Werden die Governance Probleme die Wachstumsdynamik in den Emerging Markets langfristig beeinflussen? ..... 16
7. Wie sehr wirkt die Erholung im Euroraum der Abschwächung der Emerging Markets entgegenwirken? ..... 18
8. Wie entwickelt sich die globale Investitionstätigkeit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften? ..... 18

Inlandskonjunktur ..... 22

9. Wie wirkt sich der niedrige Ölpreis auf die deutsche Konjunktur aus? ..... 22
10. Woher kommt der anhaltende Beschäftigungsboom? ..... 23
11. Wie ist die Beschäftigungsentwicklung im Hinblick auf den Konjunkturzyklus zu interpretieren? ..... 24
12. Welchen Effekt kann ein anhaltender Flüchtlingsstrom für die Sozialausgaben in Deutschland haben? ..... 25
13. Welche möglichen Folgen hat die Flüchtlingszuwanderung für den deutschen Arbeitsmarkt? ..... 29
14. Wo stehen wir im Konjunkturzyklus? ..... 29
15. Was bestimmt die mittelfristigen Konjunkturperspektiven in Deutschland? .. 34

Wirtschaftspolitik ..... 35

16. Wie groß ist der Effekt des Mindestlohns auf die Konjunktur? ..... 35
17. Warum mündet das Quantitative Easing der Geldpolitik nicht in höheren Inflationsraten? ..... 36
18. Welche nationalen und globalen Auswirkungen sind durch die Zinswende in den USA zu erwarten? ..... 40

Literatur ..... 44

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 Beitrag der Regressoren zur Veränderung der Exporte, verarbeitendes Gewerbe .....	9
Tabelle 2 Deutsche Warenexporte nach China und Europa .....	18
Tabelle 3 Investitionen im internationalen Vergleich: Veränderung der realen Bruttoanlageinvestitionen im ersten Halbjahr 2015 gegenüber ... in Prozent.....	20
Tabelle 4 Arbeitsmarktwirkungen der Flüchtlingsmigration .....	31

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Deutschland: Leistungsbilanz und Außenbeitrag .....	6
Abbildung 2 Relative Lohnstückkosten in Deutschland: Position gegenüber 36 Industrieländern, 2010 = 100 .....	7
Abbildung 3 Relative reale Lohnstückkosten und reale Exporte Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent, Deutschland .....	8
Abbildung 4 Wachstum des realen BIP in China in Prozentpunkten 1980-2009, Jahresdurchschnitte.....	10
Abbildung 5 Deutsche Warenexporte nach China in Millionen Euro .....	11
Abbildung 6 Struktur der chinesischen Warenexporte Anteil an den gesamten Warenexporten in Prozentpunkten .....	12
Abbildung 7 Deutsche Exporte von Investitionsgütern: In Millionen Euro.....	13
Abbildung 8 Jahresdurchschnittliches Wachstum der deutschen Exporte von Investitionsgütern	14
Abbildung 9 Deutsche Exporte von Vorleistungsgütern In Millionen Euro .....	15
Abbildung 10 Deutsche Exporte von Konsumgütern: In Millionen Euro .....	15
Abbildung 11 Wachstum des realen BIP: In Prozentpunkten 1980-2009: Jahresdurchschnitte.	16
Abbildung 12 Globale Investitionstätigkeit: Bruttoinvestitionen in Milliarden US-Dollar .....	19
Abbildung 13 Investitionen in Deutschland Saison-, arbeitstäglich und preisbereinigte Werte für Deutschland; Index: 1. Quartal 2004 = 100.....	21
Abbildung 14 Ölpreisentwicklung der Sorten WTI und Brent: In Dollar je Barrel .....	22
Abbildung 15 Ölförderung und Zahl der Bohranlagen in den USA: In Tausend Barrels pro Tag / Zahl der Bohranlagen .....	23
Abbildung 16 Wachstum der Stundenproduktivität in Prozent.....	24
Abbildung 17 Der Flüchtlingsstrom .....	26
Abbildung 18 Konjunkturaufschwünge in Deutschland Entwicklung des preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigten Bruttoinlandsprodukts.....	32
Abbildung 19 Exporte und Investitionen in Deutschland: Preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte; Index: jeweiliger Tiefpunkt = 100.....	34
Abbildung 20 Beschäftigte; Veränderung zum Vorjahr.....	36
Abbildung 21 Schätzung des gleichgewichtigen Realzinses für die USA.....	38
Abbildung 22 Kreditentwicklung im Euroraum: Jahreswachstumsraten in Prozent .....	40
Abbildung 23 Reaktion einer Zentralbank auf gesunkene Inflationserwartungen .....	41
Abbildung 24 Reaktion der langfristigen Zinsen auf eine Zinserhöhung der Federal Reserve: In Prozentpunkten .....	43

## Hintergrund<sup>1</sup>

Die deutsche Konjunktur befindet sich aktuell in einem globalen und nationalen Umfeld des Wandels: Investitionsdynamiken verändern sich, China zeigt eine immer größere Wachstumsschwäche, seit bereits einer Dekade bedienen sich die Zentralbanken rund um den Globus des Instruments der Quantitativen Lockerung, die Flüchtlingszahlen in Deutschland erreichen Rekordwerte und das alles bei einem äußerst robusten deutschen Arbeitsmarkt. Vor diesem Hintergrund scheinen sich die bisher geltenden konjunkturellen Wirkungszusammenhänge zu verändern – oder gar aufgelöst zu haben. Hieraus ergibt sich eine Vielzahl von Fragen, die sich alle auf die Auswirkungen dieses möglichen Paradigmenwechsels auf die deutsche Konjunktur beziehen. Aufgeteilt in die Bereiche „Weltwirtschaft“, „Inlandskonjunktur“ und „Wirtschaftspolitik“, wird diesen Fragen im Folgenden nachgegangen.

## Weltwirtschaft

### 1. Was sind die konjunkturellen Auswirkungen von dauerhaften Leistungsbilanz-Ungleichgewichten?

Die konjunkturellen Auswirkungen von dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen hängen in erster Linie von der dahinter liegenden (realen) Entwicklung des Handelsbilanzsaldos von Waren und Dienstleistungen (Außenbeitrags) ab. Vereinfacht lassen sich die Zusammenhänge so veranschaulichen: Bleibt der Leistungsbilanzsaldo konstant – und damit *ceteris paribus* auch der reale Außenbeitrag, ergeben sich keine nennenswerten Konjunkturwirkungen. Nimmt dagegen der Leistungsbilanzsaldo zu (ab), steigt (sinkt) der reale Außenbeitrag unter sonst gleichen Bedingungen und es ergeben sich positive (negative) Konjunkturwirkungen. Es kommt also auf die Veränderung und nicht auf die Höhe der Handels- und Leistungsbilanzsalden an. So wird die Konjunktur (durch einen negativen Außenbeitrag) auch dann gebremst, wenn Handels- und Leistungsbilanzsaldo zwar positiv bleiben, aber geringer werden. Anhaltend positive Konjunkturwirkungen sind nur dann zu verzeichnen, wenn der reale Außenbeitrag (Handelsbilanzsaldo) immer weiter steigt.

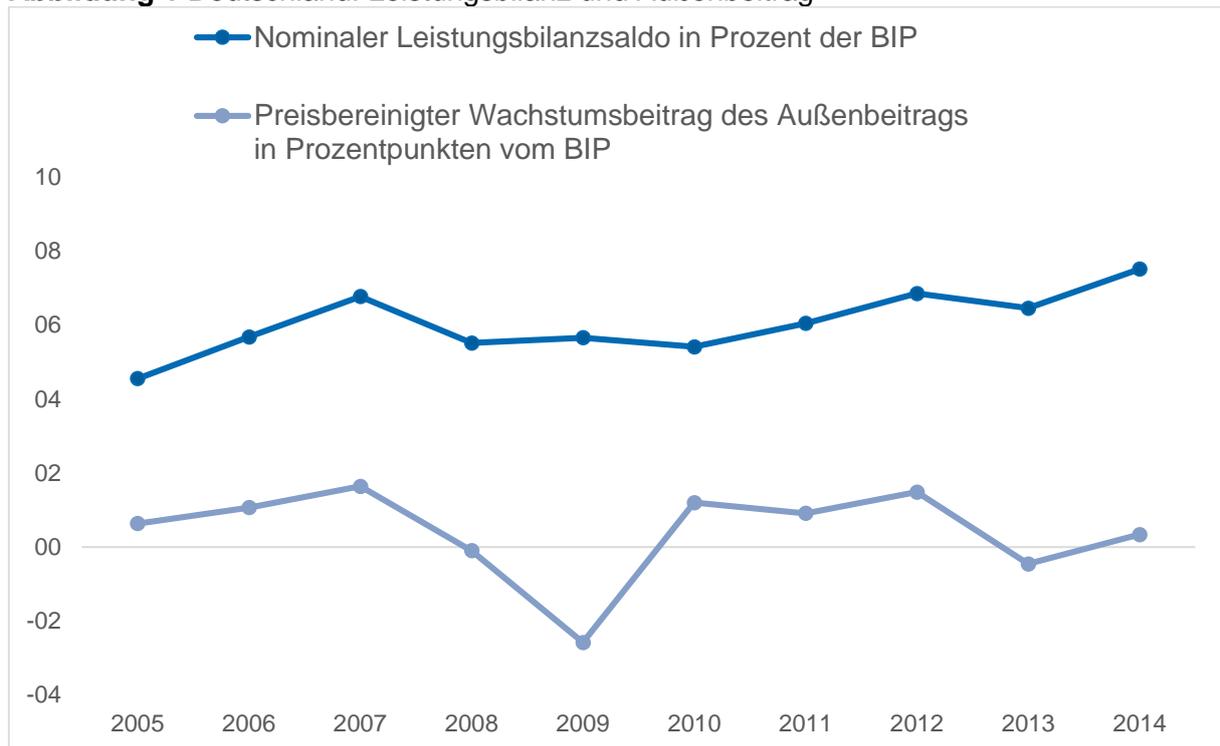
Die Parallelität zwischen realem (preisbereinigtem) Außenbeitrag und auf nominaler Ebene gemessenen Leistungsbilanzsaldo ist nur in der vereinfachten Perspektive unter sonst gleichen Bedingungen gegeben. In der Realität können Preiseffekte – und hier besonders unterschiedliche Entwicklungen bei Exporte und Importen – zu Divergenzen zwischen der Entwicklung des realen Außenbeitrag und des nominalen Handelsbilanzsaldos führen. Ebenso ist zu berücksichtigen, dass der Leistungsbilanzsaldo weitere Komponenten neben dem Handelsbilanzsaldo (Waren und Dienstleistungen) enthält. Vor allem sind auch die Einkommenseffekte der Leistungsbilanz (Transfers, Faktoreinkommen) mit zu bedenken. Vermögenseinkommen aus dem durch anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse aufgebauten Auslandsvermögen fließen beispielsweise weiter, auch wenn der Leistungsbilanzsaldo sich wieder ausgeglichen hat.

Abbildung 1 zeigt für Deutschland, dass der reale Außenbeitrag zwar meist positiv (negativ) ist, wenn der Leistungsbilanzsaldo steigt (sinkt). Doch gilt dies nicht durchweg. Vor allem 2009 und 2010 dürften Preiseffekte diesen Zusammenhang überlagert haben.

---

<sup>1</sup> Teile der Argumentation finden sich auch in der IW-Konjunkturprognose Herbst 2015.

**Abbildung 1** Deutschland: Leistungsbilanz und Außenbeitrag

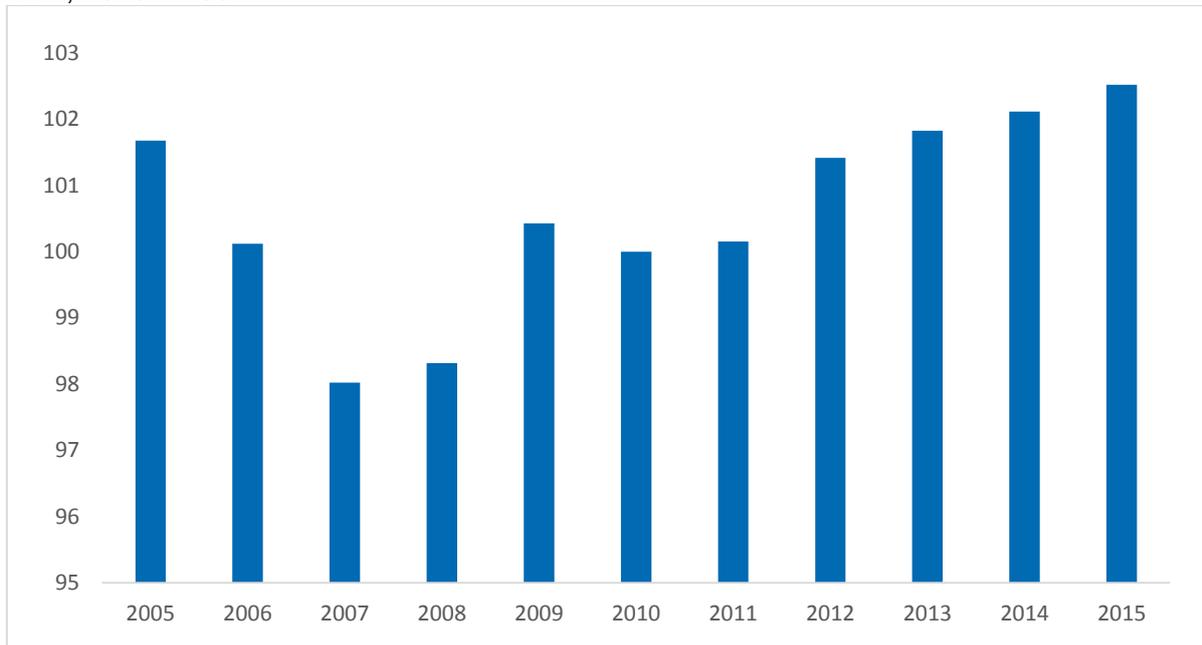


**2. Wie hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft entwickelt?**

Die Arbeitskosten je geleistete Arbeitsstunde sind in den letzten Jahren in Deutschland deutlich schneller gestiegen als die Arbeitsproduktivität (reales BIP je Erwerbstätigenstunde), mit der Folge, dass die Lohnstückkosten (Stundenkonzept) in der Gesamtwirtschaft allein in den drei Jahren 2012 bis 2014 um fast 7 Prozent gestiegen sind. Im verarbeitenden Gewerbe, das sich in besonderem Maße im internationalen Wettbewerb behaupten muss, sind sie sogar in diesen drei Jahren um 8,6 Prozent gestiegen. Laut Gemeinschaftsdiagnose (DIW 2015a) werden die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten auch in diesem Jahr nochmals weiter um rund 1,6 Prozent steigen. Ob damit eine Verschlechterung der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit verbunden ist, hängt von der Lohnstückkostenentwicklung in den Konkurrenzländern ab.

Die Entwicklung der realen Lohnstückkosten im Vergleich zu 36 Industrieländern (gewichtet mit den Exportanteilen) gibt darüber Auskunft. Danach hat sich tatsächlich die relative preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in den letzten Jahren verschlechtert (Abbildung 2).

**Abbildung 2** Relative Lohnstückkosten in Deutschland: Position gegenüber 36 Industrieländern, 2010 = 100

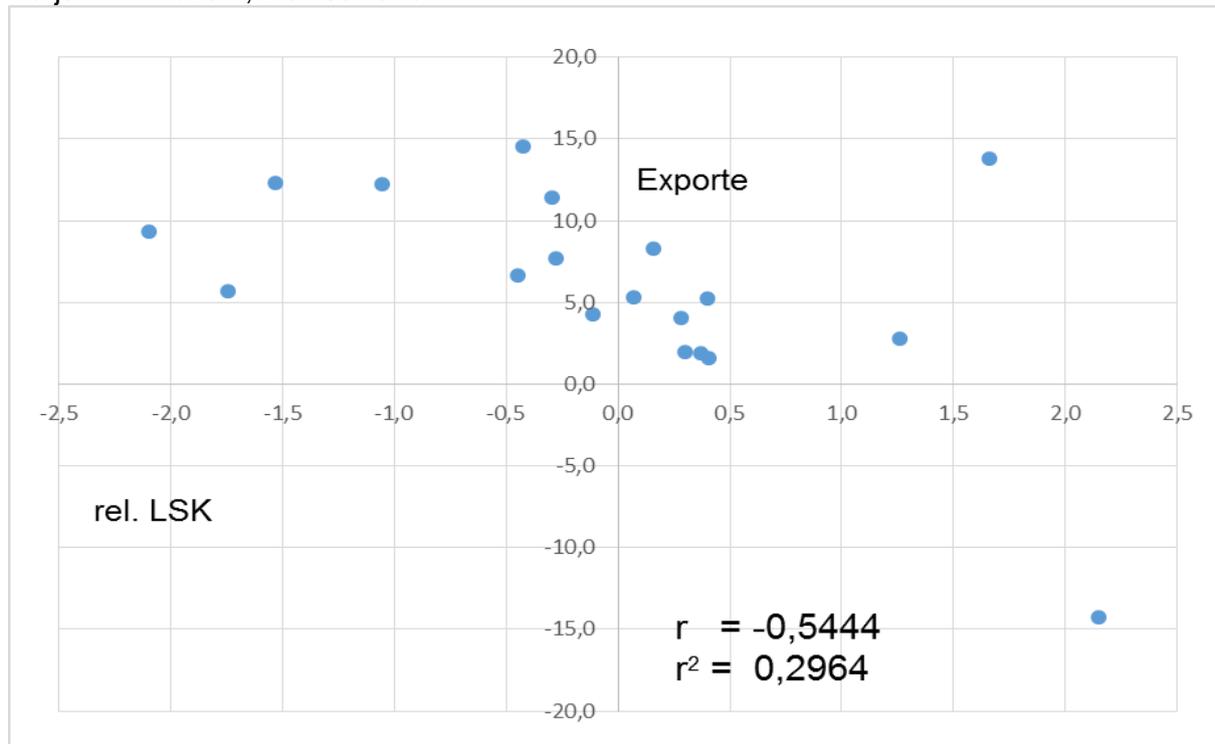


Quelle: AMECO-Datenbank

### 3. Welcher Zusammenhang besteht zwischen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und den Exporten?

Eine einfache Gegenüberstellung der relativen Lohnstückkosten und der realen Exporte – jeweils als Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent – für den Zeitraum 1996 bis 2014 (AMECO liefert für die LSK erst Werte ab 1996) unterstützt zunächst die Vermutung, dass die Kostenposition die Exporte beeinflusst: Je stärker sich die relative Lohnstückkosten-Position verändert, umso geringer die Exportdynamik (Abbildung 3).

**Abbildung 3** Relative reale Lohnstückkosten und reale Exporte Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent, Deutschland



Quelle: AMECO-Datenbank, Statistisches Bundesamt, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Die Veränderung der relativen Lohnstückkosten erklärt fast 30 Prozent der Varianz der Exporte. Ohne die durch die Krise geprägten Jahre 2009 und 2010 bleibt zwar das negative Vorzeichen, allerdings sinkt der  $r^2$ -Wert auf schwache 0,08 und die Exportentwicklung ist eher unbeeindruckt von der Veränderung der relativen Lohnstückkosten. Dies deckt sich mit dem Befund einer Analyse des Instituts für Weltwirtschaft Kiel, wonach der reale effektive Wechselkurs zwar einen Erklärungsbeitrag für die Exportentwicklung Deutschlands leistet, aber andere Faktoren wie die globale Nachfrage und die Verflechtung der Produktion mit dem Ausland letztlich bedeutsamer sind (Siehe Tabelle 1):

**Tabelle 1** Beitrag der Regressoren zur Veränderung der Exporte, verarbeitendes Gewerbe<sup>a</sup>, acht große Exportländer<sup>b</sup> 1995–2007

Außennachfrage = Exportgewichtete Summe der realen Importe eines Produkts (Industrie) durch Partnerländer — Realer eff. Wechselk. = realer effektiver Wechselkurs auf Basis von Produzentenpreisen. — AWMOEL = Anteil der Wertschöpfung aus mittel- und osteuropäischen Ländern an Exporten. — AWNLL = Anteil der Wertschöpfung aus Niedriglohnländern an Exporten. — AWHLL = Anteil Wertschöpfung aus Hochlohnländern an Exporten. — <sup>a</sup>Ohne „Kokerei und Mineralölverarbeitung“; 12 Industrien. — <sup>b</sup>CHN, DEU, ESP, FRA, GBR, ITA, JPN, USA. — <sup>c</sup>Mit Veränderung der Regressoren einhergehende prozentuale Änderung der Exporte =  $100 * (\exp(\Delta \text{Logpunkte}) - 1)$ , wobei  $\Delta \text{Logpunkte} = (\text{Veränderung 1995-2007}) * \text{Parameterwert aus Tabelle 3 Spalte 5} - \text{„Beitrag} = (\text{Effekt auf Exporte/tatsächliche Exportveränderung}) * 100$ .

	Deutschland			Andere große Exportländer		
	Veränderung 1995–2007	Effekt auf Exporte (in %) <sup>c</sup>	Beitrag (in %) <sup>d</sup>	Effekt auf Veränderung Exporte (in 1995 – 2007 %)	Beitrag (in %)	
Außennachfrage	0,886	30,1	21,5	1,083	37,9	18,4
Realer eff. Wechselk.	–0,062	2,7	1,9	–0,117	5,2	2,5
<i>AW (kombiniert)</i>		27,1	19,3		25,9	12,6
AW <sub>MOEL</sub>	1,410	14,4	10,3	0,253	–6,4	–3,1
AW <sub>NLL</sub>	4,927	–0,9	–0,7	4,659	11,8	5,7
AW <sub>HLL</sub>	2,821	13,6	9,7	1,619	20,5	9,9
Erklärte Exportveränderung		59,9	42,7		69,0	33,4
Tatsächliche Exportveränderung		140,2	100,0		206,4	100,0

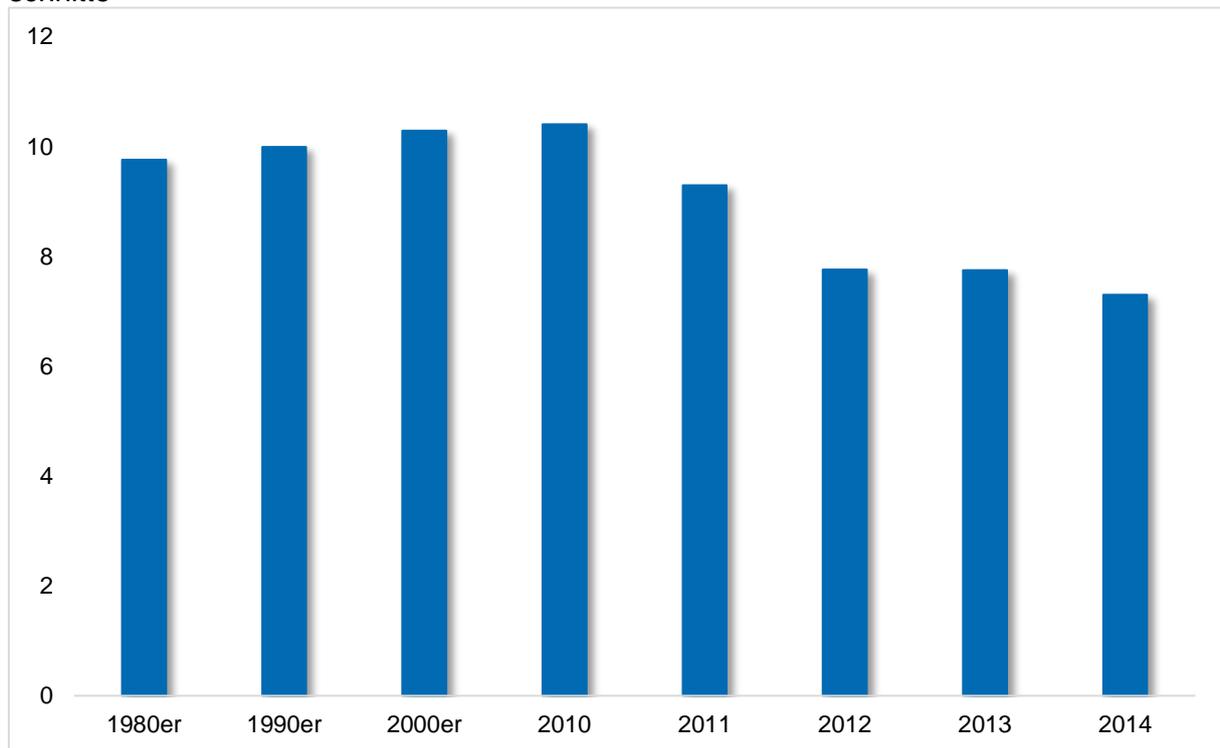
Quelle: Bickenbach, et al., 2014.

Allerdings ist dabei zu beachten, dass bei sich abschwächender globaler Nachfrage die preisliche Wettbewerbsfähigkeit für die Exportentwicklung relativ an Bedeutung gewinnt.

#### 4. Welche Konsequenzen hat die Abkühlung in China für die deutsche Wirtschaft?

Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft ist in den letzten Jahren spürbar zurückgegangen. Nachdem die Wirtschaftsleistung im Zeitraum 1980-2010 im Jahresdurchschnitt um 10 Prozent zulegen konnte, hat die Wachstumsdynamik seit dem Jahr 2010 merklich nachgelassen (Abbildung 4). Auch wenn diese Wachstumsverlangsamung im langfristigen Vergleich als etwas enttäuschend wirkt, ist sie wenig überraschend. Sie ist nicht nur die Folge der globalen Unsicherheit und ungelöster Strukturprobleme, sondern auch eine erwartete Entwicklung aus makroökonomischer Perspektive im Kontext der wirtschaftlichen Konvergenztheorie. Vor diesem Hintergrund ist in den kommenden Jahren mit keiner Rückkehr zu zweistelligen Wachstumsraten zu rechnen.

**Abbildung 4** Wachstum des realen BIP in China in Prozentpunkten 1980-2009, Jahresdurchschnitte



Quelle: IWF, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Knapp die Hälfte des Wachstums in den 2000er Jahren kam durch eine Zunahme der Investitionstätigkeit zustande. Der Aufbau des physischen Kapitalstocks ist zwar Teil des Aufholprozesses einer Volkswirtschaft. Allerdings kann dieser nicht uneingeschränkt mit demselben Tempo fortgesetzt werden. Viele Großprojekte erwiesen sich als nicht rentabel und als umweltbelastend. Der gesamtwirtschaftliche Kapitalstock Chinas ist seit dem Jahr 1980 um das 15-fache gestiegen – das reale Pro-Kopf-Einkommen um das 13-fache. Heute liegt das Pro-Kopf-Einkommen auf einem ähnlichen Niveau wie in Bulgarien, so dass es wenig erstaunlich ist, dass sich die Wachstumsdynamik abgeschwächt hat.

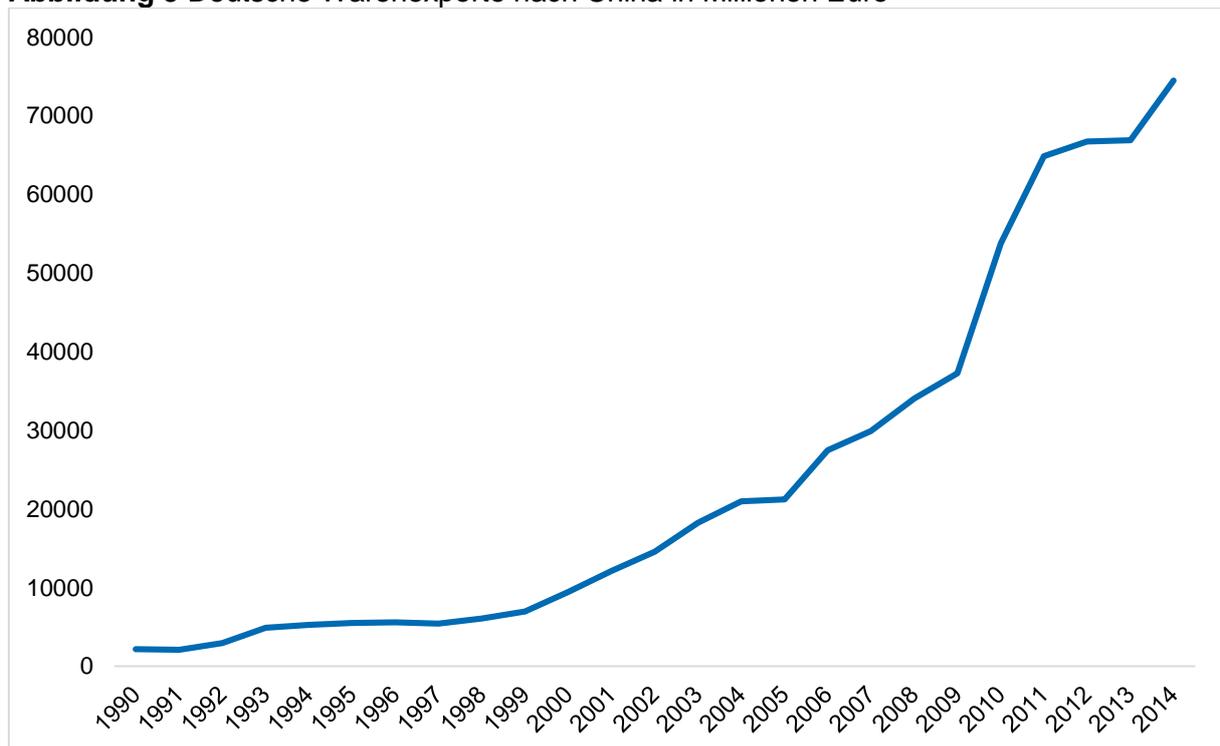
Zudem ist zu bedenken, dass das Wirtschaftswachstum in China immer noch auf einem sehr hohen Niveau ist. Auch in den kommenden Jahren wird das Wachstum bei über 5 Prozent liegen. Bei einem Bevölkerungswachstum von 0,5 Prozent im Jahr braucht ein Land, das mit 5 Prozent jährlich wächst, 16 Jahre, um das Pro-Kopf-Einkommen zu verdoppeln (Abbildung 4). China wird also auch mit einem Wachstum von 5 Prozent in etwa 15 Jahren das Pro-Kopf-Einkommen erreicht haben, das wir heute etwa in Polen haben. Und in 25 Jahren wird die chinesische Bevölkerung bei dieser Wachstumsrate im Schnitt genauso gut aufgestellt sein, wie heute die Griechen oder Portugiesen.

Ein wichtiges Ziel der chinesischen Regierung ist es, Rahmenbedingungen zu schaffen, um die Triebkräfte des Wirtschaftswachstums zu verschieben. So soll die Bedeutung des privaten Konsums zunehmen. Der Anteil der privaten Konsumausgaben in China liegt bei gerade mal 30 Prozent. In Deutschland sind es 55 Prozent, in anderen Schwellenländern wie z.B. Brasilien, Indien, Indonesien, Russland liegt dieser Anteil auch bei ca. 55-65 Prozent. Der Großteil des chinesischen Bruttoinlandsproduktes wird durch die Investitionstätigkeit getragen. Die Verschiebung hin zu einem konsumgetriebenen Wirtschaftswachstum wird durch die Reallohnsteigerung begünstigt und wird dazu führen, dass der Dienstleistungssektor an Bedeutung gewin-

nen wird. Im Jahr 2014 übertraf die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor zum ersten Mal den der Industrie.

Die abnehmende Dynamik der Investitionstätigkeit in China dürfte sich auch an der Dynamik der Exporttätigkeit deutscher Unternehmen bemerkbar machen. Zwar wird es in der Zukunft bei den Investitionen nicht mehr auf die Menge, sondern viel mehr auf die Qualität ankommen und Maschinen Made in Germany werden aufgrund ihrer Qualität nachgefragt. Somit ist mit keinem Rückgang der Exportzahlen zu rechnen. Trotzdem ist aber damit zu rechnen, dass sich das Exportwachstum verlangsamt. Im Durchschnitt der Jahre 1990-2010 sind die deutschen Warenexporte nach China in nominaler Rechnung um 18,7 Prozent jährlich gestiegen. Dieses Wachstum kann in den kommenden Jahren nicht weiter aufrechterhalten werden, und eine Abflachung der Exportentwicklung hat sich bereits seit dem Jahr 2012 bemerkbar gemacht (Abbildung 5). Neben der abnehmenden gesamtwirtschaftlichen Dynamik in China spielt dabei auch die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen in China eine zentrale Rolle. So sind mittlerweile zahlreiche deutsche Unternehmen mit Produktionsstätten vor Ort präsent und bedienen die Nachfrage nach deutschen Markenwaren durch ihre dortige Produktion. Dies ist etwa im Bereich der Automobilindustrie der Fall. Laut Angaben vom VDA werden mittlerweile in China mehr Autos durch deutsche Hersteller produziert als in der gesamten EU außerhalb Deutschlands.

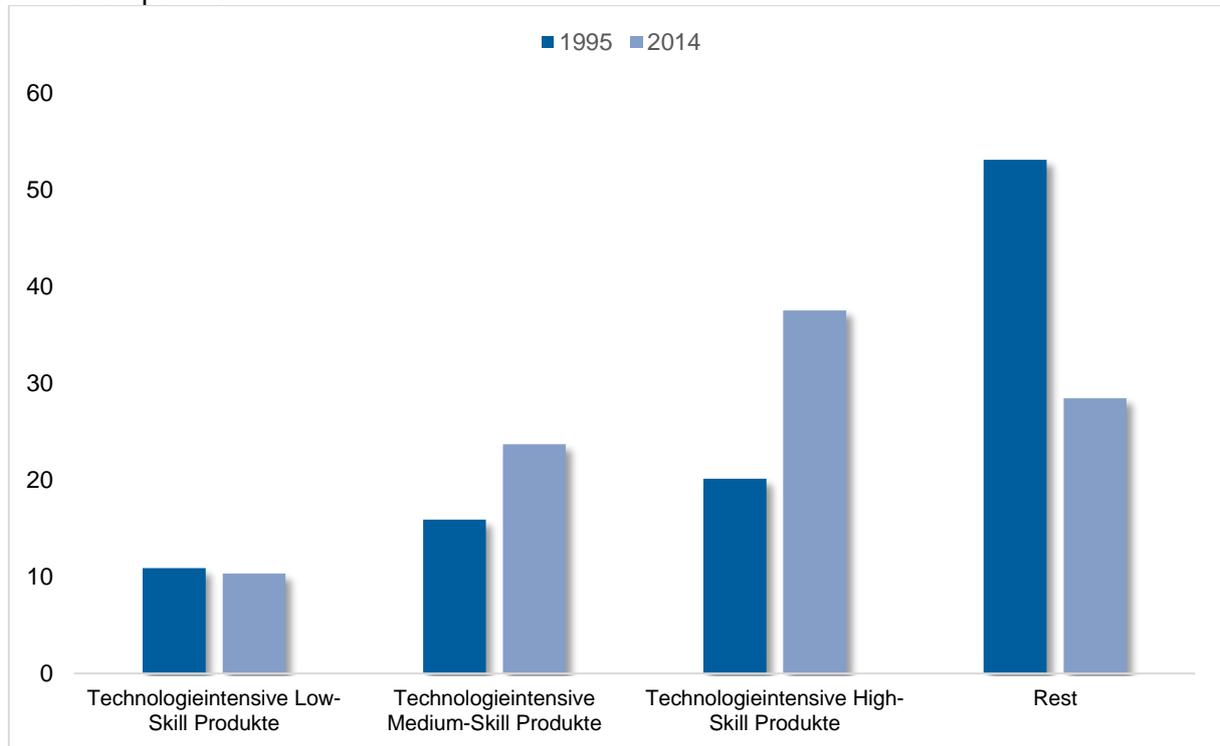
**Abbildung 5** Deutsche Warenexporte nach China in Millionen Euro



Quelle: Statistisches Bundesamt

Nicht nur die Nachfragestruktur der chinesischen Wirtschaft verändert sich. Auch hinsichtlich der Produktions- und Exporttätigkeit wird eine grundlegende Verschiebung beobachtet. Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einem Entwicklungsprozess entlang der Wertschöpfungskette. Die ersten Stufen haben die Chinesen auch geschafft – im Gegensatz zu vor 20 Jahren ist der Weltmarkt nicht mehr mit Textilien made in China geprägt, sondern mit Smartphones und anderen High-Tech-Produkten. Der Anteil der technologieintensiven Exporte, deren Produktion eine mittlere bis hohe Qualifikation der Arbeitskräfte erfordern, ist von 36 Prozent in 1995 auf 61 Prozent in 2014 gestiegen (Abbildung 6).

**Abbildung 6** Struktur der chinesischen Warenexporte Anteil an den gesamten Warenexporten in Prozentpunkten



Quelle: UNCTAD

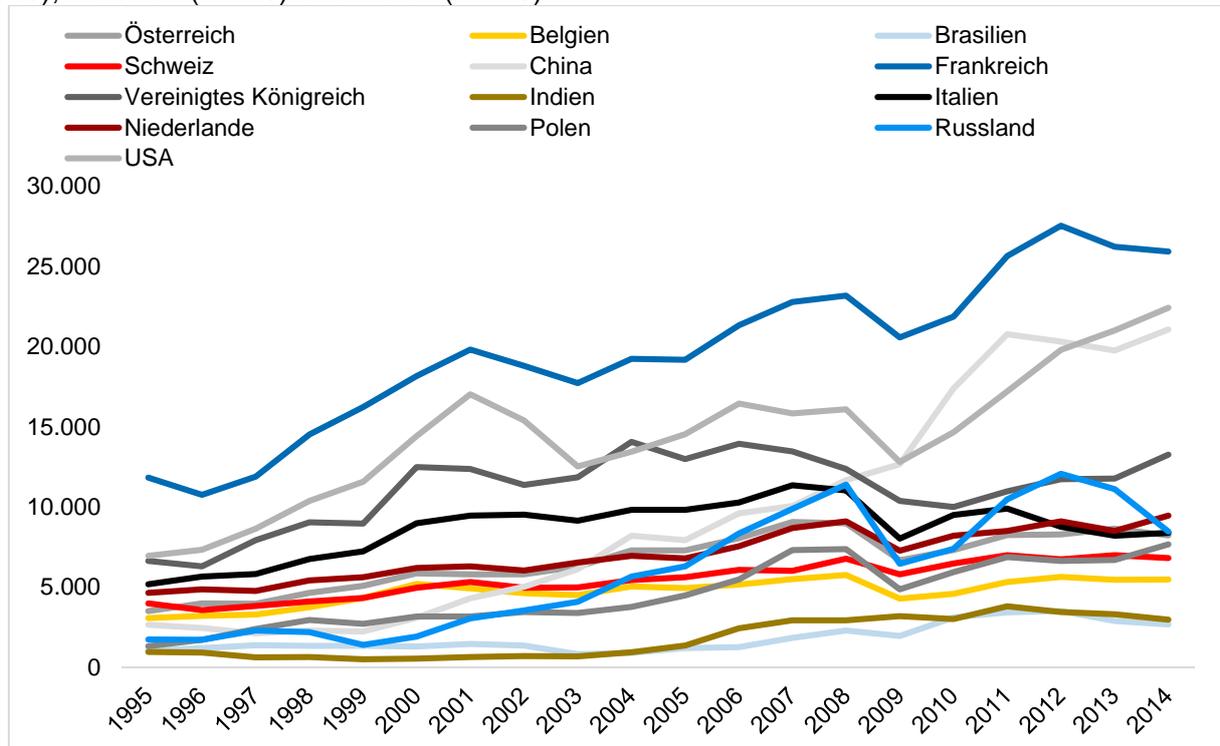
In Bezug auf den Prognosezeitraum 2015-2016 ist weiterhin mit einer leichten Abflachung des Wirtschaftswachstums in China zu rechnen, die aber eher moderat ausfällt. Im ersten Halbjahr 2015 expandierte die chinesische Wirtschaft gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 7 Prozent. Das Wachstum des realen BIP lag im ersten Quartal bei 1,4 Prozent und im zweiten Quartal bei 1,7 Prozent, jeweils gegenüber dem Vorquartal. Getragen wurde das Wirtschaftswachstum vor allem durch den privaten Konsum sowie durch die öffentliche Nachfrage. Projekte zur Erweiterung des Schienennetzes, im Bereich des öffentlichen Wohnungsbaus sowie zur Verbesserung der Wasserversorgung haben zu einer Ausweitung der öffentlichen Ausgaben beigetragen.

Auf der Entstehungsseite macht sich eine deutlich schwächere Dynamik im Industriesektor bemerkbar. Der offizielle Einkaufsmanagerindex des chinesischen Statistikamtes für das Produzierende Gewerbe bewegt sich seit November 2014 um die Expansionsgrenze von 50 Punkten und lag im September bei 49,8 Punkten – eine Zunahme um 0,1 Punkte gegenüber dem Vormonat. Im Dienstleistungssektor bleibt hingegen die Stimmung gut. Der Einkaufsmanagerindex für das Nicht-produzierende Gewerbe lag im September 2015 bei 53,4 Punkten.

### 5. Wie entwickelt sich die deutschen Exporte nach Warengruppen und Ländergruppen?

Die deutschen Exporte von Investitionsgütern in wichtige Exportzielländer zeigen eine Abflachungstendenz in den letzten Jahren (Abbildung 7). Nach dem starken Rückgang im Krisenjahr 2009 konnten sich die Exporte zwar in den Jahren 2010 und 2011 etwas erholen. Doch bei vielen Exportpartnern hat die Wirtschaftsdynamik spürbar nachgelassen, so dass sich das Investitionsklima verschlechterte. Dies hat dann einen negativen Effekt auf die deutschen Exporte. Besonders ausgeprägt ist diese Entwicklung in Russland, Frankreich, Italien und China.

**Abbildung 7** Deutsche Exporte von Investitionsgütern: In Millionen Euro; Gezeigt sind die zehn Länder mit den größten Anteilen an den gesamten deutschen Exporten sowie Russland (Nr. 13), Brasilien (Nr. 23) und Indien (Nr. 25)



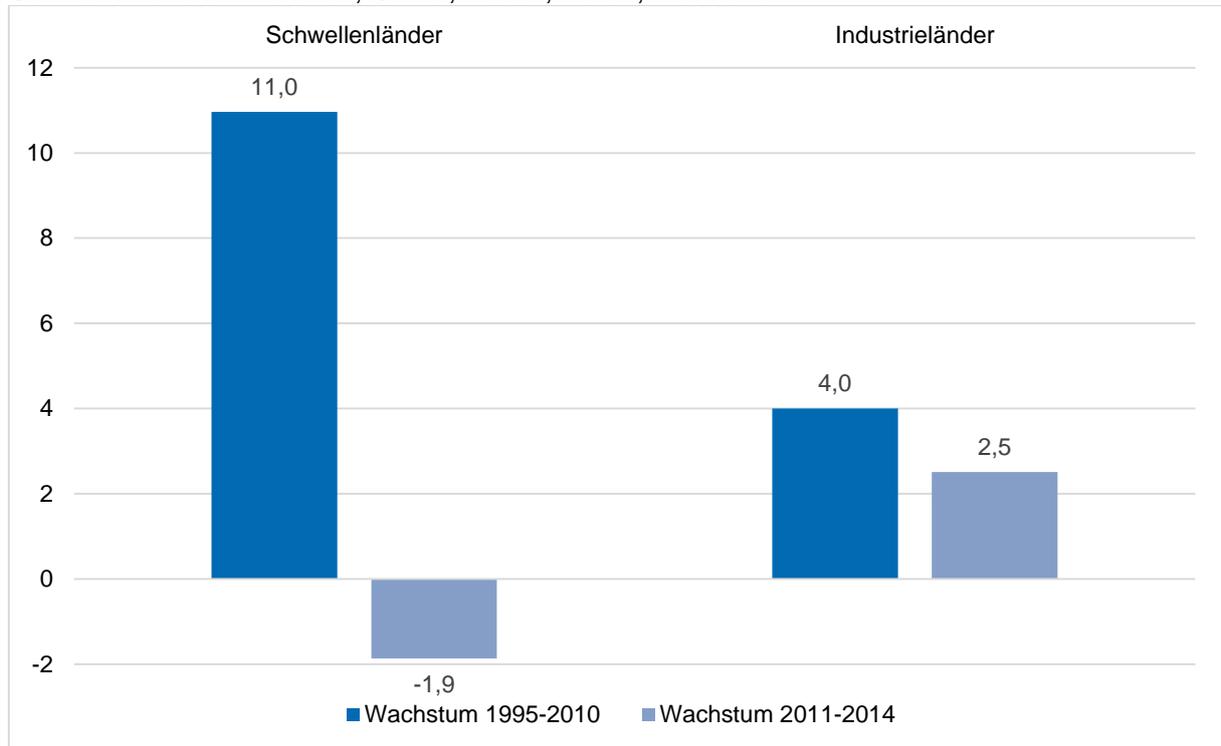
Quelle: Eurostat

Wird die oben betrachtete Gruppe von Exportzielländern zu Industrie- und Schwellenländern zusammengefasst, so zeigen die Daten für die letzteren einen besonders starken Rückgang der Dynamik der Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern (

**Abbildung 8).**

Dort ging die Veränderung der deutschen Investitionsgüterexporte von 11,0 Prozent im Durchschnitt der Jahre 1995-2010 auf -1,9 Prozent in den Jahren 2011-2014 zurück. Die Entwicklung der Investitionsgüterexporte in Industrieländern ist hingegen stabiler geblieben. Die Wachstumsrate ging dort von 4,0 Prozent im Durchschnitt der Jahre 1995-2010 auf 2,5 Prozent in 2011-2014 zurück.

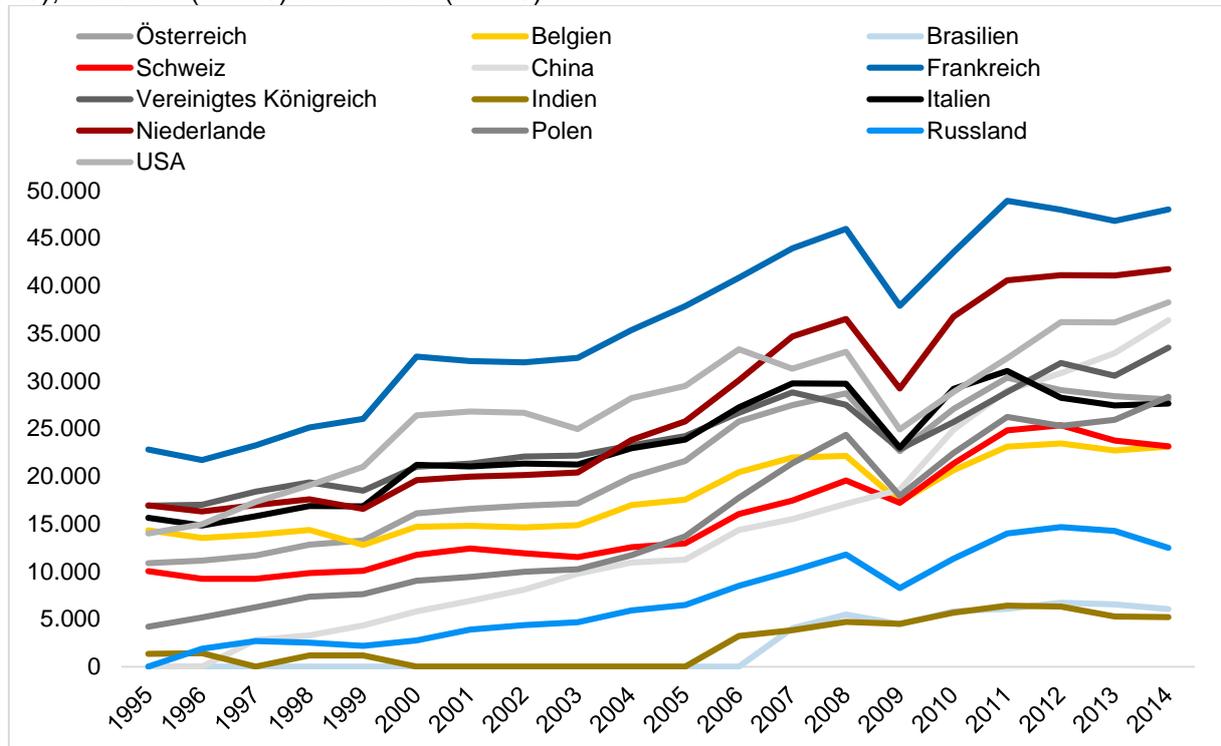
**Abbildung 8** Jahresdurchschnittliches Wachstum der deutschen Exporte von Investitionsgütern In Prozentpunkten. Berücksichtigt sind die in Abbildung 7 aufgeführten Exportzielländer. Schwellenländer: Brasilien, China, Indien, Polen, Russland



Quelle: Eurostat

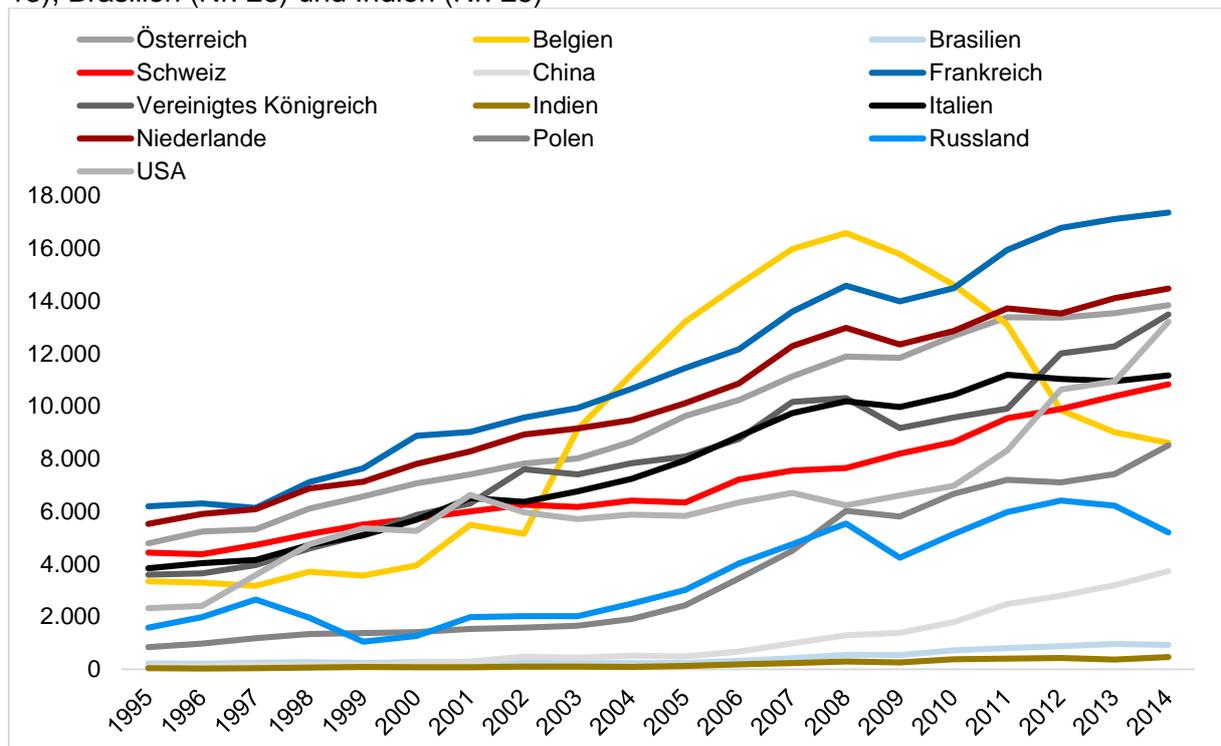
Die so beschriebene Abflachung bei der Entwicklung der deutschen Exporte von Investitionsgütern zeigt sich auch im Hinblick auf die Exporte von Vorleistungen und Konsumgütern (Abbildung 9, Abbildung 10).

**Abbildung 9** Deutsche Exporte von Vorleistungsgütern in Millionen Euro; Gezeigt sind die zehn Länder mit den größten Anteilen an den gesamten deutschen Exporten sowie Russland (Nr. 13), Brasilien (Nr. 23) und Indien (Nr. 25)



Quelle: Eurostat

**Abbildung 10** Deutsche Exporte von Konsumgütern: In Millionen Euro; Gezeigt sind die zehn Länder mit den größten Anteilen an den gesamten deutschen Exporten sowie Russland (Nr. 13), Brasilien (Nr. 23) und Indien (Nr. 25)



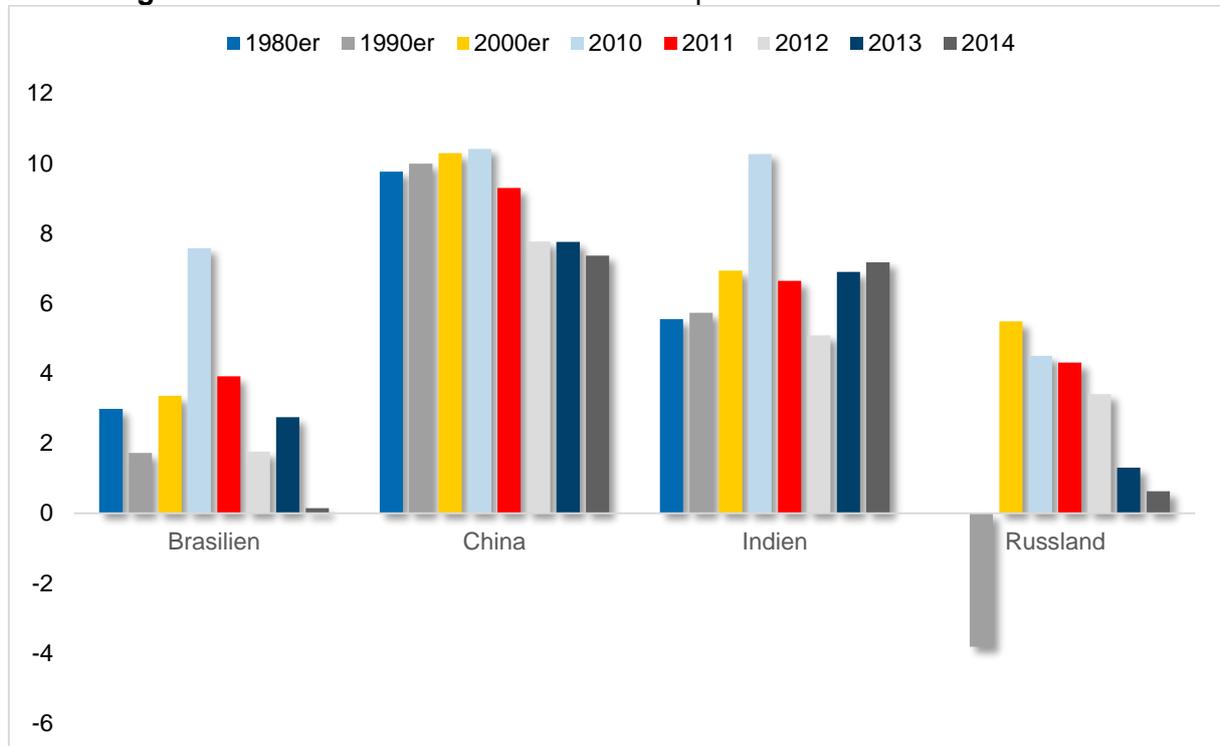
Quelle: Eurostat

### 6. Werden die Governance Probleme die Wachstumsdynamik in den Emerging Markets langfristig beeinflussen?

Die Wirtschaftsdynamik in den großen Schwellenländern hat in den letzten Jahren spürbar nachgelassen (

**Abbildung 11**). Während das Wirtschaftswachstum in China und Indien nach wie vor auf einem vergleichsweise hohen Niveau bleibt, haben Brasilien und Russland mit einer sich vertiefenden Rezession zu kämpfen. Zum einen ist die Abkühlung in den Schwellenländern auf die schwache Dynamik der Weltwirtschaft seit dem Ausbruch der aktuellen Wirtschaftskrise im Jahr 2009 zurückzuführen. Zum anderen handelt es sich dabei aber auch um einen spürbaren Rückgang des Potentialwachstums, der zwar im Vorfeld eines fortschreitenden Konvergenzprozesses eine natürliche Entwicklung darstellt, der darüber hinaus aber auch durch eine Reihe von ungelösten Strukturproblemen verstärkt wird.

**Abbildung 11** Wachstum des realen BIP: In Prozentpunkten 1980-2009: Jahresdurchschnitte



Quelle: IWF, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

In der chinesischen Wirtschaft sind die Strukturprobleme zum einen auf das nur langsam voranschreitende Rebalancing der wirtschaftlichen Aktivität zurückzuführen. Die Investitionstätigkeit war über Jahrzehnte die wichtigste Triebkraft des Wirtschaftswachstums (s. o.), während der private Konsum eine untergeordnete Rolle spielte. Die Verschiebung hin zu einem konsumgetriebenen Wachstum zeigte sich in den letzten Jahren als eine große Herausforderung, obwohl der Reallohnzuwachs dafür sorgen sollte, dass die Verbraucher ihre Ausgaben stark ausweiten. Gleichzeitig birgt die jetzige Wirtschaftsstruktur auch ein großes Potential für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung in China. Zum anderen wird aber die strukturelle Schwäche der chinesischen Wirtschaft durch Governance-Probleme und den sich schleppenden Übergang zu einer marktwirtschaftlich orientierten Ökonomie verstärkt. Die weitere Liberalisierung des Finanzsystems, die Reform der Staatsbetriebe und die Schaffung eines effizienten Sozialsystems stellen jeweils Prozesse dar, die sich über Jahrzehnte erstrecken können.

Auch in den anderen Schwellenländern sind gravierende Strukturprobleme erkennbar. Die Wirtschaftssanktionen, die im Zusammenhang mit dem Ukraine-Konflikt von den westlichen Handelspartnern gegen Russland verhängt wurden, haben die Wachstumsperspektiven der russischen Wirtschaft spürbar verschlechtert. Doch im Laufe des letzten Jahres hat sich eine zentrale Schwäche der russischen Wirtschaft schlagkräftig auf die wirtschaftliche Aktivität ausgewirkt – nämlich ihre Abhängigkeit vom Ölgeschäft. Auch wenn die Regierung durch eine Reihe von Maßnahmen entgegen zu wirken versuchte, ist für das Jahr 2015 mit einer starken Rezession zu rechnen, so dass die gesamtwirtschaftliche Leistung um mehr als 3 Prozent schrumpfen dürfte. Um die wirtschaftliche Stabilität wieder herzustellen und die Entwicklung der Wirtschaftsaktivität auf einen dauerhaften Wachstumspfad zu bringen, ist eine Reihe von Strukturreformen nötig. Das Land rangiert an Platz 143 in Bezug auf seine Wirtschaftsfreiheit (Heritage-Index) – im europäischen Vergleich ist Russland in dieser Hinsicht nur vor Weißrussland und der Ukraine. Insbesondere in Sachen Eigentumsrechte, Korruptionskontrolle und Investitionsfreiheit schneidet das Land weit unterdurchschnittlich ab. Der Internationale Währungsfonds empfiehlt der russischen Regierung unter anderem an diesen Bereichen zu arbeiten. Bessere Governance, steigender Wettbewerb sowie eine Wiederbelebung der Privatisierung, sobald es die Marktbedingungen zulassen, dürften die russische Wirtschaft im Rahmen des Erholungsprozesses unterstützen.

Eine grundlegende strukturelle Schwäche der brasilianischen Ökonomie liegt in der flauen Investitionstätigkeit. Die Investitionsquote Brasiliens liegt bei etwa 20 Prozent – ein Wert der eher für eine fortgeschrittene Volkswirtschaft typisch ist. Der Rebalancing-Prozess der Wachstumskräfte in Brasilien soll somit, anders als in China, vom Konsum hin zu mehr Investitionen verlaufen. Die schwache Investitionstätigkeit ist auf konjunkturelle und strukturelle Faktoren zurückzuführen. Das reale BIP ist rückläufig, im zweiten Quartal 2015 lag es um 2,7 Prozent unter dem Vorjahreswert. Die Bruttoinvestitionen haben hierbei einen Rückgang um fast 12 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu verzeichnen, was auf das verschlechterte konjunkturelle Umfeld hindeutet. Der Einkaufsmanagerindex für das produzierende Gewerbe liegt seit Anfang des Jahres unter der Expansionsschwelle von 50 Prozent. Doch die Investitionsschwäche der brasilianischen Wirtschaft ist kein temporäres Phänomen, das allein durch konjunkturelle Faktoren zu erklären ist. Vielmehr spielen die Finanzierungs- sowie andere Rahmenbedingungen dort eine entscheidende Rolle. Damit Brasilien zu einem stabilen Wachstumspfad zurückkehren kann, muss unter anderem eine grundlegende Reform des Finanzsystems umgesetzt werden und weitere Rahmendbedingungen wie etwa im Bereich der Infrastruktur weiter verbessert werden, damit die Attraktivität der brasilianischen Wirtschaft als Produktionsstandort gesteigert werden kann.

In Indien hat die Regierung Modi eine Reihe von wirtschaftsfreundlichen Reformen angestoßen. Das Geschäftsklima hat sich spürbar verbessert, getrieben durch die zunehmende politische Stabilität im Land, niedrige Energiepreise und die Reformen der neuen Regierung. Hohe Inflation bleibt aber nach wie vor eine Herausforderung und die Strukturprobleme beschränken die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven. Insbesondere im Energiesektor sowie mit Bezug auf den Arbeitsmarkt sollten weitere Reformmaßnahmen in Gang gesetzt werden. Doch die Lage der indischen Wirtschaft ist im Vergleich etwa mit Russland oder Brasilien weitgehend stabil.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Schwellenländer vor einer Reihe von Strukturproblemen stehen, die von Land zu Land jeweils unterschiedlicher Natur sind. Trotzdem erfordert ihre Lösung nicht nur einen langen Zeitraum, sondern auch den Willen der entsprechenden Regierung, was in vielen Fällen nicht selbstverständlich ist. Die konjunkturelle Schwäche dürfte sich daher auch auf die kommenden Jahre erstrecken. Trotzdem bleibt gerade in China und Indien die wirtschaftliche Dynamik im internationalen Vergleich sehr hoch.

### 7. Wie sehr wirkt die Erholung im Euroraum der Abschwächung der Emerging Markets entgegenwirken?

Die Auswirkungen der Entwicklungen auf den gesamten deutschen Warenexport nach China sollten nicht überbewertet werden. Während China inzwischen zwar zum viertwichtigsten Ziel-land für deutsche Exporte geworden ist, bleibt Europa (EU-15 mit gut 45 Prozent und die EU-28 mit knapp 58 Prozent) die Hauptzielregion. Trotz teils sehr hoher Wachstumsraten der Exporte nach China, bleibt der absolute Beitrag zum Wachstum der deutschen Exporte aufgrund des Basiseffekts weiterhin begrenzt im Vergleich zu Europa. Bemerkenswert ist, dass die Exporte nach China in den Schwächephasen 2009 sowie 2012 und 2013 weiterhin wuchsen. Im Jahr 2009 taten sie dies mit fast 10 Prozent recht dynamisch, 2012 und 2013 wuchsen sie aber nur schwach. Unabhängig davon konnten sie aufgrund des Basiseffekts das Wegbrechen der deutschen Exporte nach Europa nur in begrenzter Weise kompensieren. Das heißt aber auch: Eine Schwächephase der Exporte nach China im Jahr 2015 und möglicherweise darüber hinaus hat – solange die Exporte nach Europa mit ähnlicher Rate wie 2014 zunehmen – keine so dramatischen Auswirkungen wie angenommen. Nimmt man als unwahrscheinliches Worst-Case Szenario eine Schrumpfung der deutschen Exporte nach China um 10 Prozent an, würden die deutschen Exporte für sich genommen um rund 7,5 Mrd. Euro abnehmen. Bei gleicher Wachstumsrate der deutschen Exporte in die EU-15 (EU-28) steigen die deutschen Exporte dagegen um gut 21 (35) Mrd. Euro.

**Tabelle 2** Deutsche Warenexporte nach China und Europa

Anteile in Prozent an deutschen Gesamtexporten in die Welt															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
China	1,6	1,9	2,2	2,7	2,9	2,7	3,1	3,1	3,5	4,6	5,7	6,1	6,1	6,1	6,6
EU-15	56,5	55,1	54,5	55,7	55,3	54,6	53,0	53,4	51,4	51,6	49,0	47,8	45,6	45,4	45,6
EU-28	64,9	63,9	63,7	65,2	64,9	64,6	63,9	65,0	63,6	62,6	60,3	59,5	56,9	57,1	57,9
Wachstum ggü Vj. in Prozent															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
China		28,1	20,2	25,4	14,9	0,8	28,1	10,1	14,0	9,5	44,0	20,6	3,0	0,7	11,7
EU-15		4,2	0,9	4,2	9,5	5,3	9,8	9,9	-1,7	-18,2	12,5	8,7	-1,4	-0,4	4,1
EU-28		5,1	1,7	4,5	9,5	6,2	11,9	11,1	-0,2	-19,6	13,9	10,0	-1,2	0,2	5,4
Wachstum absolut in Mrd. Euro															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
China		2,7	2,5	3,7	2,7	0,2	6,0	2,7	4,2	3,2	16,4	11,1	2,0	0,5	7,9
EU15		14,2	3,2	15,0	35,0	21,4	41,7	46,6	-8,7	-91,8	51,6	40,4	-7,2	-2,0	20,5
EU-28		19,6	6,9	18,6	41,3	29,4	60,1	62,7	-1,0	-122,6	70,0	57,0	-7,3	1,0	33,6

Quelle: Eurostat, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

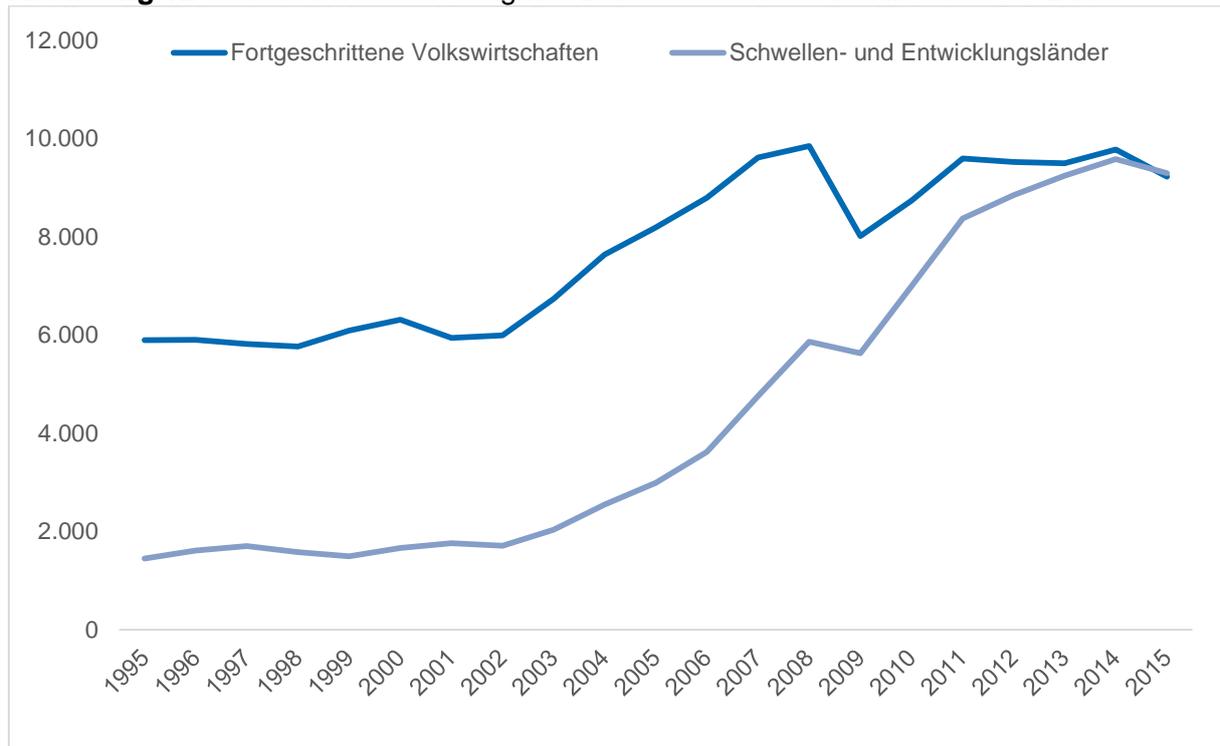
### 8. Wie entwickelt sich die globale Investitionstätigkeit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften?

Das Tempo der weltwirtschaftlichen Entwicklung hat im Jahresverlauf 2015 deutlich nachgelassen. Vor allem in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Wachstumserwartungen für 2015 zurückgenommen. In diesem Kontext stellt sich die Frage, ob die gegenwärtig schwächere Gangart ebenfalls zu einer spürbaren Verlangsamung der weltweiten Investitionstätigkeit führt. Dies würde eine substantielle Veränderung der weltwirtschaftlichen Lage signalisieren.

Denn die vergangenen 15 Jahre waren von einem enormen Anstieg der weltweiten nominalen Bruttoinvestitionen gekennzeichnet. Vor allem in den Schwellen- und Entwicklungsländern hat

sich die inländische Investitionstätigkeit nach einer langen anhaltenden Stagnationsphase in den 1990er Jahren explosionsartig vergrößert (zur Berechnung siehe Grömling, 2008). Das Investitionsvolumen stieg dort von gut 1.700 Milliarden US-Dollar im Jahr 2002 auf voraussichtlich rund 9.300 Milliarden US-Dollar im Jahr 2015 an (Abbildung 12). Auch in den fortgeschrittenen Ländern war gleichzeitig ein Anstieg von knapp 6.000 Milliarden US-Dollar auf schätzungsweise gut 9.200 Milliarden US-Dollar zu verzeichnen. Beachtlich sind die dabei eingetretenen räumlichen Verlagerungen: Entfielen zur Jahrtausendwende erst ein Fünftel der weltweiten Investitionen auf die aufstrebenden Ländern, so war es zuletzt die Hälfte.

**Abbildung 12** Globale Investitionstätigkeit: Bruttoinvestitionen in Milliarden US-Dollar



Quelle: IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Abbildung 12 zeigt zudem, dass in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die nominalen Bruttoinvestitionen auf Dollar-Basis im Jahr 2015 merklich unter dem Niveau der Jahre 2007 und 2008 lagen. Der Investitionsrückgang im Gefolge der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise wurde damit noch nicht kompensiert. Vor allem die insgesamt anhaltende Investitionsschwäche in Europa beeinträchtigt die Performance der Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Aber auch die Dynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat im Jahr 2014 bereits spürbar nachgelassen. Für 2015 ist sogar ein Rückgang zu erwarten. Die allgemeine Verunsicherung in wichtigen Schwellenländern hinsichtlich der wirtschaftlichen und politischen Institutionen, aber auch die zuletzt fallenden Rohstoffeinnahmen der rohstoffreichen Länder haben die Investitionsneigung in den aufstrebenden Ländern gedämpft – zur Bedeutung der Rohstoffländer für die globalen Investitionen siehe Grömling (2014).

Tabelle 3 zeigt vor diesem Hintergrund die Entwicklung der preisbereinigten Bruttoanlageinvestitionen in einer Reihe von Volkswirtschaften. Dabei wird das Volumen vom 1. Halbjahr 2015 dem gleichen Vorjahreszeitraum 2014 sowie den Jahresdurchschnitten für 2008 und 2009 gegenüber gestellt. Damit soll zum einen die aktuelle Dynamik und zum anderen die Entwicklung gegenüber dem Vorkrisenniveau und dem Krisenjahr 2009 dargestellt werden.

- Im Vorjahresvergleich zeigt sich ein recht heterogenes Bild: in knapp einem Drittel der Länder lagen die realen Investitionen im ersten Halbjahr 2015 unter dem Vorjahreswert. In Kanada, Chile und Norwegen dürfte dies an den stark gefallen Rohstoffpreisen liegen, die in diesen Ländern eine hohe makroökonomische Bedeutung haben. In Frankreich waren die Investitionen ebenfalls rückläufig, während sie in Italien stagnierten und in Deutschland allenfalls moderat zulegten. Dagegen konnten die anderen großen westeuropäischen Länder Großbritannien und Spanien merkliche Zuwächse verbuchen.

In der Hälfte der hier betrachteten Länder lagen die Investitionen in den ersten sechs Monaten dieses Jahres noch unter dem Niveau des Jahres 2008. Erhebliche Abstände zeigen sich vor allem in den europäischen Krisenländern Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Island. Der Vergleich mit 2008 dürfte insofern eingeschränkt sein, weil im Vorfeld der Krise in diesen Ländern eine überzogene Investitionstätigkeit stattgefunden hat. Auch Slowenien ist noch weit von dem damaligen Investitionsniveau entfernt. Merkliche Lücken bestehen zudem in den Niederlanden, Finnland und Dänemark.

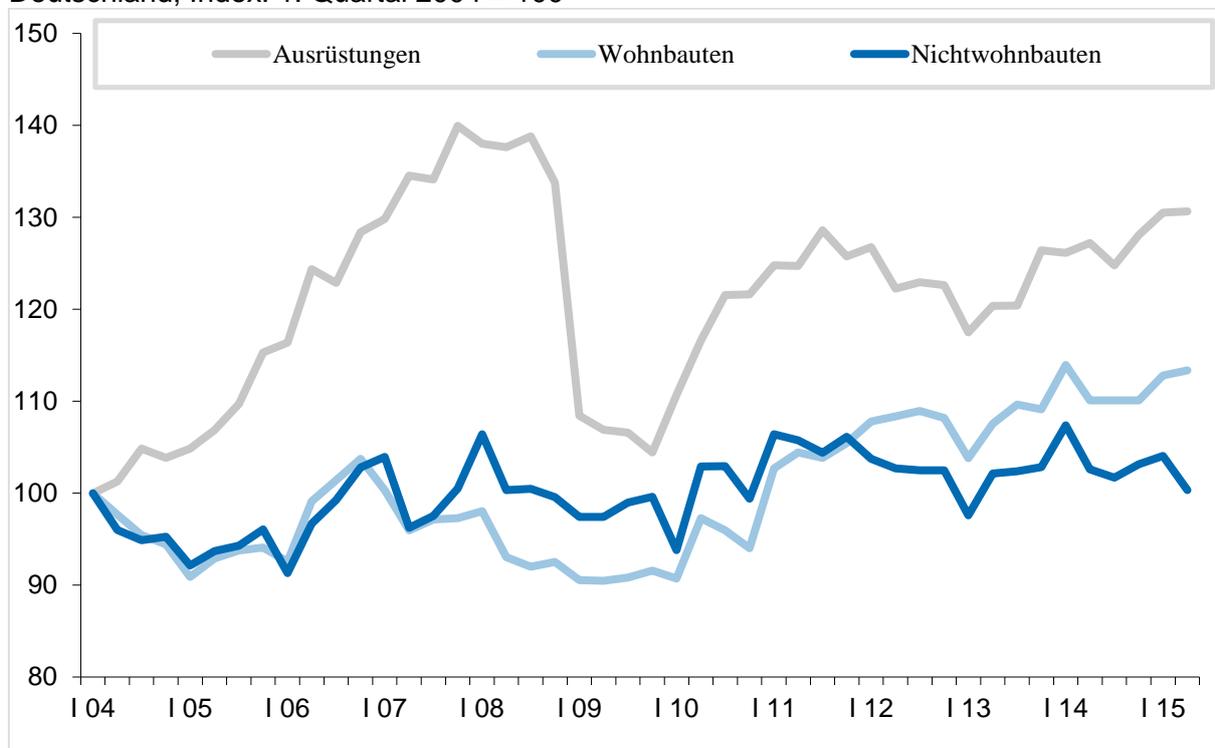
**Tabelle 3** Investitionen im internationalen Vergleich: Veränderung der realen Bruttoanlageinvestitionen im ersten Halbjahr 2015 gegenüber ... in Prozent

	2008	2009	1. Halbjahr 2014
Australia	12,6	14,4	-3,4
Austria	-3,0	4,6	-1,2
Belgium	3,4	11,5	6,6
Canada	6,8	20,6	-1,3
Chile	19,9	36,4	-2,5
Czech Republic	-7,9	2,1	4,5
Denmark	-13,0	1,5	1,2
Finland	-19,5	-7,9	-3,3
France	-7,2	2,1	-1,1
Germany	5,5	17,3	1,2
Greece	-62,5	-56,8	5,1
Hungary	-8,0	0,2	0,7
Iceland	-30,8	32,6	19,4
Ireland	-2,6	17,2	21,9
Israel	25,3	28,8	-2,5
Italy	-26,9	-18,8	0,1
Japan	-0,6	10,9	-1,1
Korea	16,1	15,7	2,3
Mexico	8,3	19,3	5,4
Netherlands	-10,2	-1,0	10,2
New Zealand	20,3	36,5	2,7
Norway	4,4	12,0	-4,0
Poland	23,1	25,1	8,2
Portugal	-33,2	-27,7	6,6
Slovak Republic	-3,2	19,1	8,4
Slovenia	-38,3	-20,9	-0,2
Spain	-29,1	-14,7	6,1
Sweden	9,1	25,9	5,4
Switzerland	8,0	16,8	1,5
Turkey	30,6	61,3	5,1
United Kingdom	8,8	27,1	4,9
United States	5,6	21,4	3,6

Quellen: OECD; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Deutschland kann in diesem Vergleich allenfalls eine mittelmäßige Investitionsperformance aufweisen, obwohl das gesamtwirtschaftliche Bild von Deutschland vergleichsweise günstig ausfällt. Der insgesamt mit einem positiven Vorzeichen versehene Vergleich mit dem Vorjahr und dem Jahr 2008 liegt vor allem an der guten Entwicklung beim Wohnungsbau. Dieser wird begünstigt von den niedrigen Zinsen und der Neubewertung von Immobilien als Anlagegut. Beim Nichtwohnungsbau, der den Wirtschaftsbau und den öffentlichen Bau umfasst, ist dagegen nur eine mittlerweile rund eine Dekade anhaltende Seitwärtsbewegung zu beobachten. Auffällig ist die seit dem Jahr 2010 richtungslose Investitionstätigkeit in neue Ausrüstungen (Abbildung 13). Die zeitweise einsetzenden Erholungsphasen wurden bislang immer wieder unterbrochen, sodass sich im mittelfristigen Betrachtungswinkel allenfalls eine Stagnation erkennen lässt. Das gegenwärtige Investitionsniveau ist dabei noch deutlich von den Volumina der Jahre 2007 und 2008 entfernt.

**Abbildung 13** Investitionen in Deutschland Saison-, arbeitstäglich und preisbereinigte Werte für Deutschland; Index: 1. Quartal 2004 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

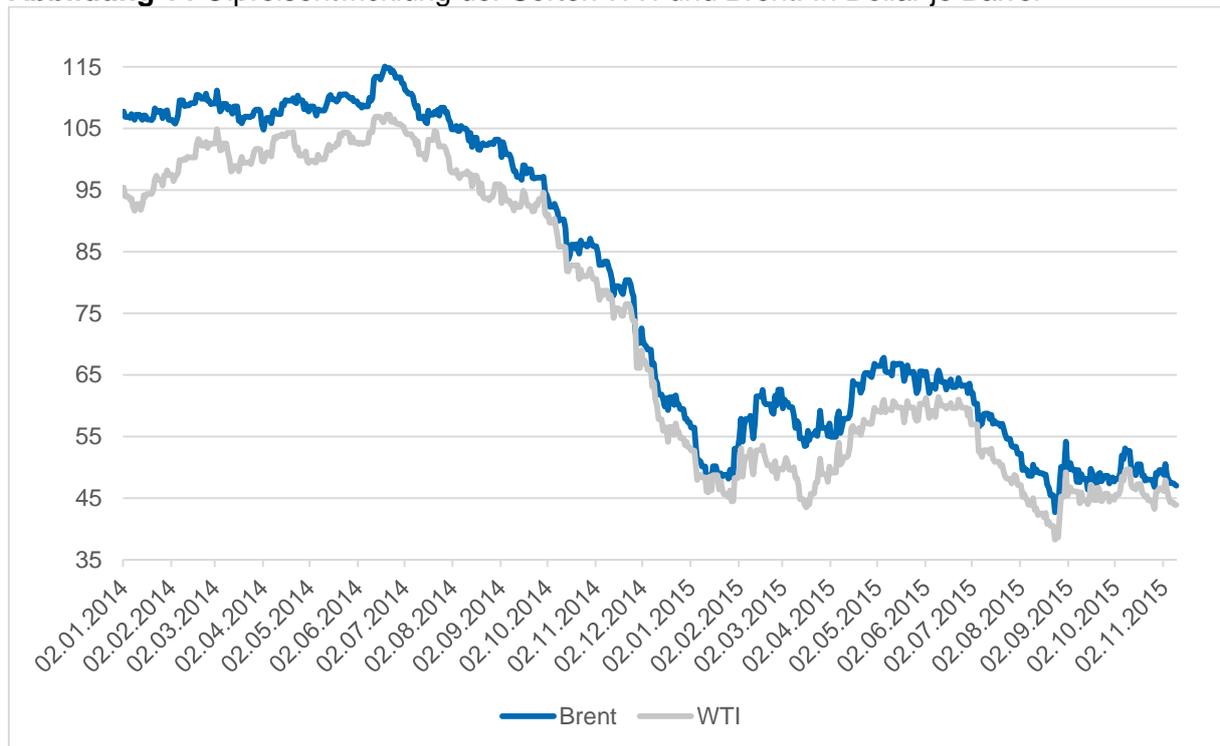
Den enormen geldpolitischen Impulsen gelingt es auch mit Blick auf Deutschland nicht, die Zurückhaltung der Unternehmen zu brechen. Die Staatsschulden- und Strukturkrise in Europa und nunmehr die schwächere Expansion in den Schwellen- und Entwicklungsländern beeinträchtigen die Investitionsanreize in Deutschland. Auch die wirtschaftspolitischen Weichenstellungen – zum Beispiel in der Energiepolitik – tragen ihren Teil dazu bei (Bardt et al., 2015).

## Inlandskonjunktur

### 9. Wie wirkt sich der niedrige Ölpreis auf die deutsche Konjunktur aus?

Im August hat der Ölpreis einen neuen Tiefststand erreicht (Abbildung 14): Bei WTI waren es nur noch 38,18 US-Dollar je Fass am 24. August 2015 und das Nordseeöl Brent wurde mit 44,24 Dollar je Barrel gehandelt. Der Ölpreisrückgang ging einher mit dem deutlichen Kursrutsch an den chinesischen Börsen. Schon im Juli war die tägliche Ölförderung in China von 10,601 Millionen Barrels/Tag im Vormonat auf 10,148 Millionen Barrels/Tag zurückgegangen. Die Ölimporte Chinas sind im August im Vergleich zum Vormonat um mehr als 13 Prozent gesunken.

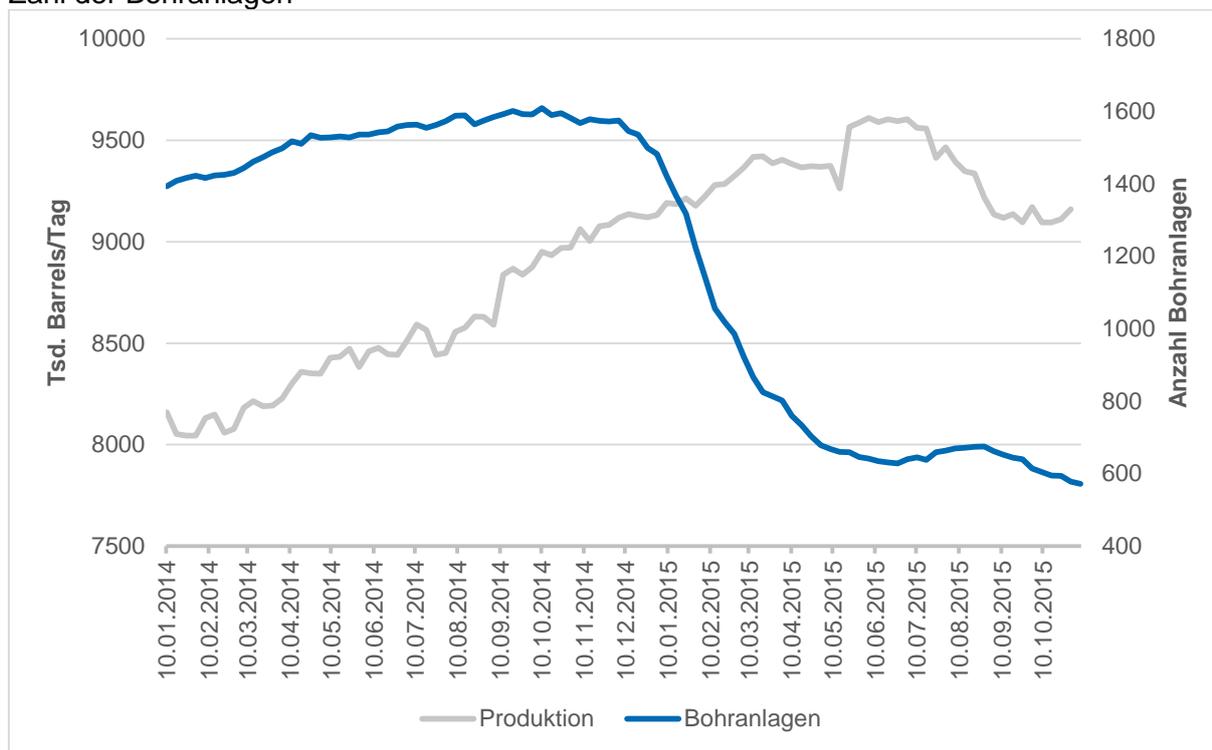
**Abbildung 14** Ölpreisentwicklung der Sorten WTI und Brent: In Dollar je Barrel



Quelle: Bloomberg

Für viele US-amerikanische Ölproduzenten sind die aktuellen Preise nicht mehr wirtschaftlich. Ihre Verkäufe gehen deutlich zurück, während die Verschuldung massiv ansteigt. Dementsprechend werden kaum mehr neue Bohranlagen erschlossen, so dass auch die über lange Zeit ansteigende Fördermenge inzwischen leicht zurückgeht (Abbildung 15).

**Abbildung 15** Ölförderung und Zahl der Bohranlagen in den USA: In Tausend Barrels pro Tag / Zahl der Bohranlagen



Quelle: Bloomberg

Die Analysten der U.S. Energy Information Administration (EIA) haben ihre Erwartungen bezüglich der Ölpreisentwicklung gegenüber den Vormonaten deutlich nach unten korrigiert. Sie erwarten für die Nordsee-Sorte Brent einen durchschnittlichen Barrelpreis von 54 Dollar in 2015 und 59 Dollar in 2016. Der WTI-Preis würde laut ihren Erwartungen etwa 5 Dollar pro Fass darunter liegen.

Der niedrige Ölpreis dürfte im Laufe des Jahres 2015 zunächst einen positiven Effekt auf die deutsche Konjunktur entfalten. Durch die Entlastung der privaten Haushalte sowie die Kostenersparnisse bei den Unternehmen in den energieintensiven Branchen kann das freiwerdende Budget für Ausgaben in anderen Bereichen Verwendung finden. Doch dieser Effekt ist ein einmaliger Niveaueffekt und der Ölpreis dürfte im Laufe des kommenden Jahres wieder leicht zulegen. Die Institute haben in der Gemeinschaftsdiagnose vom Frühjahr 2015 geschätzt, wie sich ein steigender Ölpreis auf die deutsche Konjunktur auswirken würde. In dem untersuchten Szenario unterstellen sie einen Anstieg des Ölpreises auf bis zu 88 US-Dollar je Barrel und zeigen, dass in diesem Fall das Bruttoinlandsprodukt einen Rückgang gegenüber dem Basisszenario um bis zu 0,7 Prozentpunkte verzeichnen könnte (DIW 2015b).

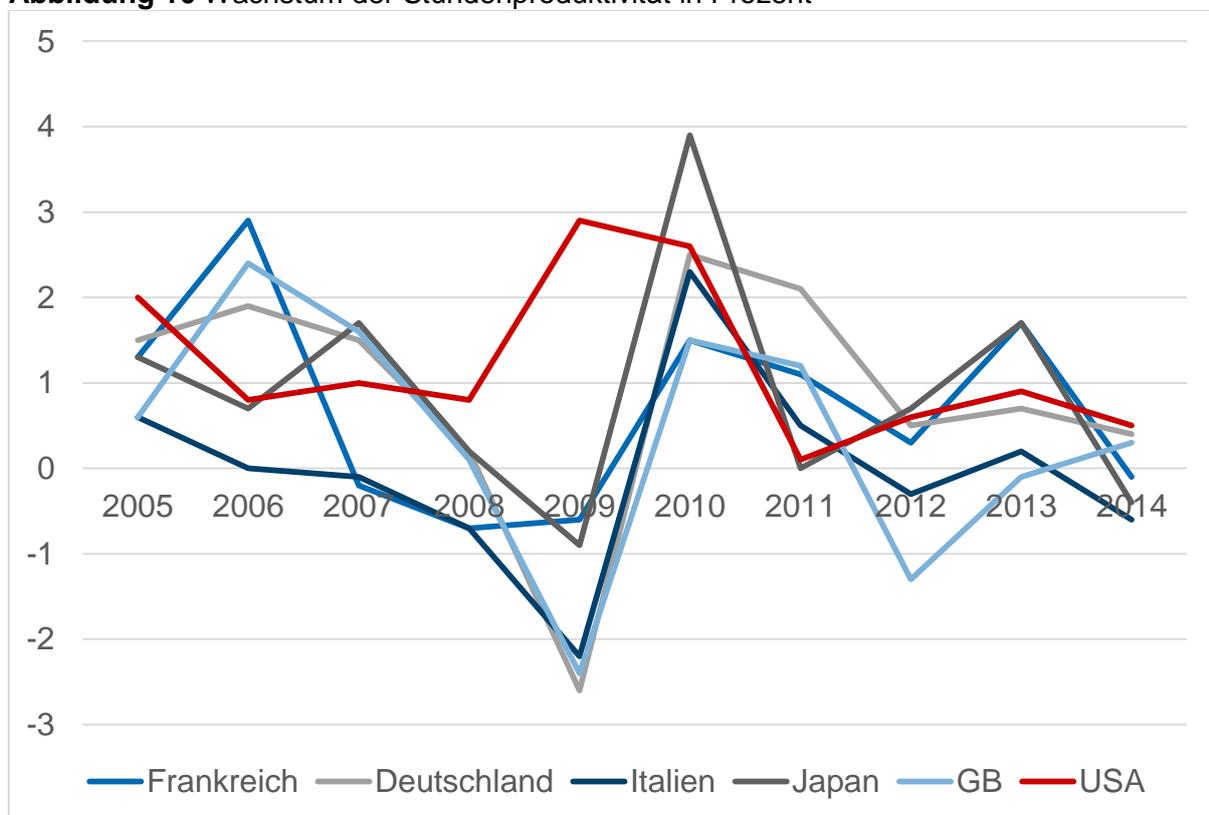
### 10. Woher kommt der anhaltende Beschäftigungsboom?

Das Wachstum der Erwerbstätigkeit speist sich erstens aus einer konjunkturbedingt anhaltend hohen Arbeitskräftenachfrage der Betriebe. Zweitens ist jedoch auch feststellbar, dass die Beschäftigungsintensität des BIP-Wachstums zugenommen hat. Dies ist keine Frage der Verteilung von vorhandener Arbeit auf mehr Köpfe, sondern kann auch für die Entwicklung des Arbeitsvolumens festgestellt werden. Die Kehrseite ist eine schwache Entwicklung der Arbeitsproduktivität – ob auf pro-Kopf oder Stundenbasis – in den letzten Jahren. Dafür kann es verschiedene Gründe geben:

- Die zunehmende Integration von Randanbietern in den Arbeitsmarkt.
- Es sind viele Stellen in Branchen entstanden, in denen die gemessene Wertschöpfung gering ist (z.B. soziale Dienstleistungen).
- Die Betriebe horten Arbeitskräfte in Erwartung zukünftiger Fachkräfteengpässe.
- Die Betriebe investieren personell in neue Technologien, deren Erträge noch nicht zum Tragen kommen.
- Die Produktion neuartiger Güter wird statistisch unzureichend erfasst.
- Die Diffusion arbeitssparender Innovationen gelingt nur unzureichend.

Da die Abschwächung des Produktivitätswachstums keine Besonderheit der deutschen Volkswirtschaft ist, sondern in mehreren OECD-Ländern beobachtet werden kann (Abbildung 16), sind Erklärungsmuster, die auf speziell deutschen Gegebenheiten basieren, weniger überzeugend.

**Abbildung 16** Wachstum der Stundenproduktivität in Prozent



Quelle: OECD

### 11. Wie ist die Beschäftigungsentwicklung im Hinblick auf den Konjunkturzyklus zu interpretieren?

Die Entwicklung der Beschäftigung ist im Allgemeinen kein geeigneter Frühindikator für die zukünftige Entwicklung des Inlandsprodukts. Eine zeitliche Korrelation existiert gewöhnlich eher in umgekehrter Reihenfolge: Die Beschäftigungsentwicklung folgt mit einer Verzögerung von einem bis zwei Quartalen der Konjunktur, da Betriebe auch aufgrund institutioneller Rigiditäten Beschäftigungspläne nur mit Verzögerung, mitunter aber auch gar nicht anpassen. Eine entsprechende vorangegangene konjunkturelle Abschwächung ist nicht erkennbar, so dass möglicherweise andere Gründe vorliegen, z.B. Angebotsknappheiten. Zu beachten ist, dass es sich lediglich um eine Abschwächung des Zuwachses an Erwerbstätigen handelt.

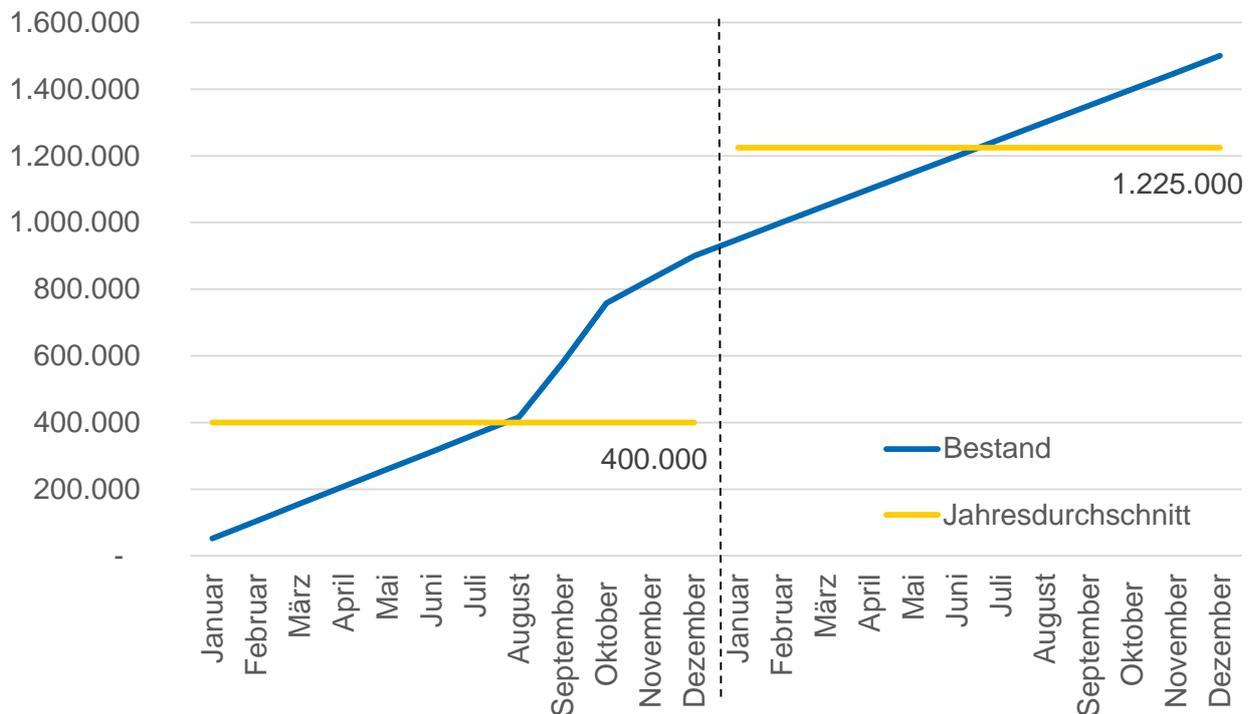
## 12. Welchen Effekt kann ein anhaltender Flüchtlingsstrom für die Sozialausgaben in Deutschland haben?

A priori lassen sich konjunkturelle Effekte des Flüchtlingszustroms nach zwei möglichen Wirkungskanälen unterscheiden:

1. Zum einen erfordert die Aufnahme der Flüchtlinge Leistungen für die Unterbringung und Versorgung der Betroffenen. Diese zusätzlichen Sozialausgaben können im Sinne eines Nachfragestimulus konjunkturpolitisch interpretiert werden. Es schließen sich Fragen zur Gegenfinanzierung an.
2. Zum anderen führt die Flüchtlingszuwanderung zu einem Angebotsschock auf dem Arbeitsmarkt, sobald ein Aufenthaltstitel die Möglichkeit zur legalen Erwerbstätigkeit eröffnet (siehe Frage 13).

Angesichts der sich beinahe täglich ändernden Nachrichtenlage ist bereits die Bezifferung der zusätzlichen Sozialausgaben mit hohen Unsicherheiten behaftet. Im Folgenden wird auf zentrale Annahmen eingegangen, die den Überlegungen zur IW-Konjunkturprognose im Herbst 2015 zugrunde gelegen haben. Diese Übung soll verdeutlichen, dass die folgenden Erörterungen nicht den Charakter einer Prognose haben können, sondern im Sinne einer Szenario-Analyse zu interpretieren sind. Stand Mitte November 2015 geht das Institut der deutschen Wirtschaft analog zu der Annahme des Gemeinschaftsgutachtens (DIW 2015a) davon aus, dass die Zahl der Flüchtlinge bis zum Jahresende 2015 auf 900.000 Personen anwächst und bis zum Ende des Jahres 2016 weitere 600.000 Flüchtlinge nach Deutschland kommen werden. Aufgrund der Konzentration des Zustroms im Herbst 2015 ergibt sich eine jahresdurchschnittliche Anzahl von gut 400.000 Personen, die der weiteren Kostenschätzung zugrunde gelegt werden kann. Statistisch ergibt sich dabei ein Überhang, so dass die jahresdurchschnittliche Zahl der 2016 zu versorgenden Flüchtlinge auf 1,225 Millionen Personen steigt, obwohl im Jahresverlauf annahm gemäß lediglich 600.000 Personen hinzukommen. Am Jahresende 2016 wird ein Bestand von 1,5 Millionen Flüchtlingen erreicht (Abbildung 17).

Abbildung 17 **Der Flüchtlingsstrom**  
Bestand nach Monaten und Jahresdurchschnitte 2015 und 2016



Flüchtlingszahlen: bis einschließlich Oktober 2015 laut Bundesamt für Migration und Flüchtlinge, ab November 2015 IW-Annahme.

Quellen: Bamf, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Ohne zwischen Asylbewerberleistungsrecht und dem Status des Hartz IV-Bezugs weiter zu differenzieren, unterstellt die Simulation monatliche Kosten der Unterbringung und Versorgung eines Flüchtlings von 1.000 Euro. Dieser Satz liegt deutlich über dem Regelsatz für Hartz IV zuzüglich durchschnittlicher Kosten für Wohnen sowie dem Beitrag des Trägers zur Gesetzlichen Krankenversicherung. Dies wird damit begründet, dass bei der Versorgung der Flüchtlinge jedwede Anrechnung von eigenem Einkommen oder Vermögen annahmegemäß entfällt und aufgrund der örtlichen Konzentration des Flüchtlingsaufkommens auch die Kosten des Wohnens deutlich höher ausfallen können als bislang im Bundesdurchschnitt ausgewiesen.

In Ermangelung grundlegender Daten wird des Weiteren unterstellt, dass im Jahr 2015 zusätzliche Aufwendungen in Höhe von 1 Milliarde Euro für Integrationsleistungen wie Sprachkurse und Berufsqualifizierung getätigt werden, in 2016 insgesamt 5 Milliarden Euro. Dieser Anstieg wird damit begründet, dass sowohl der Aufbau der entsprechenden Infrastruktur etwa für Bildungsangebote Zeit benötigt, als auch die Bearbeitung der Asylanträge aus dem Jahr 2015 sich bis ins Folgejahr erstreckt, so dass erst 2016 die entsprechenden Leistungen systematisch nachgefragt werden.

Gleichzeitig unterstellt die Simulation, dass nicht mehr als 100.000 Flüchtlinge im Jahresdurchschnitt 2016 erwerbstätig sein werden – mit im Jahresverlauf ansteigender Tendenz (siehe Frage 13). Dabei wird angenommen, dass die Erwerbseinkommen hinreichend hoch sind, so dass zumindest für die erwerbstätigen Personen ein Bezug von Grundsicherungsleistungen entfällt.

Unter diesen Annahmen ist im Jahr 2015 mit Kosten des Flüchtlingsstroms von insgesamt 6 Milliarden Euro zu rechnen. Annahmegemäß ist damit ein Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 5 Milliarden Euro verbunden, als insgesamt rund 200.000 Flüchtlinge nach Deutschland kamen. Aufgrund der Konzentration des Zustroms im Jahr 2015 auf den Herbst und bei einer durchschnittlichen Bearbeitungsdauer eines Asylantrags von 6 Monaten wird pauschal unterstellt, dass diese Summe als Vorleistungskäufe anfällt, sich also das Aggregat des privaten Konsums in diesem Jahr noch nicht durch die zusätzlichen Leistungen erhöht.

In 2016 verursacht demnach die Unterbringung, Versorgung und Integration der dann in Deutschland lebenden Flüchtlinge einen Aufwand von insgesamt 19 Milliarden Euro – 13 Milliarden Euro mehr als im Vorjahr. Bei der Aufteilung auf den Staatssektor und den privaten Konsum ist nun aber eine Annahme darüber zu treffen, wie viele der Flüchtlinge aus dem Regelungskreis des Asylbewerberleistungsgesetzes überwechseln in den Hartz IV-Bezug. In Ermangelung validierbarer Daten wird unterstellt, dass im Jahr 2016 rund 7 Milliarden Euro als monetäre Sozialleistungen im Rahmen von Hartz IV ausgegeben werden, die damit zusätzlich in das Aggregat des privaten Konsums fließen. 12 Milliarden Euro fließen in Vorleistungskäufe und soziale Sachleistungen und erhöhen diese damit aggregiert um etwa 6 Milliarden Euro gegenüber dem Vorjahresniveau.

In einer ersten Runde erhöhen die zusätzlichen Sozialleistungen die Ausgaben des Staates und mindern damit *ceteris paribus* den bis dahin in Aussicht stehenden positiven Finanzierungssaldo des Gesamtstaates. Damit verbunden stellen sich aus konjunkturpolitischer Sicht zwei Fragen: Ob und in welchem Ausmaß vermögen die zusätzlichen Ausgaben einen nachfrageseitigen Impuls zu setzen? Und welche konjunkturpolitisch relevanten Effekte folgen aus den verschiedenen Optionen der Gegenfinanzierung?

Zusätzliche Ausgaben von 5 Milliarden Euro im Jahr 2015 erhöhen die Vorleistungskäufe des Staates um knapp 4 Prozent. Die gesamten Staatsausgaben wachsen dadurch in einer ersten Runde *ceteris paribus* um etwa 0,4 Prozent – insgesamt also ein eher geringer nachfrageseitiger Impuls. Relevanter erscheint dagegen die Entwicklung im Jahr 2016, wenn sich die auf den Flüchtlingszustrom zurückzuführenden Ausgaben nochmals um 13 Milliarden Euro erhöhen. Die Vorleistungskäufe und sozialen Sachleistungen des Staates steigen insgesamt um zusätzliche 6 Milliarden Euro. Weitere 7 Milliarden Euro fließen über die monetären Sozialleistungen in den privaten Konsum. Gleichwohl ist auch hier der Effekt eher gering angesichts eines Gesamtvolumens des privaten Konsums von über 1,6 Billionen Euro.

Unabhängig von dem Volumen bleibt aber fraglich, ob sich dieser Impuls mit den sonst üblicherweise unterstellten Multiplikator-Effekten auf die reale Volkswirtschaft übertragen wird. Denn überall dort, wo der nachfrageseitige Impuls auf einen Markt mit hoch ausgelasteten Produktionskapazitäten trifft, drohen Substitutions- und/oder Preiseffekte. Im ersten Fall würde der zusätzliche Staatskonsum die private Wirtschaftstätigkeit verdrängen, im zweiten Fall droht der nachfrageseitige Impuls in einem Preisniveauanstieg zu verpuffen. Plausibel erscheinen beide Effekte zum Beispiel im Bereich des Mietwohnungsbaus, wo die zusätzliche Nachfrage auf ein kurzfristig relativ preisunelastisches Angebot trifft. Selbst wenn es gelänge, entsprechend der zusätzlichen Nachfrage neue Bauflächen kurzfristig auszuweisen, benötigt die Bauwirtschaft Vorlauf, um Produktionskapazitäten im erforderlichen Maße aufzubauen. Die Verknappung auf dem Wohnungsmarkt droht dann aber in Preiseffekten zu verpuffen, die etwa in Ballungsräumen bei der Entwicklung von lokalen Hotelpreisen im niedrigklassigen Segment beobachtet werden kann.

Zu Klarstellung: Auch wenn Substitutions- und Preiseffekte den Impuls kaum vollständig eliminieren werden, so wiegen diese Gegenargumente angesichts eines ohnehin relativ geringen Volumens schwer. Bei der Beurteilung muss aber darauf hingewiesen werden, dass dieser

nachfrageseitige Impuls nicht etwa einer konjunkturpolitischen Begründung folgt. Vielmehr beruht der Impuls auf einer humanitär motivierten Hilfestellung der deutschen Gesellschaft und entsteht nur als unbeabsichtigtes Nebenprodukt. Abstrahiert man von dem humanitären Hintergrund und unterstellt eine fiktive Welt ohne Flüchtlinge, dann aber wäre ein nachfrageseitiger konjunkturpolitischer Stimulus aufgrund des derzeit robusten privaten Konsums kaum zu empfehlen.

In der Folge stellt sich schließlich die Frage, wie sich die Art der Gegenfinanzierung auf die Konjunktur auswirken kann. Angesichts der aktuell günstigen Einnahmenentwicklung befindet sich der Staat in der komfortablen Position, die zusätzlichen Ausgaben aus den laufend anfallenden Überschüssen des Gesamtstaates finanzieren zu können. Damit erfolgt eine Finanzierung auf Kosten einer ansonsten möglichen Schuldentilgung, die nun in die fernere Zukunft verschoben werden muss. Diese Option fällt aber angesichts des Niedrigzinsumfeldes mit überschaubaren Kosten ins Gewicht, auch wenn damit im Grundsatz eine intergenerative Lastenverschiebung angelegt ist.

Gleichwohl stehen dieser Verlagerung Chancen entgegen, die mit einer Arbeitsmarktintegration der Flüchtlinge einhergehen. Gelingt die Integration zügig, dann wird damit nicht nur das Potenzialwachstum auf einen höheren Pfad gehoben, das Potenzial selber wird auch ausgeschöpft. Diese Integrationsrendite fällt umso höher aus, je schneller und effektiver die Maßnahmen zur Eingliederung in das Arbeitsleben greifen. Damit können die Belastungen auf der Ausgabenseite tendenziell sinken und ceteris paribus bereits mittelfristig höhere Schuldentilgungsraten realisiert werden.

Alternativ wird in der Öffentlichkeit auch die Möglichkeit einer Neuverschuldung der Gebietskörperschaften diskutiert. Dies scheint insbesondere dann unvermeidbar, wenn es nicht gelingen sollte, die zusätzlichen Aufwendungen vollständig aus den ansonsten anfallenden Überschüssen zu finanzieren. Ein solcher haushaltspolitischer Kurswechsel hätte über den fiskalischen Effekt hinaus vor allem Signalwirkung, verstieße dieser Weg doch gegen zahlreiche politische Vorankündigungen der jüngeren Vergangenheit. Sollte also ein negativer Finanzierungssaldo drohen, ist darauf zu verweisen, dass grundsätzlich auch die Möglichkeit besteht, andere, insbesondere konsumtive Staatsausgaben aufzuschieben oder einzusparen – entsprechend der veränderten politischen Prioritäten. Der Bund will eine Neuverschuldung im kommenden Jahr im Zweifelsfall dadurch verhindern, dass Überschüsse aus dem laufenden Jahr als Rücklage im Jahr 2016 dienen sollen. Dies würde technisch ein Umgehen neuer Kredite bedeuten. Allerdings kann der Überschuss aus dem laufenden Jahr nicht vollständig zur Schuldentilgung verwendet werden.

Über den konjunkturpolitischen Fokus hinaus stellt sich die Frage nach den mittelfristigen Belastungen, die sich aus dem Flüchtlingszustrom für die Gesetzliche Krankenversicherung (GKV) ergeben. Dies könnte bereits im Jahresverlauf 2016 relevant werden, wenn eine namhafte Anzahl von Flüchtlingen in den Regelungskreis des SGB II wechseln wird. Diese Personen werden dann in der GKV versichert, wobei die Träger für die betroffenen Personen pauschale statt einkommensabhängige Beiträge entrichten. Fraglich ist, ob es dabei zu einer Unterdeckung der tatsächlich auftretenden Behandlungskosten kommt und in der Folge entweder Beitragssatzanpassungen oder alternativ Steuerzuschüsse notwendig werden, die sich zunächst direkt auf konjunkturpolitisch relevante Aggregate wie den inländischen Konsum auswirken, in der Folge aber auch Anpassungsreaktionen auf dem Arbeitsmarkt nach sich ziehen können.

Zur Klärung dieser Frage fehlen bislang belastbare Daten. Eine grobe Schätzung könnte allenfalls gelingen, wenn die zu erwartenden Ausgaben anhand der altersabhängigen Durchschnittsausgaben der gesetzlichen Versichertengemeinschaft berechnet werden, die das Bun-

desversicherungsamt im Rahmen des morbiditätsorientierten Risikostrukturausgleichs ausweist. Da die altersabhängigen Durchschnittsausgaben mit dem Lebensalter deutlich ansteigen, die Altersstruktur der Flüchtlinge derzeit jedoch nach den bislang vorliegenden Informationen relativ jung ist, kann zunächst von relativ geringen Behandlungsausgaben für Flüchtlinge ausgegangen werden. Im Durchschnitt aller gesetzlich Versicherten würde unter diesem Einfluss der Ausgabendurchschnitt insgesamt sogar sinken.

Einschränkend ist allerdings darauf hinzuweisen, dass bislang wenig darüber bekannt ist, ob das Ausgabenprofil der bisherigen Versichertengemeinschaft auf die Flüchtlinge übertragen werden kann. Unsicherheiten bestehen zum einen hinsichtlich der Frage, ob sich die Bevölkerung der verschiedenen Herkunftsländern hinsichtlich ihrer gesundheitlichen Prädispositionen von der bisherigen inländischen Versichertengemeinschaft unterscheidet. Außerdem lässt sich noch nicht abschätzen, welchen Einfluss traumatische Erfahrungen der Flucht auf Behandlungsbedarf und Nachfrageverhalten der Flüchtlinge haben werden. Schließlich bleibt abzuwarten, ob und wie sich mit dem möglichen Nachzug von Familienangehörigen die Altersstruktur der neuen Bevölkerungsgruppe verändert.

Ob aus den Gesundheitsausgaben für Flüchtlinge am Ende tatsächlich auch fiskalische Belastungen der Versichertengemeinschaft oder der Gemeinschaft der Steuerzahler entstehen, hängt vor allem davon ab, mit welchem Erfolg die Flüchtlinge auf dem Arbeitsmarkt integriert werden. Umso mehr sei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, dass die mit der Flüchtlingsaufnahme verbundenen ökonomischen Abwägungen stets unter dem übergeordneten Motiv der humanitären Hilfestellung stehen.

### **13. Welche möglichen Folgen hat die Flüchtlingszuwanderung für den deutschen Arbeitsmarkt?**

Da es kaum eine historisch vergleichbare Situation gibt und empirische Erkenntnisse, auf deren Grundlage die Arbeitsmarktwirkung der gegenwärtigen Flüchtlingsmigration abgeschätzt werden könnte, Mangelware sind, muss vielfach mit Annahmen gearbeitet werden. Angenommen wird, dass in diesem Jahr – zusätzlich zu den übrigen Migrationstatbeständen – in der Summe 900.000 und im nächsten Jahr 600.000 Flüchtlinge einreisen werden. Die genaue unterjährige Verteilung ist unbekannt. Das Bundesamt für Migration und Flüchtlinge weist lediglich für den Oktober eine Zahl von 181.000 und für den Zeitraum Januar bis Oktober eine Zahl von 758.000 Registrierungen aus (BAMF 2015a). Mithin ist davon auszugehen, dass die Zuwanderung in der zweiten Jahreshälfte höher ausfällt. Für das kommende Jahr wird angenommen, dass sich die Zugänge über das Jahr gleichverteilen.

Weiterhin wird angenommen, dass von den 2015 einreisenden Flüchtlingen 60 Prozent und von den 2016 Einreisenden 80 Prozent als Asylbewerber anerkannt werden und einen Aufenthaltstitel erhalten, was Voraussetzung für die uneingeschränkte Teilnahme am Arbeitsmarkt ist. Die Statistik der Asylanträge, die gegenüber den Registrierungen aufgrund der Überlastung der Behörden verzögert ist, weist für den Zeitraum Januar bis September 2015 einen Anteil von 42 Prozent aus, der aus den Kriegs- und Krisenländern Syrien, Irak, Afghanistan, Eritrea und Pakistan eingereist ist und die mit hoher Wahrscheinlichkeit als Asylbewerber anerkannt werden. Im Monat September lag dieser Wert bereits bei 59 Prozent (BAMF 2015b). Es ist somit davon auszugehen, dass der Anteil der Bürgerkriegsflüchtlinge mit hoher Bleibewahrscheinlichkeit weiter zunimmt, da die Zuwanderung aus den Westbalkanländern – insbesondere aus dem Kosovo – tendenziell abnimmt. Auf Basis der Asylanträge 2014 (BAMF 2014) wird ferner angenommen, dass 70 Prozent der Flüchtlinge im erwerbsfähigen Alter von 15 bis 64 Jahren sind

und somit theoretisch am Arbeitsmarkt teilnehmen könnten. Für die Abschätzung der Eintritte in den Arbeitsmarkt wird letztlich angenommen, dass ein Zeitraum von sechs Monaten zwischen Registrierung und Erhalt eines Aufenthaltstitels und damit dem Eintritt in den Arbeitsmarkt liegen. Die in diesem Jahr einreisenden Flüchtlinge werden mithin zu einem großen Teil erst im nächsten Jahr auf dem Arbeitsmarkt aktiv werden können. Damit wird einerseits von den rechtlichen Möglichkeiten abstrahiert, unter bestimmten Voraussetzungen bereits nach drei Monaten auch ohne Aufenthaltstitel erwerbstätig zu werden, andererseits dürfte allein für die Anerkennung von Ausbildungsabschlüssen weitere Wartezeit einzukalkulieren sein.

Aus den oben skizzierten Annahmen ergibt sich für das Jahr 2016 eine Anzahl von jahresdurchschnittlich 390.000 Flüchtlingen, die zusätzlich als potenzielle Anbieter auf dem Arbeitsmarkt auftreten, während es 2015 mit weniger als 40.000 noch eine zu vernachlässigende Größe ist. Wird zusätzlich berücksichtigt, dass voraussichtlich nicht alle Personen im erwerbsfähigen Alter auf dem Arbeitsmarkt aktiv werden, ergibt sich unter Annahme einer Erwerbsquote von 80 Prozent ein zusätzliches, durch die Flüchtlinge induziertes Arbeitskräfteangebot von jahresdurchschnittlich 30.000 in diesem und weiteren 318.000 im nächsten Jahr. Diesen gering erscheinenden Durchschnittszahlen steht indes eine beträchtliche Dynamik gegenüber. So ergibt sich für das Jahresende 2016 bereits eine aus beiden Jahren kumulierte Flüchtlingszahl auf dem Arbeitsmarkt von 540.000.

Es stellt sich die Frage, wie vielen dieser zusätzlichen Anbieter von Arbeit kurzfristig die Integration in Arbeit gelingt. Dies hängt von einer Reihe von Faktoren ab, vor allem der Qualifikation der Flüchtlinge sowie der Arbeitskräftenachfrage in den entsprechenden Teilarbeitsmärkten. Auswertungen von Mikrodaten erlauben Aussagen über die Qualifikationsstruktur von Einwanderern aus früheren Jahren. Demzufolge hat knapp ein Fünftel der nach 1985 zugewanderten Flüchtlinge einen Hochschulabschluss, während über die Hälfte über keinen berufsqualifizierenden Abschluss verfügt (Geis/Orth 2015, 21). Auf Basis des Mikrozensus ermittelt Brücker (2015, 5) sogar einen Akademikeranteil von 39 Prozent unter den Neuzuwanderern – es kann dabei allerdings nicht zwischen Flüchtlingen und sonstigen Zuwanderern differenziert werden. Es ist indes fraglich, inwieweit diese Befunde auf die gegenwärtigen Zuwanderer übertragbar sind. Neue Daten auf Basis von Umfragen in den Flüchtlingslagern in der Türkei sowie auf Basis von Daten zur Bildungsstruktur in den wichtigsten Herkunftsländern deuten darauf hin, dass möglicherweise weniger als ein Zehntel der Flüchtlinge über einen Hochschulabschluss verfügen. Zwischen 11 und 16 Prozent hat Abitur bzw. einen vergleichbaren Abschluss, während der Rest eine eher einfache Schulbildung vorweist. Bei bis zu einem Fünftel ist zu befürchten, dass noch keine Alphabetisierung erfolgt ist (Battisti/Felbermayr 2015). Hinzu kommt, dass nur wenige Kenntnisse der deutschen Sprache haben dürften. In der Konsequenz wird ein Großteil der Flüchtlinge zunächst im Segment der einfachen Tätigkeiten Arbeit anbieten. Langfristig kann sich dies durch Spracherwerb, die Anerkennung vorhandener Ausbildungsabschlüsse und Investitionen in Aus- und Weiterbildung ändern.

Die Nachfrage nach Arbeitskräften im Segment der einfachen Tätigkeiten ist begrenzt. Im September 2015 standen rund 1,2 Millionen Arbeitslosen mit einem Zielberuf im Anforderungsniveau „Helfer“, das im Wesentlichen Tätigkeiten umfasst, die keine abgeschlossene Berufsausbildung voraussetzen, knapp 110.000 gemeldete offene Stellen gegenüber. Selbst wenn berücksichtigt wird, dass zu den gemeldeten Stellen nochmal eine etwa gleich große Anzahl ungemeldeter Stellen hinzukommen (vgl. IAB 2015), ist bereits ohne Flüchtlinge von einem erheblichen Überschussangebot auszugehen. Vor diesem Hintergrund müssen die Integrationschancen der Flüchtlinge vorerst zurückhaltend beurteilt werden. Battisti/Felbermayr (2015) ermitteln auf Basis des Sozio-ökonomischen Panels für 2013 unter den seit 2007 eingewanderten Personen aus nicht-westlichen Ländern einen Anteil von 53 Prozent, der über ein Arbeitseinkommen verfügt. Die Rahmenbedingungen waren in diesem Zeitraum allerdings günstiger als gegenwärtig, da es seinerzeit keinen vergleichbar plötzlich auftretenden Anstieg des Arbeitskräf-

teangebotes gab. Erfahrungen aus Schweden zeigen, dass die Erwerbstätigenquote im Jahr 2011 unter den in den Jahren 2008 bis 2011 Eingewanderten mit nicht mehr als schulischer Grundbildung nur 20 Prozent betrug. Anhand des Verlaufs bei früheren Zuwandererkohorten ist indes zu erwarten, dass sich die Erwerbstätigenquoten in den nachfolgenden Jahren auf 35-50 Prozent erhöhen können – ohne allerdings das Niveau der Einheimischen zu erreichen (vgl. Bevelander/Irastorza 2014). Vor diesem Hintergrund wird unterstellt, dass unter den 2015 in den Arbeitsmarkt eintretenden Flüchtlingen 20 Prozent und unter den 2016 Eintretenden 25 Prozent erwerbstätig werden.

**Tabelle 4** Arbeitsmarktwirkungen der Flüchtlingsmigration

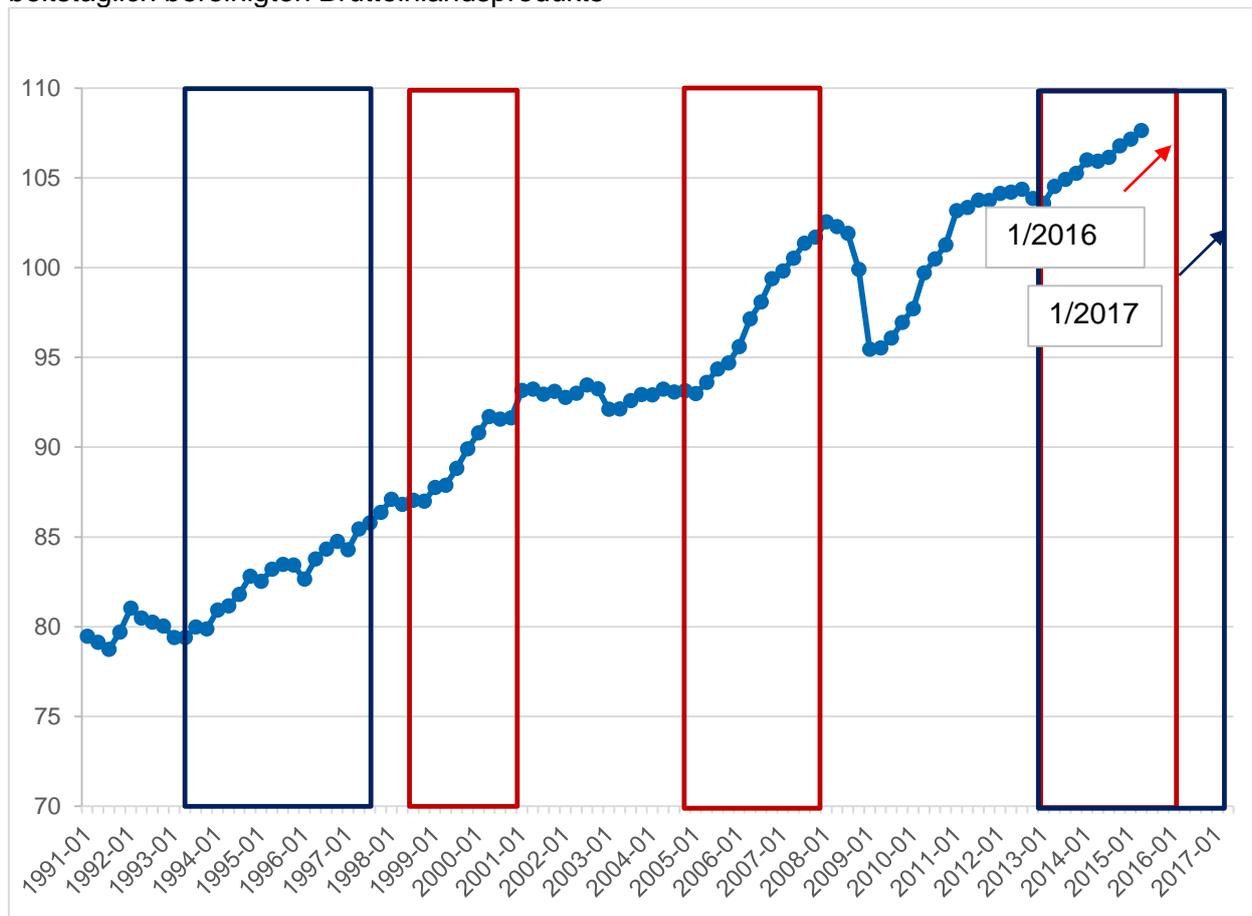
	<b>2015</b>	<b>2016</b>
	1.000 Personen	
<b>Kumulierte Bruttozuwanderung</b> (Jahressumme)	900	600
Jahresdurchschnittlicher Bestand, Veränderung gegenüber Vorjahr		
<b>Flüchtlinge</b>	410	815
<b>Erwerbspersonenpotenzial</b>	38	397
<b>Erwerbspersonen</b>	30	318
<b>Erwerbstätige</b>	6	81
<b>Erwerbslose</b>	24	237

#### 14. Wo stehen wir im Konjunkturzyklus?

Es ist erstaunlich, dass gemessen an der Entwicklung des BIP (preis-, saison- und kalenderbereinigte Quartalswerte) ein Aufschwung in Deutschland nie länger als rund vier Jahre durchgehalten hat. Das gilt für die 1970er, 1980er und 1990er Jahre für Westdeutschland und für die Zeit ab 1991 für Deutschland (siehe Abbildung; zugegebenermaßen ist die Festlegung der jeweiligen Wendepunkte nicht immer ganz einfach, insbesondere für die 1980er Jahre; zur Methodik siehe Schirwitz, 2007).

Nimmt man den Aufschwung von 1/2005 bis 1/2008 zum Maßstab, würde dem Zyklus schon Anfang 2016 langsam die Luft ausgehen, zieht man den Aufschwung von 4/1993 bis 4/1996 heran, würde er spätestens Ende 2016 an die Decke stoßen. Zu erwarten wäre vor diesem Hintergrund, dass ein neuerlicher konjunktureller Wendepunkt im Laufe der Jahres 2016 sehr wahrscheinlich ist.

**Abbildung 18** Konjunkturaufschwünge in Deutschland Entwicklung des preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigten Bruttoinlandsprodukts



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Oder gilt „this time is different“? Was könnte dem Zyklus im Laufe von 2016 neues Leben einhauchen? Impulse könnten vom anhaltenden Flüchtlingszustrom ausgehen. Die öffentliche Hand wird ihre Ausgaben im nächsten Jahr voraussichtlich um 13 Mrd. Euro steigern (6 Mrd. Euro Sachleistungen plus 7 Mrd. Euro Sozialleistungen), ohne vermutlich an anderer Stelle dafür die Ausgaben entsprechend zu kürzen. Diese Maßnahme würde folglich wie ein kleines kreditfinanziertes keynesianisches Konjunkturprogramm wirken. *Ceteris paribus* steigt dadurch die inländische Nachfrage um etwa 0,4 Prozent (weitere mögliche Multiplikatoreffekte nicht mitgerechnet und ohne Berücksichtigung gegenläufiger Preis- und Substitutionseffekte; siehe Frage 13). Dem entgegenstehen die Probleme in den Emerging Markets, allen voran in China, aber auch in Südamerika. Ein kräftiges Durchstarten der Euro-Zone ist angesichts der ungelösten Schuldenproblematik unwahrscheinlich. Die nach wie vor positive Einstellungsbereitschaft der Wirtschaft und die entsprechend günstigen Arbeitsmarktperspektiven sprechen nicht gegen einen beginnenden Abschwung in 2016, denn der Arbeitsmarkt war schon immer ein nachlaufender Indikator.

Eine besondere Herausforderung in Deutschland stellt der Investitionszyklus dar. Konjunkturelle Wechsellagen entstehen in Deutschland oftmals durch außenwirtschaftliche Einflüsse. Das gilt für offene Volkswirtschaften in guten wie in schlechten Zeiten. Als ein wichtiger Teil des Konjunkturmusters kann für Deutschland angeführt werden, dass ein Aufschwung immer dann an Breite und Stärke gewinnt, wenn der „Exportfunke“ auf die Inlandskonjunktur überspringt. Ein wichtiges Scharnier dazwischen bilden in der Regel die Ausrüstungsinvestitionen. Die Beschäf-

tigung wird nach dieser Impulsübertragung erst zeitverzögert angeregt, was letztlich dann auch den privaten Konsum in Bewegung bringt (siehe Übersicht).

Übersicht: Stilisiertes Konjunkturmuster

Exporte	→ Ausrüstungsinvestitionen → Gewerbeinvestitionen	→ Beschäftigung	→ Konsum
---------	--	-----------------	----------

Einerseits war das intakte Konjunkturmuster mit beeindruckender Deutlichkeit in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre und von Ende 2004 bis Anfang 2009 zu beobachten (Abbildung 19). Auch der Zeitraum Mitte 2009 bis 2011 zeigt diesen durchgehenden Konjunkturzyklus. Andererseits fand diese Übertragung des „Exportfunken“ auf die inländischen Ausrüstungsinvestitionen nicht permanent statt, was zumindest bei einer mittelfristigen Betrachtungsweise auf Struktur- und Standortprobleme hinweisen kann (Bardt/Grömling/Hüther, 2015). Der Exportfunke sprang zum Beispiel Mitte der 1990er Jahre, im Zeitraum 2000 bis 2004 und offensichtlich auch seit dem Jahr 2011 nicht mehr auf die inländischen Ausrüstungsinvestitionen über. Während die preisbereinigten Exporte von Mitte 2011 bis zum zweiten Quartal 2015 um insgesamt gut 14 Prozent zulegten, gab es bei den realen Ausrüstungsinvestitionen nur einen mageren Zuwachs von insgesamt 1,6 Prozent.

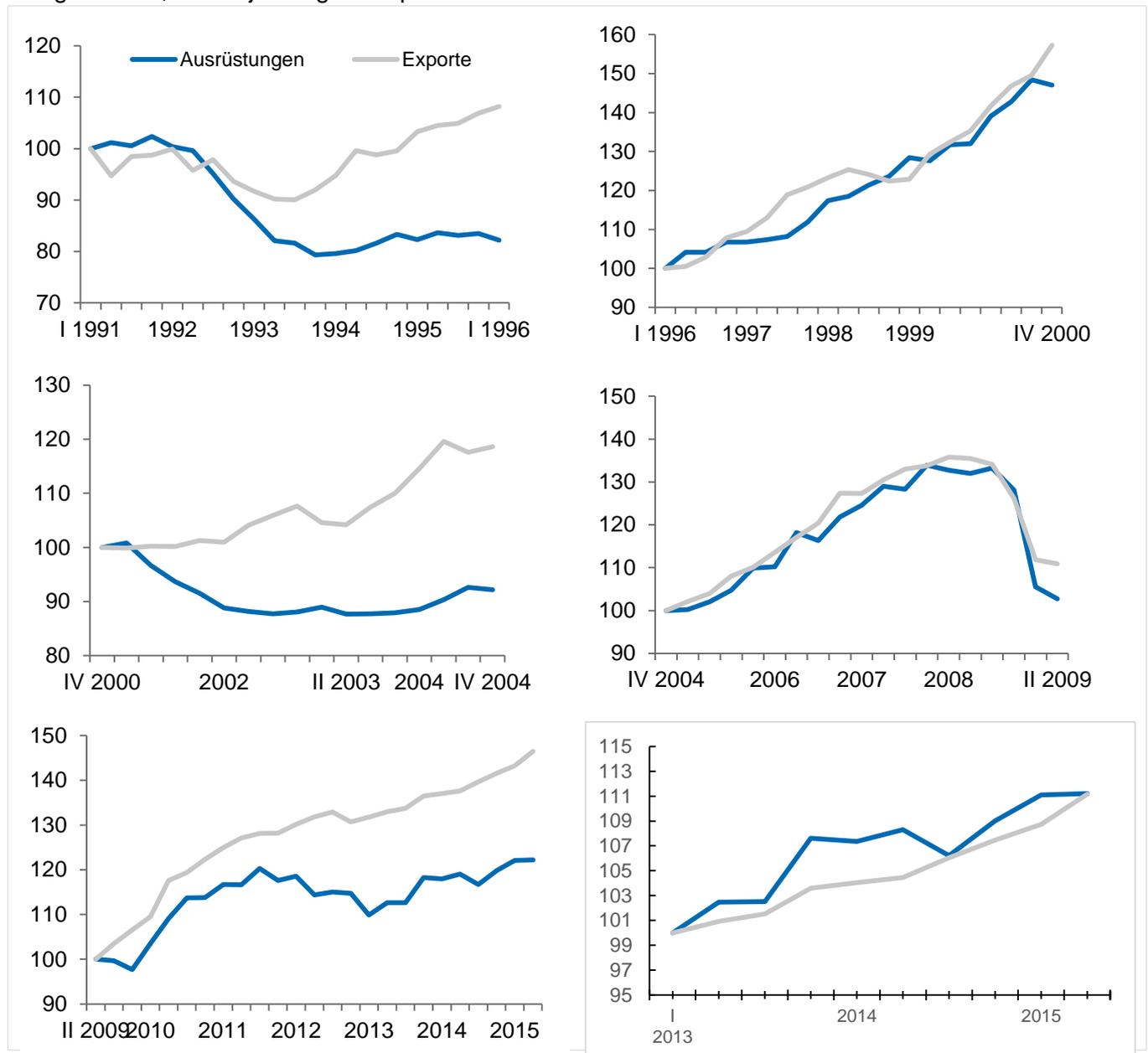
Folgt man allerdings Abbildung 16 und markiert das Ende des Erholungszyklus nach der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise im Winterhalbjahr 2012/2013, als das preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigte BIP zwei Quartal hintereinander jeweils gegenüber dem Vorquartal rückläufig war, dann ergibt sich ein differenziertes Bild:

- Von 2011 bis 2013 ging die anhaltende, aber schwache Exporterholung mit einem deutlichen Rückgang der realen Ausrüstungsinvestitionen einher. Während die realen Exporte vom dritten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2013 um knapp 3 Prozent zulegten, gingen die realen Ausrüstungsinvestitionen um fast 9 Prozent zurück.
- Seit dem letzten konjunkturellen Tiefpunkt im ersten Quartal 2013 zeigt sich insgesamt betrachtet bis zum zweiten Quartal 2015 ein Gleichlauf von realen Exporte und Ausrüstungsinvestitionen. Zeitweise übertraf die Investitionsdynamik sogar die der Exporte. Dabei muss allerdings auch der vorhergehende Einbruch bei den Investitionen und der danach auch sichtbare Basiseffekt berücksichtigt werden. Dies war bei den Exporten nicht der Fall.

Die gesamte Entwicklung kann dahingehend interpretiert werden, dass zwar mit der Erholung nach der globalen Finanzmarktkrise zunächst die sich erholende Exportkonjunktur deutlich zu einer Erholung der Ausrüstungsinvestitionen geführt hat. Dies gilt auch für die Zeit seit dem ersten Quartal 2013. Mit Blick auf die anderen Glieder der Konjunkturkette fand auch hier eine gleichgerichtete Entwicklung statt: Die Beschäftigung und auch der Inlandskonsum stiegen deutlich an. Mit Blick auf die Konsumkonjunktur muss neben der günstigen Beschäftigungsentwicklung allerdings auch beachtet werden, dass hier ausgeprägte Sondereffekte wirksam waren: zum einen dämpfen die niedrigen Zinsen die Kosten für Konsumentenkredite und die Sparanreize. Zum anderen haben zuletzt die kräftig gefallen Energiepreise zu erheblichen Kaufkrafteffekten und zu entsprechenden Konsumimpulsen geführt.

Nimmt man allerdings den gesamten Zeitraum – nach der Konjunkturwende im Jahr 2009 oder nach Abschluss der ersten Erholung im Jahr 2011 in den Blick, dann zeigt sich eine merkliche Abkopplung der Investitionstätigkeit vom Auslandsgeschäft.

**Abbildung 19** Exporte und Investitionen in Deutschland: Preis-, saison- und arbeitstäglich bereinigte Werte; Index: jeweiliger Tiefpunkt = 100



### 15. Was bestimmt die mittelfristigen Konjunkturperspektiven in Deutschland?

Laut Frühjahrsprognose der EU-Kommission belief sich der Output-gap in Prozent des Produktionspotenzials für Deutschland im Jahr 2014 auf -1,0 Prozent. In diesem Jahr soll sich die Unterauslastung des Produktionspotenzials auf -0,7 verringern, um im Jahr 2016 weiter auf -0,2 Prozent zu sinken. Das bedeutet, dass mittelfristig ein Wachstum kaum oberhalb der Potenzialwachstumsrate zu erwarten ist. Diese schätzt die EU-Kommission für Deutschland für dieses und das nächste Jahr auf jeweils 1,6 Prozent. In der Gemeinschaftsdiagnose vom Herbst dieses Jahres gehen die Institute für den Zeitraum 2014 bis 2020 ebenfalls nur von einer jahresdurchschnittlichen Potenzialwachstumsrate von 1,6 Prozent aus (DIW 2015a); pessimistischer

ist der Sachverständigenrat, der in seinem jüngsten Jahresgutachten für diesen Zeitraum vor einer Potenzialwachstumsrate von jahresdurchschnittlich nur 1,3 Prozent augeht (SVR, 2015).

Ohne eine nachhaltige Stärkung der Wachstumsgrundlagen wird sich daran nichts ändern und die mittelfristige Perspektive für Konjunktur und Wachstum bleibt verhalten. Um daran etwas zu ändern, sind Investitionen in den Sachkapitalstock, in Forschung und Entwicklung und in das Humankapital erforderlich. Die Wirtschaftspolitik ist hier gefordert: erhöhte staatliche Investitionen in die Infrastruktur (vor allem Verkehrsinfrastruktur und digitale Netze) und Verbesserung der Rahmenbedingungen für private Investitionen.

## Wirtschaftspolitik

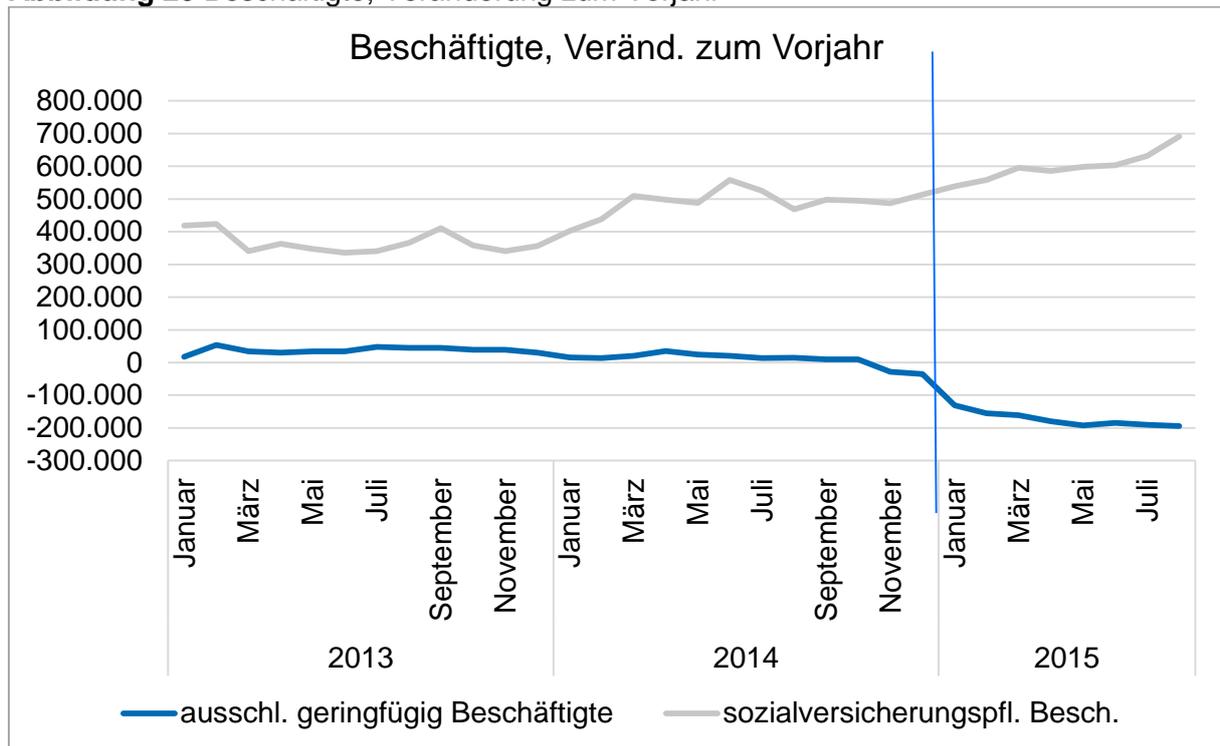
### 16. Wie groß ist der Effekt des Mindestlohns auf die Konjunktur?

Eine Auswirkung der Einführung des Mindestlohns auf die Konjunktur ergäbe sich aus einem Beschäftigungs- und einem Einkommenseffekt. Deutlich negative Beschäftigungseffekte könnten sich neben dem resultierenden negativen Wertschöpfungs- und Einkommenseffekt moderierend auf den Konsum auswirken, da dieser unter anderem von der Arbeitsmarktlage determiniert wird. Ein positiver Nachfrageeffekt setzt voraus, dass die Einkommensverluste durch eine geringere Beschäftigung nicht durch die mindestlohninduzierten Lohnzuwächse kompensiert werden. Außerdem setzt ein expansiver Nachfrageeffekt voraus, dass die zusätzliche Nachfrage aus höheren Arbeitnehmereinkommen nicht durch eine geringere Nachfrage aus Einkommen aus Unternehmertätigkeit kompensiert würde (also die Annahme einer kaldorianischen Sparfunktion).

Bis Jahresmitte 2015 sind nur geringe Arbeitsmarktwirkungen des Mindestlohns sichtbar. Die Arbeitslosigkeit in den Segmenten, die am ehesten vom Mindestlohn betroffen sind, ist nicht nennenswert gestiegen. Gleichsam hat die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung zugenommen. Nennenswert gesunken ist die Zahl der geringfügig Beschäftigten, die um rund 200.000 Personen zurückging. Ob Übergänge in sozialversicherungspflichtige Beschäftigung, Arbeitslosigkeit oder Nichterwerbstätigkeit erfolgten, kann gegenwärtig noch nicht mit hinreichender Sicherheit abgeschätzt werden. So können ungewöhnliche Zunahmen der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung in einigen, für den Mindestlohn relevanten Branchen beobachtet werden. Gesamtwirtschaftlich ist der Rückgang der Anzahl der geringfügig Beschäftigten mittlerweile nicht größer als der Zuwachs an sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung (Abbildung 20). Insgesamt lässt sich bislang nicht davon ausgehen, dass der gesetzliche Mindestlohn über einen negativen Beschäftigungseffekt konjunkturdämpfend wirkt.

Unklar ist derzeit auch, in welchem Ausmaß die Lohnsumme durch den Mindestlohn gestiegen ist und zwischen Arbeitnehmer- und Unternehmereinkommen umverteilt wurde. Letzteres könnte die Investitionsneigung beeinträchtigen und negative Zweitrundeneffekte verursachen. Die Schätzungen reichen von 1,5 bis zu 3 Prozent. Derzeit herrscht noch nicht einmal Klarheit darüber, wie viele Arbeitnehmer tatsächlich durch den Mindestlohn betroffen waren. Insofern dürfte gegenwärtig auch kein expansiver Nachfrageimpuls aufgrund von mindestlohninduzierten Lohnsteigerungen bestehen.

**Abbildung 20** Beschäftigte; Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, eigene Berechnungen

**17. Warum mündet das Quantitative Easing der Geldpolitik nicht in höheren Inflationsraten?**

Bisher haben die umfangreichen Wertpapierkäufe der Zentralbanken nicht zu Inflation geführt. Dieses überraschende Ergebnis lässt sich mit Hilfe eines kleinen makroökonomischen Modells erklären, so wie es in Galí (2008) beschrieben ist. Damit die Inflationsrate  $\pi_t$  ihren Zielwert  $\pi^*$  übersteigen kann, muss in diesem Modell

$$\pi_t - \pi^* = \alpha(\pi_{t-1} - \pi^*) + (1 - \alpha)(E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + \beta y_t + \varepsilon_t, \quad \alpha \in (0,1), \beta > 0$$

zumindest eine der folgenden Bedingungen erfüllt sein:

die Inflationsrate sollte in der Vergangenheit ihren Zielwert überschritten haben

$$(\pi_{t-1} - \pi^*) > 0,$$

es bestehen aktuell Erwartungen bezüglich einer Überschreitung des Inflationsziels in der Zukunft

$$E_t \pi_{t+1} - \pi^* > 0,$$

es besteht eine positive Outputlücke  $y_t$  oder es gab angebotsseitige Schocks  $\varepsilon_t$ , beispielsweise Ölpreisschocks.

Aktuell ist keine dieser Bedingungen erfüllt, denn:

- Die Inflationsrate im Euroraum liegt seit Februar 2013 unterhalb ihres Zielwertes von knapp zwei Prozent und zeigt seitdem einen fallenden Trend. Seit dem Dezember 2014 ist die Inflationsrate nahe Null und teilweise negativ. Aktuell liegt die Inflationsrate im Euroraum bei 0,0 Prozent. Aufgrund der empirisch hohen Persistenz in der Entwicklung der Inflationsrate (Autokorrelationskoeffizient = 0,96) ist erstmal nicht mit Inflationsdruck von

Seiten  $\pi_{t-1}$  zu rechnen. Für die USA ist die Situation ähnlich. Die US-Inflationsrate liegt bei 0,3 Prozent.

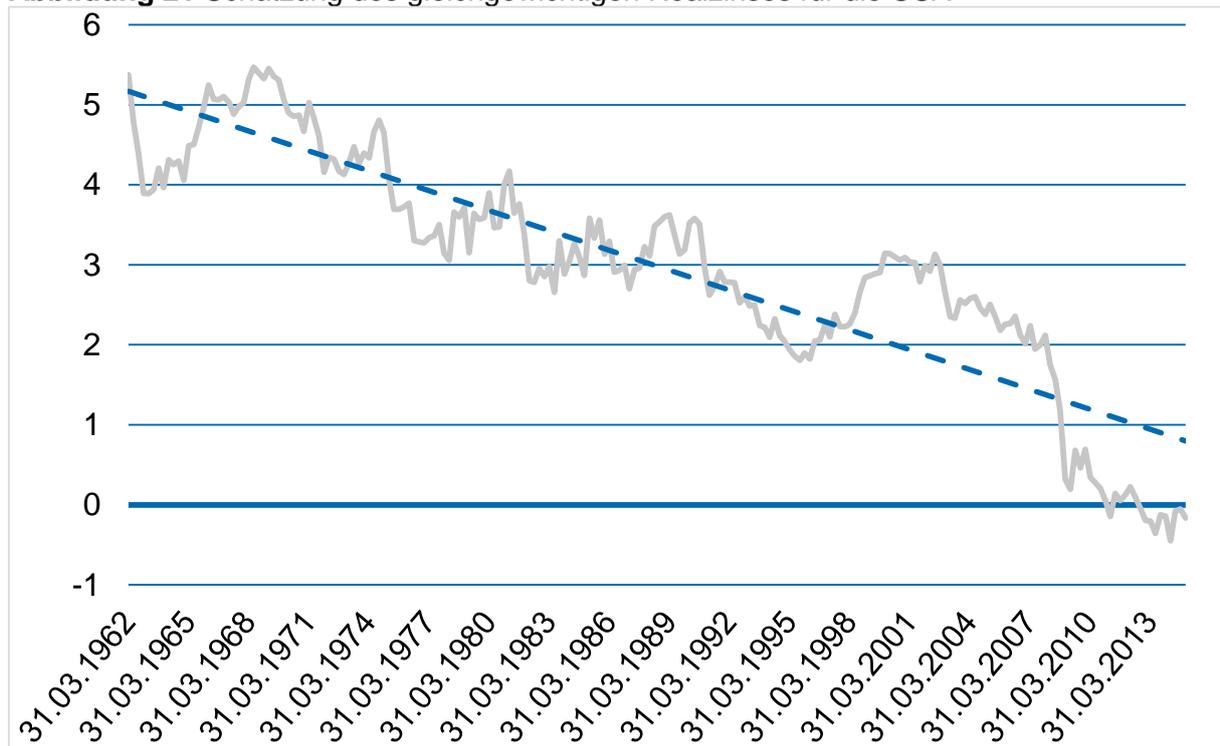
- Es bestehen keine Erwartungen bezüglich einer Überschreitung des Inflationsziels  $E_t \pi_{t+1} - \pi^* > 0$ . Stattdessen liegen die Inflationserwartungen darunter. Die Inflationserwartungen für den Euroraum aus dem Survey of Professional Forecasters liegen bei 1,3 Prozent für 2016 und 1,6 Prozent für 2017. Die Inflationserwartungen in den USA sind stabiler. Sie liegen bei 2,1 Prozent. Empirische Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Inflationserwartungen von Finanzmarktteilnehmern, wie den hier befragten Professional Forecasters, höher ausfallen als die Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte, und dass die Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte im Gegensatz zu den Inflationserwartungen der Professional Forecasters für die Inflationsdynamik verantwortlich sind (Yellen, 2015).
- Es gab angebotsseitige Schocks  $\varepsilon_t$ , vor allem Ölpreisschocks, die zu einem Absinken der Inflationsrate geführt haben.
- Es besteht eine negative Outputlücke  $y_t$  im Euroraum und auch in den USA.

Der Output-Gap kann u.a. durch die Nullzinsschranke für den Leitzins nicht geschlossen werden. Die Nullzinsschranke für den Leitzins ist seit September 2014 erreicht und weitere Zinssenkungen in den negativen Bereich sind nur begrenzt möglich. Für die Bewertung der Geldpolitik muss deshalb im weiteren Verlauf der Analyse beachtet werden, dass diese durch die Nullzinsgrenze beim Setzen ihres Leitzinses eingeschränkt wird, was sich an der Beschreibung der aggregierten Nachfrage aus Galí (2008) zeigt:

$$y_t = \gamma y_{t-1} + (1 - \gamma) E_t y_{t+1} - \theta (i_t - E_t \pi_{t+1} - r^*) + \rho_t, \quad \gamma \in (0,1), \theta > 0.$$

Ist die Nullzinsschranke nicht bindend, so kann die Zentralbank im Falle einer „normalen Rezession“, d.h. bei einem negativen Schock auf den Output-Gap  $\rho_t < 0$ , ihren Leitzins  $i_t$ , dahingehend senken, so dass der reale Leitzins  $i_t - E_t \pi_{t+1}$  unterhalb des gleichgewichtigen Realzinses  $r^*$  der Volkswirtschaft liegt, was zu einem positiven Output-Gap und darüber zu mehr Inflation führt. Der gleichgewichtige Realzins  $r^*$  ist durch Faktoren, wie Demografie, Produktivitätswachstum, Investitionen und weitere realwirtschaftliche Faktoren bestimmt, auf die die Geldpolitik keinen Einfluss hat. In „normalen Zeiten“ besteht ein positiver gleichgewichtiger Realzins  $r^* > 0$ . Dieser ist zwar nicht beobachtbar, doch legen theoretische Überlegungen und ökonomische Schätzungen nahe, dass dieser seit den 1960er Jahren stetig gefallen ist und mittlerweile negativ ist (Abbildung 21).

**Abbildung 21** Schätzung des gleichgewichtigen Realzinses für die USA



Quelle: Federal Reserve Bank

Das Absinken des gleichgewichtigen Realzinses ist vor allem auf die Alterung der Gesellschaft und die Bedeutung des Alterskonsums zurückzuführen, die eine höhere Ersparnis über den Lebenszyklus erforderlich macht. Dies führt in ein Gleichgewicht, in dem die Ersparnisse langfristig die Investitionen überschreiten und somit zu einem negativen gleichgewichtigen Realzins führen (Summers, 2014; Weizsäcker, 2014).

Ein negativer gleichgewichtiger Realzins bringt die Geldpolitik näher an die Nullzinsschranke heran und schränkt sie bei der Setzung ihres Leitzinses ein (Demary/Hüther, 2015). Erreicht der Leitzins der Zentralbank die Nullzinsschranke  $i_t=0$  und ist der gleichgewichtige Realzins Null  $r^*$ , so kann die Geldpolitik einen negativen Output-Gap nicht mehr verhindern, sobald sich Deflationserwartungen einstellen

$$-E_t\pi_{t+1} > 0.$$

Sofern der gleichgewichtige Realzins negativ ist, kann an der Nullzinsgrenze schon eine Verschlechterung der Inflationserwartungen ausreichend sein, damit die Zentralbank die Kontrolle über die aggregierte Nachfrage verliert (Demary/Hüther, 2015). Im allgemeinen Gleichgewicht gedacht, führen ein niedriger Realzins und das Erreichen der Nullzinsgrenze dazu, dass die Wirtschaftsteilnehmer damit rechnen, dass die Zentralbank die Kontrolle über die aggregierte Nachfrage und damit über die Inflationsrate verliert. Somit verschlechtern sich die Inflationserwartungen endogen, was das Entstehen einer Deflation fördert.

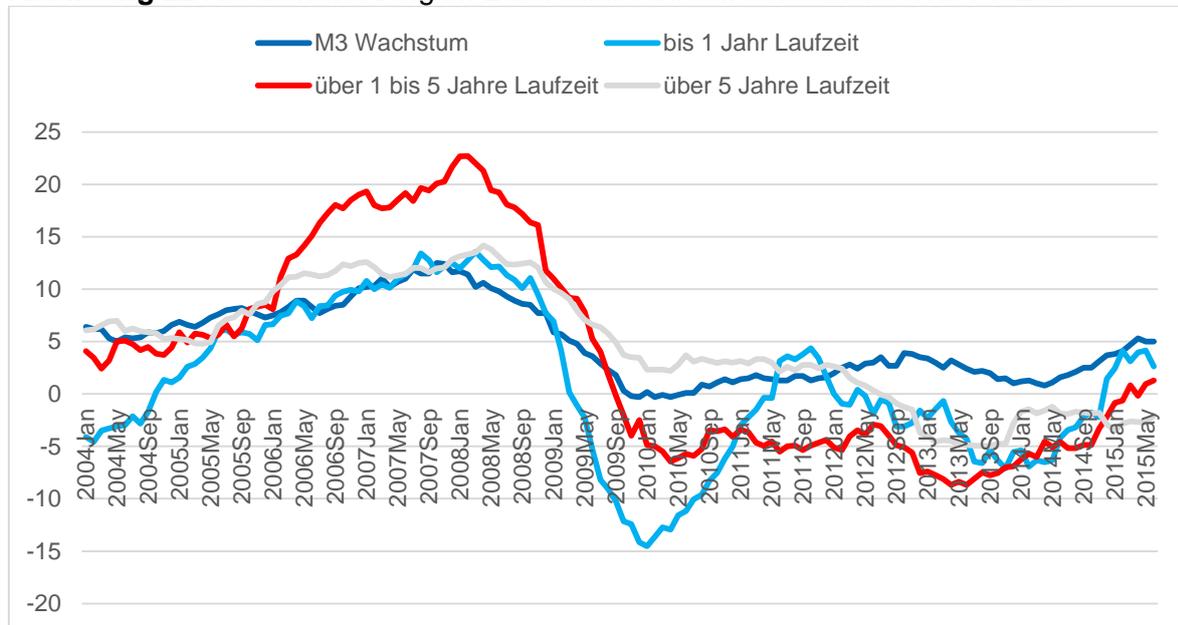
Sofern die Nullzinsschranke erreicht ist, empfehlen Eggertson/Woodford (2003a,b) und Bernanke et al. (2004), dass die Geldpolitik ihr bisheriges operationelles Ziel (der Leitzins) um neue operationelle Ziele erweitert. Hierzu schlagen Bernanke et al. (2004) die Steuerung der Inflationserwartungen, die langfristigen Zinsen sowie den Wechselkurs als operationelle Ziele vor. Im Falle der EZB ist eine Änderung der operationellen Ziele erkennbar:

- Die EZB zielt auf die Steuerung der Inflationserwartungen durch die Entschlossenheit, ihr Inflationsziel mittelfristig zu erreichen. Dies unterstützt sie in vielfachen Reden vor der Öffentlichkeit. Der Umfang des *Quantitative Easing* kann ebenfalls als Steuerung der Inflationserwartungen interpretiert werden (Demary/Hüther, 2015).
- Die Zinsen auf länger laufende Wertpapiere sind durch den erwarteten Pfad der kurzfristigen Zinsen und die Laufzeitprämie geprägt. Aufgrund der Erwartungshypothese der Zinsstruktur spiegeln langfristige Zinsen unter Arbitragefreiheit den erwarteten zukünftigen Pfad der kurzfristigen Zentralbankzinsen über die Laufzeit der jeweiligen Anleihe wider. Durch die glaubwürdige Kommunikation, die Leitzinsen für lange Zeit niedrig zu halten, kann eine Zentralbank die Erwartungen bezüglich des zukünftigen Pfades ihrer Leitzinsen beeinflussen und damit versuchen, die längerfristigen Zinsen zu senken. Dies versuchen die Zentralbanken über „Forward Guidance“ zu erreichen. Die Zinsen auf längerfristige Anleihen weichen in der Regel vom erwarteten Pfad der zukünftigen Zentralbankzinsen um eine Laufzeitprämie ab. Denn die Finanzmarktteilnehmer verlangen in der Regel eine positive Laufzeitprämie für das Halten der längerfristigen Anleihen. Das Quantitative Easing der EZB und der Fed zielt auf die Reduzierung der Laufzeitprämien ab (Krishnamurthy/Vissing-Jorgensen, 2011, 2012).
- Durch das Senken der Zinsen auf längerfristige Anlagen entstehen Arbitragemöglichkeiten zwischen niedrigverzinsten inländischen und (in inländischer Währung ausgedrückten) höherverzinslichen ausländischen Anlagen. Da die Finanzmarktteilnehmer diese Arbitragemöglichkeiten ausnutzen werden, werden sie die höherverzinslichen ausländischen Anlagen stärker nachfragen. Hierzu müssen sie Euro verkaufen und ausländische Währung erwerben. Über diesen Kanal wirkt Quantitative Easing auf den Wechselkurs. Auch dieses operationelle Ziel verfolgt die EZB.
- Warum trotz Quantitative Easing keine Inflation zu erkennen ist, ist auf folgende Faktoren zurückzuführen:
  - Die Nullzinsschranke schränkt die Geldpolitik so stark ein, dass ein Leitzins von aktuell 0,05 Prozent gemessen an den Wirtschaftsdaten möglicherweise zu hoch ist.
  - Die Bankkreditvergabe ist immer noch beeinträchtigt. Kontrolliert um weitere Faktoren hat vor allem das Erreichen höherer regulatorischer Eigenkapitalquoten zu einer Verminderung des Kreditangebots der Großbanken im Euroraum geführt (Demary, 2015). Dies liegt daran, dass die Banken die regulatorischen Eigenkapitalquoten nicht nur über die Emission von Aktien und die Einbehaltung von Gewinnen erhöhen können, sondern auch über einen Abbau von Risikoaktiva. Da es für Banken in Stresszeiten prohibitiv teuer ist, Aktien zu emittieren und sie in Krisenzeiten, wenn überhaupt, nur geringe Gewinne realisieren, ist der Abbau der Risikoaktiva, d.h. ein Zurückfahren des Kreditangebots, für sie der einfachere Weg zur Erreichung höherer regulatorischer Eigenkapitalquoten.
  - Die Kreditnachfrage ist immer noch gering, da Unternehmen und Haushalte, insbesondere in den Krisenländern, sich in einem Prozess des Schuldenabbaus befinden. Um aus der Überschuldung herauszukommen, fahren sie ihre Ausgaben zurück. Auch wenn dies aus individueller Sicht sinnvoll ist, so führt dies im Aggregat zu einem Rückgang der aggregierten Nachfrage und damit in eine Bilanzrezession (Koo, 2014). Bilanzrezessionen dauern in der Regel länger als gewöhnliche Rezessionen, da der Rückgang der aggregierten Nachfrage das Preisniveau senkt, was die Herstellung der Schuldentragfähigkeit erschwert (Debt-Deflation). In einer Bilanzrezession ist die Outputlücke für eine lange Zeit negativ (Buttiglione et al, 2014). Bei einer negativen Outputlücke kann aber keine Inflation entstehen.
  - Sofern die Wirtschaftsteilnehmer alle verfügbaren Informationen für die Bildung ihrer Inflationserwartungen aufwenden, ist vor dem Hintergrund der Debt-Deflation die Annahme von geringen zukünftigen Inflationsraten nur rational. Ohne Inflationserwartungen kann aber auch kein Inflationsdruck entstehen. Empirische Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Inflationserwartungen der professionellen Prognosti-

ker höher ausfallen als die der Unternehmen und Haushalte, wobei letztere für die Inflationsdynamik von höherer Bedeutung sind (Yellen, 2015).

Wie hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen entwickelt und welche Rückschlüsse lassen sich daraus für die weitere Entwicklung der Investitionen ziehen?

**Abbildung 22** Kreditentwicklung im Euroraum: Jahreswachstumsraten in Prozent



Quelle: EZB, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

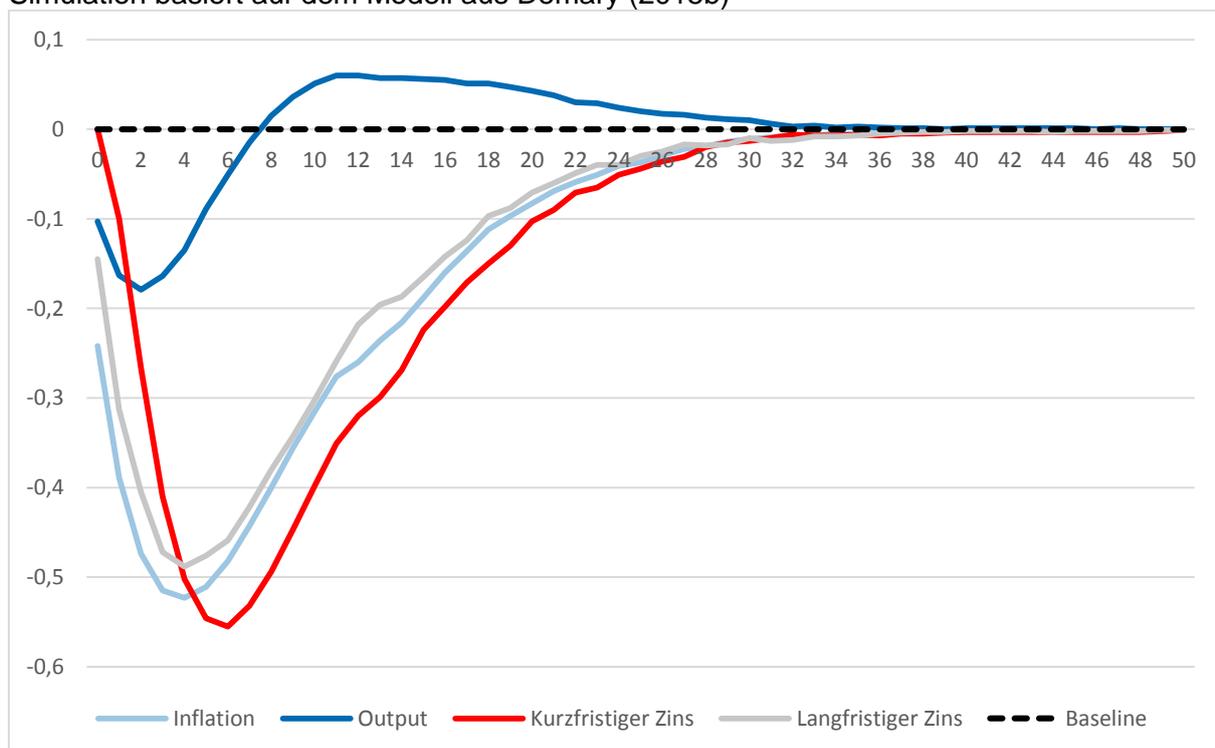
Die Kreditvergabe verlief seit Mitte 2009 sehr schwach und verschlechterte sich Mitte 2012 nochmals. Aktuell haben die Hypothekenkreditvergabe und die kurzfristigen Kredite an Unternehmen zwar wieder zugenommen, die langfristigen Kredite verlaufen aber immer noch rückläufig (Abbildung 22). Diese ist auf zwei Faktoren zurückzuführen:

- Verminderte Kreditvergabe der Banken, um höhere regulatorische Eigenkapitalquoten zu erreichen (Demary, 2015).
- Verminderte Kreditnachfrage durch die Entschuldungsprozesse der verschuldeten Unternehmen und Haushalte insbesondere in den Krisenländern (Demary/Hüther, 2015).
- Eine verminderte Kreditnachfrage kann aber auch auf rationales Abwarten der Unternehmen bedingt sein. Im Hinblick auf die Potentiale von Digitalisierung und Industrie 4.0 mag es auf den ersten Blick überraschen, dass die Unternehmen nicht mehr investieren. Auf der mikroökonomischen Ebene kann aber Abwarten rational sein, was sich auf der aggregierten Ebene als kollektive Investitionszurückhaltung zeigt. Der positive Optionspreis des Abwartens bei der Einführung einer neuen Technologie lässt sich durch das Reputational Herding Model von Scharfstein und Stein (1990) erklären. Aber auch das Informationskaskadenmodell von Bikchandani et al. (1991) legt ein rationales Abwarten in sequentiellen Entscheidungssituationen nahe. Drehmann et al. (2005, 2007) weisen in experimentellen Studien nach, dass dieser Effekt vor allem bei Investitionsgütern mit positiven Netzwerkexternalitäten besteht. Im Aggregat besteht dann solange eine Investitionszurückhaltung, bis eine kritische Masse von Unternehmen in eine neue Technologie investiert hat.

**18. Welche nationalen und globalen Auswirkungen sind durch die Zinswende in den USA zu erwarten?**

Zunehmend nähert sich die erste Leitzinserhöhung der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed), nachdem sie im Jahr 2008 ihr traditionelles Zinsziel für die Federal Funds Rate durch einen Zielkorridor von 0,00 bis 0,25 Prozent ersetzt hat. Gleichzeitig mit diesem Zielkorridor führte sie auch einen Zins auf bei ihr gehaltene Einlagen der Banken (Interest On Excess Reserves, IOER) von 0,25 Prozent ein. Dieser Zins war notwendig, um die Steuerung der Geldmarktzinsen von der Steuerung der monetären Basis zu trennen. Mit dem IOER als neuem Leitzins kann die Fed nun zuerst die Zinsen erhöhen und erst dann die monetäre Basis verkleinern. Damit stellt die Normalisierung der Geldpolitik aktuell ein Non-Event für die Finanzmärkte dar, denn die Marktzinsen werden auf die Rückführung der monetären Basis reagieren, aber kaum auf eine Erhöhung des IOER. Für die Rückführung ihrer Bilanz hat die Fed so genannte Overnight Reverse Repurchase Agreements (ON RRP) in den Markt eingeführt. Die Testphase für diese Instrumente endet am 29. Januar 2016 (FOMC, 2015a). Die Protokolle des Offenmarktausschusses lassen sich aber dahingehend deuten, dass die Fed die monetäre Basis erst später zurückfahren wird (FOMC, 2015b). Zudem bekräftigte die Fed, dass sie kontinuierliche kleine und frühe Zinsanhebungen gegenüber einer großen und späten Zinsanhebung präferiert.

**Abbildung 23** Reaktion einer Zentralbank auf gesunkene Inflationserwartungen  
 Abweichung von der Baseline, in Prozentpunkten; simulierte Verschlechterung der langfristigen Inflationserwartungen und Stabilisierung der Inflationserwartungen durch die Zentralbank. Die Simulation basiert auf dem Modell aus Demary (2015b)



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

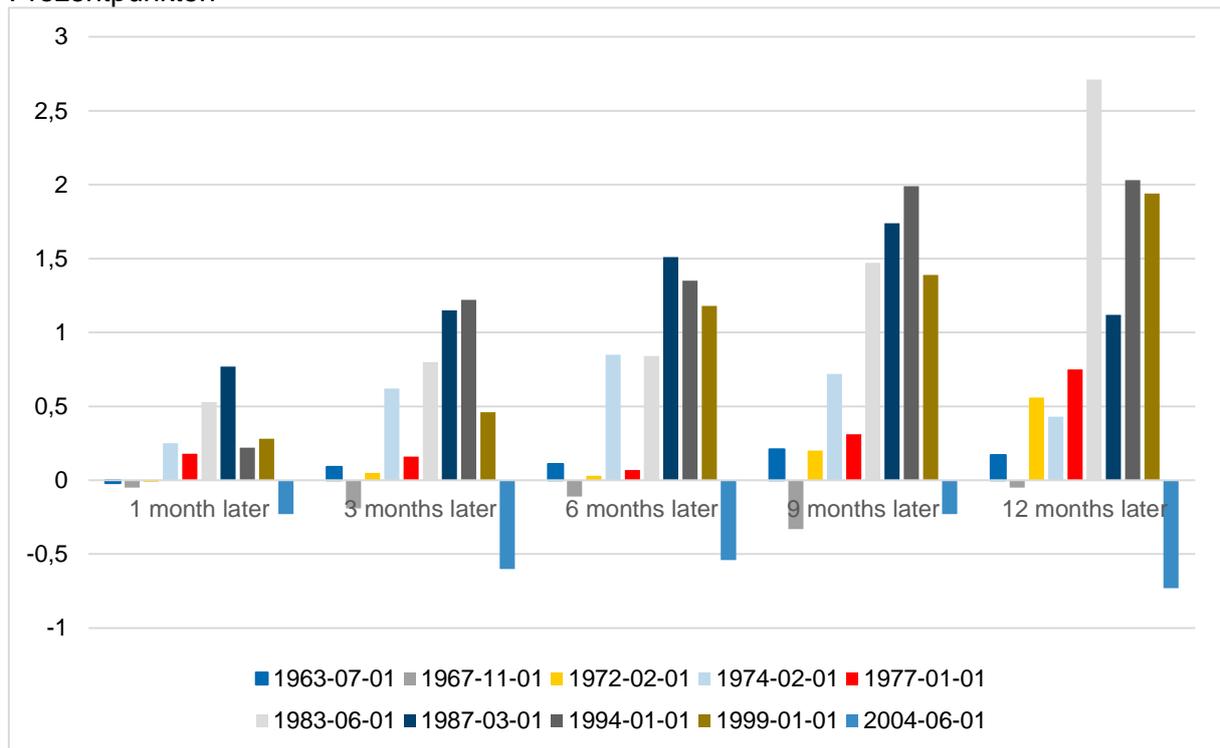
Historisch fanden Zinswenden durch die Federal Reserve in einem robusteren Wirtschaftsumfeld als das aktuelle statt (Hüther/Demary, 2015). In der Regel waren die Inflationsrate und das Produktionswachstum nicht nur im Jahr der Zinswende und im Jahr davor hoch, sondern auch in dem Jahr nach der Zinswende. Dass die Inflation und das Wachstum der Industrieproduktion im Jahr nach der Zinswende hoch waren, kann darauf zurückgeführt werden, dass die Federal Reserve im Jahr der Zinswende eine robuste Inflation und eine robuste Konjunktur für das Folgejahr prognostiziert hat, die sich in den hohen Werten von Inflation und Produktionswachstum im Folgejahr der Zinswende zeigen. Prognosen einer robusten Inflation und einer robusten Konjunktur sind für die Zentralbank wichtig für eine Zinswende, sofern sie mit der Zinswende die

Konjunktur nicht abwürgen möchte. Die Federal Reserve scheint ihre Zinswende in der Vergangenheit nach diesem Prinzip geplant zu haben. Die Simulationsergebnisse aus Hüther/Demary (2015) zeigen ebenfalls, dass es für eine Zinswende nicht notwendig ist, dass Inflation und Outputlücke bei ihren Zielwerten liegen. Sie dürfen auch darunter liegen (Abbildung 23). Vielmehr reicht es aus, dass die Inflationserwartungen zu ihren Zielwerten konvergieren. Dies setzt eine stabilisierende Dynamik in Gang. Vor dem Hintergrund, dass der Arbeitsmarkt in Richtung Vollbeschäftigung tendiert und das Wachstum ausreichend stark ist, steht aktuell trotz niedriger Inflationsraten einer Zinswende nichts im Weg. Letztlich wirkt nicht allein eine Zinserhöhung restriktiv, sondern es muss stattdessen der gesamte zukünftige Pfad des Zentralbankzinses betrachtet werden. Selbst bei einer wie in Abbildung 4 dargestellten stetigen Erhöhung des Zentralbankzinses kann die Geldpolitik immer noch expansiv sein ohne dass ein Überschießen der Inflation zu befürchten ist.

In der Regel reagieren die längerfristigen Zinsen mit einem Anstieg auf einen Anstieg der Federal Funds Rate. Die Langfristzinsen sanken in der Vergangenheit aber auch nach den Zinswenden 1967 und 2004 (siehe

**Abbildung 24).** Diese Reaktion wurde vom damaligen Fed-Chef Greenspan bei einer öffentlichen Anhörung von dem Kongress als Interest Rate Conundrum bezeichnet (Kozicki/Sellon, 2005). Empirische Studien zur Zinsstruktur kommen zu dem Ergebnis, dass für einen Anstieg der längerfristigen Zinsen vor allem die längerfristigen Inflationserwartungen verantwortlich sind, während die Geldpolitik allenfalls einen zyklischen Einfluss auf die längerfristigen Zinsen hat (Bekaert et al., 2010, Rudebusch/Wu, 2010). Vor dem Hintergrund einer noch schwach verlaufenden Inflationsentwicklung ist nicht mit wesentlichen Anstiegen der langfristigen Zinsen zu rechnen. Hinzu kommt noch, dass die Fed die Normalisierung ihrer Geldpolitik über eine Erhöhung der IOER und erst später über eine Rückführung der monetären Basis gestalten will.

**Abbildung 24** Reaktion der langfristigen Zinsen auf eine Zinserhöhung der Federal Reserve: In Prozentpunkten



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, eigene Berechnung

Vor dem Hintergrund der schwachen Inflationsentwicklung vor der Zinswende 2004 ist der Rückgang der Langfristzinsen nach dieser Zinswende nicht unplausibel, sofern die Finanzmarktteilnehmer aufgrund der schwachen Inflation mit einer Verschlechterung der Inflationsaussichten und einer damit verbundenen baldigen Zinssenkung der Federal Reserve gerechnet haben. Da sie in Folge der Zinserhöhung der Federal Reserve bei schwacher Inflation nur mit einer temporären Erhöhung der Federal Funds Rate und nicht mit einer Erhöhung des zukünftigen Pfades der Federal Funds Rate gerechnet haben, sind die längerfristigen Zinsen aufgrund der Einpreisung dieser Erwartungen über die zukünftige Federal Funds Rate gefallen.

## Literatur

**Bardt**, Hubertus / Grömling, Michael / Hüther, Michael, 2015, Schwache Unternehmensinvestitionen in Deutschland?, Diagnose und Therapie, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 64. Jg., Heft 2, S. 224–250

**Battisti**, Michele / Felbermayr, Gabriel, 2015, Migranten in deutschen Arbeitsmarkt: Löhne, Arbeitslosigkeit, Erwerbsquoten, in: ifo-Schnelldienst, 68. Jg., Nr. 20, S. 39-47

**Bekaert**, Geert / Cho, Seonghoon / Moreno, Antonio, 2010, New Keynesian Macroeconomics and the Term Structure Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, 33-62

**Bernanke**, Ben / Reinhart, Vincent / Sack, Brian, 2004, Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 1-99

**Bevelander**, Pieter / Irastorza, Nahikari, 2014, Catching up. The Labor Market Integration of new Immigrants in Sweden, Migration Policy Institute and International Labor Organization, Washington D.C./Genf

**Bickenbach**, Frank, et al., 2014, Die Bedeutung von Vorleistungsimporten und nichtpreislicher Wettbewerbsfähigkeit für den deutschen Leistungsbilanzsaldo, Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 6, Institut für Weltwirtschaft, Kiel

**Bikhchandani**, Sushil / Hirschleifer, David / Welch, Ivo, 1992, A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, Journal of Political Economy, Vol. 100, 992-1026

**Brücker**, Herbert, 2015, Mehr Chancen als Risiken durch Zuwanderung, Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Aktuelle Berichte, 1, Nürnberg

**Bundesamt für Migration und Flüchtlinge (BAMF)**, 2015a, Weiter hoher Asyl-Zugang im Oktober 2015, URL: <http://www.bamf.de/SharedDocs/Meldungen/DE/2015/20151106-asylgeschaeftsstatistik-oktober.html?nn=1367522> [abgerufen am 16.11.2015]

**Bundesamt für Migration und Flüchtlinge (BAMF)**, 2015b, Asylgeschäftsstatistik für den Monat September 2015, Nürnberg

**Bundesamt für Migration und Flüchtlinge (BAMF)**, 2014, Das Bundesamt in Zahlen 2014. Asyl, Migration und Integration, Nürnberg

**Buttiglione**, Luigi / Lane, Philip / Reichlin, Lucrezia / Reinhart, Vincent, 2014, Deleveraging? What Deleveraging? Geneva Reports on the World Economy, Nr. 16, International Center for Monetary and Banking Studies, Genf

**Demary**, Markus / Hüther, Michael, 2015, Gefährden die unkonventionellen Maßnahmen der EZB den Ausstieg aus dem Niedrigzinsumfeld?, IW Policy Paper Nr. 7

**Demary**, Markus, 2015a, IW-Bankenmonitor: Schleppende Kreditentwicklung trotz oder wegen Rekapitalisierungsfortschritten, IW-Trends Nr. 3 vom 1. Juli 2015

**Demary**, Markus, 2015b, Yield Curve Responses to Market Sentiments and Monetary Policy, in: Journal of Economic Interaction and Coordination, Online First, DOI: 10.1007/s11403-015-0167-3

**DIW**, 2015a, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2015, DIW Wochenbericht, 42/2015

**DIW**, 2015b, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2015, DIW Wochenbericht, 17/2015

**Drehmann**, Mathias / Oechsler, Jörg / Roeder, Andreas, 2005, Herding and Contrarian Behavior in Financial Markets: An Internet Experiment, American Economic Review, Vol. 95, 1403-1426

**Drehmann**, Mathias / Oechsler, Jörg / Roeder, Andreas, 2007, Herding Herding with and without Payoff-Externalities: An Internet Experiment, International Journal of Industrial Organization, Vol. 25, 391-415

**Eggertson**, Gauti / Woodford, Michael, 2003a, The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, 139-211

**Eggertson**, Gauti / Woodford, Michael, 2003b, Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap, Working Paper 9968, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (September)

**Galí**, Jordi, 2008, Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework, Princeton University Press, Princeton

**Geis**, Wido / Orth, Anja Katrin, 2015, Flüchtlinge. Herausforderung und Chance für Deutschland, IW Policy Paper Nr. 26, Köln

**Grömling**, Michael, 2014, Deutsche Leistungsbilanz und Recycling der Petrodollars, in: IW-Trends, 41. Jg., Nr. 3, S. 123–136

**Grömling**, Michael, 2008, Globaler Investitionsboom – eine empirische Bestandsaufnahme, in: IW-Trends, 35. Jg., Heft 3, S. 45–59

**Institut der deutschen Wirtschaft Köln**, 2015 Moderate Schlagzahl im Fahrwasser der schwächeren Weltwirtschaft – IW-Konjunkturprognose Herbst 2015, IW-Trends, 42. Jg., Nr. 4

**Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB)**, 2015, IAB-Stellenerhebung. Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Stellenangebots im zweiten Quartal 2015, URL: <http://doku.iab.de/arbeitsmarktdaten/2015/os1502.xlsx> [abgerufen am 28.10.2015]

**Koo**, Richard, 2014, Balance Sheet Recession ist he Reason for Secular Stagnation in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard (Hrsg.), Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

**Kozicki**, Sharon / Sellon, Gordon, 2005, Longer-Term Perspectives on the Yield Curve and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 2005, 5-33

**Krishnamurthy**, Arvind / Vissing-Jorgensen, Annette, 2011, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Herbst 2011, 215-265

**Krishnamurthy**, Arvind / Vissing-Jorgensen, Annette, 2012, The Aggregate Demand for Treasury Debt, *Journal of Political Economy*, Vol 120, Nr. 2, 233-267

Rudebusch, Glenn / Wu, Tao, 2008, A Macro-Finance Model of the Term Structure, monetary Policy and the Economy, *The Economic Journal*, Vol. 118, 906-926

**Scharfstein**, David / Stein, Jeremy, 1990, Herd Behavior and Investment, *American Economic Review*, Vol. 80, 465-479

**Schirwitz**, Beate, 2007, Eine Chronik klassischer Konjunkturzyklen für Deutschland, in: ifo Dresden berichtet, Nr. 5, URL: [https://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/!PORTAL.wwpob\\_page.show?\\_docname=977949.PDF](https://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/!PORTAL.wwpob_page.show?_docname=977949.PDF)

**Summers**, Lawrence, 2014, Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis', in: Teulings, Coen / Baldwin, Richard (Hrsg.), *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, 10. September 2014, <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook> [11.2.2015]

**SVR** – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2015, Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/2016, Wiesbaden

**Weizsäcker**, Carl Christian von, 2014, Public Debt and Price Stability, *German Economic Review*, Vol. 15, Nr. 1, 42-61, doi: 10.1111/geer.12030

**Yellen**, Janet, 2015, Inflation Dynamics and Monetary Policy, Redemanuskript, Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20150924a.htm#f28> [30-10-2015]