

## Auf einen Blick

- Die größte wirtschaftspolitische Herausforderung wird 2015 die Überwindung der Krise des Euroraums sein. Diese manifestiert sich seit längerem in einer hartnäckigen Tendenz zur Deflation. Damit verliert die Geldpolitik, die den Euroraum bislang entscheidend stabilisiert hat, an Wirksamkeit. Sie bedarf dringend der Flankierung durch die Finanzpolitik, die mittels höherer Investitionen die Wirtschaft im Euroraum stimulieren und so die Deflations- und Stagnationsgefahr bannen kann.
- Anhand von Modellrechnungen lassen sich hohe Wachstumseffekte eines solchen Vorgehens aufzeigen. Eine Ausdehnung der öffentlichen Investitionen um 1 % des BIP für die Dauer von drei Jahren würde das Euroraum-BIP im selben Zeitraum durchschnittlich um 1,6 % steigern.
- Es deutet sich denn auch bereits ein Wechsel des finanzpolitischen Kurses an. Damit ist die bisherige Strategie, die den Euroraum durch einen harten Sparkurs aus der Krise führen sollte, gescheitert. Nunmehr werden vielfach Konzepte entwickelt, die die Investitionstätigkeit beleben sollen. Sie sind jedoch quantitativ und konzeptionell bislang unzureichend.

## Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2015

### Wirtschaftspolitik unter Zwängen

Gustav Horn, Sebastian Gechert,  
Alexander Herzog-Stein, Ansgar Rannenberg,  
Katja Rietzler, Silke Tober



Videostatement:  
Gustav Horn  
zur Wirtschaftspolitik 2015  
<http://youtu.be/OpKejosfKwQ>



## Inhaltsverzeichnis

Allmählicher Kurswechsel erkennbar .....	2
Europäische Geldpolitik: Inflation „schnellstmöglich erhöhen“ .....	4
Verringerte Inflationserwartungen .....	4
Realzins kann nicht ausreichend sinken .....	6
Quantitative Lockerung auf breitere Basis stellen .....	6
Fiskalpolitische Flankierung erforderlich .....	7
INFOBOX 1: Der Juncker-Plan .....	8
INFOBOX 2: „Simulation der gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Erhöhung der staatlichen Investitionen im Euroraum .....	10
Fiskalpolitik in Deutschland: „Schwarze Null“ statt Zukunftsinvestitionen .....	13
Keine Angst vor dem Mindestlohn .....	13
Literatur .....	16

## Allmählicher Kurswechsel erkennbar

Von der Öffentlichkeit in Deutschland weitgehend unbemerkt, hat die Wirtschaftspolitik in der EU begonnen, ihren Kurs vorsichtig neu zu bestimmen.

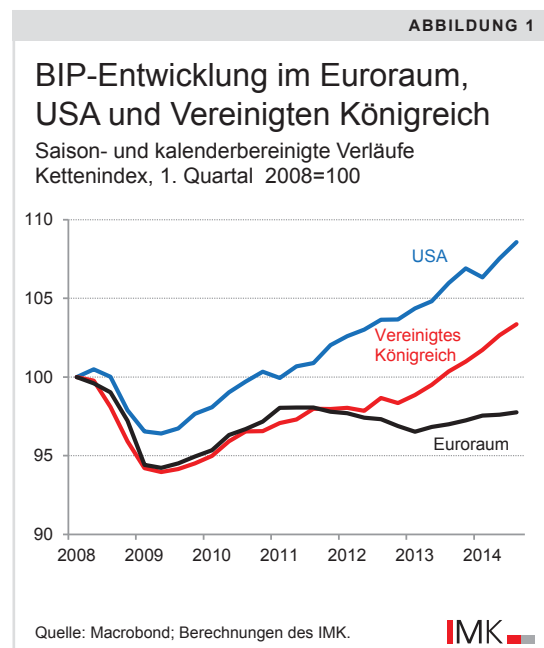
Seit dem Beginn der Krise des Euroraums im Herbst 2009 hatten sich die Regierungen des Euroraums auf eine wirtschaftspolitische Kombination verständigt, die aus Austeritätspolitik und Strukturereformen, die insbesondere auf Veränderungen am Arbeitsmarkt zu Lasten der Lohnverhandlungsmacht der Beschäftigten abzielten, bestand. Erste sollte zudem über ihre Restriktionswirkung auf dem Arbeitsmarkt, die die Arbeitslosenquote auf dramatische Höhen trieb, ein wirtschaftspolitisch günstiges Umfeld für die Durchsetzung der Strukturereformen erzeugen. Ziel war es, die Staatsschulden zu verringern und gleichzeitig die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Volkswirtschaften zu steigern. In der Folge sollten Wachstum und Beschäftigung wieder zunehmen. Diese Strategie basierte auf der falschen Wahrnehmung dieser Krise als einer Staatsschuldenkrise, die in Kombination mit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer entstanden sei.

Diese Wahrnehmung war von Anfang an verzerrt (Horn et al. 2012). Weder war der Ausgangspunkt der Krise eine zu hohe Staatsverschuldung noch ging es um die Wettbewerbsfähigkeit nur der Krisenländer. Vielmehr hatten fast alle Mitgliedstaaten insbesondere auch Deutschland sich nicht an das gemeinsame Inflationsziel gehalten. Während die Krisenländer im Zuge einer kräftigen Wachstumsdynamik es fortwährend nach oben verletzten, hatte die deutsche Wirtschaft angesichts relativ hoher Arbeitslosigkeit und geringem Wachstum längst einen realen Abwertungswettlauf begonnen, der ja auch von vielen Ökonomen eingefordert worden war (Sinn 2003, SVR 2002).

Spätestens als sich die Krise im Jahr 2011 wieder zuspitzte, zeigte sich, dass mit der gewählten Politikombination das Vertrauen in den Fortbestand des gemeinsamen Währungsraums rapide schwand. Als sich auch der Schuldenschnitt in Griechenland nicht als beruhigend, sondern als Krisen verschärfend erwies, fiel nach zunächst hartem Widerstand aus Deutschland der Geldpolitik zwangsläufig die Rolle als Stabilisatorin des Euroraums zu, in dem sie angekündigte, falls nötig, unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen und auf diese Weise die Risikoauflage zu vermindern. Dies war unmittelbar und soweit erfolgreich, aber dieser Kurs einer expansiven Geldpolitik und restriktiven Fiskalpolitik ist in einer so massiven Krisensituation auf Dauer nicht durchzuhalten.

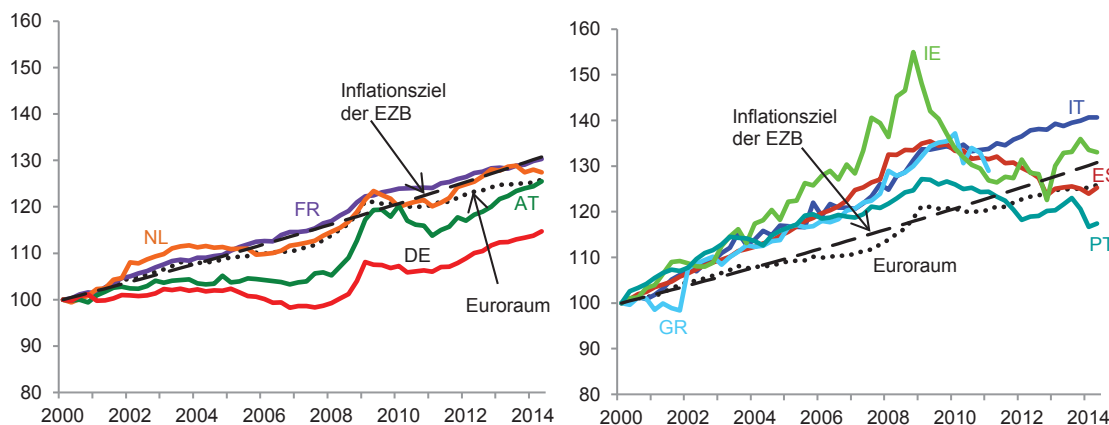
Zwar ist es der Geldpolitik gelungen, wieder mehr Vertrauen in die Zukunft des Euro zu erzeugen, aber in Kombination mit der restriktiven Finanzpolitik und dem Druck auf die Löhne in vielen Mitgliedstaaten, ist sie schlicht nicht in der Lage, die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum zu stimulieren. Das erklärt, warum der Euroraum wirtschaftlich immer weiter hinter dem Rest der Welt zurückbleibt und in einer stagnativen bis rezessiven Tendenz verharrt (Abbildung 1). Schlimmer noch, mittlerweile hat sich vor diesem Hintergrund eine hartnäckige Tendenz in Richtung Deflation herausgebildet. Sie ist besonders gefährlich, weil sie die stabilisierende Kraft der Geldpolitik schwinden lässt. Sinken die Inflationserwartungen deutlich unter das Inflationsziel und hat sie die Leitzinsen schon fast auf Null gesenkt, schwindet die Fähigkeit der Geldpolitik einen ausreichenden negativen Realzins zu erreichen.

Um diese fatale Situation, die schon seit einiger Zeit erkennbar ist (Horn et al. 2014a), zu vermeiden, bedarf die Geldpolitik einer Flankierung durch eine die Nachfrage stärkende Finanzpolitik. Erst dann ist allmählich wieder mit einem Anziehen der Inflationsrate zu rechnen, und die Geldpolitik behält ihre Wirksamkeit. Unterstützend könnte zudem eine Lohnentwicklung wirken, die auf der Ebene des Euroraums, die Inflationsrate gleichfalls wieder in Richtung des Preisstabilitätsziels drückt. Da die Krisenländer mittlerweile ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit weitgehend zurückgewonnen haben (Herzog-Stein et al. 2014a), könnten die Löhne dort nunmehr wieder den Verteilungsspielraum aus Zielinflationsrate und mittelfristigen



## Lohnstückkostenentwicklung<sup>1</sup> in der Gesamtwirtschaft des Euroraums sowie in ausgewählten Euroländern

1. Quartal 2000=100



AT = Österreich, DE = Deutschland, ES = Spanien, FR = Frankreich, GR = Griechenland, IE = Irland, IT = Italien, NL = Niederlande, PT = Portugal.

<sup>1</sup> Auf Personenbasis; Österreich: Jobs.

Quelle: Macrobond (Eurostat); Berechnungen des IMK (Datenstand 28.10.2014).



Produktivitätszuwachs ausschöpfen und damit etwas stärker steigen. In Deutschland, wo die Lohnentwicklung trotz beschleunigter Lohnzuwächse in den vergangenen Jahren noch nicht wieder auf den stabilitätsgerechten Pfad zurückgekehrt ist, (Abbildung 2) wäre zumindest eine reale Aufwertung durch höhere Lohnzuwächse in Deutschland hilfreich. Um Preisstabilität im Euroraum zu erreichen, wären in Deutschland sogar Lohnzuwächse sinnvoll, die für eine begrenzte Zeit oberhalb des Verteilungsspielraums liegen.

Die Wirtschaftspolitik in Europa hat die labile Lage des Euroraums seit kurzem offenkundig erkannt und damit auch, dass die bisherige wirtschaftspolitische Strategie, gescheitert ist. Die Forderung nach höheren Investitionen und somit einer Stärkung der europäischen Binnennachfrage ist mittlerweile bis auf wenige Ausnahmen (SVR 2014) Allgemeingut. Zahlreiche Pläne werden nun auf den Weg gebracht, darunter auch der der neuen EU-Kommission (Juncker-Plan). Vor allem aber wurde der finanzpolitische Kurs unter dem Druck der Verhältnisse bereits de facto geändert (OFCE/ECLM/IMK 2014). Statt ausgeprägt restriktiv, ist er 2015 mehr oder minder neutral. Dies dürfte sich konjunkturell positiv bemerkbar machen. Hinzu kommen noch die anregenden Effekte des niedrigeren Ölpreises und der Abwertung des Euro. Das IMK geht in seiner jüngsten Prognose denn auch von einem moderaten Aufwärtstrend im Euroraum

mit einem Wachstum von 1,4 % in diesem Jahr aus. In Deutschland dürfte das BIP wegen der robusteren Binnenkonjunktur mit 1,6 % sogar noch etwas kräftiger zunehmen (Herzog-Stein et al. 2014b).

Diese Aufwärtsbewegung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Krise des Euroraums damit noch keinesfalls überwunden ist. So haben die meisten Mitgliedstaaten bislang weder das Produktions- noch das Beschäftigungsniveau von vor der Krise wieder erreicht. Der Euroraum insgesamt wird auch 2015 ärmer sein als 2008.

Ferner ist die vorsichtige Erholung alles andere als stabil. Sie basiert primär auf einer dynamischen Exportentwicklung. Das IMK geht unter den gegenwärtigen Umständen nicht davon aus, dass die vorhergesagte Erholung in einen selbsttragenden Aufschwung mündet, zumal auch die politische Lage fragil bleibt. Vor allem die Deflationstendenzen beunruhigen. Vordringlichste wirtschaftspolitische Aufgabe ist, dass diese gestoppt werden. Schon deshalb war ein finanzpolitischer Kurswechsel erforderlich.

Diesem stehen jedoch, soll er wesentlich deutlicher ausfallen als bisher, mittlerweile gravierende institutionelle Hindernisse entgegen. In Deutschland ist dies die Schuldenbremse, im gesamten Euroraum der Fiskalpakt. Viele der nunmehr präsentierten Vorschläge sind denn auch nichts anderes als mehr oder minder überzeugende Versuche, die institutionellen Hindernisse zu umgehen. Zumeist

wird dies dadurch versucht, dass ein Teil der Finanzierung von öffentlichen Investitionen durch privates Kapital erfolgen soll anstelle von öffentlicher Verschuldung. Die bisherigen Vorschläge in dieser Richtung wirken allerdings nicht überzeugend, da sie entweder unrealistisch sind, oder merklich teurer als eine Finanzierung über höhere Staatsschulden sein dürften.

Vor diesem Hintergrund müssen auch weitergehende Konzepte angedacht werden, die ein engeres und kooperativeres Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik ermöglichen. Am sinnvollsten wäre es, man würde die legalen und institutionellen Beschränkungen wieder abschaffen, um die notwendige fiskalische Flexibilität zu ermöglichen und gleichzeitig intransparente und teure Umgehungsstrategien zu verhindern.

### Europäische Geldpolitik: Inflation „schnellstmöglich erhöhen“

Die Lage im Euroraum ist weiterhin prekär. Vor einem Jahr hatte das IMK an dieser Stelle zum wiederholten Male eine expansivere Geldpolitik gefordert, darunter eine Verringerung der Leitzinsen und eine quantitative Lockerung durch den Kauf von Staatsanleihen und Asset-backed Securities (Horn et al. 2014a). Seither hat die EZB die Leitzinsen um weitere 0,2 Prozentpunkte gesenkt, womit der bei 0,05 % liegende Hauptrefinanzierungssatz

und der Einlagenzins in Höhe von 0,2 % nunmehr ihre Untergrenze erreicht haben. Im Juni und September dieses Jahres wurden mehrere Maßnahmen der quantitativen Lockerung angekündigt, mit dem Ziel den Expansionsgrad der Geldpolitik jenseits der Zinspolitik zu erhöhen. Auch diese Maßnahmen dürften jedoch nicht ausreichen, um der wirtschaftlichen Lage im Euroraum gerecht zu werden und die Gefahr einer Deflation bzw. einer Stagnationsfalle zu bannen. Entsprechend forderten jüngst auch der Internationale Währungsfonds (2014a) und die OECD (2014) eine expansivere Geldpolitik, und die EZB hat weitere Lockerungsmaßnahmen, darunter den Kauf von Staatsanleihen, in Aussicht gestellt.

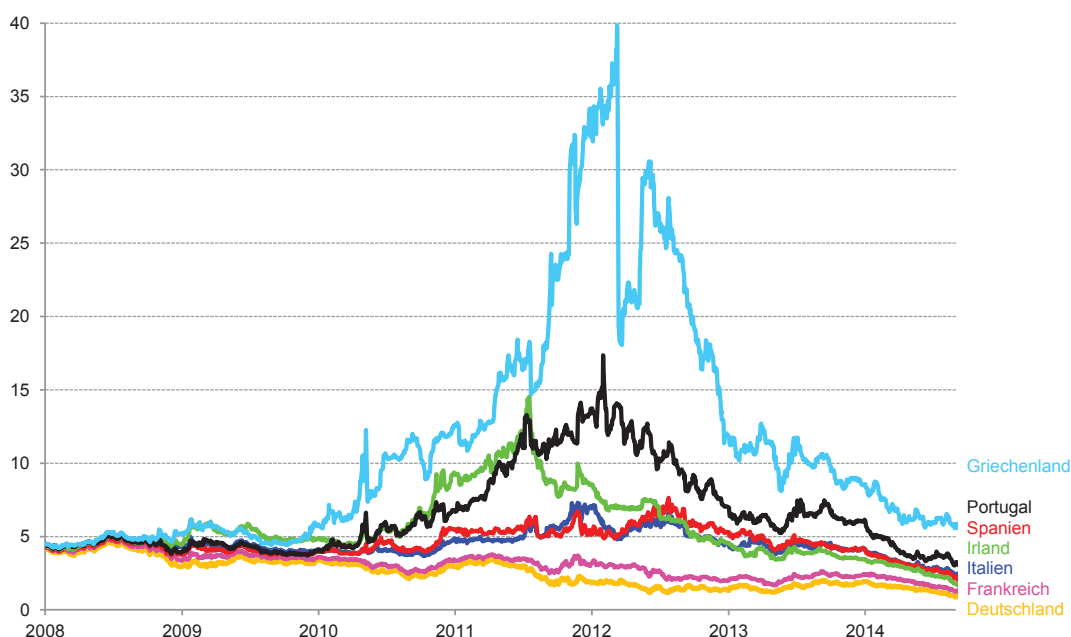
### Verringerte Inflationserwartungen

Im Juli 2012 hat EZB-Präsident Draghi die sich zuspitzende Entwicklung mit den Worten „whatever it takes“ beruhigt (Draghi 2012) und wesentlich zu einer Stabilisierung des Euroraums beigetragen (Abbildung 3). Diese Stabilisierung erfolgte jedoch auf niedrigem Niveau mit hoher Arbeitslosigkeit und niedriger Kapazitätsauslastung. Die fiskalische Konsolidierung wurde fortgesetzt und dämpfte die Nachfrage. Im sechsten Jahr der Krise schrumpfte das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums 2013 um 0,4 %, nach -0,7 % 2012, und in diesem Jahr ist lediglich mit einem geringen Wachstum von 0,8 % zu

ABBILDUNG 3

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer

Tageswerte in %



Quelle: Reuters (Ecowin).

rechnen. Entsprechend hat sich die ohnehin schwache Inflationsentwicklung weiter abgeschwächt.

Vor diesem Hintergrund hat die EZB ihre Inflationsprognose in den vergangenen zwei Jahren bereits sechs Mal gesenkt. Erwartete sie im Dezember 2012 für 2014 noch eine Inflationsrate von 1,4 %, so waren es im Dezember 2014 nur noch 0,5 % und der Aussage von EZB-Präsident Draghi zufolge dürfte auch dieser Wert wegen des seit Erstellung der Prognose nochmals deutlich gesunkenen Ölpreises bereits überholt sein (Draghi 2014c). Die erste Prognose für 2015 lag im Dezember 2013 bei 1,3 % – mittlerweile erwartet die EZB nur noch 0,7 % und zudem auch für 2016 nur niedrige 1,3 %, mit einer Inflationsrate, die selbst im 4. Quartal 2016 nur etwas höher liegt (1,4 %). Die EZB verfehlt ihr Inflationsziel nicht nur seit einigen Jahren, sondern der Abstand der erwarteten Inflationsrate zum Inflationsziel erhöht sich fortwährend.

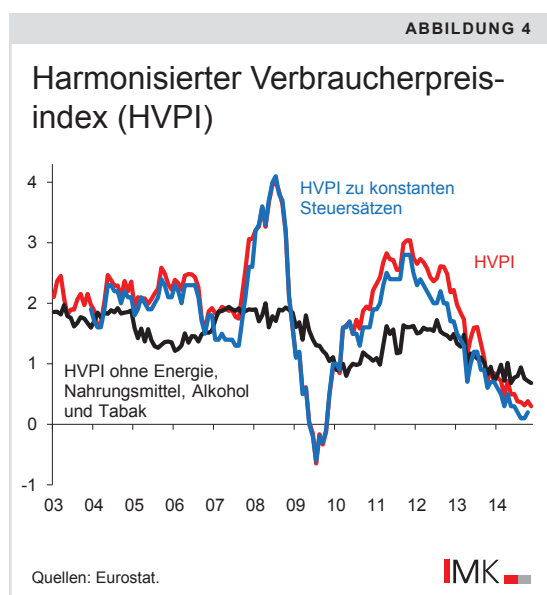
Zuletzt lag die Inflationsrate im Euroraum bei 0,3 %. Bei der Beurteilung der aktuellen Entwicklung ist es wichtig, zwischen der zugrundeliegenden Inflationsdynamik – approximiert durch eine Kerninflationsrate – und der ausgewiesenen gesamten Inflationsrate zu unterscheiden (Zimmermann und Tober 2009; Mishkin 2007). Der starke Rückgang der Ölpreise – um 26 % zwischen Juli und November 2014 – überzeichnet die Schwäche des Preisauftriebs, so wie auch der starke Anstieg der Ölpreise in den Jahren 2010 bis 2012 die Stärke des Preisauftriebs überzeichnete (Abbildung 4). Bei deutlichen Veränderungen des Ölpreises handelt es sich um einen temporären Schock, der an sich geldpolitisch nicht relevant ist. Dies ist bei der Formulierung des Inflationsziels der EZB dadurch berücksichtigt, dass der Wert von 1,9 % – „nahe aber unter 2 %“ – in der *mittleren* Frist erreicht werden

muss. Die aktuelle Inflationsrate von 0,3 % ist somit weniger relevant als die Kerninflationsrate, hier gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak. Diese Rate liegt aber bereits seit Anfang 2009 deutlich unter dem Inflationsziel der EZB und zuletzt bei nur 0,7 %.

Angesichts des längerfristigen Unterschießens des Inflationsziels kann zudem auch temporären Schocks eine größere Bedeutung zukommen. Anders als in „normalen“ Zeiten besteht eine höhere Gefahr, dass die niedrige Inflation in Lohnverhandlungen einfließt und Zweitrundeneffekte auslöst. Ebenso besteht die Gefahr, dass die ohnehin verringerten Inflationserwartungen abermals sinken. Beides würde zu einer Verfestigung der niedrigen Inflation und der Stagnation führen sowie das Deflationsrisiko erhöhen (Horn et al. 2014b).

Die Inflationserwartungen haben sich bereits abgeschwächt und zwar sowohl die kurzfristigen, mittelfristigen als auch die langfristigen. Berechnungen des IMK mit Hilfe des makroökonomischen Modells NiGEM zufolge würde eine Absenkung der langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum um einen Prozentpunkt das Bruttoinlandsprodukt allein wegen des dadurch erhöhten Realzinses um 0,9 % verringern (Horn et al. 2014b).<sup>1</sup> Die OECD berücksichtigt in einer breiter angelegten NiGEM-Simulation neben einem Rückgang der Inflationserwartungen um einen halben Prozentpunkt auch Rückwirkungen auf Aktienkurse und die Finanzierungskosten von Haushalten und Unternehmen. Sie berechnet einen Effekt von 0,5 Prozentpunkten auf die Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes allein im ersten Jahr und 1 Prozentpunkt Wachstumseinbuße im Folgejahr (OECD 2014).

Vor diesem Hintergrund erstaunt die Nonchalance mit der der Sachverständigenrat (SVR) die aktuelle Lage beurteilt. So solle die EZB erst weitere Maßnahmen ergreifen, wenn eine Deflation tatsächlich einsetzt. Unter Berufung auf die ursprüngliche EZB-Definition von Preisstabilität stellt er zudem – allerdings fälschlicherweise – fest: „Die gegenwärtig prognostizierten niedrigen Inflationsraten sind nach der damaligen Zielvorgabe somit unbedenklich“ (SVR 2014, S. 147). Auch vor der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie hatte die EZB allerdings ein deutlich über 1 % liegendes Inflationsziel, wie sich schon damals aus der Berechnung des Referenzwertes für die Geldmengen-



<sup>1</sup> In der Simulation der OECD wurden neben einer Absenkung der Inflationserwartungen um einen halben Prozentpunkt die Aktienkurse um 10 % verringert, sowie die Risikoprämie auf Aktien, Unternehmensanleihen und Kredite an Haushalte um jeweils einen Prozentpunkt angehoben (OECD 2014, S. 43 f).



entwicklung ableiten lies (Lommatzsch und Tober 2003). Entsprechend lagen auch die langfristigen Inflationserwartungen der von der EZB befragten Professional Forecasters seit Beginn der Währungsunion stets zwischen 1,8 % und 2 %. Aktuell befinden sie sich am unteren Rand.

Statt in dieser Situation eine abwartende Haltung einzunehmen, ist EZB-Präsident Draghi zuzustimmen, dass es "unbedingt notwendig ist, die Inflationsrate zum Inflationsziel zurückzubringen, und zwar unverzüglich" (Draghi 2014b).<sup>2</sup>

### Realzins kann nicht ausreichend sinken

Durch die Untergrenze der Nominalzinsen bei Null ist der zinspolitische Spielraum begrenzt. Sinkt die Inflation bzw. sinken die Inflationserwartungen, so steigen die Realzinsen. Die Geldpolitik kann kontraktiv wirken, selbst wenn die geldpolitischen Leitzinsen nahe Null sind. In ihrem aktuellen Wirtschaftsausblick kommt die OECD zu dem Schluss, dass die Geldpolitik der EZB die Wirtschaft des Euroraums bereits gegenwärtig nicht etwa stimuliert, sondern dämpft (OECD 2014, S. 17).

Dagegen suggeriert der SVR, die Geldpolitik im Euroraum sei bereits jetzt zu expansiv und bezieht sich zur Begründung auf die von Taylor (1993) vorgeschlagene Zinssatzregel (SVR 2014, S. 143 ff). Unter Verwendung dieser Regel berechnet der SVR einen positiven geldpolitisch adäquaten Kurzfristzins.

Die Taylorregel ist eine oftmals verwendete Methode zur Berechnung des konjunkturgerechten geldpolitischen Zinssatzes, die den Zinssatz in eine positive Beziehung zur Produktionslücke  $[(y-y^*)/y^*]$ , der Inflationslücke  $(\pi-\pi^*)$  sowie dem gleichgewichtigen Realzinssatz ( $r$ ) setzt (Tabelle 1). Bei der Parametrisierung folgt der SVR Taylor (1993). Insbesondere legt der SVR seinen Berechnungen einen gleichgewichtigen Realzins von 2 % zu Grunde. Bei Verwendung der Produktionslückenschätzungen von OECD und der EU Kommission ergäbe diese Regel für das Jahr 2014 dann tatsächlich einen positiven Taylorzins.

Allerdings vernachlässigt der SVR bei seinem Vorgehen, dass Taylor (1993) seine Annahme für den gleichgewichtigen Realzins an der Höhe des Trend- bzw. Potenzialwachstums der amerikanischen Wirtschaft orientierte, für die er die Regel vorgeschlagen hatte. Nach Schätzungen der EU


<sup>2</sup> Übersetzung des Originals: "It is essential to bring back inflation to target and without delay" (Draghi 2014b). In dieser Rede sagte EZB-Präsident Draghi zudem: "We will do what we must to raise inflation and inflation expectations as fast as possible, as our price stability mandate requires of us", was im Titel dieses Abschnittes aufgegriffen wurde.

TABELLE 1

Taylor-Zinsen auf Basis von Daten der EU-Kommission und der OECD

	Eurostat		OECD	
	2014	2015	2014	2015
Produktionslücke ( $y-y^*$ )	-2,80	-2,30	-3,30	-3,20
Potentialwachstum ( $\Delta y^*$ )	0,60	0,60	0,40	0,40
Inflationsrate ( $\pi$ )	0,50	0,80	0,50	0,60
Inflationsziel ( $\pi^*$ )	1,90	1,90	1,90	1,90
gleichgewichtiger Realzins ( $r=\Delta y^*$ )	0,60	0,60	0,40	0,40
Taylor-Zins	-1,00	-0,30	-1,45	-1,25

Verwendete Taylorregel:  $i = r + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5[(y-y^*)/y^*]$   
(SVR 2014, S. 143).

Quellen: AMECO-Datenbank und CIRCA-Webseite der EU-Kommission; OECD (2014). 

Kommission und der OECD liegt das Potenzialwachstum im Euroraum 2014 aber bei nur 0,6 % bzw. 0,4 % (Tabelle 1). Verwendet man diese Schätzungen des Potenzialwachstums, so ergeben sich für das Jahr 2014 negative geldpolitisch adäquate Kurzfristzinsen mit einem Betrag von 1 % bzw. 1,45 %. Dabei ist mit ins Bild zu nehmen, dass die in Tabelle 1 aufgeführten Schätzungen des gleichgewichtigen Realzinses Obergrenzen darstellen. So wird beispielsweise der Anstieg der Risikoprämien auf Kredite an private Haushalte und Unternehmen im Zuge der Finanzmarkturbulenzen im Euroraum nicht berücksichtigt. Dieser Anstieg dürfte den gleichgewichtigen Realzins gesenkt haben (Bank of England 2014). So beziffern Al Eyd und Berkmen (2013) in einer Schätzung für den Euroraum die durch die Probleme im Bankensektor verursachte Verteuerung von Unternehmenskrediten mit Volumen von unter einer Million Euro Anfang 2013 auf knapp zwei Prozentpunkte.

### Quantitative Lockerung auf breitere Basis stellen

Da bei den aktuell niedrigen Inflationsraten kein „ausreichender Sicherheitsabstand gegen Deflation“ (EZB 2003) mehr besteht, kann der Realzins nicht hinreichend negativ werden und steigt bei fallender Inflation bzw. sinkenden Inflationserwartungen sogar. Daher muss die EZB wie bereits geschehen auf unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zurückgreifen.

Hierbei intendiert die EZB eine deutliche Ausweitung ihrer Bilanz um 1000 Mrd. Euro (Draghi 2014c). Um dies tatsächlich und zügig zu erreichen, dürfte es erforderlich sein, dass sie ihre unkonventionellen Maßnahmen auf Staatsanleihen der Euroländer ausweitet. Diese kann die EZB im Rahmen ihres Mandats ebenso erwerben, wie Pfandbriefe und forderungsbesicherte Wertpapiere. Sie könnte damit zudem den immer noch gestörten Transmis-

sionsmechanismus reparieren und den Grad der Unsicherheit vermindern, der eine entscheidende Ursache für die gegenwärtige Investitionsschwäche im Euroraum und in Deutschland sein dürfte (Horn et al. 2014a; OFCE/ECLM/IMK 2013).

Es ist mehr als eine Frage der Geldpolitik, wenn die Zentralbank Risiken der Banken und der nicht-finanziellen Unternehmen übernimmt und Staatsanleihen als riskante Anlagen scheut. Es ist eine ordnungspolitische Frage.

Anders als die Fiskalpolitik, kann die Geldpolitik nur indirekt über die Verbesserung der monetären Rahmenbedingungen stimulierend auf die wirtschaftliche Entwicklung wirken. Um dem Nachfragemangel im Euroraum effektiv zu begegnen – und damit auch der hohen Arbeitslosigkeit und den Deflationstendenzen – benötigt die Geldpolitik Unterstützung von der Fiskalpolitik.

## Fiskalpolitische Flankierung erforderlich

Die Geldpolitik allein ist mit der Überwindung der Krise im Euroraum überfordert. Sie muss durch eine expansive Fiskalpolitik unterstützt werden. Eine stärkere Rolle für die Fiskalpolitik haben in den vergangenen Monaten auch EZB-Präsident Draghi (2014a) und verschiedene internationale Organisationen gefordert. So hat der IWF (2014a) im Juli darauf hingewiesen, dass einige der Überschuss-Länder über den fiskalischen Spielraum verfügen, um die öffentlichen Investitionen auszuweiten. Auch die EU-Kommission (2014a) hat in ihrem jüngsten Annual Growth Survey Mitgliedsstaaten mit Haushaltsspielräumen aufgefordert, die Binnennachfrage und insbesondere die Investitionen anzuregen. In ihrem jüngsten Economic Outlook plädiert auch die OECD (2014) für eine Verlangsamung der Konsolidierung und für ein ungehindertes Wirken der automatischen Stabilisatoren.

Dabei orientieren sich alle genannten internationalen Organisationen an den geltenden Fiskalregeln, also dem reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) und dem Fiskalpakt. Die hier verbleibenden Spielräume sollen genutzt werden, um die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum zu beleben. Legt man die Regeln eng aus, dann haben nur Länder, die bereits ihre mit der EU-Kommission vereinbarten Mittelfristziele mindestens erreicht haben, überhaupt die Möglichkeit, ihre Fiskalpolitik expansiver auszugestalten. Die OECD sieht solche Spielräume nur für drei Länder, nämlich Deutschland, Luxemburg und Estland. Sie machen 29 % der Wirtschaftsleistung im Euroraum aus und ihr Spielraum summiert sich nach Berechnungen

der OECD in den Jahren 2015 und 2016 entsprechend auf 0,3 % des Euroraum-BIP (OECD 2014, S. 63). Folgt man der Bewertung der Haushaltsentwürfe für 2015 durch die EU-Kommission (2014b), so kann man für Deutschland, Luxemburg, die Niederlande und die Slowakei Spielräume ausmachen, wobei nur Deutschland gemäß der Planung in diesem Jahr die Regeln übererfüllt. Gleichzeitig sieht die Kommission für eine Reihe von Ländern<sup>3</sup> Risiken einer Zielverfehlung, wodurch der Konsolidierungsdruck im Euroraum wieder steigen könnte. Der IWF (2014b) sieht Deutschland in der Pflicht und hat im Sommer 2014 geschätzt, dass ein Investitionsprogramm im Umfang von 0,5 % des deutschen BIP jährlich über vier Jahre die wirtschaftliche Aktivität in den Krisenländern in der Spitze um 0,3 % anheben würde, im übrigen Euroraum wäre der Effekt mit 0,4 % geringfügig höher.

Orientiert man sich allerdings eng an den Vorgaben der Fiskalregeln und den bisherigen Empfehlungen der Europäischen Kommission (2014b), dann dürfte die Fiskalpolitik bestenfalls einen wenig veränderten leicht restriktiven Kurs verfolgen. Dies ist in der aktuellen Situation nicht angemessen.

Die EU-Kommission geht offenbar ebenfalls davon aus, dass der Impuls, der bei der empfohlenen Ausnutzung der Spielräume zustande käme, zu gering sein dürfte, um den Euroraum aus seiner stagnativen Entwicklung zu lösen, und dass ein stärkerer Impuls notwendig ist. Sie sieht insbesondere bei den Investitionen, die nach der Krise noch stärker zurückgingen als das BIP und nun um gut 17 % unter dem Vorkrisenniveau liegen, eine erhebliche Lücke (EU-Kommission 2014a).

Der neue Präsident der Europäischen Kommission, Jean-Claude Juncker, hat einen Plan vorgelegt, der ein Investitionsvolumen von 315 Mrd. Euro (2 % des EU-BIP) über drei Jahre verteilt mobilisieren soll (EU-Kommission 2014c). Mittel der EU und der Europäischen Investitionsbank (EIB) von insgesamt 21 Mrd. Euro sollen in einen European Fund for Strategic Investments (EFSI) eingespeist werden und über verschiedene Hebel ein zusätzliches öffentliches oder privates Investitionsvolumen von 315 Mrd. Euro in der EU generieren (Infobox 1).

In der aktuellen Situation könnten zusätzliche Investitionen im Umfang von gut 100 Mrd. Euro jährlich Europa helfen, die Stagnation und Deflationsgefahr zu überwinden. Es sind allerdings erhebliche Zweifel angebracht, ob der Investitionsplan tatsächlich zu zusätzlichen Investitionen in diesem

<sup>3</sup> Präventive Komponente des SWP: Belgien, Italien, Malta, Österreich; korrektive Komponente des SWP: Spanien, Frankreich, Portugal. Diese Länder hatten im Jahr 2013 zusammengenommen einen Anteil von gut 57 % des BIP im Euroraum.

## Der Juncker-Plan

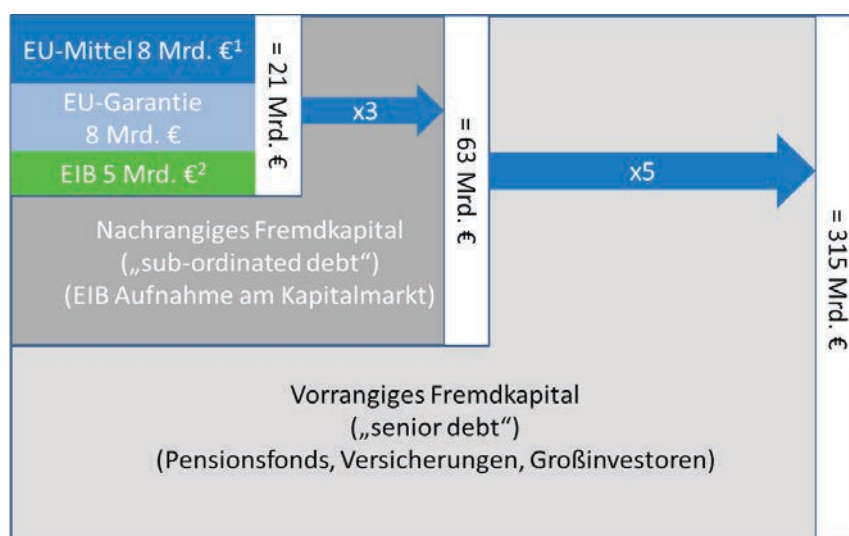
Die Europäische Kommission (2014c) hat Ende November den von ihrem neuen Präsidenten, Jean-Claude Juncker, bereits im Sommer angekündigten Investitionsplan konkretisiert. Ziel ist die Finanzierung von zusätzlichen privaten und öffentlichen Projekten im Umfang von 315 Mrd. Euro in der Europäischen Union von 2015 bis 2017, insbesondere in den Bereichen Infrastruktur, erneuerbare Energien, Forschung und Bildung. Vorgaben zur regionalen Verteilung der Mittel soll es nicht geben. Die Bereitstellung der Mittel soll sich vielmehr an der Qualität der einzelnen Projekte orientieren. Der European Fund for Strategic Investments (EFSI) soll eine eigene Verwaltungsstruktur erhalten und projektbezogen Mittel akquirieren und vergeben. Dabei sind die staatlichen Mittel, die dafür verwendet werden sollen, mit 21 Mrd. Euro – 8 Mrd. Euro aus dem EU-Budget ergänzt durch eine gleichhohe Garantie und weitere 5 Mrd. Euro von der Europäischen Investitionsbank (EIB) – deutlich geringer.

Diese Summe soll im EFSI als Risikopuffer wirken und dadurch die Akquirierung des 14-fachen Betrags an privaten Mitteln ermöglichen, so dass letztlich ein Volumen von 315 Mrd. Euro erreicht werden kann. Um auf den geplanten 15-fachen Hebel zu kommen sollen zunächst je Euro im EFSI zwei Euro zusätzlich an nachrangigem Fremdkapital („subordinated debt“) über Finanzierungsinstrumente der EIB und dessen European Investment Fund (EIF) akquiriert werden. So soll es gelingen, das jeweilige Projekt für weitere private Investoren attraktiv zu machen, deren Risiko dann deutlich geringer ausfällt („senior debt“). Auf drei Euro an EFSI-Mitteln und „subordinated debt“ sollen dann im Durchschnitt 12 Euro an „senior debt“ entfallen. Eine Beratungseinrichtung („investment advisory hub“) soll Projektentwickler, Investoren und Behörden zusammenbringen und u.a. bei der Projektstrukturierung helfen. Der EFSI soll laut Plan im Sommer 2015 die Arbeit aufnehmen können. Im Zeitraum davor soll die EIB mit eigenen Mitteln bereits die Arbeit aufnehmen, um einen schnellen Start des Programms sicherzustellen.

Die EU-Mitgliedsländer sollen sich mit eigenen Mitteln am EFSI beteiligen, damit das Investitionsvolumen noch weiter gesteigert werden kann. Als Anreiz wird den Ländern in Aussicht gestellt, dass eine für diesen Zweck eingegangene Verschuldung im Rahmen der Defizitüberwachung des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht berücksichtigt wird.

ABBILDUNG BOX 1.1

### Struktur und geplante Hebelwirkungen des European Fund for Strategic Investments (EFSI)



<sup>1</sup> Umschichtung bereits genehmigter Mittel aus EU-Haushaltsplan (2 Mrd. EUR), Fazilität „Connecting Europe“ (3,3 Mrd. EUR) und Programm „Horizont 2020“ (2,7 Mrd. EUR).

<sup>2</sup> Aus freierwerdenden Rückstellungen für ausstehende Kredite mit gesunkenem Risiko.

Quelle: Darstellung des IMK auf Basis von der EU-Kommission (2014d).



Umfang führt. Nach den bislang vorliegenden, wenig präzisen Informationen sind von den 16 Mrd. Euro, die die EU-Kommission als ihren Beitrag verbucht, 8 Mrd. Euro echte Haushaltsmittel. Dies sind keine zusätzlichen Mittel, sondern sie werden aus verschiedenen Programmen des EU-Haushalts umgeschichtet. Diese werden um eine nicht näher bestimmte Kreditausfallgarantie von 8 Mrd. Euro durch den EU-Haushalt ergänzt, sodass ein Betrag von 16 Mrd. Euro zustande kommt. Die EIB setzt 5 Mrd. Euro an Mitteln ein, die von der Risikoabsicherung anderer ausstehender Kredite abgezogen werden, da sie deren Ausfallwahrscheinlichkeit nunmehr geringer einschätzt (EIB 2014). So kommen die in der öffentlichen Diskussion stehenden 21 Mrd. Euro zustande.

Mit diesen 21 Mrd. Euro soll die EIB über einen ersten Hebel 63 Mrd. Euro am Kapitalmarkt aufnehmen können und als nachrangiges Fremdkapital („subordinated debt“) in förderungswürdige Projekte fließen lassen (EU-Kommission 2014d). In welcher Form dieses Nachrangkapital eingeworben werden soll und wie sich dies auf das Rating der EIB auswirkt, wird in den offiziellen Dokumenten zum Juncker-Plan nicht erläutert. Da die Akquise und Vergabe der Mittel über die Jahre projektbezogen erfolgt, ist es kaum möglich, vorab das Gesamtvolumen an Mitteln festzustellen.

Noch ungewisser ist der zweite Hebel des Juncker-Plans, über den im Durchschnitt 80 % der Fremdfinanzierung für jedes Projekt von privaten Kapitalgebern akquiriert werden sollen. Zwar sollen die Grundkapitalisierung und die Nachrangdarlehen des Fonds diesen Kapitalgebern einen Senior-Gläubigerstatus bieten. Die zaghafte Zusage der EU-Garantien bei gleichzeitiger Beteuerung, es würden keine zusätzlichen öffentlichen Schulden entstehen (EU-Kommission 2014e), vermittelt den privaten Kapitalgebern aber keine klare Sicherheit.

Obendrein bleibt dann fraglich, ob die privaten Mittel wirklich zusätzlich sind. Hier gibt es einen klaren Trade-off: Sind die Projekte zu riskant, dann dürfte es ohnehin schwierig sein, Fremdkapitalgeber zu finden und gleichzeitig sicherzustellen, dass die öffentlichen Ausfallgarantien nicht gezogen werden. Ist das Risiko gering, so ist zu bezweifeln, ob die Investitionen nicht auch ohne Juncker-Plan finanziert worden wären (Claeys et al. 2014).<sup>4</sup> Selbst wenn der anvisierte Hebel von 15 rein rechnerisch erreicht werden sollte, ist der gesamtwirtschaftliche

Wirkungsgrad durch Mitnahmeeffekte möglicherweise stark verringert. Dies lässt vermuten, dass das Volumen an zusätzlichen Investitionen durch den Investitionsplan deutlich hinter den Erwartungen der Kommission zurückbleiben dürfte.

Abgesehen von den Unsicherheiten seitens des Kreditangebots bestehen die größten Fragezeichen auf der Nachfrageseite: Zum einen scheint der Juncker-Plan davon auszugehen, dass es insbesondere im KMU-Bereich zahlreiche lohnende private Investitionsprojekte gibt, die an Finanzierungsempfängern scheitern und die mit Hilfe des EFSI realisiert werden können. Wenn die Ursache mangelnder Investitionen aber nicht in den Finanzierungsbedingungen besteht, sondern in der Unsicherheit darüber, ob sich Investitionen angesichts einer schwachen Nachfrageentwicklung überhaupt rentieren, dann ist der Juncker-Plan als Lösung wenig geeignet.

Zum anderen erinnern die im Juncker-Plan unter langfristige Investitionen gefassten Infrastrukturmaßnahmen stark an die Diskussion, die in Deutschland im Zusammenhang mit Infrastrukturinvestitionen geführt wird. Man wünscht sich höhere private wie öffentliche Investitionen, der wichtigste Punkt scheint dabei aber zu sein, dass sich der Staat zu diesem Zweck nicht verschulden soll. Privates Kapital soll auch öffentliche Aufgaben erfüllen.

Für dieses Modell lässt man sich auch auf inhaltliche Widersprüche ein. Denn einerseits werden direkt kreditfinanzierte öffentliche Investitionen abgelehnt, andererseits werden im Juncker-Plan explizit öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP) propagiert. Das erstaunt, denn ÖPP führen in den öffentlichen Haushalten zu ähnlichen Belastungen wie der Schuldendienst bei der Kreditfinanzierung, da in den ÖPP-Verträgen Nutzungsentgelte vereinbart werden, die über lange Zeiträume zu entrichten sind. Rechnungshöfe (beispielsweise Landesrechnungshof Sachsen-Anhalt 2013, S. 66) stufen ÖPP daher auch als „kreditähnliche Rechtsgeschäfte“ ein.

Nicht ganz einsichtig erscheint auch, dass Schulden, die EU-Mitgliedsländer für Einzahlungen in den EFSI aufnehmen, von den Fiskalregeln ausgenommen werden sollen, während eine „Golden Rule“, die die Schuldenfinanzierung öffentlicher Investitionen auf nationaler Ebene erlauben würde, bei den europäischen Fiskalregeln nicht vorgesehen ist. In beiden Fällen handelt es sich um Mittel, die für höhere Investitionen in die Infrastruktur aufgewendet werden. Da die EFSI-Mittel als Risikopuffer vorgesehen sind, ist hier das Verlustrisiko für den Staat groß, während keinerlei öffentlicher Kapitalstock aufgebaut wird.

<sup>4</sup> Die Rendite müsste je nach Ausfallwahrscheinlichkeit und Garantieanteil mehr oder weniger deutlich über der Rendite einer risikofreien Alternativenanlage (beispielsweise 10-jährige Bundesanleihen) liegen. Zu entsprechenden Berechnungen vgl. Claeys et al. (2014).

Es drängt sich der Eindruck auf, dass mit dem Juncker-Plan eine wenig effektive aber möglicherweise teure Umgehungsmöglichkeit der europäischen Fiskalregeln implementiert wird. Wenn ein deutlich expansiver Impuls gesetzt werden soll, dann wäre dies auch über ein von allen Euroraumländern gemeinsam finanziertes öffentliches Investitionsprogramm möglich. Ein gemeinsames Vorgehen würde im Euroraum auch für das nötige Vertrauen in eine nachhaltige Krisenüberwindung sorgen (Bachmann und Sims 2012). Dies leistet der Juncker-Plan hingegen nicht.

Das IMK hat die Effekte einer schuldenfinanzierten Erhöhung der öffentlichen Investitionen im Umfang von 1 % des BIP für eine Dauer von drei Jahren in einer Variante des New Area Wide Model der EZB simuliert (Infobox 2). Das jahresdurchschnittliche Wachstum im Euroraum würde im Jahr 2015 um 1,7 Prozentpunkte höher ausfallen, bei plausiblen Modifikationen der Kalibrierung sogar um 2 Prozentpunkte; für die Dauer des Programms würde das BIP im Durchschnitt zwischen 1,6 % und 1,8 % über der Basislinie liegen. Die staatliche Schuldenstandsquote läge in Folge höherer Steuereinnahmen und höherer Inflation nach Ablauf des

Programms nicht höher als in der Basislinie oder sogar etwas darunter. Empirische Untersuchungen der Wirkungen des American Recovery and Reinvestment Act, der 2009 zur Bekämpfung der Rezession in den USA verabschiedet wurde, finden ähnlich starke Multiplikatoreffekte wie die vorliegende Simulation (Chodorow-Reich et al. 2012, Feyrer und Sacerdote 2011, Leduc und Wilson 2012).

Da sich der Euroraum nach sieben Jahren Wirtschaftskrise unbestritten in einer Ausnahmesituation befinden dürfte, hat der EU-Ministerrat die Möglichkeit, die Konsolidierungsvorgaben zu lockern. So könnten die Euroländer beispielsweise gemeinsame Eurobonds (IMK/OFCE/WIFO 2013) auflegen und die Mittel gezielt für öffentliche Investitionen einsetzen. Diese neue Schuldenaufnahme könnte wegen der Ausnahmesituation und weil sie speziell Investitionen finanzieren – und damit positiv auf das Produktionspotenzial wirken – bei den Defizit- und Schuldenstandsvorgaben unberücksichtigt bleiben. Solange sich die Euroländer nicht zu einer gegenseitigen Garantie ihrer Staatsanleihen durchgerungen haben, wären diese Anleihen zudem die sichersten, die die EZB im Rahmen ihrer quantitativen Lockerung erwerben kann.

## INFOBOX 2

## Simulation der gesamtwirtschaftlichen Effekte einer Erhöhung der staatlichen Investitionen im Euroraum

Mit dem New Area Wide Model (NAWM) der EZB in der von Coenen et al. (2008) verwendeten Version wurden die Effekte einer Erhöhung der öffentlichen Investitionen im gesamten Euroraum um 1 % des BIP für eine Dauer von drei Jahren simuliert. Das NAWM ist ein Dynamisch-Stochastisches Allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell), das aus zwei Regionen – dem Euroraum und dem Rest der Welt – besteht. Das Modell weist eine Reihe üblicher Eigenschaften von DSGE-Modellen auf, die für quantitative Zwecke verwendet werden, etwa nominale Rigiditäten von Preisen und Löhnen und Investitionsanpassungskosten. Des Weiteren haben im Modell 75 % der Haushalte einen uneingeschränkten Zugang zu den Finanzmärkten. Beim Rest der Bevölkerung beschränkt sich das Vermögen dagegen auf Geldhaltung zu Transaktionszwecken, so dass der Konsum dieser Gruppe im Wesentlichen von ihrem verfügbaren Einkommen abhängt. Das Modell wurde bereits in Coenen et al. (2008) sowie in Coenen et al. (2012) für Fiskalsimulationen verwendet. Die Geldpolitik passt den kurzfristigen Zinssatz entsprechend einer Regel an, die auf die Produktion und die Inflation reagiert, während eine Fiskalregel eine Kopfsteuer abhängig von der Schuldenstandsquote anpasst, um letztere langfristig zu stabilisieren.<sup>1</sup>

Zur Durchführung der Simulation wurden verschiedene Änderungen am Modell und seinen Parametern vorgenommen. So wurde das Modell um öffentliche Investitionen und einen öffentlichen Kapitalstock ergänzt, dessen Erhöhung die Effizienz der privaten Unternehmen steigert. Dabei wird angenommen, dass eine Erhöhung des öffentlichen Kapitalstocks um 1 % die Arbeitsproduktivität ceteris paribus um 1,5 % steigert, ähnlich wie im GIMF-Modell des IWF (Freedman et al. 2015) sowie in Stähler und Thomas (2012). Der steady-state Anteil der öffentlichen Investitionen am Euroraum-BIP wurde auf 2,5 % gesetzt, was dem Durchschnitt des Zeitraums 2000-2013 entspricht. Der steady-state Wert des Schuldenstandes wurde auf 95,1 % gesetzt, was sich zwar auf den Pfad des Schuldenstandes auswirkt, aber einen vernachlässigbaren Einfluss auf die anderen Variablen hat. Schließlich wurde der Effekt

<sup>1</sup> Der Modellcode wurde aus der „Macroeconomic Model Database“ entnommen (Cwik et al. 2012).

der Schuldenstandsquote auf die Kopfsteuer auf das mit einem langfristig stabilen Schuldenstand zu vereinbarende Minimum kalibriert, um zu verhindern, dass endogene Steueränderungen die Quantifizierung des Effektes des diskretionären fiskalpolitischen Impulses verzerren.

Simuliert wird eine Erhöhung der öffentlichen Investitionen um 1 % des BIP im gesamten Euroraum für den Zeitraum 2015-2017, also um insgesamt 300 Mrd. Euro verteilt auf drei Jahre. Danach wird die Investitionserhöhung wieder zurückgenommen. Des Weiteren wird davon ausgegangen, dass es für die Dauer von vier Jahren keine geldpolitische Reaktion im Euroraum auf die durch das Investitionsprogramm verursachte Erhöhung von BIP und Inflation gibt. Die in der Zinsstrukturkurve der Overnight Index Swaps von Anfang Dezember implizite Terminkurve legt nahe, dass die Marktteilnehmer für diesen Zeitraum einen Tagesgeldsatz (EONIA) nahe an der Nullgrenze erwarten. Schätzungen von Lemke und Vladu (2014) zu Folge könnte der durch die Terminkurve implizierte Ausstiegszeitpunkt die von den Marktteilnehmern am wahrscheinlichsten angesehene Verweildauer an der Nullgrenze noch unterschätzen. Grund ist die durch die Nulluntergrenze gegebene Begrenzung der Wahrscheinlichkeitsverteilung zukünftiger Pfade des EONIA. Grundsätzlich könnte eine expansive Fiskalpolitik die Verweildauer an der Nullgrenze zwar verkürzen. Im Lichte der unten diskutierten Effekte des Programms auf die Inflation sowie der vom IMK und anderen Institutionen prognostizierten Inflationsentwicklung ist davon aber nicht auszugehen. Für die USA wird eine geldpolitische Reaktion ab dem vierten Quartal 2015 angenommen.

Wie aus Abbildung Box 2.1 zu entnehmen ist, bewirkt die Erhöhung der öffentlichen Investitionen im NAWM einen Anstieg des privaten Konsums und der privaten Investitionen, so dass der Gesamteffekt auf das BIP den fiskalischen Impuls deutlich übersteigt (Linie „Anteil liquiditätsbeschränkter Haushalte=25 %“). Der Anstieg der staatlichen Investitionen erhöht dabei zum einen direkt die Beschäftigung, die realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und so den Konsum der liquiditätsbeschränkten Haushalte, während die Erhöhung der Inflationserwartungen den Konsum der optimierenden Haushalte stützt. Höhere Absatzerwartungen sowie der gesunkene Realzins steigern zudem die Unternehmensinvestitionen. Im Ergebnis erhöht sich das BIP für die Dauer des Programms um durchschnittlich 1,6 Prozentpunkte relativ zur Basislinie. Das jahresdurchschnittliche Wachstum würde 2015 im Euroraum um 1,7 Prozentpunkte höher ausfallen als in der Basislinie.<sup>2</sup>

Die mit den positiven realwirtschaftlichen Effekten einhergehenden höheren Steuereinnahmen sowie die höhere Inflation bewirken eine weitgehende Selbstfinanzierung des Programms. So wäre die Schuldenstandsquote nach Ablauf des Programms nicht höher als in der Basislinie.

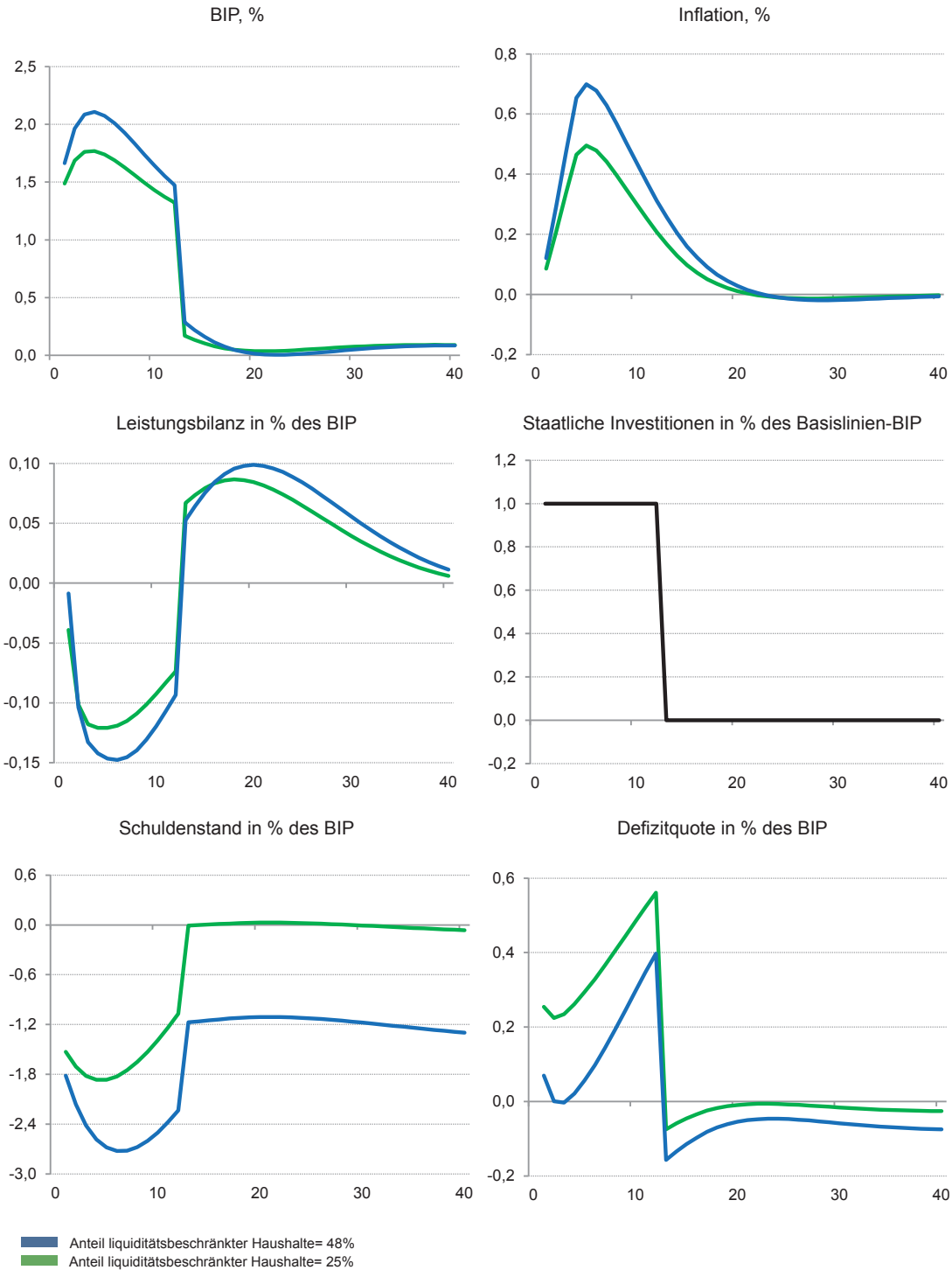
Ein für die Ergebnisse zentraler Parameter ist der Anteil der liquiditätsbeschränkten Haushalte an der Gesamtbevölkerung, der im Modell nur 25 % beträgt, entsprechend der Schätzung von Coenen und Straub (2005). Angesichts der nun schon mehrere Jahre andauernden wirtschaftlichen Krise des Euroraums und den damit verbundenen Einkommensverlusten ist es wahrscheinlich, dass sich der Anteil der liquiditätsbeschränkten Haushalte erhöht hat. Auf einen inzwischen höheren Anteil liquiditätsbeschränkter Haushalte deutet der Household Finance and Consumption Survey (HFCS) des Europäischen Systems der Zentralbanken hin, der Ende 2010/Anfang 2011 durchgeführt wurde. Laut dieser Haushaltsumfrage betrug der Anteil der Haushalte im Euroraum, die exakt ihr Einkommen konsumierten, 48 %. Setzt man diesen Wert ein und wiederholt die obige Simulation, so fallen die Effekte noch deutlich stärker aus, weil die Beschäftigungserhöhung stärker auf den privaten Konsum wirkt als zuvor (Linie „Anteil liquiditätsbeschränkter Haushalte=48 %“). Im Ergebnis würde sich das BIP um durchschnittlich 1,8 % relativ zur Basislinie erhöhen. Das jahresdurchschnittliche Wachstum im Euroraum würde 2015 um zwei Prozentpunkte höher ausfallen als in der Basislinie. Anders als bei der ursprünglichen Kalibrierung würde der Schuldenstand auch nach Ablauf des Programms deutlich unter der Basislinie liegen, und zwar um gut einen Prozentpunkt.

<sup>2</sup> In der Simulation wird eine Konstruktionsdauer des öffentlichen Kapitalstocks von einem Quartal angenommen, das heißt eine Erhöhung der Investitionen im laufenden Quartal führt zu einer Erhöhung des öffentlichen Kapitalstocks im Folgequartal. Die Effekte des Investitionsprogramms auf das BIP würden höher ausfallen, wenn eine längere Konstruktionsdauer angenommen würde, wie sie beispielsweise bei öffentlichen Infrastrukturmaßnahmen anzutreffen ist. Im Falle einer längeren Konstruktionsdauer würde die mit dem höheren Kapitalstock verbundene Grenzkostensenkung in der Privatwirtschaft stärker in die Zeit verschoben, in der die Geldpolitik wieder aktiv ist. Entsprechend würde der Pfad der zukünftigen kurzfristigen Realzinsen insgesamt geringer und somit die privaten Ausgaben bereits in den ersten Jahren des Investitionsprogramms höher ausfallen (Bouakez et al. 2014).

ABBILDUNG BOX 2.1

### Gesamtwirtschaftliche Effekte einer Erhöhung der staatlichen Investitionen im gesamten Euroraum um 1 % des BIP für drei Jahre

Abweichungen von der Basislinie, Quartale



■ Anteil liquiditätsbeschränkter Haushalte= 48%  
■ Anteil liquiditätsbeschränkter Haushalte= 25%

Quelle: Berechnungen des IMK.



## Fiskalpolitik in Deutschland: „Schwarze Null“ statt Zukunftsinvestitionen

Die deutsche Finanzpolitik hat die Übererfüllung der Fiskalregeln zum wichtigsten Maßstab gemacht. Während ein Teil der Bundesländer noch erhebliche Konsolidierungsanstrengungen vor sich hat, um die Schuldenbremse ab 2020 einzuhalten, schießt der Bund bei der Schuldenbremse schon seit einigen Jahren über das Ziel hinaus. Diese Übererfüllung der Schuldenbremse wird jedes Jahr auf einem Kontrollkonto verbucht. Dort haben sich bis zum Ende des Jahres 2013 schon 85,7 Mrd. Euro angesammelt (BMF 2014a). Bis Ende 2015 könnten es gemäß der Haushaltsplanung rund 130 Mrd. Euro werden. Dieser ungenutzte Betrag wird dann gelöscht und steht auch nicht in späteren Abschwüngen als Puffer zur Verfügung. Die geplante „schwarze Null“ in diesem Jahr allein bedeutet eine Übererfüllung der Vorgaben um gut 18 Mrd. Euro. Selbst ab dem kommenden Jahr, wenn die Schuldenbremse gilt, wäre für den Bund noch eine strukturelle Verschuldung im Umfang von 0,35 % des BIP bzw. gut 10 Mrd. Euro zulässig.

Mit dem beachtlichen gesamtstaatlichen Überschuss bei einer laut EU-Kommission leicht negativen Produktionslücke sowie der gleichzeitigen raschen Rückführung des öffentlichen Schuldenstands hat Deutschland auch beim Stabilitäts- und Wachstumspakt und beim Fiskalpakt im Jahr 2014 alle aktuellen Vorgaben übererfüllt (EU-Kommission 2014b). Damit hat Deutschland und hier insbesondere der Bund sowohl im Rahmen der Schuldenbremse als auch der europäischen Fiskalregeln einen erheblichen Spielraum, um regelkonform kreditfinanzierte Ausgaben zu tätigen.

Dieser könnte ganz oder teilweise genutzt werden, um für mehr öffentliche Investitionen in Deutschland zu sorgen. Eine solche Ausweitung der öffentlichen Investitionen wurde in den vergangenen Monaten von verschiedenen internationalen Organisationen gefordert (IWF 2014b, OECD 2014, EU-Kommission 2014a), insbesondere um die Nachfrage im Euroraum zu stärken. Es wäre aber auch darüber hinaus in Deutschlands Interesse, da bei den öffentlichen Investitionen ein erheblicher Rückstand besteht. Wenngleich konkrete Angaben zum Umfang des Investitionsstaus variieren, besteht doch ein breiter Konsens darüber, dass der Staat bei seinen Investitionen einen enormen Nachholbedarf hat (Rietzler 2014). Dieser Befund bleibt auch nach der Revision der VGR durch die Einführung des ESVG 2010 gültig.

Die Analyse des BMF (2014c), die zum gegenteiligen Ergebnis kommt, betont den starken Anstieg der Forschungs- und Entwicklungsausgaben seit

2005, unterschlägt aber, dass die Nettoinvestitionen der Kommunen schon seit über 10 Jahren negativ sind, was allein einem Kapitalverzehr von 46 Mrd. Euro entspricht. Zusätzlich haben verschiedene Studien auch Defizite bei der Bundesverkehrsinfrastruktur ermittelt (z.B. Daehre et al. 2012, Kunert und Link 2013).

Es drängt sich also die Schlussfolgerung auf, dass die Konsolidierung des Bundeshaushalts in Deutschland zu Lasten der öffentlichen Investitionen erfolgt, auch wenn dies vom BMF (2014c) zurückgewiesen wird. Wenngleich das BMF bestreitet, dass die öffentlichen Investitionen hierzulande zu niedrig sind, so hat Bundesfinanzminister Schäuble dennoch ab dem kommenden Jahr zusätzliche Investitionen von insgesamt 10 Mrd. Euro über einen Zeitraum von drei Jahren in Aussicht gestellt (BMF 2014c). Dies ist zwar ein Schritt in die richtige Richtung, der Betrag von 10 Mrd. Euro entspricht aber eher dem Mehrbedarf der Gebietskörperschaften in *einem* Jahr. Damit würde nicht einmal mehr die jährliche Investitionslücke geschlossen. Für die Überwindung des aufgelaufenen Investitionsstaus wären noch zusätzliche Beträge erforderlich. Dafür müssen ergänzend zu Investitionsmaßnahmen des Bundes insbesondere die Kommunen in die Lage versetzt werden, wieder in ausreichendem Maße investieren zu können.

Hier hat der Bund schon einiges auf den Weg gebracht (BMF 2014b) und weitere Schritte angekündigt, aber die Umsetzung lässt teilweise auf sich warten. Insbesondere die ab 2018 vorgesehene Entlastung der Kommunen bei der Eingliederungshilfe für Menschen mit Behinderungen im Umfang von 5 Mrd. Euro jährlich, sollte vorgezogen werden.

## Keine Angst vor dem Mindestlohn

Mit dem Gesetz zur Stärkung der Tarifautonomie (Tarifautonomiestärkungsgesetz) wurde zum 1. Januar 2015 in Deutschland erstmals ein allgemeiner gesetzlicher Mindestlohn in Höhe von 8,50 Euro eingeführt. Die erste Anpassung erfolgt zum 1. Januar 2017 und danach alle zwei Jahre. Die zukünftige Höhe wird von einer Mindestlohnkommission, die aus Vertretern der Tarifpartner besteht, bestimmt werden. In der bis Ende 2017 andauernden Einführungsphase wird es zunächst noch aufgrund einer speziellen Übergangsregelung für die Zeitungszusteller und aufgrund von allgemeinverbindlich erklärten Branchentarifverträgen auf der Grundlage des Arbeitnehmer-Entsendegesetzes und des Arbeitnehmerüberlassungsgesetzes zu Abweichungen von dem gesetzlichen Mindestlohn nach unten kommen. Ab dem 1. Januar 2018 wird



dann ein einheitlicher gesetzlicher Mindestlohn in Deutschland gelten. Für Jugendliche unter 18 Jahren gilt der Mindestlohn nicht; bei Langzeitarbeitslosen kann in den ersten sechs Monaten nach Wiedereinstieg in den Arbeitsmarkt der Mindestlohn ebenfalls unterschritten werden.

In der jüngeren deutschen Mindestlohndebatte waren bis zu Letzt aus dem ökonomischen Mainstream vor allem Stimmen zu hören, die einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn in Deutschland ablehnen und dessen Einführung sehr kritisch beurteilen (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2014, S. 60ff.; Sachverständigenrat 2014, insbesondere Kapitel 7, und vorhergehende Jahresgutachten).

Dabei wird von dieser Sichtweise ein allgemeiner gesetzlicher Mindestlohn als eine staatliche Regulierungsmaßnahme angesehen, die derart in den Arbeitsmarkt eingreift, dass Marktprozesse außer Kraft gesetzt werden, um spezielle Arbeitsergebnisse zu erzwingen. Unterstellt werden daher erhebliche Effizienzverluste (siehe Sachverständigenrat 2014, S. 281). Dieser Ansicht liegt die Annahme zugrunde, dass der Arbeitsmarkt als Ganzes oder zumindest einzelne Teilarbeitsmärkte, wie beispielsweise der für geringqualifizierte Tätigkeiten, als ein Markt beschrieben werden kann, auf dem perfekter Wettbewerb herrscht, oder dass Arbeitsmärkte durch Deregulierungsmaßnahmen diesem Ideal näher kommen würden und so die Arbeitsergebnisse gesteigert würde. Entsprechend wird in einem allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn ein Instrument gesehen, das den Arbeitsmarkt vom Ideal des perfekten Wettbewerbsmarkts wegführt und seine Funktionsfähigkeit einschränkt. Laut Paul Gregg und Alan Manning bildete diese ökonomische Sichtweise schon in den 1990er Jahren den wissenschaftlichen Kern für Forderungen nach Deregulierungen am Arbeitsmarkt (Gregg und Manning 1997, S. 410).

Aber diese hier beschriebene Sichtweise der Mindestlohnkritiker ist wenig überzeugend, denn Arbeitsmärkte sind, in noch größerem Ausmaß als Gütermärkte, keine perfekten Märkte. Entscheidend ist dabei, dass die Arbeitskraft, im Unterschied zu einer anderen Ware, nicht von ihrem Produzenten, dem Arbeitnehmer, getrennt werden kann (Rothschild, K.W. 1975, S. 140). Arbeitsmärkte sind gekennzeichnet durch zahlreiche Imperfektionen, wie beispielsweise Such- und Ausbildungskosten, asymmetrischen Informationen sowie Marktmacht auf Arbeitgeber- und Arbeitnehmerseite. Deshalb müssen sie auch als Märkte verstanden werden, auf denen ein imperfekter Wettbewerb herrscht. Daraus ergibt sich dann aber auch ein anderes Verständnis für regulatorische Eingriffe in den Ar-

beitsmarkt, wie beispielsweise die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns, wenn man akzeptiert, dass Marktprozesse nicht zu effizienten Ergebnissen führen (Manning 2010, S. 1031). Denn im Unterschied zu Märkten mit perfektem Wettbewerb kann in Arbeitsmärkten mit imperfektem Wettbewerb ein Mindestlohn je nach Höhe und Art der konkreten Ausgestaltung ein sinnvolles Regulierungsinstrument sein, um die Marktmacht der Arbeitgeber und damit das Ausmaß der ökonomischen Ausbeutung, insbesondere bei der Existenz eines umfassenden Kombilohns wie dem Arbeitslosengeld II, zu reduzieren, die Effizienz des Arbeitsmarkts zu erhöhen und auch zu mehr Beschäftigung führen (Manning 2004).

International dominiert in der Arbeitsmarktökonomik schon seit einiger Zeit zunehmend eine realistischere Modellierung von Arbeitsmarktprozessen basierend auf der Annahme imperfekter Märkte (siehe hierzu insbesondere Manning 2010). Hinsichtlich der Bewertung des Mindestlohns als ein Regulierungsinstrument und der Abschätzung seiner möglichen Effekte ist das Ausmaß der Arbeitgebermarktmacht von entscheidender Bedeutung, denn auf monopsonistischen Arbeitsmärkten besitzen Unternehmen Marktmacht und sie nutzen diese zur Gewinnmaximierung. Entsprechend der neuen Monopsontheorie spricht man von monopsonistischen Arbeitsmärkten, wenn das Arbeitsangebot, mit dem ein Betrieb konfrontiert ist, nicht perfekt elastisch ist, d.h. ein Betrieb, der die Löhne relativ zu den Wettbewerbern etwas reduziert, verliert nicht sofort all seine Beschäftigten (siehe Manning 2003, S. 3). Die Vorstellung eines Monopsons als einen unrealistischen Spezialfall der Arbeitsmarktökonomik, der höchstens auf Bergarbeiterstädte oder ähnliche Situationen mit einzelnen lokal dominierenden Arbeitgebern zutrifft, entspricht nicht mehr dem neuesten Stand der Literatur. „Obwohl es sich im strengsten Sinne nicht um ein Monopson handelt, kann Monopsonmacht von jedem Arbeitgeber ausgeübt werden, der sich mit einer nach oben steigenden Arbeitsangebotskurve konfrontiert sieht. Ein einzelner Arbeitgeber in einem nominal kompetitiven Arbeitsmarkt kann Monopsonmacht über seine aktuelle Belegschaft haben, wenn Arbeitnehmer Kosten beim Arbeitsplatzwechsel haben, seien sie pekuniärer oder nichtpekuniärer Natur.“ (Ashenfelter et al. 2010, S. 205)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Übersetzung des Originals: „Although not monopsony in the strictest sense, monopsony power can be exercised by any employer who faces an upward sloping supply curve for labor. A single employer in a nominally competitive labor market can have monopsony power over his current workforce if workers bear a cost of job change, pecuniary or nonpecuniary.“ (Ashenfelter et al. 2010, S. 205).

Empirische Untersuchungen unterstützen das Bild, dass Arbeitsmärkte imperfekt und Arbeitgeber über ein erhebliches Maß an Marktmacht verfügen. So kommen die Herausgeber einer Ausgabe des Journal of Labor Economics zum Thema „Modern Models of Monopsony in Labor Markets: Tests and Estimates.“ zum Schluss „Die bemerkenswerte Gemeinsamkeit aller hier berichteten Studien ist die hohe „Monopsonmacht“, die die auf der Betriebsebene ansetzenden Schätzungen des Arbeitsangebots implizieren. (...) Im Allgemeinen bringen solch hohe Grade von Monopsonmacht, wenn sie von den Arbeitgebern ausgenutzt werden, große Wohlfahrtsverluste für die Gesellschaft mit sich durch die Fehlallokation von Arbeit und eine erhebliche Umverteilung der Einkommen weg von den Arbeitnehmern hin zu den Inhabern der Residualansprüche.“ (Ashenfelter et al. (2010), S. 208).<sup>6</sup>

Eine dieser Studien befasst sich explizit mit dem deutschen Arbeitsmarkt. In einer empirischen Untersuchung für Westdeutschland im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2002 zeigen Hirsch et al. (2010) für Vollzeitbeschäftigte mit Hilfe des Linked-Employer-Employee-Datensatzes des IAB (LIAB), dass Arbeitgeber über substantielle monopsonistische Marktmacht auf dem deutschen Arbeitsmarkt verfügen. Ihre Schätzungen der Elastizitäten der Arbeitsangebotskurve, mit der sich Betriebe konfrontiert sehen, sind gering und liegen in einer Bandbreite von rund 1,9 bis 2,6 für Frauen und 2,5 bis 3,7 für Männer (Hirsch et al. 2010, S. 310/311). Sie sind damit weit entfernt von dem Idealbild des perfekten Arbeitsmarktes, der unendlich große Elastizitäten vorhersagen würde. Entsprechend groß ist die Lücke zwischen dem Wertgrenzprodukt der Arbeit und dem bezahlten Lohn, die so genannte „rate of exploitation“ (Pigeou 1924, S. 754), die Hirsch et al. (2010) ermitteln: „Aufgrund dieser auf der Betriebsebene ansetzenden Arbeitsangebotselastizitäten würden Arbeitnehmerinnen 38,7% - 53,6% mehr verdienen, wenn sie ihr Grenzprodukte bezahlt bekommen würden, während für die männlichen Arbeitnehmer die Lücke nur 27,4% - 40,2%

beträgt“ (Hirsch et al. 2010, S. 311/312).<sup>7</sup> In einer weiteren neuen Untersuchung zur Marktmacht der Arbeitgeber in Deutschland kommen Hirsch, Jahn und Schnabel (2013) für den Zeitraum der Jahre 1985 bis 2010 für westdeutsche Männer zwischen 18 und 55 Jahren zu teilweise noch deutlich geringeren betriebspezifischen Arbeitsangebotselastizitäten als Hirsch et al. (2010), so dass die Marktmacht der Arbeitgeber in Deutschland sogar noch größer sein könnte. Für Ostdeutschland gibt es bislang keine Untersuchungen zum Ausmaß der Monopsonmacht von Arbeitgebern. Es spricht jedoch einiges dafür, dass die Lohnsetzungsspielräume der Arbeitgeber in Ostdeutschland eher größer als in Westdeutschland sein dürften. Die Tarifbindung in Ostdeutschland ist wesentlich niedriger als im Westen. So galt im Jahr 2013 nach Angaben des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) nach Informationen aus dem IAB-Betriebspanel nur noch für 35% der ostdeutschen Beschäftigten ein Branchentarifvertrag, im Westen war dies für 52% der Beschäftigten der Fall. Die Wahrscheinlichkeit, dass ostdeutsche Arbeitgeber also über monopsonistische Marktmacht verfügen und diese auch nutzen, dürfte also eher höher sein als im Westen.<sup>8</sup>

Die Frage nach den Beschäftigungseffekten eines zukünftigen Mindestlohns kann derzeit niemand abschließend beantworten. Nur mittels einer entsprechenden empirischen Evaluation des neuen gesetzlichen Mindestlohns wird es irgendwann hierauf Antworten geben können. Derzeit wird insbesondere von Kritikern eines gesetzlichen Mindestlohns immer wieder mittels mikroökonomischen Simulationsstudien vor angeblich erheblichen Beschäftigungsverlusten des neuen Mindestlohns gewarnt, wie beispielsweise Knabe und Schöb (2014) in einem Gutachten im Auftrag der von Gesamtmetall finanzierten Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM). Die Erfahrungen aus dem Vereinigten Königreich in den 1990er Jahren vor der Einführung des dortigen Mindestlohns, haben gezeigt, dass diese Simulationsstudien wenig aussagekräftig sind und dazu neigen sehr große negative Beschäftigungseffekte vorherzusagen. „Es war diese

<sup>6</sup> Übersetzung des Originals: “The remarkable common feature of all the studies reported here is the high “monopsony power” implied by the firm-level estimates of labor supply. (...) In general, if exploited by employers, such high rates of monopsony power imply large welfare losses to society through the misallocation of labor and considerable redistribution of income away from workers and to residual claimants.” (Ashenfelter et al. (2010), S. 208).

<sup>7</sup> Übersetzung des Originals: „Given these firm-level labor supply elasticities, female workers would earn 38.7%-53.6% more were they paid their marginal products, whereas the gap is only 27.4%-40.2% for male workers” (Hirsch et al. 2010, S. 311/312).

<sup>8</sup> Erickson und Mitchell (2007) argumentieren deshalb auch, dass „... monopsony serves as a powerful metaphor for the emerging post-union macro labour market”.

## Literatur

Methodik, die in den 1990er Jahren in der UK-Debatte so schlecht abschnitt“ (Manning 2013, S. 64).<sup>9</sup>

Gewisse Hinweise für Deutschland liefert die internationale Literatur zu den Beschäftigungseffekten von Mindestlöhnen. Bislang gilt auch für diese Literatur, dass die Befunde zu den Beschäftigungseffekten uneinheitlich sind und je nach konkretem Einzelfall erheblich variieren (Brenke und Müller 2013, S. 11). Hinsichtlich der Beschäftigungswirkung der Mindestlöhne in den USA kommt die sehr aussagekräftige Metaanalyse basierend auf 64 Untersuchungen von Doucouliagos und Stanley (2009) zu dem Schluss, dass es bislang in der veröffentlichten empirischen Literatur einen erheblichen „publication selection bias“ zugunsten eines negativen Beschäftigungseffektes gab und wenn hierfür entsprechend korrigiert wird, es nur noch geringe oder keine statistischen Belege für einen negativen Beschäftigungseffekt des Mindestlohns in den USA gibt. Und auch für Deutschland kommen Bosch und Weinkopf (2012, S. 57/58) in ihrer Expertise zu den Evaluationsberichten über die existierenden branchenbezogenen Mindestlöhne in Deutschland zu dem Schluss: „Die sieben Evaluationsberichte, in denen die Beschäftigungseffekte mithilfe von Kontrollgruppen untersucht werden konnten, kamen jedoch alle zu dem übereinstimmenden Ergebnis, dass die Mindestlöhne keine negativen Auswirkungen auf die Beschäftigung in den untersuchten Branchen hatten.“

Vor dem Hintergrund dieser empirischen Ergebnisse und der von der Großen Koalition gewählten sehr vorsichtigen Vorgehensweise bei der Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns in Deutschland spricht einiges dafür, dass von diesem Mindestlohn keine gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungseffekte ausgehen werden. Aber die Politik leistet mit der Einführung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns einen wichtigen Beitrag zur Regulierung des Arbeitsmarktes, die Imperfektionen im Arbeitsmarkt reduzieren, die Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes verbessern und stabilisierend auf die Lohnentwicklung in Deutschland wirken dürfte.

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:  
[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Ashenfelter, O.C. / Farber, H. / Ransom, M.R. (2010):** Labor Market Monopsony. In: *Journal of Labor Economics*, Bd. 28, H. 2, S. 203-210.

**Bachmann, R. / Sims, E. R. (2012):** Confidence and the transmission of government spending shocks. In: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 59, H. 3, S. 235–249.

**Bosch, G. / Weinkopf, C. (2012):** Wirkungen der Mindestlohnregelungen in acht Branchen. WISO Diskurs, November.

**Bouakez, H. / Guillard, M. / Roulleau-Pasdeloup, J. (2014):** Public Investment, Time to Build, and the Zero Lower Bound. <http://www.hec.unil.ch/deep/textes/14.06.pdf>; aufgerufen am 11.12.2014.

**Brenke, K. / Müller, K.-U. (2013):** Gesetzlicher Mindestlohn – Kein verteilungspolitisches Allheilmittel. In: *DIW-Wochenbericht*, Bd. 80, Nr. 39, S. 3–17.

**Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2014a):** Schuldenregel 2013 erneut mit großem Sicherheitsabstand eingehalten. Endgültige Abrechnung des Haushaltsjahres 2013 auf dem Kontrollkonto. In: *Monatsbericht des BMF*, September, S. 26-31.

**Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2014b):** Bundespolitik und Kommunalfinanzen. Kommunalfreundliche Politik der Bundesregierung wird fortgesetzt. In: *Monatsbericht des BMF*, Oktober, S. 6-18.

**Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2014c):** Entwicklung der öffentlichen Investitionen in Deutschland. In: *Monatsbericht des BMF*, November, S. 16-24.

**Chodorow-Reich, G. / Feiveson, L. / Liscow, Z. / Woolston, W. G. (2012):** Does State Fiscal Relief During Recessions Increase Employment? Evidence from the American Recovery and Reinvestment Act. In: *American Economic Journal: Economic Policy*, Bd. 4, H. 3, S. 118-145.

<sup>9</sup> Übersetzung des Originals: „It was that methodology that performed so badly in the UK debate in the 1990s“ (Manning 2013, S. 64).

Claeys, G. / Sapir, A. / Wolff, G. (2014): Juncker's investment plan: No risk – no return - we review the most important points and discuss the main policy challenges surrounding the plan, Bruegel blog (28.11.2014): <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1491-junckers-investment-plan-no-risk-no-return/>

Coenen, G. / Erceg, C.J. / Freedman, C. / Furceri, D. / Kumhof, M. / Lalonde, R. / Laxton, D. / Linde, J. / Mourougane, A. / Muir, D. / Mursula, S. / de Resende, C. / Roberts, J. / Roeger, W. / Snudden, S. / Trabandt, M. / In't Veld, J. (2012): Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models. In: American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 4, H. 1, S. 22–68.

Coenen, G. / McAdam, P. / Straub, R. (2008): Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model. In: Journal of Economic Dynamics & Control, Bd. 32, H. 8, S. 2543–2583.

Coenen, G. / Straub, R. (2005): Does government spending crowd in Private Consumption? Theory and Empirical Evidence for the Euro Area. In: International Finance, Bd. 8, H. 3, S. 435–470.

Cwik, T. / Müller, G. / Schmidt, S. / Wieland, V. / Wolters, M. (2012): A New comparative approach to macroeconomic modeling and policy analysis. In: Journal of Economic Behavior and Organization, Bd. 83, S. 523–541.

Daehre, K.-H. et al. (2012): Bericht der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“, Dezember. [http://www.bundesrat.de/VMK/DE/termine/sitzungen/12-12-19-uebergabe-bericht-kommission-zukunft-vif/Bericht-Komm-Komm-Zukunft-VIF.pdf;jsessionid=7E6BC0F33361239420F9A823874240D8.2\\_cid349?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](http://www.bundesrat.de/VMK/DE/termine/sitzungen/12-12-19-uebergabe-bericht-kommission-zukunft-vif/Bericht-Komm-Komm-Zukunft-VIF.pdf;jsessionid=7E6BC0F33361239420F9A823874240D8.2_cid349?__blob=publicationFile&v=2); aufgerufen im Mai 2014.

Doucoulagos, H. / Stanley, T. D. (2009): Publication Selection Bias in Minimum-Wage Research? A Meta-Regression Analysis. In: British Journal of Industrial Relations, Bd. 47, H. 2, S. 406 – 428.

Draghi, M. (2012): Speech at the Global Investment Conference, Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>; aufgerufen am 11.12.2014. London, 26. Juli.

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

Draghi, M. (2014b): Monetary policy in the euro area. Opening keynote speech at the Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt/M., 21. November.

Draghi, M. (2014c): Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt/M., 4. Dezember.

ECB (2003): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M.

EIB (2014): Investment Plan for Europe. <http://www.eib.org/about/invest-eu/index.htm>; aufgerufen am 08.12.2014.

Erickson, C.L. / Mitchell, D.J.B. (2007): Monopsony as a metaphor for the emerging post-union labour market. In: International Labour Review, Bd. 146, H. 3-4, S. 164–187.

EU-Kommission (2014a): Annual Growth Survey 2015. COM(2014) 902 final vom 28.11.2014. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_en.pdf).

EU-Kommission (2014b): Mitteilung der Kommission. Übersichten über die Haushaltsplanung für 2015: Gesamtbewertung. COM (2014) 907 final vom 28.11.2014. <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/DE/1-2014-907-DE-F1-1.Pdf>.

EU-Kommission (2014c): An Investment Plan for Europe. COM(2014) 903 final vom 26.11.2014. [http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/an-investment-plan-for-europe\\_com\\_2014\\_903\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/an-investment-plan-for-europe_com_2014_903_en.pdf)

EU-Kommission (2014d): Factsheet 2: Where does the money come from. [http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/factsheet2-where-from\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/factsheet2-where-from_en.pdf); aufgerufen am 04.12.2014.

EU-Kommission (2014e): The Investment Plan: Questions and Answers. [http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/investment-plan-qa\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/investment-plan-qa_en.pdf); aufgerufen am 11.12.2014.



**Feyrer, J. / Sacerdote, B. (2011):** Did the Stimulus Stimulate? Real Time Estimates of the Effects of the American Recovery and Reinvestment Act. NBER Working Paper Nr. 16759.

**Freedman, C. / Kumhof, M. / Laxton, D. / Muir, D. / Mursula, S. (2010):** Global effects of fiscal stimulus during the crisis. In: Journal of Monetary Economics, Bd. 57, H. 5, S. 506-526.

**Gechert, S. / Rietzler, K. / Tober, S. (2014):** The European Commission's New NAIRU – Does It Deliver? IMK Working Paper Nr. 142, Dezember.

**Gregg, P. / Manning, A. (1997):** Labour market regulation and unemployment. In: Snower, D. / de la Dehesa, G. (Hrsg): Unemployment policy: government options for the labour market. Cambridge University Press, S. 395-424.

**Herzog-Stein, A. / Stein, U. / Zwiener, R. (2014a):** Deutschlands Lohn- und Arbeitskostenentwicklung wieder zu schwach. Analyse der neuesten, revidierten Eurostat-Daten zur Arbeitskostenentwicklung in der EU für 2013 und das erste Halbjahr 2014. IMK Report Nr. 100, November.

**Herzog-Stein, A. / Hohlfeld, P. / Rannenberg, A. / Rietzler, K. / Theobald, T. / Tober, S. (2014b):** Konjunktur nimmt nur langsam Fahrt auf. Prognose-Update: Deutsche Konjunktur zur Jahreswende 2014/2015. IMK Report Nr. 101, Dezember.

**Hirsch, B. / Jahn, E. / Schnabel, C. (2013):** The Cyclical Behaviour of Employer's Monopsony Power and Workers' Wages. IZA-Discussion Paper Nr. 7776, November.

**Hirsch, B. / Schank, T. / Schnabel, C. (2010):** Differences in Labor Supply to Monopsonistic Firms and the Gender Pay Gap: An Empirical Analysis Using Linked Employer-Employee Data from Germany. In: Journal of Labor Economics, Bd. 28 H. 2, S. 291-330.

**Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Rannenberg, A. / Rietzler, K. / Tober, S. / Zwiener, R. (2014a):** Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2014. Weichen für die Zukunft stellen. IMK Report Nr. 90, Januar.

**Horn, G.A. / Herzog-Stein, A. / Hohlfeld, P.; Lindner, F. / Rannenberg, A. / Rietzler, K. / Stephan, S. / Theobald, T. / Tober, S. (2014b):** Der gefährdete Aufschwung. Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2014/2015. IMK Report Nr. 98, Oktober.

**Horn, G. A. / Lindner, F. / Tober, S. / Watt, A. (2012):** Quo vadis Krise? Zwischenbilanz und Konzept für einen stabilen Euroraum. IMK Report Nr. 75, Oktober.

**IMK / OFCE / WIFO (2013):** Die Krise schwelt weiter. Gemeinsame Diagnose des Makro-Konsortiums IMK (Düsseldorf), OFCE (Paris) und WIFO (Wien). IMK Report Nr. 80, März.

**IWF (2014a):** Euro Area Policies: 2014 Article IV Consultation - Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director. IMF Country Report 14/198. IMF, Washington.

**IWF (2014b):** Germany. 2014 Article IV Consultation - Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Germany. IMF Country Report 14/216. IMF, Washington.

**Knabe, A. / Schöb, R. (2014):** Regionale und qualifikationsspezifische Auswirkungen des Mindestlohns Folgenabschätzung und Korrekturbedarf. Gutachten im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft.

**Kunert, U. / Link, H. (2013):** Verkehrsinfrastruktur: Substanzerhaltung erfordert deutlich höhere Investitionen. In: DIW-Wochenbericht, Nr. 26, S. 32-38.

**Landesrechnungshof Sachsen-Anhalt (2013):** Jahresbericht 2013, Haushalts- und Wirtschaftsführung im Haushaltsjahr 2012, Teil 2, Magdeburg.

**Leduc, S. / Wilson, D. J. (2012):** Roads to Prosperity or Bridges to Nowhere? Theory and Evidence on the Impact of Public Infrastructure Investment. NBER Working Paper Nr. 18042.

**Lemke, W. / Vladu, A. L. (2014):** A Shadow-Rate Term Structure Model for the Euro Area. Unpublished manuscript.



Lommatzsch, K. / Tober, S. (2003): Reform der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank. In: DIW-Wochenbericht Nr. 7, S. 110-117.

MacDonald A. / Strupczewski, J. (2014): EU agrees investment fund, hoping to create a million jobs. <http://www.reuters.com/article/2014/11/25/us-eu-investments-idUSKCN0J927Q20141125> ; aufgerufen am 08.12.2014.

Manning, A. (2003): Monopsony in Motion – Imperfect Competition in Labor Markets. Oxford University Press.

Manning, A. (2004): Monopsony and the efficiency of labour market interventions. In: Labour Economics, Bd. 11, H. 2, S. 145-164.

Manning, A. (2010): Imperfect Competition in the Labor Market (Chapter 11). In: Card, D. / Ashenfelter, O. (Hrsg.): Handbook of Labor Economics, Volume 4, Part B. Elsevier, North Holland, S. 973 – 1041.

Manning, A. (2013): Minimum Wages: A View from the UK. In: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 14, H. 1/2, S. 57-66.

OECD (2014): OECD Economic Outlook, Bd. 2014, H. 2, Nr. 96. OECD, Paris.

OFCE/ECLM/IMK (2013): independent Annual Growth Survey 2014 (iAGS). Zweiter Report, Dezember, Brüssel.

OFCE/ECLM/IMK (2014): Dritter independent Annual Growth Survey 2015 (iAGS). Dritter Report, Dezember, Brüssel.

Pigou, A.C. (1924): The Economics of Welfare (2. Ausg.). Macmillan, London.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014): Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2014: Deutsche Konjunktur im Aufschwung – aber Gegenwind von der Wirtschaftspolitik.

Rietzler, K. (2014): Anhaltender Verfall der Infrastruktur. Die Lösung muss bei den Kommunen ansetzen. IMK Report Nr. 94, Juni.

Rothschild, K.W. (1975): Marktmechanismus und Arbeitsmarktpolitik. Wiederabgedruckt in: Rothschild, K.W. (1990): Arbeitslose: Gibt's die? – Ausgewählte Beiträge zu den ökonomischen und gesellschaftspolitischen Aspekten der Arbeitslosigkeit, Metropolis-Verlag, Marburg, S. 133-149.

Sachverständigenrat für die Begutachtung der wirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2014): Jahresgutachten 2014/15 – Mehr Vertrauen in Marktprozesse. Wiesbaden.

Sachverständigenrat für die Begutachtung der wirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2002): Jahresgutachten 2002/2003 - Zwanzig Punkte für Wachstum und Beschäftigung. Wiesbaden.

Sinn, Hans-Werner (2003): Ist Deutschland noch zu retten?. Econ Verlag, Düsseldorf.

Stähler, N./ Thomas, C. (2012): Fimod - a DSGE model for fiscal policy simulations. In: Economic Modelling, Bd. 29, H. 2, S. 239-261.

Taylor, J. B. (1993): Discretion versus policy rules in practice. In: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Bd. 39, S. 195-214.

Zimmermann, T. / Tober, S. (2009): In: Monetary Policy and Commodity Price Shocks. Intereconomics, Bd. 44, H. 4, S. 231-237.

Abgeschlossen am 11. Dezember 2014

---

## Impressum

**Herausgeber:**

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
in der Hans-Böckler-Stiftung,  
Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266  
IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Andrew Watt

**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.