

Kiel Policy Brief

**Niedrige Zinsen und rasche
monetäre Expansion: Was soll
die Finanzpolitik tun?**

Jens Boysen-Hogrefe

Nr. 75 | Mai 2014



Niedrige Zinsen und rasche monetäre Expansion: Was soll die Finanzpolitik tun?

Jens Boysen-Hogrefe

Institut für Weltwirtschaft, Kiel

1. Problemstellung

Die deutsche Finanzpolitik ist scheinbar in einer günstigen Lage. Der Bund hat die vorgegebenen Ziele der Schuldenbremse in den vergangenen Jahren mehr als erfüllt und die Aussichten sind gut, dass dies auch im laufenden wie im nächsten Jahr erreicht werden kann. Die Finanzlage der Länder und Kommunen hat sich aufgehellt, und die Sozialversicherungen haben in den vergangenen Jahren merkliche Überschüsse erzielt. Der Staat insgesamt hat 2012 und 2013 in Abgrenzung der VGR einen leichten Haushaltsüberschuss erzielt. Allerdings wird dies bereits derzeit von den Besonderheiten einer monetären Expansion begünstigt. So sank die relative Zinslast – und zeitweise auch die absolute Zinslast – trotz steigenden Schuldenstandes. Es ist wahrscheinlich, dass angesichts der andauernden schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in vielen Ländern des Euroraums das allgemeine Zinsniveau im historischen Vergleich vorerst niedrig bleibt.

Sollte es zu einem monetären Boom kommen, würde sich die Lage der öffentlichen Haushalte zunächst weiter deutlich verbessern. Steigende Löhne und zunehmende Ausgaben für den privaten Konsum bzw. für den privaten Wohnungsbau dürften zu erheblichen Steuer- und Beitragsmehreinnahmen führen. Zu einem Teil dürften sie als strukturelle Einnahmenezuwächse wahrgenommen werden und damit höhere Ausgabenspielräume signalisieren. Dies birgt die Gefahr, dass bei Ende dieses Booms die öffentlichen Finanzen in Bedrängnis geraten. Während eines monetären Booms kommt es häufig zu einer Kapitalallokation, die in den Jahren nach Ende des Booms das Wachstumspotenzial deutlich mindert. Über mehrere Jahre hinaus dürfte dann die Einnahmendynamik deutlich reduziert sein, während die Sozialausgaben wegen einer Wende am Arbeitsmarkt deutlich zulegen.

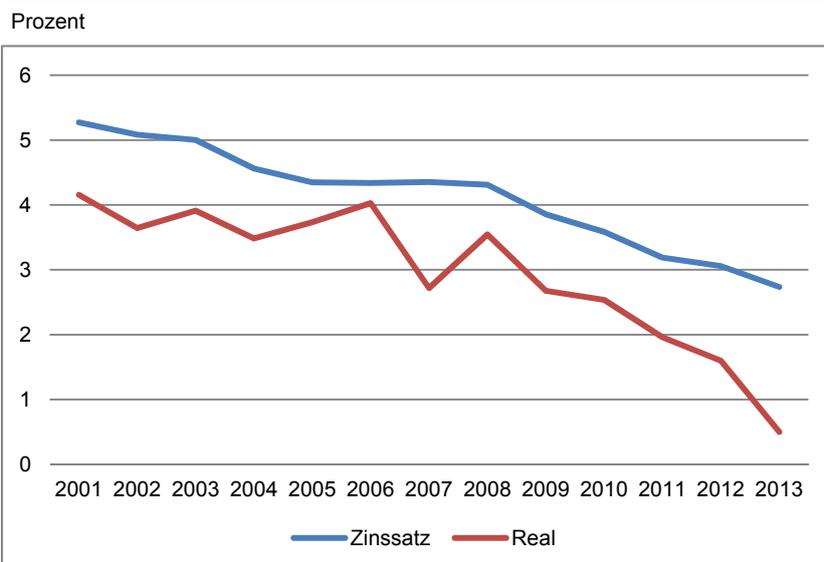
Zudem besteht die Gefahr, dass sich die Finanzierungskosten angesichts einer schwächeren Wachstumsdynamik und möglicherweise großen Herausforderungen der Finanzpolitik deutlich erhöhen, weil dann Deutschland nicht mehr als „sicherer Hafen“ wahrgenommen wird, sondern im Gegenteil merkliche Risikoaufschläge gefordert werden könnten. Letztere Gefahr ist insbesondere virulent, sofern bei Ende des Booms weiterhin ein hoher Schuldenstand besteht.

Der vorliegende Policy Brief basiert auf einem Gutachten, das das IfW für das Bundesministerium der Finanzen erstellt hat,¹ und soll die Gefahren eines von der Geldpolitik induzierten Boom-Bust-Zyklus für die öffentlichen Haushalte in Deutschland skizzieren und Handlungsempfehlungen erarbeiten, wie diesen Gefahren am besten begegnet werden kann. Dabei wird zunächst auf die bereits schon eingetretenen Konsequenzen des Niedrigzinsumfelds eingegangen (Abschnitt 2). Es werden die Gefahren eines Boom-Bust-Zyklus vor dem Hintergrund der Schuldenbremse dargestellt (Abschnitt 3) und anhand der Erfahrungen des jüngsten Boom-Bust-Zyklus in Irland und Spanien illustriert (Abschnitt 4). Schließlich werden Handlungsempfehlungen abgeleitet (Abschnitt 5).

2. Die Auswirkungen der Niedrigzinsen

Seit mehreren Jahren geht der effektive Zinssatz der ausstehenden Staatsschuld zurück (Abbildung 1). Trotz steigender Bruttoschuldenstände sinken (zumindest zeitweise) die Zinszahlungen, so dass die öffentlichen Haushalte spürbar entlastet werden (Boysen-Hogrefe et al. 2012b: Kasten 1). Verglichen mit der durchschnittlichen Zinslast in den Jahren vor der Finanzkrise dürften die jährlichen Einsparungen im knapp zweistelligen Milliardenbereich liegen. Einen erheblichen Anteil daran haben die Geldpolitik der EZB und zu einem geringeren Teil die Perzeption Deutschlands als sicherem Hafen (Boysen-Hogrefe 2012).

Abbildung 1:
Impliziter Zinssatz der Bruttoschulden 2001–2013



¹ Das Gutachten stellt die Konsequenzen einer zu expansiven Geldpolitik für die Finanz- und Wirtschaftspolitik in Deutschland dar und leitet Handlungsempfehlungen ab (Boysen-Hogrefe et al. 2014). Die Finanzpolitik ist dabei ein Teilbereich.

Die Konsolidierungsziele, die sich z.B. der Bund im Rahmen der Schuldenbremse gesetzt hat, können dadurch deutlich schneller erreicht werden als vorgesehen. Allerdings wird offenbar nicht der gesamte „Ertrag“ für den Schuldenabbau verwendet. So wurden bereits neue Ausgaben wie das Betreuungsgeld ohne Gegenfinanzierung geschaffen, Abgaben wie die Praxisgebühr ohne jeglichen Ausgleich auf der Ausgabenseite abgeschafft oder Ausgaben im Rentensystem („zwischenfinanziert“ durch unterbliebene Beitragssatzsenkungen) mit Blick auf spätere Steuermehreinnahmen getätigt. Viele der aktuellen Pläne der großen Koalition sehen ebenso keine gesonderte Finanzierung vor. Bereits jetzt trägt das Zinsgefüge dazu bei, die Konsolidierungspolitik zu schwächen.

3. Gefahren eines monetären Booms

Ein in Schwellen- und Entwicklungsländern häufig zu beobachtendes Phänomen ist, dass die Finanzpolitik im Umfeld dynamischer wirtschaftlicher Expansion und starker Kapitalzuflüsse prozyklisch wirkt (Kaminsky et al. 2005). Hierzu trägt zum einen bei, dass die Finanzierungsbedingungen auch der öffentlichen Hand unter starken Kapitalzuflüssen extrem günstig sind, und zum anderen, dass Aufschwünge meist zumindest teilweise als andauernde Entwicklung aufgefasst werden. Schwellen- und Entwicklungsländer sind für dieses Phänomen besonders anfällig, weil der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten ebenso wie die Entwicklung des Produktionspotenzials in diesen Ländern besonders starken Schwankungen unterliegen. Doch haben die vergangenen Jahre gezeigt, dass höher entwickelte Staaten hier nicht per se ausgenommen werden können. Die Einschätzung des Produktionspotenzials wie auch die Finanzierungsbedingungen mehrerer Staaten des Euroraums wiesen zuletzt eine hohe Volatilität auf, insbesondere im Vergleich zu den Jahren vor der Finanzkrise.

Ein wichtiges Instrument, um solchen Herausforderungen zu begegnen, ist durch die Regelbindung der Finanzpolitik bereits gegeben. Die Schuldenbremse auf nationaler Ebene sowie die Regelungen zum Fiskalpakt setzen der Finanzpolitik Grenzen, auch wenn diese nicht vollkommen unverrückbar sind. Diese Regeln können die Politik vor der Versuchung schützen, die derzeit und wohl noch über einige Jahre hinaus günstigen Finanzierungsbedingungen für kostspielige Projekte in großem Stil zu nutzen.

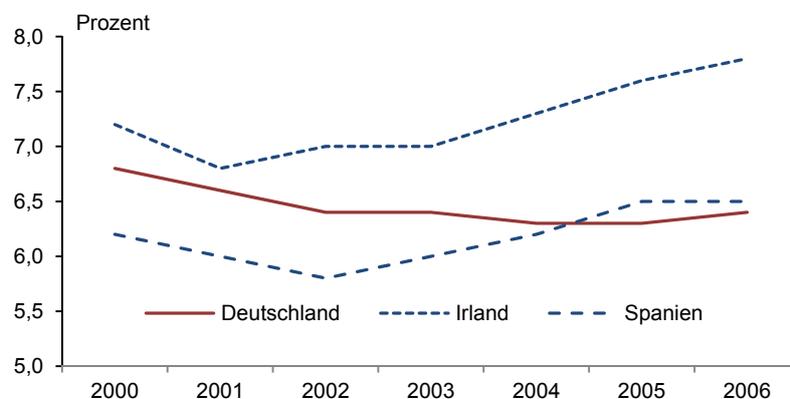
Die Vorgaben der Schuldenbremse sollen die Schuldenfinanzierung staatlicher Aufgaben begrenzen und zu einer Reduktion des Schuldenstands (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) führen. Im Rahmen der Schuldenbremse wird als Zielgröße der strukturelle Budgetsaldo verwendet, was bewirken soll, dass automatische Stabilisatoren in Ihrer Wirkung nicht von den Vorgaben dieser Fiskalregel tangiert werden, sondern als antizyklisches Element der Finanzpolitik Bestand haben. Idealerweise führt die Anwendung des strukturellen Budgetsaldos dazu, dass die Finanzpolitik in „guten Zeiten“ sehr geringe Defizite oder sogar Überschüsse erzielt und damit für Zeiten mit schwächerer wirtschaftlicher Dynamik vorsorgt. Somit könnte gerade in konjunkturell volatilen Zeiten dem Konzept struktureller Budgetsalden eine wichtige Rolle zufallen.

Dies setzt allerdings voraus, dass die strukturellen Budgetsalden hinreichend genau bestimmt werden können. Denn sie lassen sich nicht beobachten, sondern müssen durch die Anwendung statistischer Methoden geschätzt werden. Im Folgenden sollen drei Aspekte diskutiert werden, die die typischerweise angewandte Methode (Methode der EU-Kommission) in Zeiten monetärer Expansion problematisch erscheinen lassen.

Lang anhaltende Phasen monetärer Expansion erschweren die **Trennung von Konjunktur und Wachstum**, nicht zuletzt wenn sich dadurch die Wirtschaftsstruktur verändert. Im Szenario einer starken binnenwirtschaftlichen Expansion dürften die gängigen Messverfahren das Produktionspotenzial überschätzen, wie die Erfahrungen mit den Immobilienblasen in Irland und Spanien nahelegen (Abschnitt 4). Die strukturelle Lage der Haushalte wird dann als zu günstig ausgewiesen. Sollte die Finanzpolitik lediglich bestrebt sein, den strukturellen Mindestbudgetvorgaben zu entsprechen, die auf der Basis der gängigen Messverfahren ermittelt werden, führt dies dazu, dass die Finanzpolitik deutlich weniger antizyklisch ausgerichtet wird als beabsichtigt (automatische Stabilisatoren). Wenn die Fehleinschätzung des Potenzials stark genug ist, können sogar prozyklische Impulse von der Finanzpolitik ausgehen, obwohl die Fiskalregel eingehalten wird.

Neben der allgemeinen Schwierigkeit, Konjunktur und Wachstum zu trennen, besteht Unsicherheit über die anzuwendenden **Budgetsensitivitäten**. Eine Ursache dafür, dass die Budgetsensitivität von der Art der wirtschaftlichen Expansion abhängen, ist der Einfluss der Umsatzbesteuerung. Wird das Einkommen stärker für konsumtive Zwecke oder den privaten Wohnungsbau genutzt, führt dies zu einer höheren Steuerbelastung. Beispielhaft zeigt dies der im Boom gestiegene Mehrwertsteueranteil in Spanien und in Irland (Abbildung 2). Sollte also die monetäre Expansion den privaten Konsum und/oder den Wohnungsbau anregen, dürfte dies die Budgetsensitivität erhöhen. Das Beibehalten der „alten“ Elastizitäten bei der Berechnung des strukturellen Budgetsaldos würde in diesem Fall die strukturelle Budget-

Abbildung 2:
Mehrwertsteuereinnahmen 2000–2006



In Relation zum BIP. 2007 gab es Rechtsänderungen in Spanien und Portugal.

Quelle: Eurostat.

position zu günstig ausweisen. Ferner sind Effekte zu berücksichtigen, die durch das System der progressiven Einkommensteuer entstehen können. Bei einer höheren allgemeinen Teuerung nehmen die Einnahmen aus der Lohn- und Einkommensteuer relativ zum Bruttoinlandsprodukt zügiger zu als in Phasen geringerer Teuerung, sofern keine entsprechenden Tarifreformen durchgeführt werden.

Schließlich werden **Zinsausgaben** in der Berechnung von Budgetsensitivitäten typischerweise nicht berücksichtigt (Girouard und André 2005). Dies bedeutet, dass Änderungen bei den Zinsausgaben grundsätzlich als strukturell interpretiert werden. Gehen sie auf Änderungen des Schuldenstands zurück, erscheint die Interpretation durchaus gerechtfertigt. Problematisch wird es jedoch, wenn die Zinsausgaben aufgrund von Veränderungen des Zinsniveaus variieren, insbesondere wenn – wie derzeit der Fall – die Zinsen infolge eines vermutlich nicht dauerhaften „Safe Haven“-Effekts und vor allem extrem niedriger Zentralbankzinsen auf ein historisch niedriges Niveau gedrückt werden. Eine Normalisierung des Zinsniveaus würde deutliche Mehrausgaben nach sich ziehen, die dann ebenfalls strukturell interpretiert würden. Gemäß der Vorgaben der Schuldenbremse müssten dann strukturelle Minderausgaben oder Mehreinnahmen zur Kompensation erzielt werden. Daher erscheint es angebracht, bereits jetzt einen Puffer anzulegen, der dem Risiko steigender Zinsen Rechnung trägt.

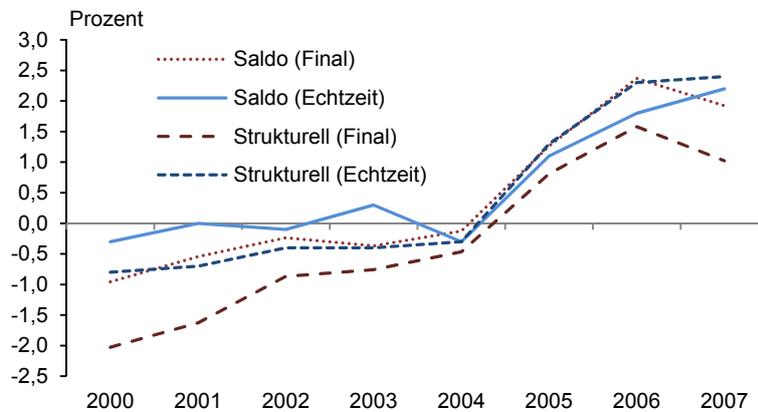
Die hier dargestellten Punkte zeigen auf, dass die typischerweise zur Anwendung kommenden Maße zur Bestimmung nachhaltiger Finanzpolitik in einem monetären Boom verzerrt sein können. Entsprechend besteht die Gefahr, sofern man die Finanzpolitik an den typischen Maßen ausrichtet, die Lage der öffentlichen Haushalte als zu günstig einzuschätzen. Im folgenden Abschnitt wird dies zudem an den Beispielen der öffentlichen Haushalte in Spanien und in Irland während des jüngsten Immobilienbooms und der danach folgenden Krise illustriert.

4. Die Entwicklung des strukturellen Budgets in einer Blasenökonomie an den Beispielen Spanien und Irland

Spanien und Irland sind besonders stark von den Folgen der Finanzkrise betroffen. In beiden Ländern ist es im Vorfeld zu einer Immobilienblase gekommen, die in den Jahren vor der Krise eine rasante wirtschaftliche Entwicklung befeuert hatte. Der Boom führte auch zu einer ausgeprägten Verbesserung bei den öffentlichen Finanzen; so wiesen die Haushalte in den Jahren vor Eintritt der Krise jeweils Überschüsse auf (insbesondere 2005 und 2006). Auch nach heutiger Einschätzung waren die Budgets konjunkturbereinigt im Plus. Allerdings hat sich die Bewertung des Ausmaßes der strukturellen Überschüsse deutlich verändert.

Die strukturellen Budgetsalden, die jüngst von der Europäischen Kommission ausgewiesen werden, liegen in den Jahren 2000 bis 2007 für Spanien sämtlich unter denen, die in Echtzeit (Frühjahr des Folgejahres) ermittelt wurden (Abbildung 3). Zentrale Ursache sind die

Abbildung 3:
Budgetsalden in Spanien 2000–2007

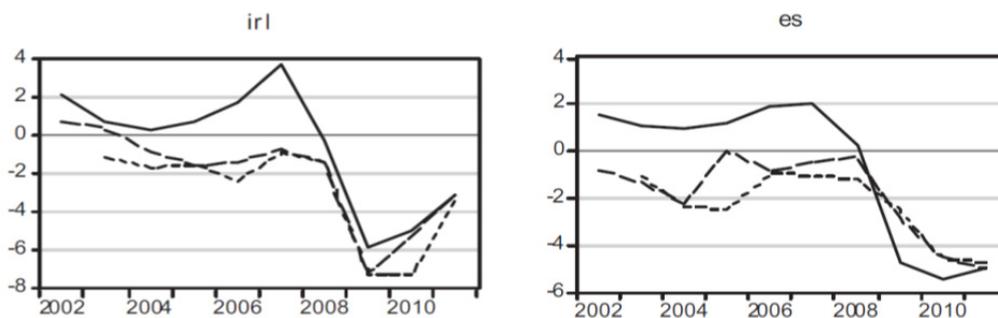


In Relation zum BIP.

Quelle: AMECO-Datenbank; eigene Berechnungen.

deutlichen Revisionen des Produktionspotenzials (Abbildung 4). Der strukturelle Budgetsaldo wurde somit in den Jahren kurz vor Ausbruch der Krise höher und die damalige Finanzpolitik als deutlich restriktiver ausgewiesen, als sie es vermutlich war. In den Jahren kurz vor Ausbruch der Krise wurde vielfach eine deutlich restriktive Finanzpolitik für die beiden Länder gefordert (siehe u.a. Europäische Kommission 2006). Die damalige – im Nachhinein zu optimistische Darstellung – des strukturellen Budgetsaldos vermittelt den Eindruck, dass die Finanzpolitik in beiden Ländern diesen Forderungen genügt und hinreichende Vorsorge betrieben wurde. Der intensive Einsatz von Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur in Spanien in den Jahren 2008 und 2009 mag ein Indiz dafür sein, dass die Finanzpolitik davon ausging, hinreichend Spielraum für solche diskretionären Ausgaben zu haben.

Abbildung 4:
Produktionslückenschätzungen der EU

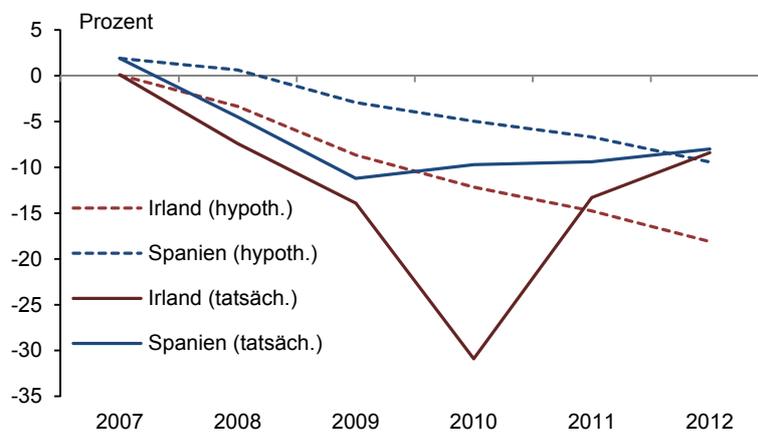


Durchgehende Linien: Finale Daten. Gestrichelte Linien: Echtzeitdaten aus dem jeweiligen Frühjahr und Herbst.

Quelle: Kempkes (2012).

Nach Ausbruch der Krise haben sich die Budgetsalden beider Länder drastisch verschlechtert – in einem Maße, das deutlich über das hinausgeht, was die üblicherweise verwendeten Budgetsensitivitäten bei gegebenem Produktionsverlust implizieren (Abbildung 5). Dies ist in Spanien in den ersten Jahren (2008 und 2009) auch den Konjunkturmaßnahmen geschuldet, und in Irland schlagen (insbesondere im Jahr 2010) die Kosten der Bankenrettung zu Buche. Doch ist der dramatische Einbruch der Budgetsalden ebenfalls ein Indiz dafür, dass durch die strukturellen Verwerfungen ein für die Finanzpolitik ungünstigeres Umfeld entstanden ist. Dies ist insbesondere in Spanien sichtbar, wo die Steuerquote regelrecht eingebrochen ist, was insbesondere auf die Gewinnsteuern und zu einem kleineren Teil auf die Umsatzsteuer zurückzuführen ist. Zwar steht dieser Einbruch auch im Zusammenhang mit den Konjunkturmaßnahmen. Doch blieb mit deren Auslaufen in den Jahren 2010 und 2011 ein deutlicher Wiederanstieg der Steuerquote aus. Dies spricht dafür, dass bei einem derart ausgeprägten Boom-Bust-Zyklus die Budgetsensitivitäten deutlich variieren können. So legt die Umsatzsteuer bei gegebener Produktion stärker zu, wenn verwendungsseitig privater Konsum und privater Wohnungsbau besonders stark anziehen, während eine Restrukturierung hin zu mehr Exporten eine unterproportionale Entwicklung der Umsatzsteuer in Relation zur gesamten Produktion zur Folge hat. In Spanien kommt hinzu, dass es durch die Krise offenbar zu deutlichen Verschiebungen in der Unternehmensbesteuerung gekommen ist.

Abbildung 5:
Budgetsalden in Spanien und Irland 2007–2012



In Relation zum BIP.

Quelle: Eurostat, Ameco Datenbank; eigene Berechnungen.

Die Erfahrungen Spaniens und Irlands zeigen, dass in Krisen nach Boom-Bust-Zyklen Risiken für den Staatshaushalt bestehen, die über die üblichen konjunkturellen Risiken hinausgehen. Hierzu zählen nicht nur Mehrausgaben zur Stabilisierung des Finanzsektors, sondern auch das Risiko, dass durch die teilweise drastische Anpassung der Wirtschaftsstruktur ebenso rasante Veränderungen der Besteuerungsgrundlagen stattfinden.

5. Handlungsempfehlungen – Fiskalische Risikovorsorge

Die Finanzpolitik sollte angesichts dieser Risiken nicht nur die Schuldenbremse befolgen, die einen dauerhaft ausgeglichenen strukturellen Haushalt anstreben, da deren Einhaltung alleine nicht als hinreichende fiskalische Vorsorge verstanden werden kann. Wie zuvor dargelegt, besteht das Problem, dass in Zeiten eines monetären Booms durch Fehleinschätzungen im Rahmen der Konjunkturbereinigung eine zu expansive Finanzpolitik zulassen wird. Anders gesagt, ist es wahrscheinlich, dass in Zeiten eines monetären Booms bei formaler Einhaltung der Fiskalregeln Spielräume für Abgabensenkungen oder zusätzliche Ausgaben angezeigt werden, welche die Finanzpolitik zu strukturellen Mehrausgaben oder Mindereinnahmen verleiten, die bei Ende des monetären Booms wieder zurückgenommen werden müssten. Die Finanzpolitik in Deutschland könnte dann in die ungünstige Situation kommen, in einem sehr schlechten konjunkturellen Umfeld, das bei Ende des monetären Booms gegeben sein dürfte, die Haushalte strukturell deutlich konsolidieren zu müssen, um die Bonität zu sichern. Eine Interpretation der Obergrenze der strukturellen Nettoneuverschuldung als Verschuldungsziel würde in dem hier skizzierten Szenario vermutlich zu einer Finanzpolitik führen, die ungewollt deutlich weniger antizyklisch wirken würde, als in den Regeln zur Schuldenbremse vorgesehen, oder gar prozyklisch.

Konsequenterweise sollte die Obergrenze der strukturellen Nettoneuverschuldung der Fiskalregeln genau als solche interpretiert werden. In der derzeitigen Situation und angesichts der bestehenden Gefahren ist es durchaus angemessen, dass die öffentlichen Haushalte – gegebenenfalls auch recht hohe – Überschüsse erzielen und den Schuldenabbau vorantreiben. Die aktuell günstige Lage der öffentlichen Haushalte sollte nicht zum Anlass genommen werden, die Konsolidierung einzustellen. Vielmehr ist es wünschenswert, auf eine weitere Moderation der Ausgabendynamik hinzuarbeiten. Zumindest sollten alle finanzpolitischen Maßnahmen in den kommenden Jahren auch dann mit entsprechenden Maßnahmen zur Finanzierung begleitet werden, wenn die Schuldenbremse eigentlich strukturelle Spielräume anzeigt.

Eine rasche Reduktion der Schuldenstandsquote ist eine geeignete Risikovorsorge für die Gefahren, die aus einer monetären Expansion hervorgehen. Die aktuelle Erfahrung insbesondere in Irland und in Spanien zeigt, dass sich die Lage der öffentlichen Haushalte bei Platzen einer Blasenökonomie rasant und für viele Jahre verschlechtern kann. Wenn ein Land in eine solche Situation kommt und bereits im Vorfeld hohe Schuldenstände aufweist, sind eine weitere Zuspitzung und ein drastischer Vertrauensverlust gegenüber Schuldtiteln der öffentlichen Hand sehr wahrscheinlich.

Ferner dürfte der Schuldenabbau die Konjunktur dämpfen. In dem Szenario, dass es zu einem monetär induzierten Boom kommt, wäre dies nicht weiter problematisch, sondern sogar wünschenswert. Doch sollte dieser Aspekt nicht in den Vordergrund gestellt werden. Typischerweise lassen sich makroökonomische Fehlentwicklungen erst mit einer gewissen Verzögerung feststellen, so dass eine zielgenaue Finanzpolitik im Sinne einer Konjunktursteuerung kaum möglich ist und daher auch nicht angestrebt werden sollte. Außerdem ist

eine deutliche Reduktion der Schuldenstandsquote wünschenswert, auch wenn ein Boom und damit eine spätere krisenhafte Entwicklung ausbleiben. In wenigen Jahren werden sich die Abgabenbelastungen der Bürger aufgrund der veränderten Demografie deutlich erhöhen.² Es ist absehbar, dass der Rentenbeitragssatz spürbar zunehmen wird, was dazu führt, dass angesichts einer nicht beliebig steigbaren Abgabenquote weniger Spielräume für andere öffentliche Ausgaben bestehen. Schließlich wird sich das Wachstum des Produktionspotenzials bei einer stärker alternden Bevölkerung deutlich verringern. Allein angesichts dieser absehbaren strukturellen Veränderungen sind eine rasche Reduktion der Schuldenstandsquote und damit eine nachhaltige Reduktion der Zinslast angezeigt.

Um die Wahrung des „Sicherheitsabstands“ zu operationalisieren, sind folgende Maßnahmen zu ergreifen:

1. Jede Ausgabenerhöhung oder Abgabensenkung muss durch entsprechende Ausgabenkürzungen oder Abgabenerhöhungen finanziert werden.
2. Bei der Bestimmung des strukturellen Budgetsaldos ist eine zusätzliche Variante (Abstandsvariante) zu ermitteln. Bei der Abstandsvariante werden nicht die tatsächlichen Zinsausgaben, sondern kalkulatorische Zinsausgaben eingesetzt. Diese könnten z.B. anhand der durchschnittlichen Verzinsung in den Jahren vor der Finanzkrise oder von Vergleichsländern ermittelt werden.
3. Sollten die Bruttoinvestitionen des Staates die Abschreibungen unterschreiten, sollten anstelle der Bruttoinvestitionen die Abschreibungen bei der Berechnung der Abstandsvariante des strukturellen Budgetsaldos verwendet werden.
4. Schließlich sollten in der Abstandsvariante zur Bestimmung des Produktionspotenzials verschiedene Methoden ausgewertet und die jeweils konservativste Variante herangezogen werden. Ansätze, die bei der Potenzialschätzung das problematische Umfeld monetärer Booms besonders berücksichtigen, sollten dabei auf jeden Fall ausgewertet werden (Borio et al. 2013).

² In wenigen Jahren werden die geburtenstarken Jahrgänge das Renteneintrittsalter erreichen, was einen deutlichen Anstieg der Rentenbeitragssätze erfordern dürfte (BMAS 2013). In jüngster Zeit haben vorwiegend zahlenmäßig eher schwache Jahrgänge das Renteneintrittsalter erreicht, so dass aus Sicht der Belastungen der öffentlichen Haushalte von einem „Zwischenhoch der Demografie“ gesprochen werden kann (Boysen-Hogrefe et al. 2012a: Kasten 4).

6. Literatur

- BMAS (Bundesministerium für Arbeit und Soziales) (2013). *Rentenversicherungsbericht 2013*. Berlin.
- Borio, C., P. Disyatat und M. Juselius (2013). Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle. BIS Working Papers 404. Bank for International Settlements, Basel.
- Boysen-Hogrefe, J. (2012). Die Zinslast des Bundes in der Schuldenkrise: Wie lukrativ ist der „sichere Hafen“? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 13 (Sonderheft): 81–91.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012a). Deutschland: Konjunkturflaute wird überwunden. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2012*. Kieler Diskussionsbeiträge 504/505. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012b). Deutschland: Schuldenkrise bremst den Aufschwung erneut. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2012*. Kieler Diskussionsbeiträge 506/507. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J.Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2014). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. *Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik* 5. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Europäische Kommission (2006). The EU economy: 2006 review. *European Economy* No. 6. Via Internet (19. Februar 2013) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication425_en.pdf>.
- Girouard, N., und C. André (2005). Measuring Cyclically Adjusted Budget Balances for OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers 434. OECD Publishing, Paris.
- Kaminsky, G.L., C.M. Reinhart und C.A. Végh (2005). When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. In M. Gertler und K. Rogoff (Hrsg.), *NBER Macroeconomics Annual 2004*. Vol. 19. MIT Press: Cambridge, MA.
- Kempkes, G. (2012). Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries. Deutsche Bundesbank Discussion Paper 15/2012. Frankfurt am Main.

Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy
Kiellinie 66
D-24105 Kiel
Phone +49 (431) 8814-1
Fax +49 (431) 8814-500

Editorial team: Margitta Führmann
Helga Huss
Prof. Dr. Henning Klodt (responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)
Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Value Added Tax Identification Number: DE 251899169

Authorised Representative: Prof. Dennis Snower, Ph.D. (President)

Responsible Supervisory Authority: Schleswig-Holstein Ministry for
Education and Science

© 2014 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.



<http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief>