

Zur Wirtschaftspolitik: Investitionen fördern – aber nicht allein mit mehr öffentlichen Mitteln!

Oliver Holtemöller, Konstantin Kiesel, Axel Lindner, Andreas Schmalzbauer, Götz Zeddies

Seit Ausbruch der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise stellten sich der Wirtschaftspolitik in Deutschland vermeintlich ganz andere Aufgaben als auf europäischer Ebene. Es herrschte der Eindruck vor, dass Deutschland im Vergleich zu den Krisenländern strukturell gut aufgestellt sei. Der Rückgang der konjunkturellen Dynamik in Deutschland lenkt nunmehr die Aufmerksamkeit auch wieder verstärkt auf wirtschaftspolitische Herausforderungen im Inland. Seit dem vergangenen Frühjahr und wohl bis ins Jahr 2015 hinein dürfte die Produktion in Deutschland kaum mehr als stagnieren, und die Dynamik ist nicht mehr höher als im übrigen Euroraum. Wie dort, so leidet die Konjunktur auch hierzulande vor allem unter schwachen Investitionen. Dabei spielt eine Reihe von Problemen, die in vielen Euroraum-Partnerländern die Investitionstätigkeit belasten, in Deutschland kaum eine Rolle: Haushalte und Unternehmen werden hierzulande nicht von einer überhöhten Schuldenlast erdrückt, es gibt gesamtwirtschaftlich kein Überangebot an Wohnimmobilien, denn es hat hier im vergangenen Jahrzehnt keine Häuserblase gegeben, und der deutsche Bankensektor verknappt nicht das Kreditangebot, um seine Eigenkapitalbasis zu verbessern. Auch liegt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage jenseits der Investitionen nicht im Argen: Konsum und Exporte haben in diesem Jahr bisher nur wenig schwächer zugelegt als etwa im Frühjahr 2014 von der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose erwartet – diese sah Deutschland noch im Aufschwung.

Die Gründe für die Schwäche der privatwirtschaftlichen Investitionstätigkeit dürften also kaum konjunktureller Natur sein, sondern etwa in ungünstigen regulatorischen Rahmenbedingungen oder in pessimistischen Erwartungen zur Entwicklung des Arbeitsangebots liegen. Die Wirtschaftspolitik sollte daher darauf abzielen, die privatwirtschaftlichen Investitionsperspektiven in Deutschland sowie im übrigen Euroraum zu stärken. Staatliche Investitionsprogramme scheinen dazu wenig geeignet; sie sind mit bekannten Problemen wie Mitnahmeeffekten und häufig prozyklischer Wirkung verbunden. Vielmehr ist es erforderlich, die Rahmenbedingungen für private Investitionen und die Effizienz staatlicher Investitionen zu erhöhen. Dies gilt umso mehr, als die stimulierenden Möglichkeiten der Geldpolitik im Euroraum ausgeschöpft sind.

Ansprechpartner: Oliver Holtemöller (Oliver.Holtemoeller@iwh-halle.de)

JEL-Klassifikation: E17, E27, E37, E50, E60

Schlagwörter: Wirtschaftspolitik, Finanzpolitik, Geldpolitik, Eurokrise, Griechenland

Europäische Wirtschaft durch Strukturprobleme geschwächt

Seit Ausbruch der europäischen Schulden- und Vertrauenskrise stellten sich der Wirtschaftspolitik in Deutschland vermeintlich ganz andere Aufgaben als auf europäischer Ebene. Es herrschte der Eindruck vor, dass Deutschland im Vergleich zu den Krisenländern strukturell gut aufgestellt sei. Der Rückgang der konjunkturellen Dynamik in Deutschland lenkt

nunmehr die Aufmerksamkeit auch wieder verstärkt auf die Wirtschaftspolitik im Inland.¹ Seit dem vergangenen Frühjahr und wohl bis ins Jahr 2015 hinein dürfte die Produktion in Deutschland kaum mehr als stagnieren, und die Dynamik ist nicht mehr

¹ Die Notwendigkeit struktureller Reformen in Deutschland wurde auch in Holtemöller, O.; Altemeyer-Bartscher, M.; Knedlik, T.; Lindner, A.; Zeddies, G.: Zur Wirtschaftspolitik: Strukturreformen auch in Deutschland erforderlich!, in: IWH, Konjunktur aktuell, Jg. 2 (1), 2014, 41-54, diskutiert.

höher als im übrigen Euroraum. Wie dort, so leidet die Konjunktur auch hierzulande vor allem unter schwachen Investitionen.² Dabei spielt eine Reihe von Problemen, die in vielen Euroraum-Partnerländern die Investitionstätigkeit belasten, in Deutschland kaum eine Rolle: Haushalte und Unternehmen werden hierzulande nicht von einer überhöhten Schuldenlast erdrückt, es gibt gesamtwirtschaftlich kein Überangebot an Wohnimmobilien, denn es hat hier im vergangenen Jahrzehnt keine Hauspreisblase gegeben, und der deutsche Bankensektor verknüpft nicht das Kreditangebot, um seine Eigenkapitalbasis zu verbessern. Auch liegt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage jenseits der Investitionen nicht im Argen: Konsum und Exporte haben in diesem Jahr bisher nur wenig schwächer zugelegt als etwa im Frühjahr 2014 von der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose erwartet – diese sah Deutschland noch im Aufschwung.³

Die Gründe für die Schwäche der privatwirtschaftlichen Investitionstätigkeit dürften kaum konjunktureller Natur sein, sondern etwa in ungünstigen regulatorischen Rahmenbedingungen oder in pessimistischen Erwartungen zur Entwicklung des Arbeitsangebots liegen. Die Wirtschaftspolitik sollte daher darauf abzielen, die Investitionsperspektiven in Deutschland sowie im übrigen Euroraum zu stärken. Staatliche Investitionsprogramme scheinen dazu wenig geeignet; sie sind mit bekannten Problemen wie

² Die Ausrüstungsinvestitionen liegen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt unterhalb des Niveaus der Rezessionen Mitte der 1990er Jahre und der 2000er Jahre; seit dem Jahr 2012 sinkt der Anteil trendmäßig sogar weiter. Zwar ist die Investitionsquote allein kein allzu aussagefähiger Maßstab für die Frage, ob es eine Investitionsschwäche in Deutschland gibt (vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Mehr Vertrauen in Marktprozesse, Jahresgutachten 2014/2015*, Wiesbaden 2014), aber gemeinsam mit dem trendmäßig steigenden Leistungsbilanzsaldo (vgl. *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Deutsche Wirtschaft stagniert – jetzt Wachstumskräfte stärken – Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014*, Berlin 2014) und negativen öffentlichen Nettoinvestitionen (vgl. *Lindner, A.; Loose, B.: Erweiterung des Investitionskonzepts in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung*, in: *Wirtschaftsdienst*, Jg. 94 (11), 2014, 836-838) deutet die sinkende Investitionsquote auf sich verschlechternde wirtschaftliche Rahmenbedingungen in Deutschland hin.

³ Vgl. *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Deutsche Konjunktur im Aufschwung – aber Gegenwind von der Wirtschaftspolitik, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2014*. Halle (Saale) 2014.

Mitnahmeeffekten und häufig prozyklischer Wirkung verbunden. Vielmehr ist es erforderlich, die Rahmenbedingungen für private Investitionen und die Effizienz staatlicher Investitionen zu erhöhen. Dies gilt umso mehr, als die stimulierenden Möglichkeiten der Geldpolitik im Euroraum ausgeschöpft sind.

Zur Finanzpolitik

Vor dem Hintergrund der zuletzt schwächeren konjunkturellen Entwicklung gibt es in Deutschland Überlegungen, öffentliche Investitionen auszuweiten, um damit der schwachen wirtschaftlichen Dynamik entgegenzuwirken.⁴ Bereits seit längerem bestehen Forderungen nach einer Erhöhung der öffentlichen Investitionen, insbesondere in den Bereichen Bildung und Verkehrsinfrastruktur.⁵ Nun ist die Finanzlage des Staates zwar anders als in den meisten anderen Ländern des Euroraums hierzulande derzeit vergleichsweise entspannt. Gleichwohl ist mit Blick auf zukünftige Mehrausgaben zu bedenken, dass die momentan gute Finanzlage des deutschen Staates durch eine Reihe von Sonderfaktoren begünstigt ist, die nicht dauerhaft Bestand haben dürften.⁶ Somit sind die Spielräume für staatliche Mehrausgaben begrenzt. Zwar finanzieren sich öffentliche Investitionen zumindest teilweise selbst. Die Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die investiven Mehrausgaben tatsächlich das Produktionspotenzial erhöhen, also in effiziente Verwendungen fließen.

⁴ So plant die Bundesregierung für die Jahre 2016 bis 2018 über die bisherigen Planungen hinausgehende Mittel in Höhe von zehn Mrd. Euro für öffentliche Investitionen bereitzustellen.

⁵ Vgl. z. B. *Kunert, U.; Link, H.: Verkehrsinfrastruktur: Substanzerhaltung erfordert deutlich höhere Investitionen, DIW-Wochenbericht 26/2013*, 32-38.

⁶ Vgl. hierzu etwa *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014*, a. a. O. Hinzu kommt, dass sich durch den demographischen Wandel in Zukunft ein wachsendes Missverhältnis zwischen der Entwicklung der staatlichen Einnahmen und Ausgaben ergibt, welches die implizite Staatsverschuldung in die Höhe treibt. Vgl. *Raffelhüschchen, B.; Moog, S.: Alte Gewinner und junge Verlierer – Ehrbarer Staat? Die Generationenbilanz – Update 2014. Argumente zu Marktwirtschaft und Politik Nr. 127*, Oktober 2014.

Zusätzliche öffentliche Investitionen zur Konjunktur Stabilisierung in Deutschland nicht sinnvoll

Die Bundesregierung hat, über die bereits im Koalitionsvertrag veranschlagten Mehrausgaben für öffentliche Investitionen hinaus, für die Jahre 2016 bis 2018 zusätzliche Investitionen in einem Volumen von zehn Mrd. Euro in Aussicht gestellt. Da die jüngste konjunkturelle Abschwächung auch auf rückläufige öffentliche Investitionen zurückging, erscheint eine Stützung der Investitionstätigkeit zur konjunkturellen Stabilisierung durchaus zielgerichtet. Allerdings ist fraglich, ob aufgrund der oft relativ langen Zeiträume von der Ankündigung über den Beschluss, die Planung, die Ausschreibung bis hin zur Umsetzung zusätzliche öffentliche Investitionen rechtzeitig realisiert werden können. Bei konjunkturell motivierten zusätzlichen Investitionsausgaben besteht stets die Gefahr einer prozyklischen Wirkung. Die gegenwärtig negative Produktionslücke in Deutschland dürfte im Jahr 2016, wenn das Investitionspaket starten soll, bereits geschlossen sein.⁷ Gleichwohl können staatliche Investitionen das Produktionspotenzial und den langfristigen Wachstumspfad einer Volkswirtschaft erhöhen. In der Wirtschaftspolitik standen jüngst jedoch vor allem wachstumshemmende konsumtive Staatsausgaben im Vordergrund.⁸ Eine Umschichtung der öffentlichen Ausgaben hin zu investiven Verwendungen mit dem Ziel, das Produktionspotenzial zu steigern, wäre deshalb grundsätzlich positiv zu bewerten.

⁷ Zur Schätzung der Produktionslücke vgl. „Die mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland für die Jahre 2014 bis 2019“ ab Seite 44 in diesem Heft.

⁸ So führt allein das Rentenpaket in der Zeit von 2014 bis 2017 zu Mehrausgaben von mindestens 32 Mrd. Euro. Demgegenüber belaufen sich die im Koalitionsvertrag unter den prioritären Maßnahmen veranschlagten *zusätzlich* bereitgestellten Mittel für öffentliche Investitionen in diesem Zeitraum auf unter sechs Mrd. Euro. Bei den übrigen prioritären Maßnahmen handelt es sich lediglich um Entlastungen von Ländern und Gemeinden durch den Bund. Inwieweit erstere die dadurch freiwerdenden Mittel tatsächlich für angestrebte Investitionen im Bildungsbereich nutzen, ist ungewiss.

Wurden in Deutschland Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur tatsächlich vernachlässigt?

Während in Deutschland zwischen den Jahren 2004 und 2012 die staatlichen Investitionen in Schulen, Hochschulen und den vorschulischen Bereich um fast 19% zulegten, gingen die gesamtstaatlichen Straßenbauinvestitionen in diesem Zeitraum um 1,3% zurück.⁹ Dies könnte auf den ersten Blick vermuten lassen, dass vor allem die öffentlichen Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur in den zurückliegenden Jahren vernachlässigt wurden. Inwieweit in Deutschland tatsächlich Nachholbedarf bei Verkehrsinfrastrukturinvestitionen besteht, ist allerdings schwer zu beantworten.

Verschiedene international vergleichende Studien kommen zu dem Ergebnis, dass sich in Deutschland vor allem aufgrund seit gut einem Jahrzehnt negativer öffentlicher Nettoinvestitionen eine erhebliche Investitionslücke aufgetan hat, insbesondere bei der Verkehrsinfrastruktur.¹⁰ Mit Blick auf Niveau und Entwicklung der öffentlichen Investitionen insgesamt ist zu konstatieren, dass internationale Vergleiche als äußerst problematisch anzusehen sind, etwa aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen und Aufgabenteilungen zwischen öffentlichem und privatem Sektor, unterschiedlich voranschreitender Privatisierung staatlicher Betriebe, divergierender Entwicklungsniveaus der Länder etc.¹¹ Hinzu kommt, dass die öffentlichen Nettoinvestitionen in Deutschland seit 2003 zwar negativ, in den 1990er Jahren im Zuge des deutschen Vereinigungsbooms jedoch stark positiv waren und die negativen Nettoinvestitionen der vergangenen

⁹ Zusätzlich zu berücksichtigen sind die Ausgaben des Staates für die Unterhaltung des unbeweglichen Vermögens, welche zwischen 2004 und 2012 um mehr als 18% zunahm. Allerdings liegen hierzu für den Gesamtstaat keine genauer untergliederten Daten vor, sodass aus den Daten nicht hervorgeht, in welche Bereiche die Instandhaltungsinvestitionen geflossen sind.

¹⁰ Vgl. etwa *IMF: Germany – 2014 Article IV Consultation – Staff Report. IMF Country Report No. 14/216*. Washington 2014. – Vgl. auch *Gräf, B.; Möbert, J.; Rakau, O.; Schneider, S: Ausblick Deutschland: Ice Bucket Challenge und strukturelle Investitionslücke*. Deutsche Bank Research 2014.

¹¹ Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, a. a. O., 12 ff.

zehn Jahre somit auch eine Art Korrekturbewegung darstellen.¹² Trotz negativer Nettoinvestitionen in den zurückliegenden zehn Jahren belegt Deutschland bezüglich der Qualität der Verkehrsinfrastruktur in einem Vergleich mit über 140 anderen Ländern derzeit den elften Rang.¹³

Regionale Disparitäten bei öffentlichen Investitionen

Ungeachtet der Tatsache, dass dauerhaft negative staatliche Nettoinvestitionen langfristig den Produktionszuwachs schmälern, kann aus der Entwicklung der öffentlichen Investitionen in den vergangenen Jahren nicht auf einen grundsätzlich maroden Zustand der Verkehrsinfrastruktur in Deutschland geschlossen werden. Vielmehr ist zu beobachten, dass die Prioritäten bei den staatlichen Investitionen in die Verkehrswege nicht immer richtig gesetzt und die Mittel nicht bedarfsgerecht verteilt wurden, sodass in manchen Regionen eine Überversorgung, in anderen dagegen eine Unterversorgung entstanden ist bzw. der Substanzerhalt vernachlässigt wurde. So zeigt eine Benchmarking-Studie zur Leistungsfähigkeit der Verkehrsinfrastruktur in sieben europäischen Ländern, dass Deutschland zwar mit Blick auf die Qualität und die Dichte der Straßen relativ gut, mit Blick auf die räumliche Verteilung des Straßennetzes aber eher schlecht abschneidet.¹⁴

Tabelle 1 zeigt, dass die Investitionen in Bundesfernstraßen insbesondere in den ostdeutschen Ländern im Zuge der Wiederherstellung der öffentlichen Infrastruktur nach der deutschen Vereinigung, verständlicherweise, besonders hoch waren. Nach Baden-Württemberg, Hessen, Niedersachsen, Schleswig-Holstein und Nordrhein-Westfalen flossen hingegen, gemessen an deren Bevölkerungsanteilen, relativ wenig Mittel. Folglich sind die Anteile der letztgenannten Bundesländer an den Projekten des vordringlichen Bedarfs in den Jahren 2009 bis 2015 deutlich höher als bei den zuvor getätigten Investitionen. Der regional unterschiedliche Befund wird durch eine Unternehmensumfrage untermauert. Darin gaben insbesondere Unternehmen aus Baden-Württemberg, dem nordwestdeutschen Raum sowie aus Nordrhein-Westfalen an, durch Infrastrukturprobleme in ihren Geschäftsabläufen deutlich beeinträchtigt zu sein.¹⁵ Die Bundesfernstraßen machen allerdings weniger als ein Viertel des gesamtdeutschen Straßennetzes aus. Die übrigen gut drei Viertel fallen in den Verantwortungsbereich der Länder und Gemeinden.

Ein Blick auf die gesamten öffentlichen Investitionen der Länder offenbart recht große Unterschiede.¹⁶ Abbildung 1 zeigt die Höhe der Sachinvestitionen je Einwohner und den Anteil der Sachinvestitionen an den gesamten Ausgaben der einzelnen Bundesländer. Auf der Ebene der Länder und Gemeinden bestehen deutliche Unterschiede bezüglich der Ausgabenstruktur. So haben in Bayern, Sachsen, Hamburg, Baden-Württemberg und Thüringen investive Ausgaben einen vergleichsweise hohen Anteil. Ein Blick auf wichtige Unterkategorien zeigt für ausgewählte Länder ein ähnliches Bild. In Abbildung 2 ist der Anteil der Ausgaben für einzelne Baumaßnahmen und für Sachaufwendungen für die Unterhaltung des unbeweglichen Vermögens an den Gesamtausgaben der Länder dargestellt. Bezüglich des Straßenbaus zeigt sich, dass dieser insbesondere in Sachsen, Bayern

¹² Vgl. Ragnitz, J.; Eck, A.; Scharfe, S.; Thater, C.; Wieland, B.: *Öffentliche Infrastrukturinvestitionen: Entwicklung, Bestimmungsfaktoren und Wachstumswirkungen*. Endbericht zum Forschungsvorhaben im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie. Dresden 2013.

¹³ Vgl. hierzu Schwab, K.: *The Global Competitiveness Report 2014-2015*. World Economic Forum. Genf 2014.

¹⁴ Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden, Schweiz. Vgl. *Institut für Mobilitätsforschung (ifmo): Verkehrsinfrastruktur-Benchmarking Europa – Verkehrsinfrastrukturausstattung und verkehrspolitische Rahmenbedingungen in ausgewählten europäischen Staaten*. Berlin 2007. Dagegen schneidet Deutschland bei der Schienennetzinfrastruktur auch mit Blick auf die Verteilung der Schienenwege relativ gut ab. Bei der Flughafeninfrastruktur wird dagegen, anders als beim Straßennetz, die räumliche Verteilung eher gut, die Gesamtkapazität eher mittelmäßig beurteilt.

¹⁵ Dies betrifft hauptsächlich das Straßennetz; die Schienen- und Flughafeninfrastruktur beeinträchtigt die Geschäftsabläufe dagegen kaum. Vgl. Grömling, M.; Puls, T.: *Infrastrukturmängel führen schon heute zu Beeinträchtigungen*, in: *Internationales Verkehrswesen*, Jg. 66 (1), 2014, 34-36.

¹⁶ Im Folgenden sind stets die Ausgaben der Länder *einschließlich* der Gemeinden/Gemeindeverbände erfasst.

und Thüringen einen hohen Anteil an den Gesamtaufgaben für die Unterhaltung des unbeweglichen Vermögens

ausgaben ausmacht. Auch der laufende Sachaufwand nimmt in Bayern und Sachsen, aber auch in Baden-

Tabelle 1:

Investitionen in den Neu- und Ausbau von Bundesfernstraßen 1991 bis 2008 nach Bundesländern

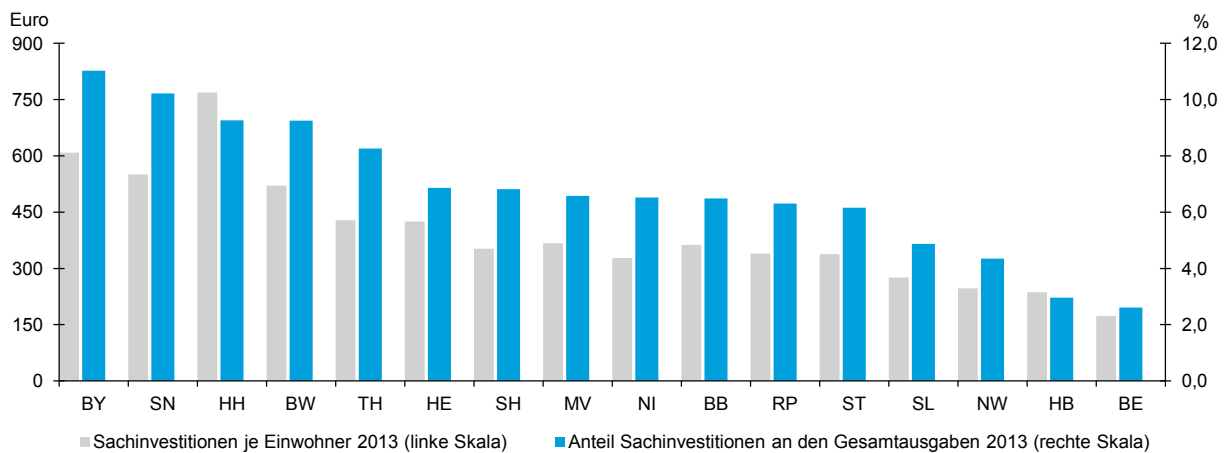
Bundesland	Mio. Euro	Anteil an den gesamten Investitionen in Bundesfernstraßen 1991 bis 2008	Verteilung der Projekte des vordringlichen Bedarfs 2009 bis 2015	Bevölkerungsanteil 2013
Baden-Württemberg	4 418,1	9,7%	14,8%	13,2%
Bayern	7 167,9	15,8%	12,2%	15,5%
Brandenburg	2 530,6	5,6%	5,6%	3,0%
Hessen	1 788,5	3,9%	10,0%	7,5%
Mecklenburg-Vorpommern	2 401,2	5,3%	2,9%	2,0%
Niedersachsen	3 805,9	8,4%	9,5%	9,7%
Nordrhein-Westfalen	5 447,3	12,0%	19,6%	21,7%
Rheinland-Pfalz	1 729,3	3,8%	5,0%	4,9%
Saarland	397,7	0,9%	0,8%	1,2%
Sachsen	4 443,3	9,8%	3,4%	5,0%
Sachsen-Anhalt	3 787,9	8,3%	4,4%	2,8%
Schleswig-Holstein	985,1	2,2%	3,0%	3,5%
Thüringen	4 644,0	10,2%	3,8%	2,7%
Berlin	636,2	1,4%	1,9%	4,3%
Bremen	454,5	1,0%	0,7%	0,8%
Hamburg	736,5	1,6%	2,3%	2,2%
insgesamt^a	45 374,0	100,0%	100,0%	100,0%

^a Differenzen durch Rundungsfehler.

Quellen: Bundestags-Drucksache 17/346; Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Länder; Berechnungen des IWH.

Abbildung 1:

Sachinvestitionen von Bundesländern und Gemeinden 2013



IWH

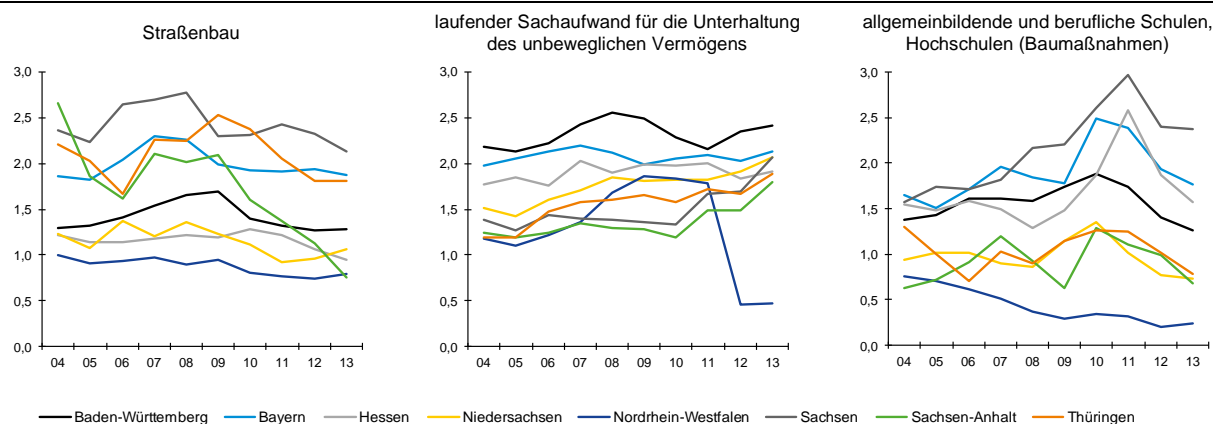
BY = Bayern, SN = Sachsen, HH = Hamburg, BW = Baden-Württemberg, TH = Thüringen, HE = Hessen, SH = Schleswig-Holstein, MV = Mecklenburg-Vorpommern, NI = Niedersachsen, BB = Brandenburg, RP = Rheinland-Pfalz, ST = Sachsen-Anhalt, SL = Saarland, NW = Nordrhein-Westfalen, HB = Bremen, BE = Berlin.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder; Berechnungen und Darstellung des IWH.

Abbildung 2:

Ausgaben ausgewählter Bundesländer¹ nach Arten, 2004 bis 2013

in % der Gesamtausgaben



IWH

¹ Einschließlich der Gemeinden; bis einschließlich 2010 nur Kernhaushalte, ab 2011 Kern- und Extrahaushalte.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Darstellung des IWH.

Württemberg und Niedersachsen einen relativ hohen Stellenwert ein. Schließlich wird den Investitionen in den Bildungsbereich eine hohe Bedeutung für die Erhöhung des Produktionspotenzials beigemessen. Bei den Bauinvestitionen im Bildungssektor, einer klassischen Länderaufgabe, haben die Länder ebenfalls sehr unterschiedliche Prioritäten gesetzt.¹⁷ Dort zeichnet sich ein ähnliches Muster ab wie bei den zuvor genannten Ausgabearten. So ist auch hier der Anteil an den Gesamtausgaben am höchsten in Sachsen, gefolgt von Bayern, Baden-Württemberg sowie Hessen.¹⁸

Insgesamt deuten verschiedene Indikatoren auf eine Vernachlässigung des Substanzerhalts bei Bundesfernstraßen in einigen Regionen hin. Außerdem haben die Länder unterschiedliche Prioritäten für Straßenbau- und Erhaltungsinvestitionen, aber auch für Investitionen in den Bildungsbereich gesetzt.

Orientierung öffentlicher Investitionen am Bedarf und Einbeziehung einnahmeseitiger Maßnahmen

Die optimale Höhe öffentlicher Investitionen hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab. Eine aus internationalen Vergleichen abgeleitete Orientierung an pauschalen Quoten greift deshalb zu kurz, zumal es für eine effiziente Allokation öffentlicher Investitionen auf eine bedarfsgerechte regionale Verteilung und die adäquate Aufgabenwahrnehmung der Bundesländer ankommt. Häufig wird das Argument hervorgebracht, dass durch zusätzliche öffentliche Investitionen auch die private Investitionstätigkeit angeregt würde.¹⁹ Dieser Zusammenhang ist allerdings theoretisch und empirisch unklar. Ob zusätzliche staatliche Investitionen die private Investitionstätigkeit fördern, hängt beispielsweise ab vom bestehenden Niveau des öffentlichen Kapitalstocks und davon, ob öffentliche und private Aktivität um Ressourcen konkurrieren.

Eine Möglichkeit, private Investitionen zu stimulieren, besteht in der Verbesserung der ökonomischen Rahmenbedingungen. Dabei sollte keine alleinige Fokussierung auf die Ausgabeseite erfolgen. So lie-

¹⁷ Darin sind nur die Baumaßnahmen enthalten, nicht aber öffentliche Ausgaben für den Erwerb von beweglichen und unbeweglichen Sachen und Beteiligungen, Darlehen an andere Bereiche sowie Zuschüsse für Investitionen an andere Bereiche.

¹⁸ Diese Resultate ändern sich nur unwesentlich, wenn die Gesamtausgaben als Bezugsgröße um die Zinsausgaben bereinigt werden, die einzelnen Ausgabearten also nicht in Relation zu den Gesamtausgaben, sondern zu den Gesamtausgaben ohne Zinsen gesetzt werden.

¹⁹ Vgl. etwa Lloyd, M.: Public and Private Investment in the European Union. Working Papers of the European Parliament, ECON 113, 2001.

ßen sich die Rahmenbedingungen für private Investitionen auch über die Einnahmeseite verbessern. Haushaltspolitische Spielräume sollten deshalb auch für steuerliche Entlastungen, in erster Linie für einen Abbau der Mehrbelastung durch die kalte Progression²⁰ bzw. für eine schrittweise Absenkung des Solidaritätszuschlags genutzt werden. Hinsichtlich einer Stärkung von Leistungs- und Investitionsanreizen wäre dies zielführender als zusätzliche öffentliche Ausgaben.

Europäische Wirtschaftspolitik

Die konjunkturelle Lage im Euroraum ist nach wie vor angespannt. Die Produktionskapazitäten sind seit dem Jahr 2009 unterausgelastet. Obgleich sich die Lage in den südeuropäischen Krisenländern etwas stabilisiert hat, war die konjunkturelle Dynamik in den großen Ländern, insbesondere in Frankreich und Italien, im Sommerhalbjahr 2014 außerordentlich schwach, insbesondere waren die Investitionen in einigen Ländern sogar rückläufig.

EU-Kommission plant Investitionsoffensive für Europa

Zur Ankurbelung der Konjunktur und zur Stärkung langfristiger Wachstumspotenziale hat die Europäische Kommission ein Investitionsprogramm auf den Weg gebracht.²¹ Der Plan sieht die Bildung eines Europäischen Fonds für strategische Investitionen vor, der sich aus 16 Mrd. Euro umgewidmeter EU-Mittel und EU-Garantien sowie aus fünf Mrd. Euro Kapital der Europäischen Investitionsbank (EIB) speisen soll. Die EU-Staaten sowie weitere öffentliche und private Institutionen sind dazu aufgefordert, sich am Fonds zu beteiligen. Die Finanzierungsbeiträge der EU-Staaten werden – ähnlich wie Beiträge zum Europäischen Stabilitätsmechanismus – nicht dem Defizit im Rah-

men des Europäischen Fiskalpakts zugerechnet. Der Fonds soll Kredite in Höhe des Dreifachen seines Eigenkapitals aufnehmen und damit Investitionen über den Zeitraum von 2015 bis 2017 finanzieren. Projekte werden von den Mitgliedstaaten vorgeschlagen und auf EU-Ebene von einer Task Force²² ausgewählt (Projekt-Pipeline²³). Die EU erwartet, dass dadurch private Gelder für Investitionen in Höhe von 252 Mrd. Euro im selben Zeitraum aktiviert werden, insbesondere durch Risikoübernahme der Projekte durch den Fonds. Zu knapp einem Viertel sollen die Investitionen in mittelständische Unternehmen (KMU und MidCaps) fließen; drei Viertel sind für langfristige Investitionen vorgesehen. Es ist jedoch mehr als fraglich, ob aus dem eingesetzten Kapital von 21 Mrd. Euro Investitionen in Höhe von 315 Mrd. Euro ausgelöst werden können.²⁴ Die implizierte Hebelwirkung von 15 scheint zu hoch angesetzt, vor allem wenn man berücksichtigt, dass es sich teilweise um umgewidmete EU-Mittel handelt, die an anderer Stelle reduziert werden.²⁵

Durch Reformen des Regulierungsrahmens soll zudem das Investitionsumfeld verbessert werden. Für diese strukturellen Maßnahmen sind jedoch weder konkrete Zielgrößen noch ein Zeitrahmen gesetzt.

²⁰ Auch wenn aufgrund niedriger Inflationsraten derzeit nur geringe Zusatzbelastungen durch die kalte Progression entstehen, hat sich in den zurückliegenden Jahren bei höheren Preissteigerungsraten eine Mehrbelastung durch die kalte Progression aufgebaut.

²¹ Europäische Kommission. *Eine Investitionsoffensive für Europa*. COM(2014) 903 final. Brüssel 2014.

²² Special Task Force on Investment in the EU, unter der Leitung der Europäischen Kommission und der EIB. Die EU-Staaten entsenden Mitglieder. Unternehmensverbände, Europäischer Gewerkschaftsbund und Vertreter der Finanzindustrie sind als Gäste geladen. Vgl. [Special Task Force \(Member States, Commission, EIB\) on Investment in the EU: Final Task Force Report](#).

²³ Die EU-Staaten haben für den Zeitraum von 2015 bis 2017 zusammen Projekte im Wert von 500 Mrd. Euro vorgeschlagen. Die Task Force hat sie den folgenden Bereichen zugeordnet: (1) Wissen, Innovation und digitale Wirtschaft, (2) Energieunion, (3) Verkehrsinfrastruktur, (4) soziale Infrastruktur, (5) natürliche Ressourcen und Umwelt.

²⁴ Im Rahmen des 2012 von der EU verabschiedeten Pakts für Wachstum und Beschäftigung wurde die EIB beauftragt, Investitionen mit einem Hebel von 18 zu finanzieren. Dabei sollte jedoch die sechsfache Menge des Eigenkapitals als Kredit aufgenommen werden, um dann eine private Beteiligung der dreifachen Kredithöhe für Investitionen zu mobilisieren. Die EIB hat jedoch stattdessen ihre Eigenkapitalquote erhöht. Vgl. *EIB: Financial Report 2013*.

²⁵ 3,3 Mrd. Euro aus dem Programm Connecting Europe (Förderung von Infrastrukturmaßnahmen) und 2,7 Mrd. Euro aus dem Programm Horizon 2020 (Forschungsvorhaben).

Tabelle 2:

Produktionslücke, struktureller Finanzierungssaldo und Bruttoschuldenstand in ausgewählten Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU)

Land	Produktionslücke in Prozent des Produktionspotenzials ^a			struktureller Finanzierungssaldo 2014 in Relation zum nominalen BIP in %		Bruttoschuldenstand 2014 in Relation zum nominalen BIP in %	
	2014	2015	2016	Ziel ^b	Prognose ^a	Ziel ^b	Prognose ^a
Estland	1,4	0,6	0,7	0,7	-0,8	10,0	9,9
Belgien	-1,1	-1,1	-0,9	-1,2	-2,6	100,2	105,8
Slowakei	-3,3	-3,4	-2,9	-3,1	-2,1	43,0	54,1
Deutschland	-0,8	-1,0	-0,6	0,5	0,7	77,0	74,5
Spanien	-6,0	-4,1	-2,0	-2,1	-2,2	98,9	98,1
Frankreich	-2,3	-2,5	-1,9	-1,7	-3,0	95,1	95,5
Italien	-4,5	-3,4	-2,1	-0,3	-0,9	132,7	132,2
Niederlande	-3,0	-2,1	-1,1	-1,3	-0,5	76,1	69,7
Österreich	-1,1	-0,9	-0,7	-1,3	-1,1	74,0	87,0
Finnland	-3,1	-2,7	-1,7	-0,7	-1,1	60,7	59,8
Slowenien	-2,7	-1,6	0,1	-2,1	-2,5	65,5	82,2
Malta	0,1	0,3	0,6	-2,0	-2,7	73,2	71,0
Euroraum	-2,8	-2,3	-1,3	k. A.	-1,1	k. A.	94,5

^a Laut Herbstprognose 2014 der Europäischen Kommission. – ^b Laut „Draft Budgetary Plan“ vom Oktober 2014 (gemäß EU-Verordnung 473/2013).

Quelle: Europäische Kommission.

Staatliches EU-Investitionsprogramm wohl nicht zielführend

Investitionsprogramme sind zur Konjunkturstabilisierung grundsätzlich wenig geeignet und in der EU derzeit vermutlich nicht zielführend. So deutet die bereits über Jahre hinweg schwache oder gar rückläufige Entwicklung der Investitionen darauf hin, dass der Erholung der Wirtschaft eher strukturelle Probleme im Wege stehen. Mit Blick auf die Stabilisierung der Konjunktur sollten die eingesetzten Maßnahmen grundsätzlich drei Voraussetzungen erfüllen: Sie sollten rechtzeitig, vorübergehend und zielgerichtet sein. Zwar sind die geplanten investiven Maßnahmen der EU-Kommission als vorübergehend anzusehen, da das Programm bis Ende 2017 umgesetzt werden soll. Zudem entwickelten sich die Bruttoanlageinvestitionen in der Europäischen Union zuletzt wieder schwach, sodass ein Investitionsprogramm als

zielgerichtet angesehen werden könnte. Jedoch ist vor dem Hintergrund, dass sich nach der Herbstprojektion 2014 der EU-Kommission die negativen Produktionslücken in nahezu allen EU-Ländern bereits wieder zu schließen beginnen, zu befürchten, dass zusätzliche Investitionen nicht rechtzeitig umgesetzt werden können und prozyklisch wirken (vgl. Tabelle 2). Grundsätzlich ist es kritisch, wenn private Investitionen über eine Risikoabsicherung durch die öffentliche Hand angeregt werden sollen, ohne dass ein konkretes Marktversagen identifiziert worden ist. Die Übertragung von Risiken auf den öffentlichen Sektor fördert dann die Realisierung unrentabler Investitionsprojekte, die bei einer unternehmerischen Risikoabwägung vermutlich nicht durchgeführt würden. Dem vorzuziehen wäre eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für private Investitionen, was gemäß der politischen Leitlinien der neuen EU-Kommission durchaus auch angestrebt wird.

Wenn sich Länder, wie im Falle Deutschlands, im Wesentlichen für die Förderung bereits geplanter Projekte bewerben,²⁶ stellt dies zudem infrage, warum diese Pläne nun auf der europäischen Ebene finanziert werden sollten. Ebenso ist nicht nachvollziehbar, warum Beiträge zum Investitionsfonds nicht zum Defizitverfahren gezählt werden, wenn sie auf einzelstaatlicher Ebene geplante Investitionen eins zu eins ersetzen. Der Europäische Investitionsplan erscheint dann vielmehr als der Versuch, die jüngst beschlossenen europäischen Fiskalregeln zu umgehen.

Die Rolle des öffentlichen Sektors bei der Finanzierung von Investitionen

Grundsätzlich sind bei der Beteiligung der EU an Investitionen zweierlei Arten von Investitionsprojekten zu unterscheiden. Eine Kategorie bilden primär von privater Seite auszuwählende Projekte, die aufgrund geopolitischer oder regulatorischer Unsicherheiten nicht verwirklicht werden. Solche Unsicherheiten bestehen zum Beispiel im Zusammenhang mit der Energiewende in Deutschland, beim Emissionshandel und dem Mobilfunkmarkt auf europäischer Ebene. In diesem Fall könnte eine begrenzte Übernahme von Risiken durch die öffentliche Hand zwar sinnvoll sein, weil die Risikobereitschaft des Bankensektors nach der Finanzkrise und der folgenden Regulierungsmaßnahmen abgenommen haben dürfte. Eine umfangreiche Übernahme von unternehmerischen Risiken durch den Staat dürfte jedoch die Effizienz privatwirtschaftlichen Handelns deutlich verringern.²⁷ Stattdessen sollten politische Barrieren, die Investitionsprojekten entgegenstehen (wie etwa beim Stromtrassenausbau in Deutschland) abgebaut werden.

²⁶ Special Task Force (Member States, Commission, EIB) on Investment in the EU. Annex 2 – Project Lists from Member States and the Commission.

²⁷ Der interventionistische Ansatz der EU-Kommission wird zum Beispiel in folgender Passage deutlich: „Private Investoren sind sich offenbar häufig gar nicht des Potenzials dieser Projekte bewusst (...) Damit Investitionen getätigt werden, bedarf es dringend unabhängiger und transparenter Bewertungen, die die Bestätigung dafür liefern, dass ein Projekt wirtschaftlich tragfähig ist“ (Eine Investitionsoffensive für Europa. Europäische Kommission. *Eine Investitionsoffensive für Europa*. COM(2014) 903 final. Brüssel 2014, 12).

Eine zweite Kategorie bilden Investitionsvorhaben, die primär vom öffentlichen Sektor in Angriff genommen werden und die in Zukunft verstärkt von privater institutioneller Seite (Pensionsfonds etc.) mitfinanziert werden könnten. Darunter fallen klassische langfristige Investitionsvorhaben wie der Straßenbau, der Ausbau von Breitbandnetzen auch in ländlichen Regionen und Bildungsinvestitionen. Während diese staatlichen Ausgaben im Defizitverfahren berücksichtigt werden sollten, um die Tragfähigkeit staatlicher Verschuldung sicherzustellen, sollten im Fiskalpakkt Anreize geschaffen werden, dass der Anteil investiver Ausgaben an den Gesamtstaatsausgaben nachhaltige Werte nicht unterschreitet.²⁸ Projekte mit länderübergreifenden Wachstumsimpulsen könnten auch aus gemeinsamen EU-Töpfen finanziert werden.

Investitionshemmnisse an der Wurzel beseitigen

Eine Ursache für die schwache wirtschaftliche Dynamik im Euroraum ist der vergleichsweise geringe Produktivitätsfortschritt. In den USA ist die Produktivität seit Mitte der 1990er Jahre deutlich stärker gestiegen. Das gilt zwar nicht für jedes einzelne EU-Mitgliedsland, zumindest aber für die südeuropäischen Krisenländer sowie für Deutschland und Frankreich.²⁹ Zwei Drittel des Rückstands beim Produktivitätswachstum gegenüber den USA beziehen sich auf den Dienstleistungssektor;³⁰ daher sind Reformen in diesem Bereich besonders wichtig. Im Task-Force-Bericht zum Investitionsplan werden diesbezügliche Reformen angemahnt; explizit wird auf die Länder-

²⁸ So wurde beispielsweise von Enderlein und Pisani-Ferry (für Deutschland) eine „Mindestdrehzahl für Investitionen“ vorgeschlagen. Vgl. Enderlein, H.; Pisani-Ferry, J.: *Reformen, Investitionen und Wachstum: Eine Agenda für Frankreich, Deutschland und Europa im Auftrag des deutschen und des französischen Wirtschaftsministers*, November 2014.

²⁹ AMECO Datenbank. Normiert man die Totale Faktorproduktivität auf 100 für das Jahr 1995, ergibt sich für das Jahr 2013 für die USA ein Wert von 121. Deutlich schwächer verlief der Anstieg in Deutschland (108) und Frankreich (109). Während es in Spanien kaum Zuwächse gab (102), verzeichnete Italien gar einen Rückgang (97).

³⁰ Vgl. Strauss, H. (ed.): *Productivity and Growth in Europe. Long-term Trends, Current Challenges and the Role of Economic Dynamism*, in: *EIB Papers*, Vol. 16 (1), 2011, 8-17.

empfehlungen der EU-Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters verwiesen, die beispielsweise für Deutschland eine Liberalisierung des Dienstleistungssektors einfordern. Solche Länderempfehlungen werden allerdings bisher meist nicht umgesetzt.³¹ Im Investitionsplan wird es versäumt, konkrete Anreize und Prozesse zur Durchführung von Reformen festzulegen. Ferner gibt es auch auf europäischer Ebene Handlungsbedarf in Bezug auf die Vervollständigung des europäischen Binnenmarkts, zum Beispiel im Energiesektor oder auf den Telekommunikationsmärkten. Auch hier wurde eine Verknüpfung von Investitionszusagen mit Reformschritten verpasst.³²

In Bereichen mit politischen Unsicherheiten sollte es das vorrangige Ziel sein, diese Unsicherheiten zu reduzieren und nicht lediglich die Symptome zu adressieren. Handlungsbedarf besteht beispielsweise beim Emissionshandel, da aufgrund überschüssiger Zertifikate der Preis von Kohlendioxid stark gefallen ist, sodass sich Investitionen in umweltfreundliche Technologien nicht mehr lohnen.

Investitionshemmnisse bestehen auch darin, dass der europäische Kapitalmarkt nach wie vor fragmentiert ist. Es könnte durchaus sinnvoll sein, Investitionsprojekte in den Krisenländern anzustoßen, ohne über neue Staatsschulden wiederum die Stabilität zu gefährden. Bisher verwirklichte Vorhaben zielen aber immer noch auf den Kreditmarkt ab und spielen sich meist auf bilateraler Ebene ab – etwa die Kredithilfen der KfW für Spanien, Italien und Griechenland.³³ Primäres Handlungsziel sollte aber die Lösung der strukturellen Probleme darstellen, das heißt die Ver-

vollständigung der Bankenunion, die Bereinigung von Bankbilanzen und der Aufbau eines europäischen Risikokapitalmarkts.³⁴

Europaweiter Reformbedarf auf dem Arbeitsmarkt

Strukturelle Reformen sind auf einzelstaatlicher Ebene insbesondere auf dem Arbeitsmarkt nötig. Dabei stellt die starre Zweiteilung von befristeten und schwer kündbaren unbefristeten Beschäftigungsverhältnissen, wie sie in einigen Mitgliedstaaten vorherrscht, ein Hemmnis für den Strukturwandel dar. Länderübergreifender Handlungsspielraum im Bereich der Arbeitsmarktpolitik wird von mancher Seite seit einiger Zeit in der Schaffung einer Europäischen Arbeitslosenversicherung gesehen.³⁵ Während mit Blick auf die unterschiedlichen Krisenerfahrungen die Stärkung automatischer Stabilisatoren wünschenswert erscheint und diese durch Übertragung auf die europäische Ebene noch robuster gehalten werden könnten, kommt eine praktische Umsetzung derzeit wohl nicht infrage. Zu unterschiedlich sind Bezugsdauer, Bezugshöhe und nicht zuletzt die Abdeckungsrate.³⁶ Das im Jahr 2013 von der EU-Kommission eingeführte Scoreboard für beschäftigungs- und sozialpolitische Schlüsselindikatoren könnte dabei als Orientierung (Best Practice) dienen.³⁷ Unter dem Vorbehalt zumindest teilweiser

³¹ Im Jahr 2013 wurden 141 Empfehlungen ausgesprochen, nur 13 wurden zum Berichtszeitpunkt Juni 2014 vollständig umgesetzt, 46% der Vorschläge wurden überhaupt nicht umgesetzt: *Economic Governance Support Unit des Europäischen Parlaments: Implementation of Country Specific Recommendations*, 2014.

³² Die Einführung einer Marktstabilisierungsreserve ist bisher erst für 2021 geplant. Einige Staaten wie Deutschland fordern ein Vorziehen auf 2017.

³³ Im Jahr 2013 hat die KfW Kredite an die spanische Förderbank ICO in Höhe von einer Mrd. Euro vereinbart und mittlerweile ausbezahlt. Im Jahr 2014 wurden 100 Mio. Euro in einen zusammen mit der griechischen Regierung aufgestellten Fonds zur Förderung griechischer Unternehmen einbezahlt. Im November folgte die Ankündigung eines Darlehens von 500 Mio. Euro an die italienische Förderbank CDP.

³⁴ Zur Analyse der Situation speziell von kleinen und mittleren Unternehmen vgl. *Darvas, Z.: Banking System Soundness is the Key to More SME Financing*, in: *Bruegel Policy Contribution. Issue 2013/10*.

³⁵ Z. B. *Fichtner, F.; Haan, P.: European Unemployment Insurance: Economic Stability without Major Redistribution of Household Incomes*, in: *DIW Economic Bulletin 10/2014*. Während sich László Andor als zuständiger EU-Kommissar für das Konzept stark gemacht hatte, hat seine Nachfolgerin Marianne Thyssen das Vorhaben von der Agenda gestrichen.

³⁶ Vgl. *Claeys, G.; Darvas, Z.; Wolff, G. B.: Benefits and Drawbacks of European Unemployment Insurance*, in: *Bruegel Policy Brief, Issue 2014/06*. So erhalten in Deutschland über 80% der Kurzarbeitslosen staatliche Arbeitslosenunterstützung, in Italien hingegen nur 16 %.

³⁷ Das Scoreboard beinhaltet Daten zur Arbeitslosenquote, zur Jugendarbeitslosigkeit, zum verfügbaren Einkommen, zur Armutrisikoquote der 18- bis 64-Jährigen (Anteil der Personen mit einem verfügbaren Einkommen unter 60 % des nationalen Medianeinkommens) sowie zur Einkommensungleichheit (das Einkommensverhältnis des höchsten Fünftels zum niedrigsten Fünftel).

Angleichung der Arbeitslosenunterstützungsregeln könnte eine europäische Arbeitslosenversicherung als langfristiges Ziel verkündet werden, das bei erfolgreichen Strukturreformen umgesetzt wird. Deutschland sollte sich trotz der aktuell guten Arbeitsmarktlage nicht davon ausgenommen sehen, sich selbst an Best Practice messen zu lassen. Neben Maßnahmen zur Bekämpfung von Langzeitarbeitslosigkeit sollten auch die Aufstiegschancen für Geringverdiener verbessert werden, etwa durch eine geringere Belastung durch Sozialversicherungsbeiträge. So könnte das relative Armutsrisiko der 18- bis 64-Jährigen – bei diesem Indikator schneidet Deutschland trotz seiner guten Beschäftigungszahlen knapp schlechter als der EU-Durchschnitt ab – gesenkt werden. Vorbehalte anderer europäischer Mitgliedstaaten gegenüber dem deutschen Arbeitsmarktmodell würden dadurch abgebaut.

Zur Geldpolitik

Geldpolitik weiterhin auf expansivem Kurs

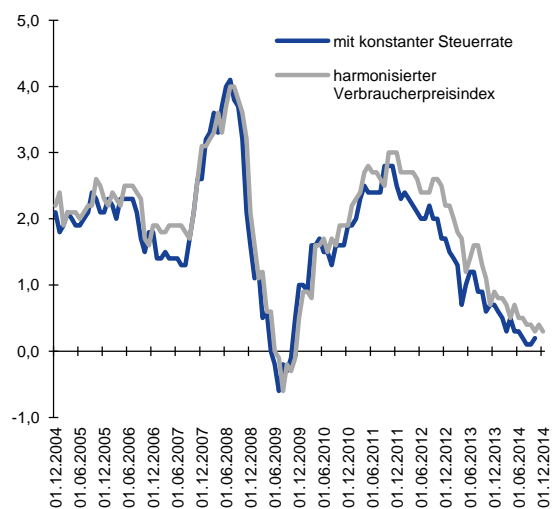
Mit der Zinssenkung auf den historischen Tiefstand von 0,05% Anfang September sowie den später folgenden zielgerichteten langfristigen Refinanzierungsoperationen und Aufkäufen von besicherten Wertpapieren und Pfandbriefanleihen reagierte die Europäische Zentralbank (EZB) auf die zunehmend rückläufige Preisdynamik im Euro-Währungsgebiet. Mit wiederholt getätigten Abwärtsrevisionen bei den Inflationserwartungen machte die EZB zudem deutlich, dass trotz der neuerlichen Zinssenkung über einen längeren Zeitraum mit Inflationsraten unterhalb der Zielgröße von unter, aber nahe 2% zu rechnen ist. Diese Kommunikation zeigt, dass es für die Geldpolitik derzeit schwierig ist, das selbst definierte Inflationsziel zu erreichen.

Die Inflationsraten liegen im Euroraum bereits seit Anfang des Jahres 2013 unter 2%. Zudem war die Preisentwicklung durch die Steuererhöhungen im Zuge der Konsolidierungsprogramme überzeichnet (vgl. Abbildung 3). Die steuerbereinigte Preisentwicklung war schon länger langsamer. Die auslaufenden Wirkungen der Steuererhöhungen auf die Preise tragen

Abbildung 3:

Inflationsraten im Euroraum

in %



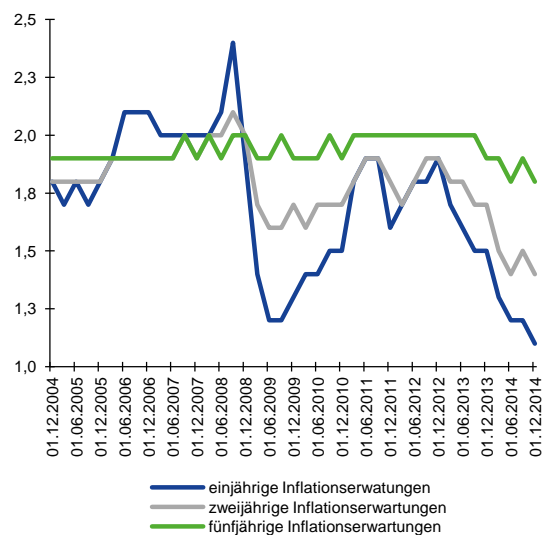
IWH

Quellen: Eurostat; Darstellung des IWH.

Abbildung 4:

Inflationserwartungen im Euroraum

in %



IWH

Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen und Darstellung des IWH.

nunmehr zusammen mit der schwachen konjunkturellen Entwicklung und den fallenden Energiepreisen zum Rückgang der Verbraucherpreisinflation bei.

Die für die Geldpolitik besonders wichtigen Erwartungen über die Preisentwicklung gingen zuletzt eben-

falls zurück. Sie liegen sowohl für ein Jahr als auch für zwei Jahre unter 1,5%. Auffallend sind auch die langfristigen Inflationserwartungen, die auf 1,8% gesunken sind (vgl. Abbildung 4). Der im dritten Quartal zu beobachtende kurzzeitige Anstieg auf 1,9% war nicht von Dauer. Obwohl die EZB in diesem Zeitraum umfangreiche Maßnahmen beschloss, scheinen letztere nicht ausreichend für eine Stabilisierung der Inflationserwartungen gewesen zu sein. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Wirtschaft im Euroraum weiterhin unterausgelastet ist und die Produktionslücke sich nur langsam schließen dürfte.

Die jüngste Abwertung des Euro wirkt allerdings stimulierend auf die Konjunktur, und sie erhöht tendenziell über die Importpreise auch die Verbraucherpreis-inflation. Dem Wechselkurs kommt angesichts der Nullzinsgrenze bei der Erhöhung des Expansionsgrads der Geldpolitik eine zunehmend wichtigere Rolle zu.

Wirkungen der geldpolitischen Maßnahmen sind ungewiss

Da der Leitzins mit momentan 0,05% an der Nullzinsgrenze verharrt, sind von diesem geldpolitischen Instrument weitere positive Impulse nicht zu erwarten. Denkbar wäre zwar ein weiteres Absenken des bereits negativen Einlagenzinses. Dies würde zusätzlichen Druck auf die Banken ausüben, Liquidität in Form von Krediten an den Privatsektor weiterzureichen, anstatt sie bei der Zentralbank zwischenzuparken. Voraussetzung dafür ist aber, dass die Kosten nicht an die Bankkunden weitergegeben werden. Derzeit sind erste Schritte von Banken zu beobachten, um die Negativzinsen an Kunden weiterzureichen. Ein negativer Zins für Bankkunden dürfte diese aber tendenziell veranlassen, stattdessen Bargeld zu halten. Insgesamt erscheint ein solcher Schritt eher unwahrscheinlich.

Mit dem Ziel, ein weiteres Sinken der Inflationserwartungen zu verhindern, hat die EZB eine Reihe umfangreicher Maßnahmen beschlossen. Dazu zählt der Aufkauf von besicherten Wertpapieren mit dem Ziel, die Kreditvergabe an Unternehmen anzuregen. Den Banken kommt dabei zugute, dass sie die Verbriefungen solcher Kredite nun eher auf dem Markt

platzieren können, da mit der EZB ein zusätzlicher Nachfrager auftritt. Auch die weiterhin durchgeführten zielgerichteten langfristigen Refinanzierungsgeschäfte sollen zu einer stärkeren Kreditvergabe beitragen.

Darüber hinaus beabsichtigt die EZB, ihre Bilanz von zwei auf drei Billionen Euro auszuweiten. Viele Beobachter halten es mit den bisherigen Maßnahmen – dem Kauf von Pfandbriefen (*covered bonds*) und forderungsbesicherten Wertpapieren sowie Langfristkrediten an Banken – jedoch kaum für möglich, die Bilanz in diesem Maße zu verlängern. So ist zum Beispiel nur ein Teil der für Käufe möglichen Verbriefungen von insgesamt 400 Mrd. Euro öffentlich platziert. Zusätzliche Maßnahmen sind deshalb wahrscheinlich. Möglich sind dabei sowohl eine Ausweitung der bisherigen Programme als auch der Kauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt. Vor dem Start eines solchen Kaufprogramms gilt es aber für die EZB wohl, zuerst eine Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs abzuwarten. Das Gericht hat gegenwärtig nämlich die Aufgabe, die Rechtmäßigkeit des Ankaufs von Staatsanleihen im Rahmen des OMT-Programms (OMT = Outright Monetary Transactions) zu beurteilen. Ein solcher Ankauf von Staatsanleihen dürfte deren Renditen nochmals ein Stück weit fallen lassen. Da die Kreditkosten von Unternehmen über Länder hinweg eng mit den Refinanzierungskosten ihres Heimatstaates verbunden sind, dürften auch Unternehmen von einer solchen erweiterten monetären Lockerung (*quantitative easing*) profitieren. Allerdings besteht auch die Gefahr, dass niedrige Zinsen zur Aufschiebung von strukturellen Reformen oder – in Erwartung weiterer Aufkäufe in zukünftig ähnlichen Situationen – gar deren Unterlassen führen. Eine Befristung der Aufkäufe, bis die Inflation eine vorab zu bestimmende Rate wieder erreicht, könnte diesem Effekt gegebenenfalls entgegenwirken.

Geldpolitik kann Strukturprobleme nicht lösen

Insgesamt wird seitens der Geldpolitik sehr viel getan, um der Konjunktur im Euroraum positive Impulse zu verleihen. Strukturelle Probleme können jedoch von der Geldpolitik nicht gelöst werden. Vielmehr

sind die Regierungen in der Verantwortung, durch strukturelle Reformen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern. Geschieht dies nicht, wird sich die EZB weiterhin genötigt sehen, durch unkonventionelle Maßnahmen geldpolitisches Neuland zu betreten. Hierbei ist jedoch zu befürchten, dass sich zunehmend Stimmen erheben, die die Rechtmäßigkeit dieser Maßnahmen anzweifeln. Anhaltend niedrige Inflationsraten und abnehmende Inflationserwartungen bergen die Gefahr, dass zunehmend Zweifel an der Wirksamkeit der bisherigen Maßnahmen entstehen. Beides zusammen könnte die Glaubwürdigkeit der EZB erheblich schwächen. Um dies zu verhindern, ist es vor allem erforderlich, die Gründe für die gegenwärtig niedrige Inflation zu kommunizieren. Sowohl die Anpassung der Relativpreise im Euroraum, die zu negativen Inflationsraten in einigen Ländern des Euroraums führt, als auch der niedrige Ölpreis sind kein Anlass für eine weitere geldpolitische Lockerung. Diese Faktoren senken die Inflationsrate nur kurzfristig. Das Ziel der Geldpolitik ist es aber, mittelfristig für Preisstabilität zu sorgen.