

## *Kapitel 7*

# **50 Jahre OECD**

## Paradigmenwandel in der Wirtschaftspolitik

Die statistischen Daten für Israel wurden von den zuständigen israelischen Stellen bereitgestellt, die für sie verantwortlich zeichnen. Die Verwendung dieser Daten durch die OECD erfolgt unbeschadet des völkerrechtlichen Status der Golanhöhen, von Ost-Jerusalem und der israelischen Siedlungen im Westjordanland.

## Einleitung

Der wissenschaftliche Fortschritt wird nicht selten als ein Prozess der kontinuierlichen Ausweitung des Katalogs anerkannter Fakten und Theorien betrachtet. Wie Kuhn (1962) jedoch aufzeigt, werden Phasen der stetigen Weiterentwicklung von Zeit zu Zeit durch die Entdeckung von Anomalien unterbrochen, die zur Aufstellung neuer Paradigmen führen, d.h. zu einer neuen Art und Weise des Begreifens und Analysierens des Untersuchungsobjekts. Auch wenn man sich in der „trostlosen“ Wissenschaft, als die die Ökonomie manchmal bezeichnet wird, niemals auf ein einziges Paradigma hat einigen können, lässt sich im Lauf der Geschichte der Wirtschaftspolitik doch eine Aufeinanderfolge verschiedener Paradigmen erkennen. Mit solchen Paradigmen werden nicht nur die Ziele der Wirtschaftspolitik und die zu ihrer Verwirklichung einzusetzenden Instrumente festgelegt, es wird vielmehr auch das Wesen der Probleme selbst umrissen, die damit gelöst werden sollen (Hall, 1993, S. 279 ff.).

Zu einem bedeutenden Paradigmenwechsel kam es Anfang der 1980er Jahre, als die Politik stärker mittelfristig ausgerichtet wurde und bei der Bekämpfung der Stagflation, die die 1970er Jahre bestimmt hatte, an der Angebotsseite ansetzte. Seitdem waren weitere Paradigmenveränderungen zu beobachten, z.B. im Zusammenhang mit der Theorie der rationalen Erwartungen, die Vorhersehbarkeit und Transparenz in der politischen Entscheidungsfindung forderte. Die „große Mäßigung“, die Zeit stabilen Wachstums und stabiler Preise, die wir ab Mitte der 1990er Jahre erlebten, wurde als Zeichen des Erfolgs dieses Paradigmas gewertet. Hinter guten Zahlen zur Gesamtinflation verbargen sich jedoch zunehmende tendenzielle Ungleichgewichte, die mit der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 eklatant wurden, wodurch vieles, was bisher als gesichert galt, plötzlich in Frage gestellt wurde und neue Konzepte der politischen Entscheidungsfindung in den Vordergrund rückten.

Dieses Sonderkapitel zum 50-jährigen Bestehen der OECD beschreibt – gestützt auf die im Rahmen der wichtigsten Beobachtungsprozesse der OECD gewonnenen Erkenntnisse (Kasten 7.1) – die Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik, die seit der Gründung der Organisation zu verzeichnen waren, sowohl vor als auch während der Finanzkrise. Dieses Kapitel wirft einen Blick zurück in die Vergangenheit und einen Blick nach vorn in die Zukunft. Wie haben die politischen und wirtschaftlichen Realitäten die jeweils vorherrschenden Paradigmen geprägt? Auf welche Weise hat die Finanzkrise die Organisation dazu veranlasst, das Paradigma der Zeit vor der Krise einer Neubeurteilung zu unterziehen? Welche Elemente des vor der Krise geltenden Paradigmas scheinen falsch gewesen zu sein, und welche Teile dürften weiter Gültigkeit behalten?

## Paradigmen der Vergangenheit<sup>1</sup>

Die 1960er und 1970er Jahre waren vom aktiven Einsatz von Maßnahmen der „Nachfragesteuerung“ geprägt, die darauf abzielten, die Arbeitslosigkeit auf niedrigem Niveau zu halten und der Entwicklung von auf Dauer nicht tragbaren Leistungsbilanzungleichgewichten vorzubeugen. Obwohl diese Maßnahmen zunächst erfolgreich waren, gelang es mit ihnen weder, die großen Wechselkursungleichgewichte der frühen 1970er Jahre einzudämmen, noch der „Stagflation“ zu begegnen, die sich im Gefolge des ersten und zweiten Ölpreisschocks einstellte.

1. Die Erörterung der 1960er, 1970er und 1980er Jahre in diesem Abschnitt stützt sich auf das entsprechende Sonderkapitel der 50. Ausgabe des OECD-Wirtschaftsausblicks (OECD, 1991).

### Kasten 7.1 **Die wichtigsten Plattformen der OECD für die Beurteilung und Koordinierung der Wirtschaftspolitik**

Gleich nach ihrer Gründung im Jahr 1961 begann die OECD mit der Veröffentlichung der in regelmäßigen Abständen erscheinenden Wirtschaftsberichte über die einzelnen Mitgliedsländer, deren vorläufige Fassung stets Gegenstand einer ganztägigen Diskussion innerhalb des Prüfungsausschusses für Wirtschafts- und Entwicklungsfragen ist, was diese Berichte zum ersten systematisch durchgeführten Peer-Review-Prozess innerhalb einer internationalen Institution macht. Die OECD-Wirtschaftsberichte stützen sich nicht nur auf das Fachwissen der Hauptabteilung Wirtschaft, sondern zunehmend auch auf Erkenntnisse anderer Fachabteilungen und -ausschüsse der OECD. Seit mehreren Jahren werden auch regelmäßig Wirtschaftsberichte über wichtige Nichtmitgliedsländer veröffentlicht, wie die BRIC – Brasilien, Russland, Indien und China – sowie Indonesien und Südafrika. Lange Zeit, d.h. während des Großteils der drei ersten Jahrzehnte des Bestehens der OECD, befassten sich die Wirtschaftsberichte hauptsächlich mit den kurzfristigen Konjunkturaussichten für die jeweiligen Länder sowie den makroökonomischen Maßnahmen, mit denen auf die damit verbundenen Herausforderungen geantwortet werden sollte. In der Folge gewannen dann aber zunehmend strukturpolitische Elemente (sowie deren Wechselwirkungen mit den makroökonomischen Entwicklungen) an Bedeutung.

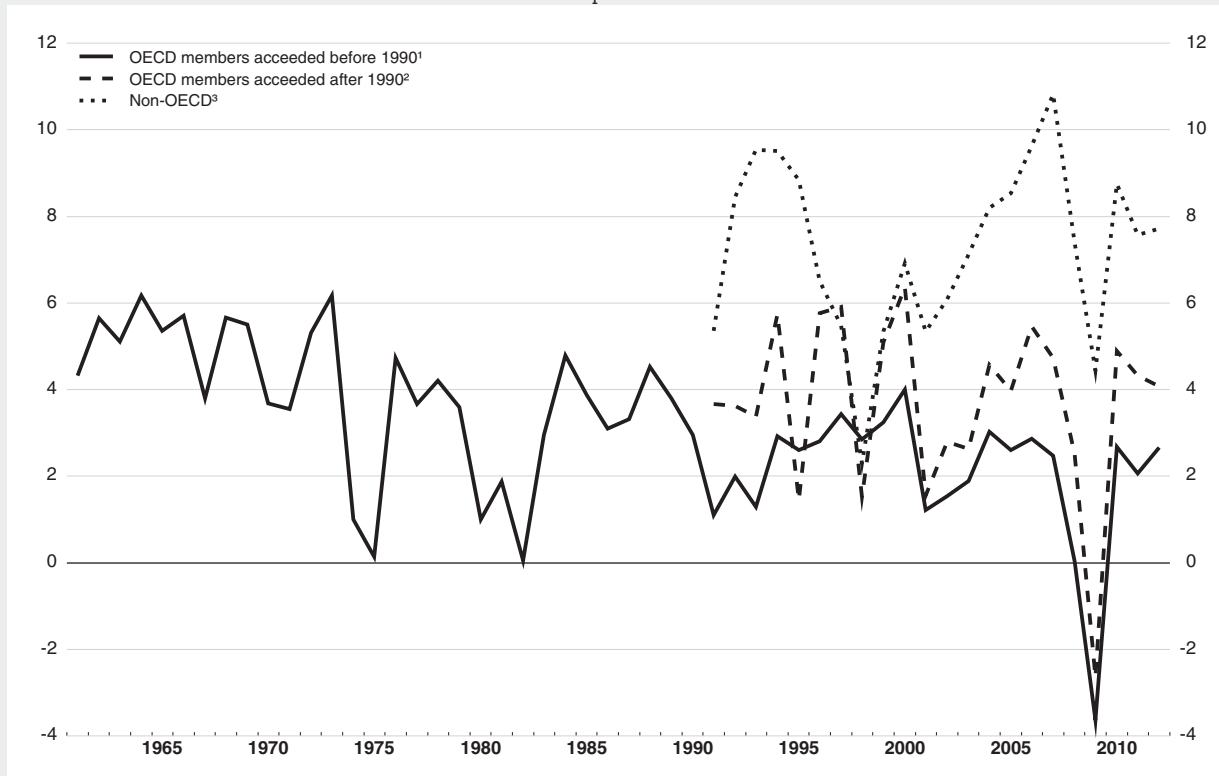
Der Wirtschaftspolitische Ausschuss der OECD, der sich aus hochrangigen Vertretern der Finanz- und Wirtschaftsministerien sowie der Zentralbanken der Mitgliedsländer zusammensetzt, liefert Orientierungshilfen für die Politik in makroökonomischen und strukturpolitischen Fragen. In diesem Kontext analysiert der *OECD-Wirtschaftsausblick* die allgemeine Wirtschaftslage und die Konjunkturaussichten – mit Blick auf die langfristige Tragfähigkeit – sowie die daran geknüpften Anforderungen an die Politik. Die erste Ausgabe des *OECD-Wirtschaftsausblicks* erschien 1967, sechs Jahre, nachdem die Organisation ihre Arbeit aufgenommen hatte. Bereits in der ersten Ausgabe wurde festgelegt, dass der *Wirtschaftsausblick* zweimal pro Jahr erscheinen solle, im Juli und im Dezember. In der Tat blieb der *Wirtschaftsausblick* eine zweimal jährlich erscheinende Publikation, die einzige Ausnahme war das Jahr 2009, wo im März eine Sonderausgabe herausgegeben wurde, was sich aus den außergewöhnlichen Umständen des Winters 2008/2009 erklärte, als die Finanzkrise ihren Höhepunkt erreichte. Seit 2005 erscheint einmal jährlich *Going for Growth*, eine Publikation, die einen Überblick über die wichtigsten strukturpolitischen Empfehlungen für die einzelnen Länder bietet, was durch eine „Checklist“ ergänzt wird, der zu entnehmen ist, inwieweit die Länder diesen Empfehlungen nachgekommen sind. Die Politikanalysen und Empfehlungen der OECD werden auch von der G20 genutzt, die seit dem Beginn der Krise die wichtigste globale Plattform für die Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik ist.

In den 1980er Jahren wurde die Politik stärker mittelfristig ausgerichtet. Strukturpolitische Maßnahmen zur Liberalisierung der Produkt- und Arbeitsmärkte gewannen mehr und mehr an Bedeutung, und in den 1990er Jahren wurden diese Maßnahmen in ein auf festen Regeln beruhendes System der politischen Entscheidungsfindung eingebunden. Dies erwies sich als weitgehend erfolgreich, auch wenn es immer häufiger zu immer heftigeren Finanzkrisen kam. In den 2000er Jahren konnten wir dann beobachten, wie das Gewicht der aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft langsam, aber sicher immer mehr wuchs. Zugleich nahmen in einem Umfeld laxer regulatorischer und wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen aber auch die Ungleichgewichte zu, die letztlich zu der großen Finanzkrise führten, die wir in der jüngsten Zeit erlebt haben.

### **Die Nachfragesteuerung stößt an ihre Grenzen (1960er und 1970er Jahre)**

In den 1960er Jahren wurde die Politik durch das Bretton-Woods-System fester Wechselkurse bestimmt. Ließen die aktuellen Entwicklungen auf eine Abweichung von den drei großen Zielen Vollbeschäftigung, niedrige Inflation und außenwirtschaftliches Gleichgewicht schließen, wurden fiskal- und geldpolitische Instrumente eingesetzt, um dem entgegenzuwirken. Dieses Paradigma schien gute Dienste zu leisten. Die 1960er Jahre waren eine Zeit, in der im OECD-Raum ein rasches Wirtschaftswachstum (von durchschnittlich

Figure 7.1. **Economic growth**  
In per cent



1. Refers to Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Iceland, Ireland, Italy, Japan, Luxembourg, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, United Kingdom and United States. The weight in world and total OECD GDP equal, respectively, 60 and 89% in 2005 (calculated at purchasing power parity).
2. Refers to Chile, Czech Republic, Estonia, Hungary, Israel, Korea, Mexico, Poland, Slovak Republic, Slovenia. The weight in world and total OECD GDP equal, respectively, 7 and 11% in 2005 (calculated at purchasing power parity).
3. Refers to Enhanced Engagement countries (Brazil, China, India, Indonesia, South Africa and Russia). The weight in world GDP equal 23% in 2005 (calculated at purchasing power parity).

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428880>

über 5%, vgl. Abb. 7.1 und Tabelle 7.1), eine stabile Inflation (3¼%) sowie „Vollbeschäftigung“ (was einer Arbeitslosenquote von 3-3½% im OECD-Durchschnitt entsprach) verzeichnet wurden (Abb. 7.3).

Dennoch musste sich die Politik in dieser Zeit in mehreren Ländern mit zunehmenden außenwirtschaftlichen Spannungen auseinandersetzen und eine Reihe internationaler Währungskrisen bewältigen, die gelegentliche Wechselkursanpassungen notwendig machten. Diese Spannungen erklärten sich daraus, dass man versuchte, feste Wechselkurse aufrechtzuerhalten, die angesichts der inflationären Politik im Ankerland – den Vereinigten Staaten – immer weniger den Fundamentaldaten entsprachen.

Mit den Ereignissen des Jahres 1971 endete diese Phase. Der von den internationalen Kapitalströmen ausgehende Druck veranlasste die zuständigen staatlichen Stellen dazu, Maßnahmen zu ergreifen, wobei Wechselkursanpassungen vorgenommen und zeitweilig ein freies Floaten der Wechselkurse zugelassen wurde – besonders bedeutend war in diesem Zusammenhang die Freigabe des Dollarkurses nach der endgültigen Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollar im August. Das sogenannte Smithsonian Realignment vom Dezember 1971 brachte nur wenig Erleichterung, da der Druck auf die Wechselkurse anhielt und die im Rahmen dieser Wechselkursanpassung festgelegten Paritäten nicht aufrechtzuerhalten waren, was Anfang 1973 zur allgemeinen Einführung frei schwankender Wechselkurse führte. 1979 richtete

Table 7.1. **Summary statistics**  
Period averages

	1961-1972 <sup>1</sup>	1973-1981	1982-1991	1992-1998	1999-2007	2008-2012
<b>Real GDP growth</b>						
United States	4.2	2.9	3.0	3.6	2.8	1.2
Japan	9.5	4.0	4.5	0.8	1.5	-0.5
Euro area	5.1	2.8	2.6	1.8	2.2	0.4
Total OECD	5.0	3.1	3.1	2.7	2.7	1.0
<b>Inflation<sup>2</sup></b>						
United States	2.7	7.9	4.0	2.1	2.3	1.7
Japan	5.7	8.9	1.7	0.6	-0.8	-0.8
Euro area	4.0	10.3	5.5	2.8	2.0	1.6
Total OECD	3.7	10.9	7.9	5.1	2.7	1.9
<b>Unemployment rate<sup>3</sup></b>						
United States	4.9	6.7	7.0	5.8	5.0	8.3
Japan	1.2	1.9	2.5	3.1	4.7	4.7
Euro area	2.0	3.8	8.2	9.9	8.4	9.2
Total OECD	3.3	4.8	6.8	7.0	6.4	7.5
<b>Current account balance<sup>4</sup></b>						
United States	0.4	0.1	-1.9	-1.6	-4.7	-3.6
Japan	1.5	0.1	2.5	2.5	3.3	3.0
Euro area		-0.6	0.2	0.5	0.3	0.1
Total OECD	0.2	-0.5	-0.4	-0.1	-1.1	-0.8
<b>Fiscal balance<sup>4</sup></b>						
United States	-1.4	-2.2	-4.7	-3.0	-2.2	-9.5
Japan	1.0	-3.3	-0.9	-4.4	-6.0	-7.2
Euro area	-1.4	-3.4	-4.7	-4.7	-1.8	-4.3
Total OECD	-0.9	-3.0	-4.0	-3.8	-2.1	-6.3
<b>Real short-term interest rate<sup>5</sup></b>						
United States	3.1	2.2	4.8	2.8	1.5	-0.2
Japan	..	-0.5	4.5	1.2	1.0	1.1
Euro area	..	-0.4	4.7	3.9	1.2	0.4
Total OECD	..	-0.7	3.3	1.7	1.1	0.1

Note: OECD is defined as comprising all current members to the extent data are available. The dating of sub-periods corresponds to the following events: 1973: collapse of Bretton Woods; 1982: Reagan and Thatcher administrations in office in the United States and the United Kingdom, respectively; 1992: Maastricht Treaty and Single Market in Europe; 1999: Single Currency in Europe; 2008: onset of the financial crisis.

1. Or earliest period available for current account balance and real interest rates.

2. Private consumption deflator

3. Per cent of the labour force

4. Per cent of GDP

5. Three-month interest rate minus inflation

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428975>

die Europäische Gemeinschaft das Europäische Währungssystem (EWS) quasifester Wechselkurse ein, den Vorläufer der 1999 geschaffenen gemeinsamen Währung.

In den 1970er Jahren<sup>5</sup> wurde die Inflation zu einem allgemeinen Problem, und zwar schon vor den Ölshocks. Bei der Bekämpfung der Inflation galt es als oberste Priorität, „unnötige Kosten“ in Form eines deutlichen Anstiegs der Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Man nahm an, dies könnte erreicht werden, wenn die Nachfrageimpulse durch einkommenspolitische Maßnahmen zur Begrenzung des Lohnwachstums gestützt würden; die Ansichten über die Wirksamkeit einkommenspolitischer Maßnahmen gingen jedoch auseinander, und sie änderten sich z.T. auch stark. Nachdem die Ölpreise mit dem ersten Ölpreisschock im Anschluss an den Jom-Kippur-Krieg im Herbst 1973 auf ein zuvor niemals erreichtes Niveau geklettert waren (Abb. 7.5), brach die gesamtwirtschaftliche Produktion im OECD-Raum 1975 jedoch drastisch ein, während die Inflation auf etwa 14% hochschnellte.

In der Zeit nach dem ersten Ölchock waren sich die Politikverantwortlichen uneins darüber, wie am besten in einer Situation zu verfahren sei, die durch ein Wachstum, das nicht mehr das erforderliche Niveau erreichte, sowie eine persistent hohe Inflation gekennzeichnet war (sogenannte Stagflation). Einige Beobachter vertraten die Ansicht, dass es durch eine umsichtige Steuerung und eine Mäßigung der kurzfristigen Wachstumserwartungen möglich sein dürfte, sowohl eine befriedigende Expansion als auch einen steten Inflationsabbau zu erzielen; diese Ansicht wurde in einem OECD-Bericht zum Ausdruck gebracht, an dem acht führende Ökonomen mitwirkten (McCracken et al., 1977). Einer ähnlichen Argumentation folgend, stellte auch der *OECD-Wirtschaftsausblick Nr. 22* (OECD, 1977) fest, dass weitere expansive Politikmaßnahmen nötig sein würden, während zugleich ein sehr starker Anstieg der Wirtschaftstätigkeit, der mit einer Beschleunigung der Inflation verbunden wäre, vermieden werden sollte.

Im *OECD-Wirtschaftsausblick Nr. 22* wurde ferner empfohlen, dass Länder mit starker Zahlungsbilanzposition rascher auf einen Abbau der Kapazitätsüberschüsse hinwirken sollten als solche mit schwacher Zahlungsbilanzposition. Diese Ansicht wurde von zahlreichen Ländern in Frage gestellt, wobei es sich in der Regel um jene Länder handelte, die der OECD zufolge am ehesten in der Lage waren, die Expansion ihrer Wirtschaft voranzutreiben, so z.B. die Bundesrepublik Deutschland und Japan. Zudem wurde eine Reihe weiterer Fragen aufgeworfen, beispielsweise ob es möglich sei, mit Hilfe der Fiskalpolitik eine dauerhafte Expansion zu gewährleisten, ob zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit eine stabile langfristige Wechselbeziehung bestünde, ob ein Inflationsabbau ohne geldpolitische Strenge möglich sei, ob einkommenspolitische Maßnahmen außer in ganz bestimmten Phasen und in bestimmten (kleineren) Ländern eine realistische Option seien und ob der öffentliche Sektor versuchen sollte, den Anteil der nationalen Ressourcen, den er für sich beansprucht, zu reduzieren.

Auf dem Bonner Gipfel im Jahr 1978 gelangten die sieben großen Volkswirtschaften (G7) zu einem fragilen Konsens. Die Bundesrepublik und Japan erklärten sich im Einzelnen bereit, Konjunkturmaßnahmen einzuleiten, wofür ihnen die Vereinigten Staaten im Gegenzug zusicherten, den inländischen Ölpreis auf Weltpreisniveau anzuheben, und die europäischen Länder zusagten, sich für einen erfolgreichen Abschluss der multilateralen Handelsverhandlungen im Rahmen des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens (GATT) einzusetzen.

Doch noch vor Ablauf eines Jahres nach der Einleitung der auf dem Bonner Gipfel beschlossenen Maßnahmen sahen sich die politischen Entscheidungsträger im OECD-Raum mit einem weiteren außenwirtschaftlichen Schock konfrontiert, der dringendes Handeln erforderte: der drastischen Zunahme der Inflation, die durch die steigenden Ölpreise im Gefolge der iranischen Revolution im Jahr 1979 ausgelöst wurde. In vielen Ländern führte dieser Schock im Zusammenspiel mit zunehmenden ökonomischen Rigiditäten zu einem jähen Anstieg der strukturellen Arbeitslosenquoten, d.h. des Niveaus der Arbeitslosigkeit, das mit der Sicherung einer niedrigen Inflation vereinbar ist<sup>2</sup>.

### **Die Inflationsdynamik wird eingedämmt (1980er Jahre)**

Mit dem zweiten Ölchock erreichte die Debatte darüber, was getan werden könne, um einer Situation zu entkommen, in der die Inflation weiter stieg, während die gesamtwirtschaftliche Produktion schwach blieb – wobei beide Probleme durch einen Angebotsschock verschlimmert wurden –, ihren Schlusspunkt. Man begann nun Strukturreformen in die Wege zu leiten, um die Leistungsfähigkeit, Flexibilität und Wettbewerbsfähigkeit der OECD-Volkswirtschaften zu steigern; diese Entwicklung verlief zunächst noch zögerlich, die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich machten den Anfang, und Australien, Dänemark, Irland, Neuseeland und die Niederlande folgten schon bald ihrem Beispiel.

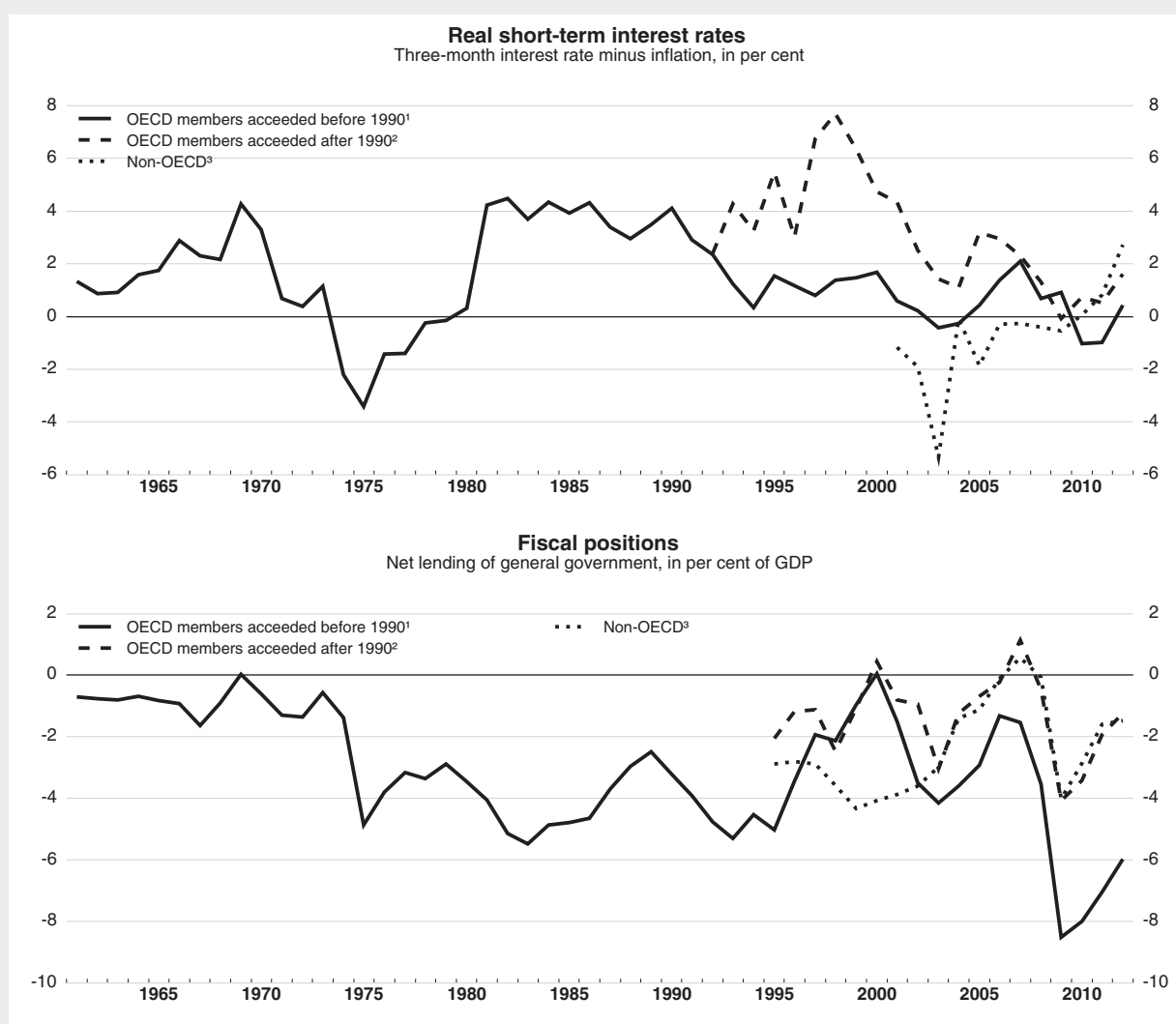
Die Geldpolitik wurde auf die Eindämmung der Inflation ausgerichtet, wofür es zunächst als entscheidend betrachtet wurde, das Geldmengenwachstum zu begrenzen. Die meisten OECD-Länder führten Zielwerte für das Wachstum der Geldmengenaggregate ein bzw. verstärkten diese Vorgaben, falls sie bereits festgelegt

2. Vgl. Blanchard und Wolfers (2000) wegen einer zukunftsweisenden Analyse des Effekts der Wechselwirkungen zwischen negativen Angebotsschocks und ökonomischen Rigiditäten auf die Arbeitslosigkeit in Europa.

waren; in Europa blieb die Geldpolitik darauf ausgerichtet, die Wechselkursparität zwischen der eigenen Währung und der des Landes aufrechtzuerhalten, das bei der Eindämmung der Inflation erfolgreich war und voraussichtlich auch bleiben würde, d.h. Deutschland. Dies führte zu einem Anstieg der realen Zinssätze (Abb. 7.2). Die Fiskalpolitik wurde mittelfristig ausgerichtet, wobei es galt, die Defizite in den öffentlichen Haushalten zu senken bzw. zu beseitigen und die Schuldenquoten zu stabilisieren oder zu reduzieren. Eine große Ausnahme bildeten die Vereinigten Staaten, zumindest zu Anfang, da die Reagan-Regierung Steuersenkungen vornahm und zugleich die Ausgaben für ihre *Strategic Defense Initiative* (SDI), die Strategische Verteidigungsinitiative – im Volksmund auch „Star Wars“ genannt – erheblich erhöhte.

Als die Politik im Verlauf der 1980er Jahre eine klarere Orientierung fand, fasste auch der private Sektor wieder Vertrauen. Im Zusammenspiel mit erneut steigenden Gewinnen, den Effekten der

Figure 7.2. **Real short-term interest rates and fiscal positions**



1. See footnote 1 of Figure 7.1.

2. See footnote 2 of Figure 7.1.

3. See footnote 3 of Figure 7.1.

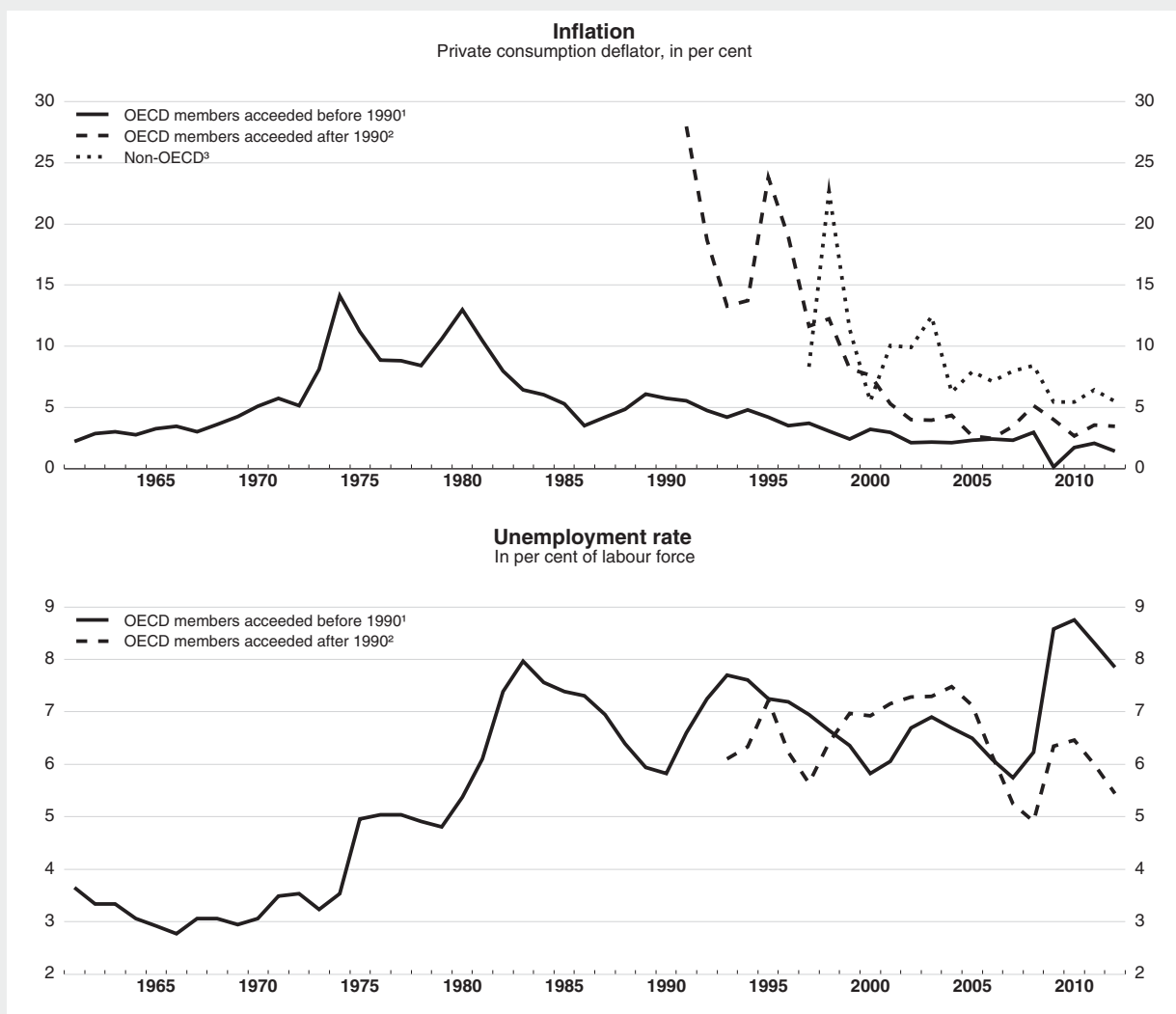
Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428918>

Finanzmarktliberalisierung sowie – in Europa – der Aussicht auf die Schaffung des Binnenmarkts im Jahr 1992 gab dies einer Konjunkturerholung im OECD-Raum Antrieb. Das Beschäftigungswachstum erreichte ein Tempo, das man seit über einem Jahrzehnt nicht mehr auf Dauer erlebt hatte, und die Arbeitslosenquote schwenkte auf einen klaren Abwärtstrend ein (Abb. 7.3).

Die Inflation sank nicht so stark wie zu hoffen war, u.a. weil versäumt wurde, die geldpolitische Expansion, mit der auf den Börsencrash des Jahres 1987 geantwortet wurde, anschließend mit hinreichender Entschlossenheit zu stoppen (Abb. 7.2). Zudem blieb die Geldpolitik vielfach zu lange auf Wechselkursziele ausgerichtet, die sich als unhaltbar erwiesen. Wie schon mit dem Mundell-Fleming-Modell vorhergesagt,

Figure 7.3. Inflation and unemployment rate



1. See footnote 1 of Figure 7.1.

2. See footnote 2 of Figure 7.1.

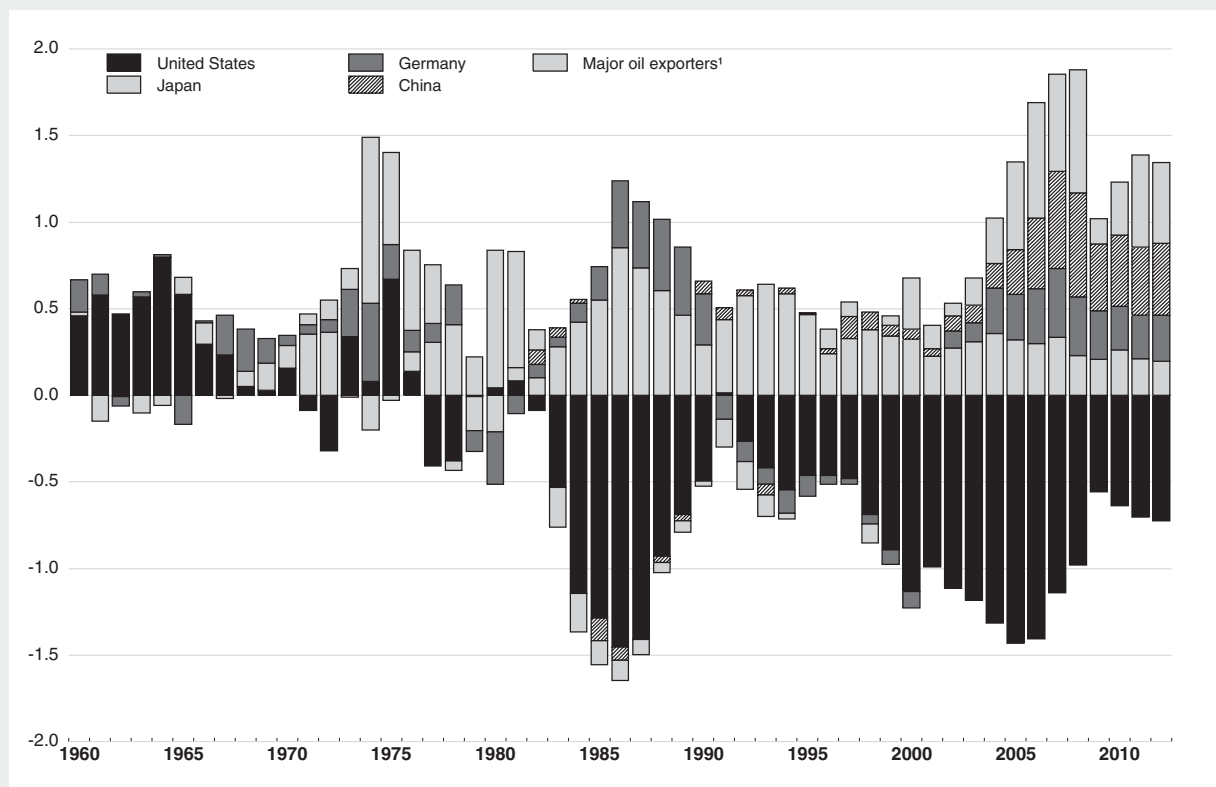
3. See footnote 3 of Figure 7.1.

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428899>



Figure 7.4. **Global imbalances**  
Current account balance, in per cent of world GDP



1. Refers to Saudi Arabia before 1992.

Source: OECD Economic Outlook 89 database; OECD Economic Outlook 21 database; and IMF, International Financial Statistics.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428937>

wurde die Wechselkurssteuerung mit zunehmender Öffnung der Kapitalbilanzen immer schwieriger<sup>3</sup>. Darüber hinaus musste der geldpolitische Rahmen auf eine direkte Inflationssteuerung umgestellt werden, da allgemein zu beobachten war, dass sich die Preis- und Einkommensentwicklung in den einzelnen Ländern nicht mehr durch die monetären Aggregate beeinflussen ließ. Dies war z.T. auf die Deregulierung der inländischen Finanzmärkte und die Zunahme der weltweiten Kapitalströme zurückzuführen.

In den 1980er Jahren blieb die wirtschaftspolitische Koordinierung zwischen den OECD-Ländern zunächst begrenzt, gewann dann aber an Bedeutung. Die mangelnde Koordinationsbereitschaft erklärte sich u.a. daraus, dass die Strategie des „abgestimmten Handelns“, die auf dem Bonner Gipfel beschlossen wurde, gescheitert zu sein schien. Zudem zogen es die zuständigen staatlichen Stellen generell vor, nicht in das internationale Währungssystem einzugreifen, da sie der Auffassung waren, der „richtige“ Wert einer Währung würde am Markt bestimmt.

Gewaltige Leistungsbilanzungleichgewichte (Abb. 7.4) deuteten jedoch auf eine Überbewertung des US-Dollar hin – was sich z.T. aus der von der Reagan-Regierung vorangetriebenen fiskalischen Expansion erklärte, der eine restriktive Geldpolitik gegenüberstand – und lösten beunruhigende protektionistische Maßnahmen aus. Dies führte letztlich dazu, dass aktiver auf eine internationale Zusammenarbeit hingewirkt wurde, was u.a. im Plaza-Abkommen vom September 1985 und im Louvre-Abkommen vom Februar 1987

3. Das in den 1960er Jahren entwickelte Mundell-Fleming-Modell (Mundell, 1963; Fleming, 1962) sagte vorher, dass es im Fall einer Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen zu einem Konflikt zwischen Wechselkursbindung und geldpolitischer Autonomie kommen würde.

zum Ausdruck kam, zwei Vereinbarungen, die auf eine Anpassung der Wechselkurse durch Interventionen auf den Devisenmärkten und eine Koordinierung der Geldpolitik abzielten<sup>4</sup>.

Die mit dem Abbau der weltweiten Ungleichgewichte verbundenen Belastungen wurden zunächst hauptsächlich von den Defizitländern getragen. Dies war nur insoweit gerechtfertigt, als ein hohes Defizit tatsächlich Zeichen einer überhöhten Nachfrage war. Nachdem die Geldpolitik als Reaktion auf den Börsencrash von 1987 gelockert worden war, bildeten sich in Japan jedoch Blasen an den Finanz- und Immobilienmärkten, die Anfang der 1990er Jahre platzten. Ähnliche Entwicklungen waren auch in den nordischen Ländern zu beobachten sowie in den Vereinigten Staaten, wo sie in der Sparkassenkrise und der LTCM-Krise gipfelten. In der Wirtschaftswissenschaft vollzog sich unterdessen eine Entwicklung hin zur Analyse der Leistungsbilanzpositionen im Kontext des Gleichgewichts zwischen inländischer Ersparnis und inländischer Investitionstätigkeit.

Die Konjunkturerholung endete 1991, als die hohen Schuldenpositionen, die sich im privaten Sektor gebildet hatten, aufgelöst wurden und die Geldpolitik gestrafft wurde, um die Inflation einzudämmen (Abb. 7.3). Die Vereinigten Staaten, wo die Sparkassenkrise ihren Tribut forderte, und Japan, wo die *Bubble Economy*, die „Blasenwirtschaft“, zusammengebrochen war, gerieten als erste in die Rezession. In Europa florierte die Wirtschaft zu diesem Zeitpunkt noch unter dem Einfluss des deutschen Wiedervereinigungsbooms. Die restriktive Geldpolitik, mit der in Deutschland der Überhitzung der Konjunktur entgegenwirkt wurde, führte jedoch zu Wechselkursurbulenzen innerhalb des Europäischen Währungssystems, was letztlich mit dessen Zusammenbruch endete, so dass 1993 auch Europa in eine Rezession abglitt.

### **Strukturreformen im Kontext einer auf festen Regeln basierenden makroökonomischen Politik (1990er Jahre)**

Die einflussreiche, 1994 erschienene *Beschäftigungsstudie* der OECD (OECD, 1994) gelangte in einer ernüchternden Analyse zu dem Schluss, dass an der haushaltspolitischen Front in den 1980er Jahren eindeutig nicht genügend getan worden war, was in dem Moment offensichtlich geworden sei, als sich die konjunkturellen Bedingungen verschlechterten. Die *Beschäftigungsstudie* wies auch erneut auf die Grenzen hin, die der makroökonomischen Politik bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit gesetzt sind. Daher sollte größeres Gewicht auf Strukturreformen gelegt werden, insbesondere auf solche zur Förderung der Lohnflexibilität, zur Beseitigung von Hindernissen für die Arbeitskräftemobilität und zur Stärkung des Wettbewerbs an den Produktmärkten. Strukturreformen sollten auch die inhärenten Wachstumshindernisse sowie die Hysterese-Effekte verringern.

Ein stabilitätsorientierter, vorhersehbarer und glaubwürdiger makroökonomischer Rahmen wurde als wichtiger Faktor für die Förderung der mikroökonomischen Flexibilität betrachtet, da er den privaten Marktteilnehmern mehr Gewissheit über die mittelfristigen Aussichten verschafft und ihnen so die Anpassung an ein sich veränderndes Umfeld erleichtert. Wenn die makroökonomischen Bedingungen stimmten, so wurde angenommen, könnten Strukturreformen zudem aktiver vorangetrieben werden, weil die mit ihnen verbundenen Umstellungskosten dann niedriger sein dürften. Dieser Ansatz gründete sich auf die Theorie der rationalen Erwartungen, der zufolge die Märkte optimal funktionieren, wenn vorausschauende Marktteilnehmer darauf vertrauen können, dass das Verhalten der Politikverantwortlichen im Zeitverlauf konsistent ist, d.h. sie nicht vom angekündigten Kurs abweichen, sofern sie nicht durch außergewöhnliche Umstände im Fall großer exogener Schocks dazu gezwungen werden.

Anfang der 1990er Jahre war die Stimmung gedrückt, da sich alle großen OECD-Volkswirtschaften in einer Rezession befanden. Zudem begann in Japan mit dem Zusammenbruch der *Bubble Economy* das „verlorene Jahrzehnt“, als die Bilanzsanierung im Bankensektor scheiterte und die Deflation sich verfestigte.

4. Diese Entwicklung äußerte sich auch in den Anstrengungen zur Lösung der Schuldenprobleme einiger Länder mit niedrigeren Einkommen sowie den energischen Maßnahmen, die ergriffen wurden, um zu verhindern, dass der Börsencrash vom Oktober 1987 eine weltweite Rezession auslöste.

Anderen großen OECD-Volkswirtschaften erging es besser. Die US-Wirtschaft war rasch aus dem Schneider und konnte schon bald Jahreswachstumsraten von über 3% verzeichnen; dieses Wachstum wurde von einer rapide expandierenden Produktivität getragen, die ihrerseits den raschen Fortschritten in den Informations- und Kommunikationstechnologien zugeschrieben wurde. In Europa wurde das Wachstum durch die restriktive Haushalts- und Geldpolitik gebremst, die die Länder verfolgten, um die Maastricht-Kriterien zu erfüllen, was allerdings auch bedeutete, dass die Inflation endlich eingedämmt wurde und sich die Lage der öffentlichen Haushalte verbesserte. Und was vielleicht noch wichtiger war – die Produktmärkte wurden liberalisiert, und es wurden Reformen an den Arbeitsmärkten durchgeführt, auch wenn diese Anstrengungen in den einzelnen Ländern mit unterschiedlicher Geschwindigkeit vorangetrieben wurden.

In den 1990er Jahren vollzog sich eine stärkere regionale Wirtschaftsintegration. Dies äußerte sich u.a. in der Schaffung der Europäischen Währungsunion mit dem Maastricht-Vertrag und der Einrichtung des Europäischen Binnenmarkts (beides 1992) sowie der Unterzeichnung des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) durch die Regierungen Kanadas, Mexikos und der Vereinigten Staaten, mit der 1994 ein trilateraler Handelsblock entstand. Mit dem Fall des „Eisernen Vorhangs“ im Jahr 1989 betraten die osteuropäischen Volkswirtschaften die Bühne<sup>5</sup>. Dies war auch die Zeit der „asiatischen Tigerstaaten“, die gewaltige Kapitalzuflüsse aus OECD-Ländern anlockten. Daher kam es in diesen asiatischen Ländern zu einer Konjunkturüberhitzung mit stark wachsenden Spekulationsblasen, die 1997 schließlich platzten, was zur sogenannten Asienkrise führte, an die sich 1998 die Russlandkrise anschloss, als einbrechende Ölpreise die binnenwirtschaftlichen Schwierigkeiten Russlands verschärften.

Da der Effekt der Asien- und der Russlandkrise in den OECD-Volkswirtschaften jedoch begrenzt blieb, endete das Jahrzehnt dort deutlich besser, als es begonnen hatte. Die Konjunktur wurde durch eine Blase an den Aktienmärkten angekurbelt, die sich im Kontext des Internet-Booms gebildet hatte. Zugleich blieb die Geldpolitik wegen der Asien- und der Russlandkrise vergleichsweise akkommodierend ausgerichtet, zumal man auch fürchtete, der „Millenniumsbug“ könnte die Informationstechnologien lahm legen, von denen die Wirtschaft immer abhängiger geworden war – eine Befürchtung, die sich letztlich als gegenstandslos erwies. Die Fiskalpolitik war in diesem Umfeld zu expansiv ausgerichtet, vor allem in Europa, dies wurde jedoch durch die Mehreinnahmen verdeckt – bzw. z.T. auch begünstigt –, die mit der Versteigerung der UMTS-Lizenzen (für den Zugang zu den Mobilfunknetzen der dritten Generation) erzielt wurden.

### **Die aufstrebenden Volkswirtschaften betreten die Weltbühne (2000 bis zur Krise)**

Seit Mitte der 1990er Jahre hatte sich die Integration der Weltwirtschaft infolge des Abbaus von Handelshindernissen, der Liberalisierung der Kapitalströme, der Verbreitung neuer Technologien und nicht zuletzt des Falls des Eisernen Vorhangs immer weiter intensiviert. Der Welthandel expandierte, und die grenzüberschreitenden Handelsströme erhöhten sich von rd. 5% des weltweiten BIP Mitte der 1990er Jahre auf rd. 20% im Jahr 2007, dem Jahr vor der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise. Die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten stiegen im Verhältnis zum weltweiten BIP in diesem Zeitraum auf mehr als das Doppelte, von 150% auf 350%.

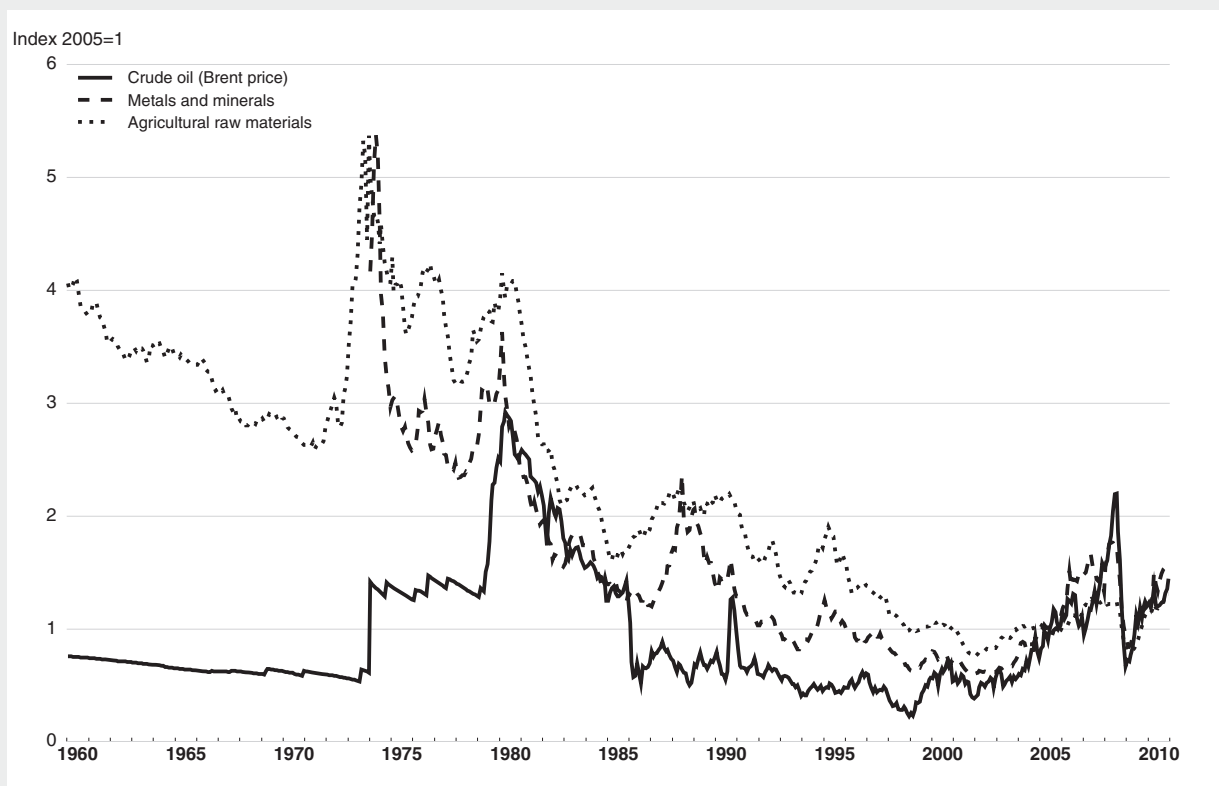
China, das heute die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt ist, gebührt in diesem Zusammenhang besondere Aufmerksamkeit. Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 war eine entscheidende Etappe im Hinblick auf seine Rolle in der Weltwirtschaft. China weist seitdem riesige Leistungsbilanzüberschüsse aus (Abb. 7.4) und lockt zugleich hohe Direktinvestitionszuflüsse aus dem OECD-Raum an. Im Zusammenspiel mit einer Wechselkurspolitik, die eine Anbindung der Währung an den US-Dollar vorsieht, und strengen Kapitalverkehrskontrollen hatte dies zur Folge, dass die chinesischen Devisenreserven auf über 3 Bill. US-\$ answollen, was fast 50% des chinesischen BIP und einem Drittel der weltweiten Devisenreserven insgesamt entspricht. Der Großteil der amtlichen chinesischen Devisenreserven

5. Zudem begann der Kreis der OECD-Mitglieder zu wachsen, der sich seit 1973 unverändert auf 24 Länder beschränkt hatte, und es wurden neue Länder in Asien, Lateinamerika und Osteuropa aufgenommen.

wurde in US-Staatsanleihen angelegt, wodurch es den Vereinigten Staaten möglich war, ihr großes Leistungsbilanzdefizit zu günstigen Bedingungen zu finanzieren und die Renditen auf US-Staatsanleihen niedrig zu halten<sup>6</sup>.


Zudem äußerte sich die Globalisierung in einer gewaltigen Zunahme des weltweiten Angebots an gering qualifizierten Arbeitskräften, was erhebliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft hatte. Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren nicht nur zu einem wichtigen Motor des weltweiten Wirtschaftswachstums geworden, sondern sie trugen durch die Expansion billiger Exporterzeugnisse, die mit der Lieferkettenintegration verbundenen Größenvorteile sowie über Wettbewerbseffekte auch dazu bei, dass die Inflation in den Industriestaaten auf niedrigem Niveau verharren konnte. Diese Entwicklung wurde allerdings mit der Zeit durch den Effekt der lebhaften Nachfrage auf die Öl- und sonstigen Rohstoffpreise ausgeglichen (Abb. 7.5), was aber größtenteils außer Acht gelassen wurde, da diese Preise in der sogenannten Kerninflation nicht berücksichtigt sind. Zudem lagen die Leitzinsen in einigen OECD-Ländern systematisch niedriger als einfache geldpolitische Regeln, wie z.B. die Taylor-Regel, gebieten<sup>7</sup>. In einem Kontext von Funktionsstörungen an den Finanzmärkten (siehe unten) trug dies dazu bei, dass sich eine überhöhte Risikobereitschaft herausbildete und die Verschuldung zu stark anstieg.

Figure 7.5. **Real commodity prices**<sup>1</sup>



1. Deflated by private consumption deflator.

Source: OECD, Main Economic Indicators database; OECD, Quarterly National Accounts database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932428956>

6. Im Ersparnisüberschuss der Länder mit hohem Leistungsbilanzüberschuss wurde somit eine Erklärung für das „Zinsrätsel“ der dauerhaft niedrigen Anleiherenditen in Defizitländern wie den Vereinigten Staaten gesehen (Bernanke, 2005; Bernanke et al., 2011).
7. Vgl. Pain et al. (2006); Ahrend et al. (2008); und Ahrend (2010).

Die wiederholten Boom-Bust-Phänomene, die zwischen Ende der 1980er und Anfang der 2000er Jahre zu beobachten waren, so z.B. die Sparkassen- und die LTCM-Krise, die Asienkrise und die Dotcom-Krise, hatten in der Tat nicht nur makroökonomische Ursachen, sondern hingen auch mit – z.T. fehlgeleiteten – Entwicklungen im Bereich der Finanzinnovation zusammen. Der technologische Fortschritt ermöglichte die Entwicklung neuer, zunehmend komplexer Finanzprodukte. Schwachstellen in der Aufsicht und der Regulierung hatten zur Folge, dass die mit diesen neuen Produkten verbundenen Risiken vernachlässigt wurden, vor allem wenn sich ihr Wert nur schwer genau bestimmen ließ und Banken sowie andere Unternehmen sie aus ihren Bilanzen in eigens dafür geschaffene Zweckgesellschaften (sogenannte *Special Purpose Vehicles* – SPV) auslagerten. Zudem drohte das Missverhältnis zwischen den im Allgemeinen längeren Laufzeiten der Anlageportfolios und den kurzen Laufzeiten der (reichlich vorhandenen) Geldmarktkredite zu akuten Liquiditätsengpässen zu führen, sollte das Angebotswachstum auf den Geldmärkten zum Erliegen kommen.

Im Nachhinein ist klar, dass das Platzen der Dotcom-Blase 2000/2001 als Warnzeichen für eine zu starke Zunahme der systemischen Risiken hätte gesehen werden müssen. Dieser Schock wurde jedoch wieder einmal relativ problemlos durch eine erhebliche Lockerung der Geldpolitik aufgefangen, die z.T. auch als Reaktion auf die Terrorangriffe vom 11. September 2001 vorgenommen wurde. Auf der Suche nach hohen Renditen verlagerte sich die Liquidität nun zunächst von den Aktienmärkten auf die Wohnimmobilien- und Hypothekensmärkte. In diesem Umfeld schnellten die Wohnimmobilienpreise in zahlreichen OECD-Volkswirtschaften in die Höhe, wovon erhebliche Vermögenseffekte auf Verbrauch und Investitionstätigkeit ausgingen. Die Folge war ein anhaltendes Wachstum bei einer auf niedrigem Niveau verharrenden Inflation. Mit der Zeit erholte sich der „Risikoappetit“ der Anleger von der Dotcom-Krise und erreichte ein neues Rekordniveau, und so zogen auch die Kurse an den Aktien- und Anleihemärkten wieder stark an.

Das vorherrschende Politikparadigma wurde durch die Dotcom-Krise kaum in Frage gestellt. Einer der entscheidenden Bestandteile dieses Paradigmas war, dass den verschiedenen Politikinstrumenten klare Aufgaben zugewiesen wurden (Kasten 7.2). Die makroökonomische Politik der einzelnen Länder, insbesondere die Geldpolitik, war an festen Regeln ausgerichtet, und sie sollte zukunfts- und stabilitätsorientiert sein, wohinter die Absicht stand, die Politikentscheidungen vorhersehbarer zu machen und eine Verankerung der Erwartungen zu gewährleisten; die Strukturreformen zielten ihrerseits auf eine Verbesserung der längerfristigen Wachstumsaussichten sowie eine Erhöhung der Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften gegenüber Schocks ab.

Angesichts einer stabilen und niedrigen Inflation und im Allgemeinen gut verankerter Inflationserwartungen schien die Geldpolitik in diesem Zeitraum im Großen und Ganzen erfolgreich zu sein. Allerdings wurde dabei nicht in ausreichendem Maße erkannt, dass diese Entwicklung durch die Globalisierung begünstigt wurde, d.h. einen positiven Gesamtangebotsschock, der die Inflation niedrig hielt – zumindest bis zu dem Zeitpunkt, als die Öl- und sonstigen Rohstoffpreise in die Höhe schnellten.

Auch die Fiskalpolitik schien erfolgreich zu sein, in Wirklichkeit war es aber nicht gelungen, die öffentlichen Finanzen auf ein tragfähiges Fundament zu stellen, dies wurde nur durch sehr günstige konjunkturelle Entwicklungen verdeckt – ein immer wiederkehrendes Motiv in der Wirtschaftsgeschichte des OECD-Raums. Die geltenden Haushaltsregeln (z.B. im Rahmen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts) schufen keine Anreize für den Aufbau ausreichender Reserven in guten Zeiten. Die Konsequenzen der wachsenden Ungleichgewichte im privaten Sektor für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wurden außer Acht gelassen, und die Haushaltsprognosen waren generell zu optimistisch. Die Möglichkeit einer Korrektur der Kurse an den Finanzmärkten und der Wohnimmobilienpreise wurde ebenso wenig berücksichtigt wie das Risiko, das von der impliziten Verschuldung der öffentlichen Haushalte ausging.

Die Strukturpolitik war zwar in vielen Ländern erfolgreich, doch mangelte es an internationaler Koordinierung in Bezug auf die Wahl der dabei eingesetzten Instrumente, was dazu beitrug, dass die Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen in den verschiedenen Ländern bestehen blieben und die globalen Ungleichgewichte weiter zunahmen (Abb. 7.4). Der Ersparnisüberschuss in Ländern mit

### Kasten 7.2 Das Paradigma der Vorkrisenzeit kurz gefasst

- In Bezug auf die *Geldpolitik* wurde davon ausgegangen, dass diese am besten von einer unabhängigen Zentralbank gesteuert werden sollte, wobei das Hauptziel in der Sicherung der Preisstabilität gesehen wurde – die in der Regel mit einer geringen Inflationsrate, d.h. zumeist von rd. 2% gleichgesetzt wurde. Das wichtigste Instrument der Geldpolitik waren die Leitzinsen, die von einer Kommunikationspolitik flankiert wurden, die die Vorhersehbarkeit der geldpolitischen Maßnahmen sowie deren Verständnis verbessern sollte. Die Finanzmärkte wurden als effiziente und vorausschauende Institutionen betrachtet, die die Risiken auf die Akteure überwälzen, die sie jeweils am besten zu tragen vermögen, so dass sich die Geldpolitik eigentlich nicht veranlasst sehen dürfte, Spekulationsblasen entgegenzuwirken (vorausgesetzt, es sei überhaupt möglich, solche Blasen mit gewisser Sicherheit zu erkennen).
- Das Hauptziel der *Fiskalpolitik* wurde in der Sicherung und Wahrung tragfähiger öffentlicher Finanzen gesehen, wozu es galt, die öffentliche Verschuldung und die Haushaltsdefizite zu stabilisieren bzw. zu reduzieren, wobei zunehmend von Haushaltsregeln und Defizitobergrenzen Gebrauch gemacht wurde. Die Nutzung der Fiskalpolitik als Stabilisierungsinstrument begrenzte sich zumeist darauf, dass das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren zugelassen wurde. Diskretionäre fiskalische Maßnahmen wurden nicht als ein geeignetes Stabilisierungsinstrument betrachtet, u.a. deshalb, weil ihre Kosten unter normalen Umständen häufig höher sind als ihre Vorteile.
- Als Hauptziel der *Strukturpolitik* galt die Förderung des langfristigen Wirtschaftswachstums und die Verbesserung der Arbeitsmarktergebnisse. In den 1990er Jahren wurde ein breites Spektrum von Maßnahmen zur Erhöhung der Beschäftigungsquote und der Arbeitsproduktivität umgesetzt, darunter auch Maßnahmen zur Steigerung des Humankapitals und der Innovationsfähigkeit, während zugleich auf eine Lockerung der Produkt- und Arbeitsmarktregulierung hingewirkt wurde (OECD, 2003 und 2006a). Große Aufmerksamkeit galt darüber hinaus der Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften, damit sie sich nach Krisen schneller erholen konnten, sowie der Bedeutung wettbewerbsfähiger Finanzmärkte als Instrument der Wachstumsförderung (OECD, 2006b).

Leistungsbilanzüberschüssen trug dazu bei, dass die Anleihezinsen in Defizitländern wie den Vereinigten Staaten allen üblicherweise geltenden Regeln zum Trotz auf niedrigem Niveau verharrten (Bernanke, 2005; und Bernanke et al., 2011). Und bei den Verhandlungen über wesentliche internationale Reformen, z.B. bei der Doha-Runde der WTO und bei den Weltklimaverhandlungen, wurden ebenfalls nur wenig Fortschritte erzielt.

Hinzu kam, dass die Entwicklung systemischer Risiken auf den Finanzmärkten nicht wirksam beobachtet wurde, da solche Risiken für gering erachtet wurden, solange eine stabilitätsorientierte makroökonomische Politik verfolgt würde und die mikroprudenzielle Aufsicht funktioniere. Bei den Politikentscheidungen blieben die Konsequenzen der rapiden prozyklischen Zunahme der Verschuldung und der Risikobereitschaft im Finanzsektor, der Konzentration der Risiken sowie der gestiegenen Möglichkeit einer grenz- und marktüberschreitenden Transmission wirtschaftlicher und finanzieller Schocks unbeachtet. Zudem lenkten die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Rahmen von Basel I und Basel II unternommenen Anstrengungen zur Festlegung angemessener Eigenkapitalquoten den Blick von den wachsenden Risiken ab, die sich in den Bankbilanzen gebildet hatten.

All dies erklärt, wie Probleme in einem kleinen Segment des US-Finanzmarkts (die Subprime-Hypotheken machten nur 3% der Finanzaktiva in den Vereinigten Staaten aus) 2008 und 2009 auf das gesamte weltweite Bankensystem übergreifen und eine explosive Spirale sinkender Vermögenspreise und steigender Bankschulden in Gang setzen konnten. Die Konsum- und die Investitionsnachfrage in den Vereinigten Staaten begann rapide zu sinken. Und als sich die Finanzkrise in den Vereinigten Staaten intensivierte, traten auch weltweit immer mehr Probleme zu Tage. Die Interbankenmärkte erstarrten, die Unternehmen begannen ihre Lagerbestände abzubauen, und Ende 2008 brach der Welthandel zusammen. Es kam zur stärksten Kontraktion der Wirtschaft seit der Großen Depression der 1930er Jahre.

## **Ein Paradigma für die Krisenzeit: Die Liquiditätsfalle vermeiden<sup>8</sup>**

Das entschlossene Handeln der politischen Entscheidungsträger, das sich insbesondere auf dem G20-Gipfel in London im April 2009 zeigte, trug dazu bei, dass eine zweite Große Depression vermieden werden konnte. In den meisten OECD-Ländern und vielen Nicht-OECD-Ländern wurden der Wirtschaft massiv fiskal- und geldpolitische Impulse zugeführt. Zudem wurden nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers nahezu alle systemwichtigen Finanzinstitute gerettet, die in Schwierigkeiten geraten waren, wofür Zentralbanken und Regierungen reichlich Liquidität und Bilanzhilfen zur Verfügung stellten. Neben der Bereitstellung unbegrenzter Liquidität für das Bankensystem setzten viele Zentralbanken zudem unkonventionelle Maßnahmen ein (massive Interventionen auf den Kapitalmärkten zur Senkung der Renditen im längeren Laufzeitbereich).

Wenngleich ein deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Haushaltsdefizite zu verzeichnen war, konnten dramatische Folgen wie zu Zeiten der Großen Depression bislang vermieden werden. Als Fazit aus dieser Episode lässt sich festhalten, dass die Wahl des keynesianischen Ansatzes der aktiven Nachfragesteuerung angesichts der extremen Spannungen an den Finanzmärkten und der Gefahr einer in die Liquiditätsfalle stürzenden Weltwirtschaft richtig war. Die politischen Entscheidungsträger mussten sich jedoch neuen Herausforderungen stellen, insbesondere wegen der Schwierigkeiten, die auftreten, wenn die Wirksamkeit der einzelnen Maßnahmenbündel stark von dem Kurs abhängig ist, der in anderen Politikbereichen verfolgt wird, und wenn in einer Situation extremer Unsicherheit gehandelt werden muss.

### **Die Aufgabenverteilung zwischen den einzelnen Politikinstrumenten verändert sich**

Auch wenn die expansive makroökonomische Politik wesentlich zur Eindämmung der Krise beigetragen hat, gelang es auf Grund der Schwere der Rezession und der Funktionsstörungen an den Finanzmärkten nicht, die Konjunktur mit klassischen wirtschaftspolitischen Maßnahmen ausreichend anzukurbeln. Neben der Absenkung des Leitzinses auf nahezu null Prozent und der Einführung traditioneller fiskalpolitischer Konjunkturmaßnahmen entschied man sich deshalb in vielen Ländern für den Einsatz unkonventioneller Maßnahmen zur Stimulierung der Gesamtnachfrage und zur koordinierten Stützung der angeschlagenen Bankensysteme. Zur Rettung der Banken wurden erhebliche Anstrengungen unternommen, u.a. durch die Bereitstellung von Krediten, Finanzierungsbürgschaften und Liquidität für das Finanzsystem, die Rekapitalisierung von Banken mit öffentlichen Mitteln, die Ausdehnung der Einlagensicherung und durch Bemühungen zur Auslagerung der Risikoaktiva in den Bankbilanzen in neu gegründete Vermögensverwaltungsgesellschaften.

Diese Maßnahmen ließen die traditionellen Grenzen zwischen Fiskal-, Geld-, Finanzmarkt- und Strukturpolitik verschwimmen, womit die Wirksamkeit der einzelnen Politikinstrumente zunehmend von der der anderen Instrumente abhängig wurde. So hatte die Unterstützung des Finanzsektors durch die Fiskalpolitik erhebliche Auswirkungen auf die Transmission geldpolitischer Maßnahmen. Zudem kauften einige Zentralbanken – oft ohne sich explizit gegen eventuelle Verlustrisiken abzusichern – in großem Umfang Staatsschuldtitel auf, während es durch den Aufkauf anderer Vermögenswerte zu Verschiebungen in der Ressourcenallokation kam, wodurch die Abgrenzung der Aufgaben von Fiskal- und Geldpolitik unscharf wurde. Parallel dazu reduzierte sich durch niedrige Leitzinsen und den Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen der Bedarf an staatlicher Rekapitalisierung, und für die Aufsichtsbehörden bestand so auch weniger Veranlassung, in Schwierigkeiten geratene Institutionen aufzulösen. Darüber hinaus wurde auf strukturpolitische, für den langfristigen Einsatz allerdings ungeeignete Maßnahmen zurückgegriffen, um Nichtfinanzunternehmen zu unterstützen und die sozialen Folgen der Rezession sowie deren Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt zu begrenzen.

8. Die beiden abschließenden Abschnitte dieses Kapitels stützen sich auf Pain und Röhn (2011).

## Politische Entscheidungsfindung in einer Situation extremer Unsicherheit

Auch wenn inzwischen mehr Informationen über die Wirtschaftslage vorliegen, bleiben erhebliche Unsicherheiten bestehen, darunter:

- *Unsicherheit über den Umfang der Kapazitätsüberhänge und des Produktionspotenzials.* Schätzungen des Kapazitätsüberhangs weichen je nach verwendetem Indikator immer beträchtlich voneinander ab und müssen im Zeitverlauf häufig erheblich revidiert werden, weshalb einzelne Schätzungen der Produktionslücke keine zuverlässige Basis für politische Entscheidungen darstellen können<sup>9</sup>. Diese Unsicherheit wird insofern durch die Krise verstärkt, als deren langfristige Auswirkungen auf das Niveau und die Wachstumsrate des Produktionspotenzials unbekannt sind. Die Unsicherheit bezüglich der Produktionslücke erschwert zudem die Beurteilung des Umfangs des zu erwartenden Deflationsdrucks und damit zugleich die geldpolitische Entscheidungsfindung. Doch auch für die Fiskalpolitik spielt diese Unsicherheit eine Rolle, da eine geringere Produktionslücke bedeutet, dass die Haushaltsdefizite in stärkerem Maße strukturell und nicht konjunkturell bedingt sind. Angesichts der aktuell sehr hohen Defizite in vielen OECD-Staaten (Abb. 7.2) ändert jedoch auch eine eventuell signifikant unterzeichnete Produktionslücke nichts an der Tatsache, dass in den kommenden Jahren erhebliche Konsolidierungsanstrengungen notwendig sein werden.
- *Unsicherheit in Bezug auf die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen.* In der kritischsten Phase der Krise bestand auf Grund der starken Beeinträchtigung der Finanzintermediation große Unsicherheit über die Transmission der geldpolitischen Impulse. Angesichts von nahe bei null liegenden Leitzinsen waren viele Zentralbanken gezwungen, auf unkonventionelle Maßnahmen zurückzugreifen, um die Aktivität auf den Kapitalmärkten unter Umgehung des angeschlagenen Bankensystems zu stützen; wie wirksam solche Maßnahmen sind, ist bisher jedoch noch nicht hinreichend bekannt. Seit dem Ende der Krise hat sich die Transmission der Geldpolitik wieder verbessert, die Bilanzsanierung im Finanzsektor ist jedoch bei weitem nicht abgeschlossen und negative „Tail Risks“ (Risiken mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit, aber hohem Effekt) bleiben bestehen. Dies macht Entscheidungen darüber, wann und in welcher Reihenfolge die konventionellen und die unkonventionellen Maßnahmen zurückgenommen werden sollten, sehr schwierig<sup>10</sup>.
- *Unsicherheit in Bezug auf die Wirkung fiskalpolitischer Maßnahmen.* In der kritischsten Phase der Krise mussten schwierige fiskalpolitische Entscheidungen über das Ausmaß und die Kosten der diskretionären Konjunkturmaßnahmen und der Rettungsaktionen zur Stützung des Finanzsystems getroffen werden. Auch in der Phase des Austritts aus der Krise bleiben Unsicherheiten bestehen, z.B. lassen sich die möglichen Auswirkungen der Haushaltskonsolidierungsanstrengungen auf die Wirtschaft schwer abschätzen. Obwohl kurzfristig mit negativen Folgen zu rechnen ist, können diese je nach dem Zustand der Wirtschaft und den gewählten fiskalpolitischen Instrumenten sehr unterschiedlich ausfallen<sup>11</sup>.

9. Vgl. Orphanides und van Norden (2002); Beck und Wieland (2008); und Koske und Pain (2008).

10. Zu dieser Unsicherheit trägt auch bei, dass sich schwer abschätzen lässt, welchen wirtschaftspolitischen Kurs andere Länder einschlagen werden und welche Spillover-Effekte sich daraus ergeben könnten. Bestehen stärkere grenzüberschreitende Verflechtungen, bedeutet das im Allgemeinen, dass die Geldpolitik im Inland u.U. weniger stark eingreifen muss.

11. Die kurzfristigen negativen Folgen der Haushaltskonsolidierung könnten prinzipiell geringer ausfallen, wenn es möglich ist, die Leitzinsen im Verhältnis zum zuvor erwarteten Niveau zu senken, und der Finanzsektor sich unter dem Einfluss einer sich verbessernden finanziellen Situation der privaten Haushalte weiter erholt. Zudem könnten die privaten Haushalte sich veranlasst sehen, ihre Ersparnisse zu verringern, wenn sie die Haushaltskonsolidierungsanstrengungen für glaubwürdig halten. Eine glaubwürdige Haushaltskonsolidierung könnte sich darüber hinaus positiv auf die Risikoprämien für Staatsanleihen auswirken, was zu erhöhter Nachfrage und einer Verringerung der notwendigen Konsolidierungsanstrengungen führen würde (OECD, 2010a, b).



## Die Ausstiegsstrategie

Es wird mehrere Jahre dauern, bis die OECD-Volkswirtschaften die Krise hinter sich gelassen haben werden. Die Politik muss dafür sorgen, dass die Kapazitätsüberhänge abgebaut werden, die Inflation wieder ein angemessenes Niveau erreicht, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wiederhergestellt wird und die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte gewährleistet ist. Diese Prozesse müssen in zahlreichen Ländern gleichzeitig ablaufen, so dass angesichts der möglichen Spillover-Effekte zwischen den verschiedenen Ländern internationale Zusammenarbeit, u.a. im Rahmen der G20, unerlässlich ist. Zudem müssen bei der Gestaltung der Politik in einem Bereich die politischen Weichenstellungen in anderen Bereichen berücksichtigt werden.

Die Herausforderung für die Geldpolitik wird darin bestehen, die außergewöhnlichen Konjunkturimpulse zurückzunehmen, ohne die Anfälligkeit der Finanzmärkte zu erhöhen. Unter der Voraussetzung, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben, sollten die Währungsbehörden die Leitzinsen im Prinzip bis zum vollständigen Abbau der Kapazitätsüberhänge auf ihr normales Niveau zurückgeführt haben. Angesichts des bereits erörterten Problems der Unsicherheiten hinsichtlich der Produktionslücke und des Produktionspotenzials könnten die Zentralbanken jedoch gezwungen sein, mehr Gewicht auf Erhebungsdaten zur Kapazitätsauslastung und zu den Inflationserwartungen zu legen und die Leitzinsen erst dann auf ihr normales Niveau zurückzuführen, wenn diese Indikatoren darauf schließen lassen, dass eine kräftige Erholung der Wirtschaft eingesetzt hat. Eine solche Strategie würde indirekt auch dem fiskalpolitischen Kurs und den bei der Sanierung des Finanzsektors erzielten Fortschritten Rechnung tragen, insofern sich diese auf die Inflations- und Konjunkturaussichten auswirken.

Während der Phase des Austritts aus der Krise muss die Geldpolitik auch das makroprudenzielle Risiko im Auge behalten, insoweit davon auszugehen ist, dass die neu geschaffenen makroprudenziellen Regulierungsstellen noch nicht voll funktionsfähig sind. Eine reichliche Liquiditätszufuhr zu bei nahe null Prozent liegenden Finanzierungskosten ermöglicht es den Banken, unrentable Unternehmen zu refinanzieren, oder bewegt sie dazu, nach höheren Renditen zu suchen, was letztendlich zu einer kostspieligen Fehlallokation von Ressourcen und einer Erhöhung der Risiken an den Finanzmärkten führen dürfte (BIZ, 2010). Sofern es nicht zu einem Rückfall in die Rezession oder die Deflation kommt, sollten die Zentralbanken die Leitzinsen deshalb auf ein Niveau anheben, das zwar weiterhin akkommodierend ist, aber deutlich über null liegt. Die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen können unterdessen noch etwas länger fortgesetzt werden, was den Prozess der Normalisierung der konventionellen Politik sogar erleichtern könnte.

Im Bereich der Fiskalpolitik ist anzunehmen, dass sich der Ausstieg aus den Maßnahmen zur Krisenbewältigung und die Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen bis weit in den mittelfristigen Zeithorizont hineinziehen werden. Das Tempo dieses Prozesses sollte daran ausgerichtet werden, in welcher Verfassung sich die öffentlichen Finanzen befinden, wie leicht sich die jeweiligen Länder Finanzmittel beschaffen können, wie stark die wirtschaftliche Erholung ist und inwieweit es der Geldpolitik möglich ist, für ausgleichende Impulse zu sorgen. Zudem sollte berücksichtigt werden, dass Verzögerungen bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu einem Anstieg der Zinssätze führen und das künftige Wachstum bremsen könnten. Eine glaubwürdige Haushaltskonsolidierung dürfte auch die Bedingungen auf den Finanzmärkten und damit die geldpolitischen Transmissionsmechanismen verbessern.

Darüber hinaus ist festzustellen, dass Konsolidierungsanstrengungen, bei denen hohes Gewicht auf Ausgabenkürzungen gelegt wird, mit größerer Wahrscheinlichkeit zu einem dauerhaften Defizitabbau führen (Guichard et al., 2007) und auch mit größerer Wahrscheinlichkeit durch akkommodierende geldpolitische Maßnahmen kompensiert werden können, sobald die Leitzinsen den Nullbereich verlassen haben. Dennoch scheinen Steuererhöhungen in Anbetracht des Umfangs des Konsolidierungsbedarfs unvermeidlich. Es ist wichtig, dass die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wachstumsfreundlich gestaltet wird. Beispielsweise ließen sich durch eine Anhebung des Rentenalters langfristige Vorteile erzielen, während

die Auswirkungen auf das kurzfristige Wachstum begrenzt wären. Vorrang sollte ferner der Abbau von Verzerrungen auf Grund von Subventionen oder Steuervergünstigungen haben, und bei Steuererhöhungen sollte gezielt bei den am wenigsten verzerrend wirkenden Steuerarten angesetzt werden, wie den Steuern auf den Verbrauch oder auf unbewegliches Vermögen.

Seit Beginn der Krise wurde besonderes Augenmerk darauf gerichtet, strukturpolitische Maßnahmen zu identifizieren, die sowohl kurzfristig die Gesamtnachfrage stützen als auch langfristig positiv auf Wirtschaftswachstum und öffentliche Finanzen wirken. Zwischen diesen beiden Zielen kommt es jedoch manchmal zu Konflikten, so dass ein Kompromiss gefunden werden muss. Allerdings sollte bedacht werden, dass sich die positive Wirkung langfristig wachstumsfördernder Reformen auch unmittelbar bemerkbar machen kann, da akkommodierende geldpolitische Maßnahmen länger fortgesetzt werden können, die Renditen auf Staatsanleihen auf Grund der erwartbaren Verbesserung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sinken und die Bilanzlage im privaten Sektor sich rascher verbessern kann. Dringend notwendig sind Strukturreformen insbesondere auf den Arbeitsmärkten, um die Länder schneller in die Lage zu versetzen, das vorhandene Arbeitskräftepotenzial stärker zu nutzen, die Arbeitsmarktbindung gefährdeter Gruppen aufrechtzuerhalten und die Reallokation von Arbeitskräften zwischen den Sektoren und Regionen zu erleichtern.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften sollten die während der Krise eingeführten konjunkturfördernden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zurückgenommen werden, um so dem zunehmenden Inflationsdruck entgegenzuwirken und die Bildung von Blasen auf den Finanz- und Immobilienmärkten zu vermeiden. Währungsaufwertungen sollten nicht verhindert werden, wenn ein höherer Wechselkurs durch die Fundamentaldaten gerechtfertigt und für eine Neuausrichtung der Wirtschaftstätigkeit zu Gunsten der inländischen Absorption notwendig ist. Die Strukturpolitik sollte, u.a. durch Maßnahmen zur Förderung einer Verlagerung der Wirtschaftstätigkeit vom informellen zum formellen Sektor sowie durch Finanzmarktreformen, darauf ausgerichtet sein, die Produktivität zu erhöhen und ein inklusiveres Wachstum zu erzielen.

## **Ein Paradigma für die Zeit nach der Krise**

Die wiederholten Finanzkrisen seit Anfang der 1990er Jahre hätten ein Warnsignal sein müssen, dass eine unzureichende Regulierung und schwache Finanzmarktaufsicht in einem globalisierten Weltwirtschafts- und Finanzsystem ein Risiko darstellen können. Die politischen Entscheidungsträger betrachteten die insgesamt positive wirtschaftliche Entwicklung jedoch als ein Zeichen dafür, dass das vorherrschende Paradigma funktionierte, was letzten Endes in der Finanzkrise von 2008-2009 resultierte. In einem globalisierten Wirtschafts- und Finanzsystem erhöhen sich die Risiken im Finanzbereich. Boom-Bust-Zyklen wiederholen sich in der Regel häufiger, und das hat auch zur Folge, dass häufiger Rettungsaktionen für Finanzinstitute und Staatsschuldner nötig sind. Das wiederum gibt Anlass zur Besorgnis über Moral-Hazard-Probleme sowie die politische Akzeptanz – wenn nicht sogar Legitimität – des geltenden Politikparadigmas.

Teile des Paradigmas der Zeit vor der Krise könnten indessen auch nach der Krise noch gültig sein, darunter die Ausrichtung auf angebotsseitige strukturpolitische Maßnahmen zur Erzielung eines nachhaltigen Wachstums, der Auftrag der Geldpolitik im Hinblick auf die Sicherung der Preisstabilität und die Verfolgung einer auf festen Regeln basierenden Fiskalpolitik zur Gewährleistung tragfähiger öffentlicher Finanzen. Um die weitreichenden Vorteile der Globalisierung zu wahren und auf diesen aufzubauen, ist es jedoch von entscheidender Bedeutung, dass das Paradigma für die Zeit nach der Krise durch Schutzmechanismen zur Sicherung der Finanzstabilität und ein starkes Engagement für ein nachhaltiges, gerechtes und umweltverträgliches Wachstum weltweit abgestützt wird. Hierbei kommt allen Bereichen der Wirtschaftspolitik – Aufsichts-, Fiskal-, Struktur- und Geldpolitik – eine Rolle zu, jedem in seinem Verantwortungs- und Aufgabenbereich. Und in allen diesen Bereichen muss die Politik auf internationaler Ebene koordiniert werden, damit sich die Politikmaßnahmen gegenseitig verstärken, statt gegeneinander zu arbeiten.

## **Stärkung der mikro- und makroprudenziellen Politik**

Es bedarf einer mikroprudenziellen Regulierung und Aufsicht, um sicherzustellen, dass die Finanzinstitute im Verhältnis zu ihrem Risikoengagement über hinreichend Kapital- und Liquiditätspuffer verfügen, um negativen Schocks standhalten zu können. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hat neue Mindestanforderungen für das Eigenkapital der Banken (einschließlich eines Übergangszeitraums bis zur Erfüllung der neuen Auflagen) festgelegt<sup>12</sup>. Wenn sie erst einmal voll umgesetzt ist, dürfte diese Reform zusammen mit der bevorstehenden Reform der Liquiditätsanforderungen die wirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen reduzieren helfen<sup>13</sup>. Sie könnte durch die Festlegung einer auf alle Aktiva anzuwendenden Höchstverschuldungsquote sinnvoll ergänzt werden, damit eine Regulierungsarbitrage zu Gunsten von Vermögenswerten mit geringer Risikogewichtung verhindert wird, die zu überdehnten Bilanzen führen kann. Würde zudem die Aufrechnung von Derivatepositionen in den Jahresabschlüssen bzw. generell die Auslagerung von Risiken aus den Bilanzen nicht mehr gestattet, ließe sich auch das Kontrahentenrisiko besser beurteilen. Außerdem wird es wichtig sein, gegen von den Vergütungssystemen ausgehende Anreizverzerrungen sowie das Moral-Hazard-Problem in Finanzinstituten vorzugehen, die zu groß oder zu stark vernetzt sind, als dass ihre Insolvenz zugelassen werden dürfte<sup>14</sup>. Und um zu verhindern, dass Banken Risiken auf Finanzunternehmen außerhalb des Bankensektors überwälzen, sollte sich die Finanzmarktreform auch auf Rentenfonds, Versicherungsunternehmen und verschiedene Arten von Investmentfonds erstrecken.

Verbesserte mikroprudenzielle Maßnahmen reichen jedoch möglicherweise nicht aus. Zur Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems müssen makroprudenzielle Politikinstrumente entwickelt werden, um einer prozyklischen Zunahme der finanziellen Ungleichgewichte in der Wirtschaft entgegenzuwirken (OECD, 2010a; Lawson et al., 2009). Zu den Instrumenten, die dazu im Einzelnen eingesetzt werden könnten, zählen Aufschläge auf die gemäß den mikroprudenziellen Regeln vorgeschriebenen Puffer, die von der Gesamthöhe der Verschuldung der Kreditnehmer abhängig wären, sowie Verfahren für eine ordnungsgemäße Auflösung grenzüberschreitender Finanzinstitute. Auch höhere Deckungserfordernisse könnten ins Auge gefasst werden, was die Festlegung von maximalen Beleihungsquoten bei Hypothekarkrediten beinhalten könnte. Außerdem müssen die Stresstests für Banken systematischer und in regelmäßigen Abständen durchgeführt und zwischen den verschiedenen Ländern stärker harmonisiert werden; ihre Ergebnisse müssen zudem öffentlich zugänglich sein<sup>15</sup>.

## **Prüfung des geldpolitischen Rahmens**

Die Krise hat die seit langem währende Debatte darüber, ob die Geldpolitik Vermögenspreisblasen vorbeugend entgegenwirken oder erst nach ihrem Platzen die entstandenen Schäden beheben sollte, wieder neu entfacht. Obwohl allgemein anerkannt wurde, dass eine solche Vorgehensweise zu Moral-Hazard-Problemen führen und eine überhöhte Risikobereitschaft begünstigen kann, war die vorherrschende Auffassung vor der Krise, dass es sinnvoller sei, die Schäden zu beseitigen als ihnen vorzubeugen, wobei

12. Vgl. BCBS (2010). Es wurde festgestellt, dass Probleme in Bezug auf Kapitaladäquanz und Liquidität zu den wichtigsten Faktoren für die Krise zählten (Barrell et al., 2010).
13. Während von strengeren Kapitaladäquanzrichtlinien eine Bremswirkung auf die Kreditvergabe ausgehen kann, scheint ihr negativer Effekt auf das Wachstum eher begrenzt zu sein (Slovik und Cournède, 2011).
14. Für diese Institute besteht ein Anreiz, überhöhte Risiken einzugehen, und sie haben in Bezug auf die Finanzierungskosten und die geforderten Sicherheiten einen Wettbewerbsvorteil, da sie in den Genuss einer De-facto-Staatsgarantie kommen. Diesem Problem könnte durch die Zerschlagung systemwichtiger Banken, was allerdings in politischer Hinsicht schwer durchsetzbar sein dürfte, oder die Einführung höherer Eigenkapitalanforderungen begegnet werden.
15. Bei der Einführung dieser Maßnahmen gibt es Umsetzungsprobleme zu berücksichtigen, insbesondere hinsichtlich der Auswahl der bei der Ausarbeitung dieser Politikinstrumente zu Grunde gelegten Indikatoren. Eine weitere Frage ist, ob die Politikmaßnahmen einer einfachen Regel folgen sollten oder ob ein größerer Ermessensspielraum eingeräumt werden sollte (Yellen, 2010). Ferner kommt es entscheidend darauf an, dass makroprudenzielle Organe über ein klares Mandat verfügen und diesbezüglich rechenschaftspflichtig sind.

darauf hingewiesen wurde, dass es schwierig sei, Spekulationsblasen noch während ihrer Entstehung zu identifizieren, und dass Vorbeugemaßnahmen die Verankerung der Inflationserwartungen zu lösen drohen. Angesichts der Stärke der Rezession finden nun jedoch die Argumente jener stärkere Beachtung, die sich dafür aussprechen, der Bildung von Vermögenspreisblasen vorbeugend entgegenzuwirken, vor allem wenn diese mit einem raschen Kreditwachstum einhergeht<sup>16</sup>. Wie dem auch sei, sollte in der Geldpolitik ein unnötig lockerer Kurs vermieden werden, der Übersteigerungen bei den Vermögenswertpreisen Vorschub leisten könnte.

Das bedeutet aber nicht, dass die Kreditzinsen und die Vermögenspreise neben der Inflation (und der Ressourcenauslastung) zu formellen Zielgrößen der Geldpolitik erklärt werden sollten. Hierdurch würde nämlich die Zuordnung der Politikinstrumente zu bestimmten Politikzielen an Klarheit verlieren, was die Kommunikation und die Rechenschaftslegung der Geldpolitik erschweren dürfte. Wenn sich Spekulationsblasen identifizieren lassen, verfügt die makroprudenzielle Regulierung und Aufsicht (siehe oben) über gezielter einsetzbare Instrumente, um der Entstehung dieser Blasen vorzubeugen. Dennoch ließe sich die Auffassung vertreten, dass die Zentralbanken für die Erreichung des Ziels der Preisstabilität einen hinreichend langen Zeitraum einplanen müssen – was wiederum bedeutet, dass sie bei ihren Politikentscheidungen gleichzeitig auch Fragen der finanziellen Stabilität berücksichtigen müssen. Bisher hat nur die Europäische Zentralbank formell finanzielle Variablen in ihren Politikrahmen aufgenommen, wenngleich unklar ist, inwieweit dies ihre geldpolitischen Entscheidungen bisher effektiv beeinflusst hat<sup>17</sup>.

Angesichts der Krise wurde auch vorgeschlagen, die Zielwerte für die Inflation über die weithin anerkannte 2%-Marke hinaus anzuheben. Hierdurch würde der Geldpolitik mehr Spielraum gelassen, um auf starke negative Schocks zu reagieren, ohne Gefahr zu laufen, an die Nullzinsgrenze zu stoßen<sup>18</sup>. Eine derartige Anhebung könnte ferner die Lohnflexibilität erhöhen und die Absorption größerer externer Schocks erleichtern<sup>19</sup>. Allerdings sind mit einem derartigen Schritt auch Nachteile verbunden, nicht zuletzt weil die Zentralbanken dadurch einen Teil ihrer hart erkämpften Glaubwürdigkeit wieder verlieren könnten<sup>20</sup>. Einem ähnlichen Gedankengang folgend wurde auch vorgeschlagen, die Geldpolitik solle sich am Preisniveau anstatt an der Inflationsrate orientieren, insbesondere in Zeiten finanzieller Anspannung. Theoretisch könnte auf diese Weise ein Stabilisierungsmechanismus geschaffen werden, da die Inflationserwartungen automatisch steigen (und die realen Zinssätze entsprechend sinken), wenn das Preisniveau während einer Konjunkturflaute hinter der Zielvorgabe zurückbleibt. Allerdings wäre eine Preisniveausteuerung im Fall einmaliger Anhebungen der indirekten Steuern oder der Rohstoffpreise insofern gefährlich, als der darauffolgende Anstieg der realen Zinssätze den Schock noch verstärken würde<sup>21</sup>. Wie dem auch sei, verfolgt kein OECD-Land ein Preisniveauziel.

16. Vgl. Blinder (2010a); und Stark (2010).

17. Die monetäre Säule des EZB-Politikrahmens ist in der Fachliteratur ausführlich diskutiert worden, vgl. u.a. Svensson (2010a, b); Gerlach und Svensson (2003); Gerlach (2004); Beck und Wieland (2007); sowie Berger et al. (2010). Insgesamt liefert diese Fachliteratur jedoch wenig eindeutige Ergebnisse zur Rolle geldpolitischer Aggregate im Politikrahmen der EZB.

18. Vgl. Williams (2009); und Blanchard et al. (2010).

19. Vgl. Summers (1991). Dies würde auch eine einmalige Reduzierung der Staatsverschuldung in realer Rechnung zur Folge haben, dieser Vorteil könnte jedoch durch höhere Risikoaufschläge auf Staatsanleihen in Zukunft wieder zunichte gemacht werden.

20. Vgl. Bean et al. (2010). Zu den weiteren Nachteilen zählt, dass selbst ein geringfügiger Anstieg der Trendrate der Inflation die Verzerrungen im Steuersystem erhöhen könnte (Feldstein, 1999) und dass eine Inflation von über 2% kaum mit einer Situation der Preisstabilität gleichgesetzt werden kann, zumal in den Preisschätzungen zunehmend Qualitätsbereinigungen vorgenommen werden.

21. Wegen Erläuterungen zum automatischen Stabilisierungseffekt einer Preisniveausteuerung, vgl. Eggertson und Woodford (2003); Ambler (2009); sowie Cournède und Moccero (2009). Dieser Mechanismus würde jedoch nicht funktionieren, wenn die Inflationserwartungen laufend angepasst würden, anstatt zukunftsgerichtet zu sein (Murray, 2010). Es gibt auch viele praktische Umsetzungs- und Kommunikationsprobleme (Goodhart, 2005; Edey, 2008; Bean et al., 2010), u.a. in Bezug auf den Zeitplan für den Übergang von einem Inflations- zu einem Preisniveauziel (und zurück).

Die unkonventionelle Geldpolitik während der Krise hat sich in Bezug auf die Verbesserung der Finanzmarktbedingungen und die Stabilisierung der Realwirtschaft im Großen und Ganzen als erfolgreich erwiesen, wirft zugleich aber eine Reihe bislang noch ungeklärter Fragen auf<sup>22</sup>. Insbesondere können die festgesetzten Ankäufe von Staatsanleihen durch die Währungsbehörden Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbanken aufkommen lassen, da der Eindruck entstehen könnte, dass die Ankäufe aus haushaltspolitischen Gründen erfolgen. Zudem könnten Zentralbankinterventionen an privaten Fremdkapitalmärkten Verzerrungen hervorrufen. Eine quantitative Lockerung setzt die Zentralbankbilanzen außerdem Marktrisiken aus, darunter Risiken im Zusammenhang mit Staatsanleihen. Fazit ist, dass die Zentralbanken den Verlauf der Renditekurve in normalen Zeiten nicht anders als durch ihre Kommunikationspolitik oder durch konventionelle sterilisierte Ankäufe länger laufender Wertpapiere am offenen Markt beeinflussen sollten. Des Gleichen ließen sich Hindernisse in der monetären Transmission, die durch in Schieflage geratene Banken oder Zweifel an der Zahlungsfähigkeit mancher Staatsschuldner bedingt sind, am besten beseitigen, wenn diese Probleme an der Wurzel angegangen würden.

Eine offene Frage ist schließlich, inwieweit die makroprudenzielle Politik und die Geldpolitik koordiniert werden müssen, da makroprudenzielle Maßnahmen den monetären Übertragungsmechanismus (insbesondere über den Kreditkanal) beeinflussen. Die Zusammenlegung dieser beiden Funktionen in einer einzigen Institution könnte eine derartige Koordinierung erleichtern, die Existenz zweier getrennter Behörden – jede mit ihrem eigenen Zuständigkeitsbereich und Instrumentarium – würde hingegen den Vorteil größerer Transparenz und Rechenschaftspflicht bieten. Sollte der letztgenannten Konstellation der Vorzug gegeben werden, würde es eines expliziten Koordinierungsmechanismus zwischen den beiden Einrichtungen bedürfen, damit sich bildende systemische Risiken rechtzeitig erkannt werden und damit entschieden werden kann, wie darauf am besten reagiert werden sollte<sup>23</sup>. Eng hiermit zusammen hängt die Frage, bei wem die Verantwortung für die mikroprudenzielle Aufsicht liegen sollte. Die Zentralbanken sind die „Kreditgeber der letzten Instanz“, sollten in normalen Zeiten aber nicht in die Rettung von in Schwierigkeiten geratenen Finanzinstituten einbezogen werden, die Aufgabe der Finanzbehörden ist. Für den Fall des Zusammenbruchs grenzüberschreitender Institute müssen Mechanismen für die Lastenteilung zwischen den Ländern bestehen.

### **Reform der Haushaltsrahmen**

Auf mittlere Sicht bedarf es in vielen Ländern einer erheblichen Haushaltskonsolidierung, und in mehreren dieser Länder werden die fiskalischen Herausforderungen auf längere Sicht durch den von der Gesundheitsversorgung, der Langzeitpflege und den Renten (vgl. Kapitel 4 dieser Ausgabe des *Wirtschaftsausblicks*) ausgehenden Ausgabendruck noch verschärft. Außerdem könnten die Haushaltsergebnisse in Zukunft durch die mit der Rettung von Finanzinstituten entstandenden impliziten Verbindlichkeiten beeinträchtigt werden. Zudem müssen künftige Haushaltsrahmen etwaigen Ungleichgewichten zwischen Ersparnissen und Investitionen im privaten Sektor, u.a. im Zusammenhang mit Wohnimmobilienbooms, besser Rechnung tragen, da diese Ungleichgewichte Auswirkungen auf die Beurteilung der strukturellen Haushaltssalden und die Wirksamkeit fiskalpolitischer Maßnahmen haben<sup>24</sup>.

22. Vgl. Borio und Disyatat (2009); Bean et al. (2010); und Blinder (2010b).

23. In der Praxis dürften beide Politikarten auf gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks auf ähnliche Weise reagieren (d.h. mit einer Lockerung), was aber bei gesamtwirtschaftlichen Angebotsschocks nicht der Fall sein dürfte. Überdies muss die Geldpolitik, wie bereits festgehalten, im Fall einer noch unzureichend entwickelten makroprudenziellen Politik möglicherweise Übersteigerungen des Vermögenspreiszyklus entgegenwirken (White, 2009). Analog dazu muss die makroprudenzielle Politik, wenn die Leitzinsen an der Nullgrenze liegen, ihren makroökonomischen Effekten eine größere Bedeutung beimessen als unter anderen Umständen der Fall (Yellen, 2010).

24. Jüngste OECD-Arbeiten zeigen Möglichkeiten auf, um die Haushaltssalden um den Effekt von Vermögenspreiszyklen zu bereinigen und auch andere Unsicherheitsquellen bezüglich der strukturellen Haushaltspositionen zu beseitigen. Price und Dang (2011) vergleichen eine neue, um Vermögenspreiseffekte bereinigte Messgröße des strukturellen Haushaltssaldos mit der herkömmlichen Messgröße. Im Vorfeld der Finanzkrise lag das um Vermögenspreiseffekte bereinigte Defizit (in Prozent des BIP) in mehreren OECD-Ländern um 1½-2 Prozentpunkte über der traditionellen Messgröße.

Eine Veränderung im fiskalpolitischen Rahmen und insbesondere gut konzipierte Haushaltsregeln können dafür sorgen, dass die Fiskalpolitik tragfähiger, transparenter, vorhersehbarer und antizyklischer wird. Vor allem mittelfristige Ausgabenregeln, die Defizit- oder Schuldenobergrenzen durch Ausgabenpläne oder -plafonds ergänzen, sind ein Instrument zur Begrenzung von Boom-Bust-Ausgabenzyklen und eine Gewähr dafür, dass unerwartete Einnahmen gespart und nicht ausgegeben werden. Ausgabenregeln können in Aufschwungphasen dazu beitragen, dass Reserven gebildet werden, und schaffen in Abschwungphasen Spielraum für das Wirksamwerden automatischer fiskalischer Stabilisatoren und für eventuelle diskretionäre fiskalische Impulse<sup>25</sup>. Innerhalb dieses Rahmens sollten Entscheidungen über einzelne Ausgabenkategorien unter Berücksichtigung von Effizienzerwägungen und sonstigen staatlichen Zielen getroffen werden.

Um glaubwürdig und effizient zu sein, müssen Haushaltsregeln in normalen Zeiten hinreichend verbindlich und in außergewöhnlichen Zeiten ausreichend flexibel sein. Die Einrichtung eines unabhängigen Fiskalausschusses kann ein wichtiges Instrument zur Stärkung der Einhaltung der Haushaltsregeln darstellen, indem sie die politischen Kosten im Fall einer Abweichung von diesen Regeln erhöht. Ein derartiger Ausschuss muss, um wirksam zu sein, eine wichtige Rolle im Haushaltsprozess spielen, wenngleich die letztliche Verantwortung für den Haushalt weiterhin bei der Regierung liegen muss. Eine wichtige Aufgabe für einen solchen unabhängigen Ausschuss bestünde darin, unabhängige und maßgebliche Stellungnahmen im Interesse der Transparenz der fiskalischen Entscheidungsfindung abzugeben. Er muss in seiner Arbeit von ebenfalls vollständig unabhängigen Statistikämtern und Rechnungsprüfungsorganen unterstützt werden, die die Einnahmen und Ausgaben nach den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung erfassen.

Währungsräume mit einer gemeinsamen Währung und Währungspolitik, deren Mitgliedsländer jeweils ihre eigene nationale Fiskalpolitik verfolgen, müssen über ein Instrument zur Bewältigung akuter Staatsschuldenprobleme verfügen. Die Governance im Fiskalbereich kann zudem über eine strengere Marktdisziplin gestärkt werden, indem die Möglichkeit einer geordneten Umschuldung zugelassen wird. Wenn sich die Märkte darauf einstellen, dass Länder, deren Haushaltsposition unhaltbar ist, nicht „gerettet“ werden und dass die Privatwirtschaft mit Verlusten zu rechnen hat, werden sie das Solvenzrisiko eines Staats auch eher angemessen berechnen. Um die finanzielle Ansteckungsgefahr in Grenzen zu halten, sollte die Finanzmarktregulierung der Möglichkeit der Zahlungsunfähigkeit eines Staats über Eigenkapitalanforderungen, Bewertungsabschläge für bei Zentralbankgeschäften verwendete Sicherheiten sowie die Forderung nach einer angemessenen Risikodiversifizierung Rechnung tragen. Damit stellt sich auch die Frage, ob die Nullrisikogewichtung für Staatsanleihen im Rahmen von Basel II und Basel III angemessen ist.

### **Umsetzung mutiger Strukturreformen**

Die Gefahr einer dauerhaften Reduzierung des Produktionspotenzials und einer anhaltend hohen Arbeitslosigkeit infolge der Krise macht deutlich, welche zentrale Rolle Strukturreformen zukommt. Wie in Kapitel 4 erörtert wurde, sollten strukturpolitische Maßnahmen darauf abzielen, eine rasche Rückkehr der Arbeitslosen in die Erwerbstätigkeit zu erleichtern, um diese Gefahr auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Gemessen am Ausmaß der Rezession haben sich die Arbeitsmärkte vergleichsweise gut behauptet, was z.T. den Effekten früherer Reformen zugeschrieben werden kann. Zugleich hat diese Krisenerfahrung aber auch eine Reihe neuer Erkenntnisse gebracht, u.a., dass vorübergehende Verlängerungen der Bezugsdauer von Arbeitslosengeldleistungen und Kurzarbeitsprogramme in wirtschaftlichen Notlagen wirksame Instrumente darstellen können und dass sich partielle Reformstrategien, die zu einer Zweiteilung des

25. Haushaltsregeln haben zur Folge, dass nach Möglichkeiten gesucht wird, sie zu umgehen, u.a. mit Einmalmaßnahmen und kreativer Buchführung (Koen und Van den Noord, 2005), und dieses allgemeine Problem könnte im Fall einer ehrgeizigen Ausgabenregel noch stärker ins Gewicht fallen, da eine solche Regel häufiger greift (d.h. nicht nur in schlechten Zeiten, sondern auch in guten Zeiten) als eine Defizitregel. Ein Teil der Lösung besteht darin, sicherzustellen, dass die Ausgabenregel sehr umfassend ist und sich auf alle Ausgabenposten erstreckt (Price, 2010), die verschiedenen Verwaltungsebenen berücksichtigt und ein Monitoring der Steuervergünstigungen einschließt (Anderson und Minarik, 2006). Bei strengen Haushaltsregeln besteht in diesem Kontext die Gefahr, dass versucht wird, mit Vorschriften Ergebnisse zu erzielen, die zuvor mit Haushaltsinstrumenten erreicht wurden.

Arbeitsmarkts führen, bei der einige Gruppen in schlechten Zeiten besonders von Arbeitslosigkeit bedroht sind, negativ auswirken können.

Es gibt mehrere Wege, über die wachstumsfördernde Strukturreformen auch einen Beitrag zur Haushaltskonsolidierung leisten können. Beispielsweise kann eine Anhebung des Rentenalters zur Erhöhung der Beschäftigungsquote und der Nachfrage beitragen und zugleich den von der Bevölkerungsalterung ausgehenden Druck auf die öffentlichen Haushalte mindern. Darüber hinaus kann die Umstellung auf optimale Verfahrensweisen in der Gesundheitsversorgung und im Bildungswesen Spielraum für eine Haushaltskonsolidierung schaffen, ohne dass das Niveau der angebotenen Leistungen beeinträchtigt würde. Reformen, die die Beschäftigung im privaten Sektor ankurbeln, erhöhen die Steuereinnahmen; Reformen können außerdem eine Verringerung der Arbeitslosenleistungen zur Folge haben und die Lohnkosten der öffentlichen Hand im Verhältnis zum BIP reduzieren<sup>26</sup>. Produktmarktreformen, die die Produktivität steigern, können die Steuereinnahmen ebenfalls erhöhen, wenngleich sie tendenziell auch zu höheren Löhnen und Gehältern im öffentlichen Sektor und zu höheren Transferleistungen führen, wodurch sie die günstigen Haushaltseffekte z.T. wieder zunichte machen.

Reformen zur Lockerung der Rigiditäten an den Arbeits- und Produktmärkten sind weiterhin vonnöten, um die Volkswirtschaften negativen Schocks gegenüber widerstandsfähiger zu machen, indem entweder ihr Effekt abgefedert oder dafür gesorgt wird, dass dieser nicht so lange fort dauert. Insbesondere können alle Reformen, die die zwischen verschiedenen Arbeitnehmergruppen beim Beschäftigungsschutz bestehenden Unterschiede beseitigen, hinreichend Flexibilität bei den Tarifverhandlungen gewährleisten und wettbewerbsfeindliche Produktmarktregulierungen lockern, die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft steigern, wobei anfänglich allerdings mit einem potenziell stärkeren Schockeffekt zu rechnen ist. Die Umsetzung makro- und mikroprudenzieller Reformen könnte ebenfalls zur Steigerung der Widerstandsfähigkeit beitragen, indem sichergestellt wird, dass der Effekt geldpolitischer Maßnahmen rasch zum Tragen kommt, und gewährleistet wird, dass die Finanzintermediation selbst in Krisenzeiten weiter funktioniert.

Darüber hinaus spielen Strukturreformen über ihre Auswirkungen auf Konsum, Ersparnis und Investitionstätigkeit auch eine Schlüsselrolle bei der Bewältigung der Ursachen der globalen Ungleichgewichte (OECD, 2011). Ein Ausbau der sozialen Sicherungssysteme in China und anderen asiatischen Volkswirtschaften würde wichtigen sozialen Zielen dienen und als Nebeneffekt die Notwendigkeit des Vorsorgespargens reduzieren, so dass die großen Leistungsbilanzüberschüsse einiger dieser Länder schrumpfen würden. Produktmarktreformen in den Dienstleistungsbranchen würden die Investitionsausgaben ankurbeln und in Ländern wie Japan und Deutschland die Leistungsbilanzüberschüsse verringern. Die Beseitigung konsumfördernder Politikverzerrungen, wie der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen auf Hypothekenkredite, könnte zur Erhöhung der Ersparnisse der privaten Haushalte beitragen und die Leistungsbilanzdefizite in einer Reihe von Ländern, nicht zuletzt den Vereinigten Staaten, reduzieren helfen. Mit Finanzmarktreformen könnten in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Kreditengpässe gemindert und so der Konsum und die Investitionen gefördert werden, was zu einer Verringerung der Leistungsbilanzüberschüsse dieser Länder beitragen würde; solche Reformen sollten aber durch geeignete aufsichtsrechtliche Kontrollen flankiert werden.

### **Internationale Koordination und Kooperation**

Es müssen Mechanismen gefunden werden, die das Nebeneinander unterschiedlicher politischer Weichenstellungen auf dem Globus in einer Weise gestatten, die für wirtschaftliche Stabilität und Wachstum sorgt. Dies setzt internationale Zusammenarbeit, Aufsicht und Kommunikation bei der Prioritätensetzung und der Minimierung etwaiger negativer Nebeneffekte voraus, die sich aus der jeweiligen geografischen Politikkonstellation ergeben könnten. Ein Aspekt sind dabei die Anstrengungen, die auf internationaler Ebene unternommen werden, um die Aufsichtsrahmen weltweit zu stärken. Darüber hinaus besteht die

26. Berechnungen in OECD (2010b) legen den Schluss nahe, dass eine Erhöhung der Beschäftigungsquote um 1 Prozentpunkt die Haushaltssalden um 0,3-0,8% des BIP verbessert.

Aufgabe des G20-Rahmenwerks für ein starkes, nachhaltiges und ausgewogenes Wachstum darin, eine Kombination makroökonomischer, struktureller und Wechselkurspolitischer Maßnahmen zu identifizieren, die bei gleichzeitiger Minimierung der Risiken einer erneuten Ausweitung der globalen Ungleichgewichte die Wachstumsaussichten verbessern und zur Erreichung tragfähiger Haushaltspositionen beitragen.

Eine gute Zusammenarbeit ist ferner auch für die Stärkung des internationalen Währungssystems notwendig. Letzten Endes werden sich die realen Wechselkurse entsprechend den zwischen den Ländern bestehenden Differenzen bei den politischen Rahmenbedingungen sowie den Wachstumsraten, Inflationserwartungen und Haushaltspositionen entwickeln. So wäre im Lauf der Zeit insbesondere damit zu rechnen, dass es in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer realen Währungsaufwertung kommt. Bei einem festen nominalen Wechselkurs müssen die erforderlichen Veränderungen über Anpassungen bei den Löhnen und Preisen erfolgen, die insofern kostspielig sein können, als sie die Verankerung der Inflationserwartungen zu lösen drohen. Fortbestehende Wechselkursverzerrungen können in der Zwischenzeit auf Dauer nicht tragbare Leistungsbilanzungleichgewichte entstehen lassen. Deshalb bedarf es Reformen, die Wechselkursbewegungen in Einklang mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten erleichtern, um sicherzustellen, dass nominale Wechselkursanpassungen als Sicherheitsventil fungieren können. Eine übermäßige Volatilität der Wechselkurse kann andererseits aber ebenfalls mit Kosten verbunden sein.

Ein weiterer Faktor, den es zu berücksichtigen gilt, ist die Gefahr, dass umfangreiche Kapitalströme, die auf der Suche nach hohen Renditen in aufstrebende Volkswirtschaften fließen, eine Art „holländischer Krankheit“ auslösen, zu überhöhter Risikobereitschaft führen oder plötzlich versiegen bzw. umgelenkt werden. Um die Kapitalzuflüsse reibungslos kanalisieren und absorbieren zu können, sollten die aufstrebenden Volkswirtschaften für einen geeigneten makroökonomischen Policy Mix sorgen (wobei es u.a. darum geht, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu sichern, falls dies noch nicht geschehen ist, und Wechselkursaufwertungen nicht zu verhindern) und ihren makroprudenziellen Rahmen weiter stärken, um die Gefahr finanzieller Instabilität in Schach zu halten. Kapitalverkehrskontrollen sollten nur im äußersten Notfall und dann auf transparente Art und Weise vorgenommen werden und Gegenstand internationaler Gespräche sein. Ein Rahmen mit gemeinsamen Grundsätzen für die Kapitalverkehrspolitik könnte die Stabilität fördern und gleichzeitig offene Kapitalmärkte gewährleisten. Darüber hinaus hat die OECD auf die Rolle hingewiesen, die strukturpolitische Maßnahmen im Hinblick auf die Verringerung der mit Kapitalzuflüssen einhergehenden Risiken für die Finanzmarktstabilität spielen können, indem sie deren Zusammensetzung zu Gunsten stabilerer und produktiverer Finanzierungsformen verändern, wie beispielsweise ausländischen Direktinvestitionen (vgl. Kapitel 6).

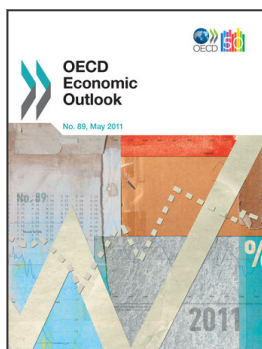


## Literaturverzeichnis

- Ahrend, R. (2010), "Monetary Ease: A Factor Behind Financial Crises? Some Evidence from OECD Countries", *Economics, The Open-Access Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4.
- Ahrend, R., B. Cournède und R. Price (2008), "Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 597.
- Ambler, S. (2009), "Price-Level Targeting and Stabilisation Policy: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 23.
- Amel, D., C. Barnes, F. Pancetta und C. Salleo (2004), "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28.
- Anderson, B. und J.J. Minarik (2006), "Design Choices for Fiscal Policy Rules", *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 5.
- Barrell, R., E.P. Davis, D. Karim und I. Liadze (2010), "Bank Regulation, Property Prices and Early Warning Systems for Banking Crises", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34.
- BCBS (2010), *Antwort des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht auf die Krise: Bericht an die G20*, Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Oktober.
- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver und T. Taylor (2010), "Monetary Policy After The Fall", Arbeit zum Symposium der Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, August.
- Beck, G. und V. Wieland (2007), "Money in Monetary Policy Design: A Formal Characterization Of ECB-style Cross-checking", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5.
- Beck, G. und V. Wieland (2008), "Central Bank Misperceptions and the Role of Money in Interest-Rate Rules", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55.
- Berger, H., J. de Haan, J. und J.-E. Sturm, (2011). "Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on the ECB Communication", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 16.
- Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10. März 2005.
- Bernanke, B., C. Bertaut, L.P. DeMarco und S. Kamin (2011), "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No. 1014.
- BIZ (2010), *80th Annual Report*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia und P. Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42.
- Blanchard, O. und J. Wolfers (2000), "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: the Aggregate Evidence", *Economic Journal*, Vol. 110.
- Blinder, A. (2010a), "Commentary: Rethinking Monetary Policy in Light of the Crisis", Beitrag zum Symposium der Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, August.
- Blinder, A. (2010b), "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", *Federal Reserve Bank of St Louis Economic Review*, Vol. 92.
- Borio, C. und P. Disyatat (2009), "Unconventional Monetary Policy: An Appraisal", *BIS Working Papers*, No. 292.
- Cournède, B. und D. Moccero (2009), "Is There a Case for Price-Level Targeting?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 721.
- Edey, M. (2008), "The Future of Inflation Targeting", Ausführungen bei der Konferenz der Bank of Canada *International Experience with the Conduct of Monetary Policy under Inflation Targeting*, Juli.
- Eggertsson, G. und M. Woodford (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003:1.

- Feldstein, M.S. (1999), "Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability", in M.S. Feldstein (Hrsg.) *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press.
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, Vol. 9.
- Gerlach, S. (2004), "The Two Pillars of the European Central Bank", *Economic Policy*, No. 44.
- Gerlach, S. und L.E.O. Svensson (2003). "Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50.
- Goodhart, C.A.E. (2005), "Beyond Current Policy Frameworks", *BIS Working Papers*, No. 189.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel und C. André (2007), "What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 553.
- Hall, P.A. (1993), "Policy Paradigms, Social Learning and the State, the Case of Policy Making in Britain", *Comparative Politics*, Vol. 25.
- Koen, V. und P. van den Noord (2005), "Fiscal Gimmickry in Europe: One-off Measures and Creative Accounting", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 417.
- Koske, I. und N. Pain (2008), "The Usefulness of Output Gaps for Policy Analysis", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 621.
- Kuhn, T.S. (1962), *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago, University of Chicago Press.
- Lawson, J., S. Barnes und M. Sollie (2009), "Financial Market Stability in the European Union: Enhancing Regulation and Supervision", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 670.
- McCracken, P. et al. (1977), *Towards Full Employment and Price Stability – A Report to the OECD by a Group of Independent Experts*, OECD, Paris.
- Mundell, R.A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *Canadian Journal of Economic and Political Science*, Vol. 29.
- Murray, J. (2010), "Re-examining Canada's Monetary Policy Framework – Recent Research and Outstanding Issues", Rede bei der Canadian Association for Business Economics, Kingston, August.
- OECD (1977), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Nr. 22, Paris.
- OECD (1991), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Nr. 50, Paris.
- OECD (1994), *OECD-Beschäftigungsstudie. Fakten – Analysen – Strategien. Arbeitslosigkeit im OECD-Raum, 1950-1995*, Paris.
- OECD (2003), *Die Quellen wirtschaftlichen Wachstums in den OECD-Ländern*, Paris.
- OECD (2006a), *OECD Employment Outlook 2006 – Boosting Jobs and Incomes: Policy Lessons from Reassessing the OECD Job Strategy*, Paris.
- OECD (2006b), "Regulation of Financial Systems and Economic Growth", *Going For Growth*, Ausgabe 2006, Paris.
- OECD (2010a), "Counter-Cyclical Economic Policy", *OECD-Wirtschaftsausblick* 87.
- OECD (2010b), "Konsolidierung der staatlichen Haushalte: Anforderungen, zeitlicher Ablauf, Instrumente und institutionelle Ausgestaltung", *OECD-Wirtschaftsausblick* 88.
- OECD (2011), *Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth*, Paris.
- Orphanides, A. und S. van Norden (2002), "The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84.
- Pain, N., I. Koske und M. Sollie (2006), "Globalisation and Inflation in OECD Economies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 524.
- Pain, N. und O. Röhn (2011), "Policy Frameworks in the Post-crisis Environment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 857.

- Price, R. und T.-T. Dang (2011), "Adjusting Fiscal Balances for Asset Price Cycles: Proposals for a New Set of Indicators", *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.
- Price, R. (2010), "Political Economy of Fiscal Consolidation", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 776.
- Slovik, P. und B. Cournède (2011), "Estimating the Impact of Basle III", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 844.
- Stark, J. (2010), "In Search of a Robust Monetary Policy Framework", Beitrag zur 6. Zentralbankkonferenz der EZB, Frankfurt am Main, November.
- Summers, L. (1991), "Panel Discussion: How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23.
- Svensson, L.E.O. (2010a), "Monetary Policy After the Financial Crisis", Rede anlässlich der Second International Journal of Central Banking Fall Conference, Tokyo, September.
- Svensson, L.E.O. (2010b), "Inflation Targeting", in B.M. Friedman und M. Woodford (Hrsg.), *Handbook of Monetary Economics: Volume 3*, Elsevier.
- White, W. (2009), "Should Monetary Policy 'Lean or Clean'?", *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, No. 34.
- Williams, J.C. (2009), "Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound", *Brookings Papers on Economic Activity*, Herbst 2009.
- Yellen, J. (2010), "Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-Crisis World", Rede anlässlich des Zweiten Jahrestreffens der National Association for Business Economics, Denver, November.



**From:**  
**OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1**

**Access the complete publication at:**  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2011-1-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en)

**Please cite this chapter as:**

OECD (2011), "50 Jahre OECD: Paradigmenwandel in der Wirtschaftspolitik", in *OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2011-1-48-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-48-de)

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org). Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).