

Kapitel 1

**GESAMTBEURTEILUNG DER
WIRTSCHAFTSLAGE**

Überblick

Die Erholung gewinnt an Kraft, jedoch nur langsam und ungleichmäßig

Die weltweite Erholung hat sich im vergangenen Jahr zunehmend ausgedehnt, auch wenn sie in den verschiedenen Ländern und Regionen mit unterschiedlichem Tempo vorangeschritten ist. Das weltweite Produktionswachstum wird in diesem Jahr sowie 2011 voraussichtlich bei rd. 4¾% und damit über der Wachstumsrate liegen, die in den zehn Jahren vor dem Beginn der Krise verzeichnet wurde (Tabelle 1.1). In den Nicht-OECD-Volkswirtschaften, vor allem in Asien, dürfte sich die kräftige Erholung fortsetzen, da die starken angesichts der Finanzkrise ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen nur allmählich zurückgenommen werden und diese Länder von der Krise selbst und ihren weiter andauernden Auswirkungen weniger direkt betroffen waren. Für die OECD-Länder erweist es sich vielfach als etwas schwieriger, die Dynamik der Erholung aufrechtzuerhalten und auszudehnen, trotz des günstigen Hintergrunds, der mit einer kräftigen Außennachfrage, der allmählichen, allerdings fragilen Normalisierung der Finanzmarktbedingungen und den Effekten der starken, wenn auch nachlassenden wirtschaftspolitischen Impulse gegeben ist. Negativer wirken die Erblasten der Krise, darunter die schlechte Bilanzsituation im privaten und öffentlichen Sektor, die hohe Arbeitslosigkeit sowie die zunehmend dringende Notwendigkeit der Haushaltskonsolidierung. Für den OECD-Raum wird im Jahr bis zum vierten Quartal 2010 ein jährliches Wirtschaftswachstum von rd. 2¾% erwartet, das sich im Jahresverlauf 2011 nochmals leicht auf 3% erhöhen dürfte. In den Vereinigten Staaten sowie in den Volkswirtschaften des Asien-Pazifik-Raums mit starken Handelsbeziehungen zu Nicht-OECD-Ländern wird sich das Wirtschaftswachstum wohl weiterhin kräftiger entwickeln als im übrigen OECD-Raum.

Table 1.1. **A gradual recovery from widespread recession**

OECD area, unless noted otherwise

	Average 1997-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2009 q4	2010 q4	2011 q4
	Per cent								
Real GDP growth¹	2.8	2.8	0.5	-3.3	2.7	2.8	-0.6	2.7	3.0
United States	3.2	2.1	0.4	-2.4	3.2	3.2	0.1	3.0	3.4
Euro area	2.3	2.7	0.5	-4.1	1.2	1.8	-2.1	1.5	1.9
Japan	1.1	2.4	-1.2	-5.2	3.0	2.0	-1.4	2.7	2.2
Output gap²	0.2	1.4	-0.3	-5.1	-3.8	-2.6			
Unemployment rate³	6.5	5.6	6.0	8.1	8.5	8.2	8.5	8.5	8.0
Inflation⁴	2.8	2.3	3.2	0.6	1.6	1.3	0.9	1.6	1.3
Fiscal balance⁵	-2.1	-1.2	-3.3	-7.9	-7.8	-6.7			
<i>Memorandum Items</i>									
World real trade growth	7.1	7.3	3.2	-11.0	10.6	8.4	-2.8	9.6	8.6
World real GDP growth⁶	3.7	5.1	2.8	-0.9	4.6	4.5	1.5	4.7	4.8

1. Year-on-year increase; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Per cent of potential GDP.

3. Per cent of labour force.

4. Private consumption deflator. Year-on-year increase; last 3 columns show the increase over a year earlier.

5. Per cent of GDP.

6. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305836>

Es bestehen nach wie vor erhebliche Abwärts- ebenso wie Aufwärtsrisiken

Die Projektionen sind nach wie vor mit erheblichen Risiken behaftet, obwohl sich die Situation in der Anfangsphase der Erholung günstiger entwickelt hat als erwartet. Viele Risikofaktoren sind miteinander verknüpft, so dass günstigere Entwicklungen in einem Bereich die Wirkung der negativen Faktoren in anderen abschwächen. Positiv schlägt zu Buche, dass die Wachstumsimpulse im OECD-Raum derzeit relativ stark sind, da sie unter dem Einfluss vorübergehender Faktoren wie dem Lageraufbau und der fiskalischen Maßnahmen stehen, und dass die dadurch entstandene Dynamik länger anhalten könnte als erwartet. Zudem könnten die Spillover-Effekte des weiterhin lebhaften Wachstums in den asiatischen Nicht-OECD-Ländern im OECD-Raum stärker zum Tragen kommen, vor allem in den Vereinigten Staaten und in Japan. Von solchen Entwicklungen würden allerdings auch Abwärtsrisiken ausgehen, weil eine zu starke Nachfrage in Nicht-OECD-Volkswirtschaften die Rohstoffpreise zusätzlich in die Höhe treiben und möglicherweise zu einer abrupten Straffung der Politik führen könnte. Das größte Abwärtsrisiko stellt jedoch die verstärkte Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung einiger OECD-Länder dar. Die damit verbundenen Solvenz- und Liquiditätsrisiken haben auf einigen Finanzmärkten bereits erhebliche Verwerfungen hervorgerufen, vor allem in Europa, und angesichts hoher und weiter steigender Risikoaufschläge für besonders gefährdete Länder sowie Anzeichen für Ansteckungseffekte droht eine Ausweitung der Instabilität, sollte das Vertrauen weiter abnehmen, weil es nicht gelingt, glaubwürdige Haushaltspläne aufzustellen und umzusetzen. Ein weiteres Abwärtsrisiko, das damit in gewisser Weise zusammenhängt, ist die Möglichkeit, dass die längerfristigen Inflationserwartungen in den OECD-Ländern – entgegen den Annahmen der zentralen Projektion – ihre Verankerung verlieren.

Die Rücknahme der wegen der Krise eingeführten Maßnahmen wird ein schwieriger Prozess sein

In aller Welt haben die zuständigen Behörden für die Geld-, Fiskal- und Finanzmarktpolitik auf die Krise mit außergewöhnlichen Maßnahmen zur Stützung der Gesamtnachfrage und des Finanzsystems geantwortet. In vielen Nicht-OECD-Volkswirtschaften sowie in einer Handvoll von OECD-Ländern nehmen die Kapazitätsüberhänge rasch ab und wurde die erforderliche deutliche Normalisierung der Geldpolitik bereits eingeleitet. Andernorts muss die Rücknahme der wegen der Krise ergriffenen makroökonomischen Maßnahmen erst noch richtig anlaufen, was allerdings nicht für die Länder gilt, die auf Grund von Zweifeln der Märkte an der Tragfähigkeit ihrer Verschuldung gezwungen sind, eine drastische Haushaltskonsolidierung vorzunehmen. Die aus der Notwendigkeit der Normalisierung der Geld-, Fiskal- und Finanzmarktpolitik auf mittlere Sicht resultierenden Herausforderungen erhöhen sich zusätzlich durch die Gleichzeitigkeit des in der überwiegenden Mehrzahl der OECD-Länder sowie in vielen Nicht-OECD-Volkswirtschaften bestehenden Haushaltskonsolidierungsbedarfs. Angesichts dieses in den verschiedenen Bereichen und Ländern jeweils unterschiedlich gearteten, aber doch synchron verlaufenden Normalisierungsprozesses ist es besonders wichtig, dass bei der Gestaltung der Politik eines Landes in einem Bereich die politischen Weichenstellungen in anderen Bereichen und in anderen Ländern angemessen berücksichtigt werden. Bei diesem Prozess ist auch die Möglichkeit gegeben, dass es zu Wechselkursbewegungen kommt und die Schwachstellen im Finanzsektor offengelegt werden.

Für die Wirtschaftspolitik gilt es ...

Vor diesem Hintergrund muss die Politik gegenwärtig wie auch auf längere Sicht folgenden Anforderungen gerecht werden:

... aktiv sicherzustellen, dass die fiskalische Glaubwürdigkeit gewahrt bleibt ...

- In den Ländern, die den Konsolidierungsprozess noch nicht eingeleitet haben, muss spätestens nächstes Jahr glaubwürdig damit begonnen werden, die öffentlichen Finanzen auf ein solides Fundament zu stellen. Das Tempo der Haushaltskonsolidierung sollte in den Ländern, in denen hier noch Entscheidungsspielraum

besteht, ausreichend sein, um die Glaubwürdigkeit auf Dauer zu sichern und das Risiko eines destabilisierend wirkenden Anstiegs der langfristigen Zinsen zu vermeiden, zugleich aber, soweit möglich, dem gedämpften Charakter der realwirtschaftlichen Erholung Rechnung tragen. Da die Schuldenlast auch nach dem Beginn der Konsolidierung weiter steigen wird, ist es äußerst wichtig, dass alle Länder über genaue mittelfristige Haushaltskonsolidierungspläne verfügen, in denen die in den kommenden Jahren zu ergreifenden Maßnahmen dargelegt sind. In einigen Ländern müssen solche Pläne noch aufgestellt werden (z.B. Japan), in anderen müssen sie im Interesse ihrer Glaubwürdigkeit detaillierter festgelegt werden (z.B. in Deutschland und Italien), und in Ländern, in denen die derzeitigen Konsolidierungsziele nicht ausreichen, um die öffentliche Schuldenquote zu stabilisieren (z.B. in den Vereinigten Staaten) bzw. nur eine Stabilisierung auf hohem Niveau gestatten, müssen sie ehrgeiziger werden. In den aktuellen Projektionen für 2011 sind nur konkrete, bereits bekannte Konsolidierungsmaßnahmen berücksichtigt; diese scheinen vielfach keine ausreichende Straffung zu implizieren, und die Konsolidierung muss wohl beschleunigt werden, um einer destabilisierenden Schuldendynamik entgegenzuwirken. Im Euroraum müssen zudem die entsprechenden Verfahren gestärkt werden, um fortgesetzten längerfristigen Problemen mit der Staatsverschuldung vorzubeugen bzw. zu begegnen.

... die Leitzinsen zu normalisieren, wobei das Tempo dieses Prozesses von der Stärke der Erholung abhängen muss ...

- Der Prozess der Rücknahme einiger der außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen hat begonnen, und die Währungsbehörden sind dabei, die Modalitäten ihrer Ausstiegsstrategien zu klären, wenngleich die jüngsten Finanzmarkturbulenzen im Euroraum zur Folge hatten, dass Krisenmaßnahmen eingeführt bzw. wieder eingeführt wurden. Die Herausforderung wird darin bestehen, die Ausstiegsstrategien in einem Tempo umzusetzen, das mit den Zielen der kurzfristigen ebenso wie der langfristigen makroökonomischen Stabilität vereinbar ist, und insbesondere sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen verankert bleiben und die finanzielle Stabilität nicht gefährdet wird. Die Normalisierung der Leitzinsen sollte in der Mehrzahl der OECD-Volkswirtschaften im Verlauf dieses Jahres beginnen, wobei Japan eine Ausnahme darstellt, da die Leitzinsen dort angesichts der weiter andauernden Deflation bis 2012 oder darüber hinaus nahe null gehalten werden sollten. In einigen Nicht-OECD-Volkswirtschaften, darunter China und Indien, muss die Geldpolitik weiter gestrafft werden, um die inflationären Spannungen zu stoppen und das Risiko von Vermögenspreisblasen zu verringern. Ein Teil des Drucks, der auf der chinesischen Geldpolitik lastet, könnte auf kurze Sicht durch eine Währungsaufwertung gelindert werden, während eine stärkere Flexibilisierung des Wechselkurses den Spielraum der Währungsbehörden erhöhen würde, um inländischen inflationären Spannungen zu begegnen.

... mit der Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten und Finanzmärkten fortzufahren ...

- Es gilt die erforderliche Dynamik zu verstärken, um unter der Schirmherrschaft der G20 international einheitliche Regeln und Vorschriften für die Finanzmärkte aufzustellen, die die Stabilität des weltweiten Finanzsystems festigen. Wichtig ist es auch, die Aufgabenverteilung zwischen der Geld- und der Aufsichtspolitik in Bezug auf künftige Kredit- und Vermögenspreisentwicklungen klarer zu regeln.

... und Strukturreformen zur Anhebung des Produktionspotenzials und Verringerung der globalen Ungleichgewichte durchzuführen

- Um das Produktionspotenzial anzuheben, die Innovationstätigkeit zu fördern und zu verhindern, dass sich die hohe Arbeitslosigkeit strukturell verfestigt, müssen Arbeits- und Produktmarktreformen durchgeführt werden. Der Ausbau der Sozialversicherung in China und anderen asiatischen Ländern ist schon für sich genommen ein wichtiges Ziel und würde zudem die Notwendigkeit des Vorsorge-sparens verringern. In anderen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen könnte

mit mehreren Arten von Strukturreformen eine Verlagerung von Ressourcen von exportorientierten in abgeschottete Sektoren ermöglicht werden, während in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten die Ersparnis durch Rentenreformen sowie die Beseitigung von Steueranreizen für den Konsum erhöht werden könnte. Alles in allem würde eine Verringerung der politikinduzierten Verzerrungen der Spar- und Investitionsentscheidungen zusammen mit der Haushaltskonsolidierung das Wachstum stärken und die globalen Ungleichgewichte verringern.

Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder

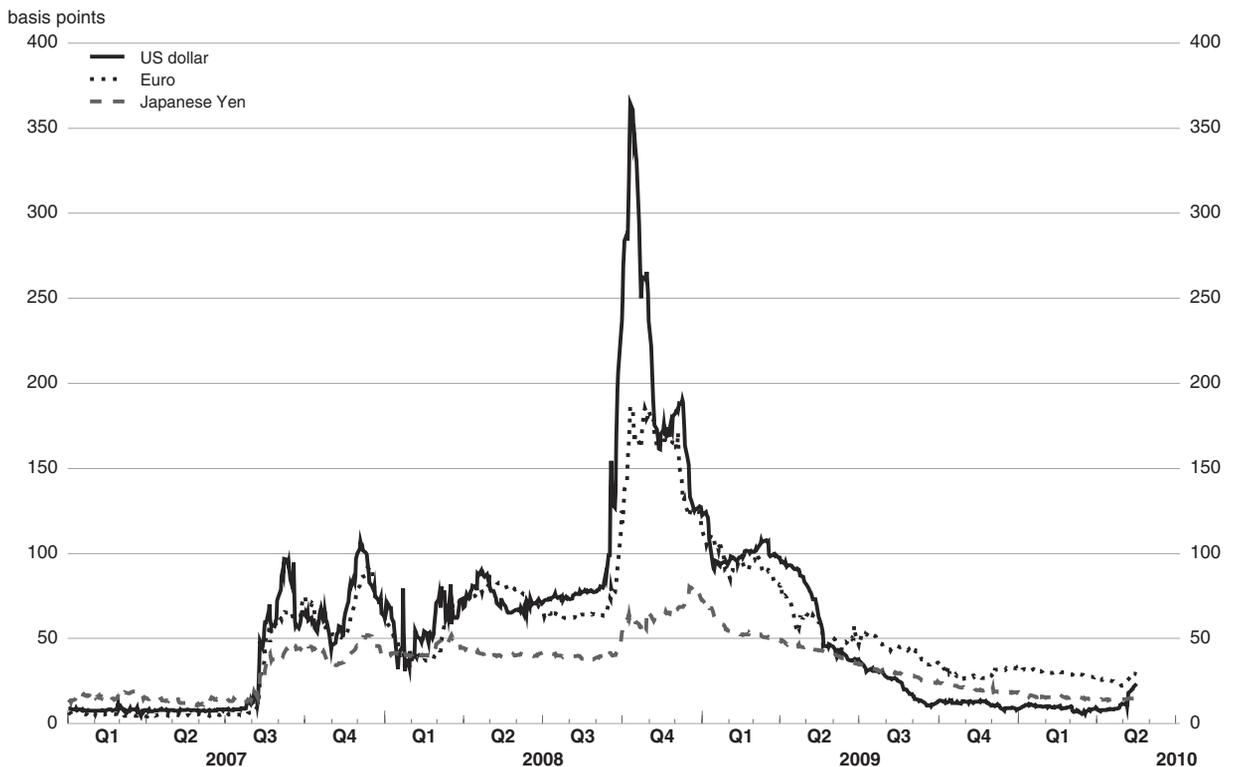
Entwicklung an den Finanzmärkten

Die Banken haben ihre Bilanzen gestärkt ...

Die Spannungen auf den Interbankenmärkten verstärkten sich in der ersten Hälfte des Monats Mai, als sich die Bedenken in Bezug auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in bestimmten Ländern des Euroraums verschärften (Abb. 1.1). Gleichwohl verharrten die Spreads zwischen den Dreimonats-Interbankensätzen und den durchschnittlich erwarteten Tagesgeldsätzen verglichen mit der Situation während der Krise auf niedrigem Niveau. Auf Grund dieser niedrigen Spreads, zusammen mit

Figure 1.1. **Money market spreads have remained low**

Three-month spreads, last observation: 17 May 2010



Note: Spread between three-month interbank rates (EURIBOR in the euro area, LIBOR in the United States and Japan) and overnight swap rates.

Source: Datastream and Bloomberg.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303708>

nahezu bei null liegenden Leitzinssätzen, sind die Kreditkosten der Banken in nominaler Rechnung sehr gering und außer in Japan in realer Rechnung sogar negativ gewesen. Die geprüften Jahresabschlüsse für 2009 zeigen, dass die Großbanken in dem von niedrigen Finanzierungskosten und krisenbedingt gesunkenem Wettbewerb geprägten Umfeld hohe Nettoeinnahmen aus Zinsspannen und Aktivitäten im Investmentbanking erzielt haben (Tabelle 1.2). Auf der Kostenseite erhöhten die Großbanken die Personalausgaben wieder auf das Niveau von 2007, obwohl die Anzahl der Beschäftigten geringer war und die hohen Bankeinnahmen zum großen Teil auf staatliche Maßnahmen zurückzuführen waren. Die Banken haben auch hohe Abschreibungen und Rückstellungen für Kreditverluste vorgenommen, die Gewinne sind jedoch immer noch hoch gewesen. Da die Banken nur in relativ bescheidenem Umfang Dividenden ausschütteten und in großem Stil Kapital an den Märkten aufnahmen, konnten sie ihre Kapitalpositionen 2009 steigern und die Qualität des Kapitals durch Umwandlung eines Teils ihrer hybriden Verbindlichkeiten in Eigenkapital verbessern. Bei einer Gruppe von Bankgiganten im OECD-Raum, die geprüfte Jahresabschlüsse für 2009 veröffentlicht haben, belief sich das Stammaktienkapital Ende 2009 auf 3,3% ihrer materiellen Vermögenswerte, gegenüber 1,9% im Vorjahr.

Table 1.2. **Selected accounting indicators at top global banks**

Billion euros, except otherwise mentioned

	2007	2008	2009
Net interest revenue	184	237	257
Other operating income (mainly investment banking revenue)	271	108	287
Personnel compensation	170	155	173
Loan-loss provisions	48	103	145
Charge-offs ¹	29	52	85
Profits after tax	93	-2	61
Dividend payments ²	36	31	10
Profits/equity (%)	12.2	-0.2	6.2

Note: The indicators cover the 15 banking groups that have reported audited accounts for 2009 among the 24 largest in the OECD area (BBVA, Banco Santander, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Société Générale, Standard Chartered and UBS).

1. This indicator excludes BBVA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Goldman Sachs, Société Générale, Standard Chartered and UBS for lack of data.

2. This indicator excludes BNP Paribas, Crédit Agricole, Credit Suisse and UBS for lack of data.

Source: Bankscope.

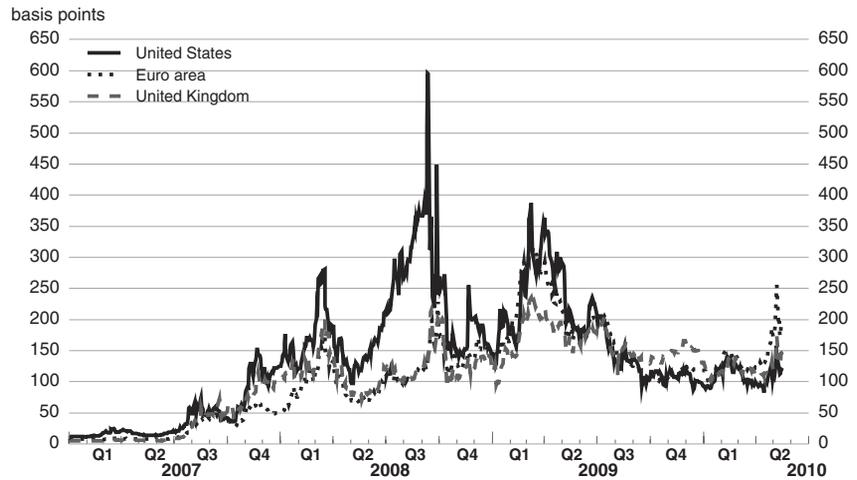
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305855>

... sind jedoch nach wie vor anfällig

Die Banken sind indessen nach wie vor anfällig, wie sich an der Tatsache ablesen lässt, dass die Kreditausfallswap-Prämien auf ihre Anleihen nach wie vor deutlich über dem Vorkrisenniveau liegen und auf die Schocks auf Grund der Bedenken in Bezug auf die Staatsfinanzen und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in Dubai und in der Folge in Griechenland sowie anderen Ländern des Euroraums reagiert haben (Abb. 1.2). Erstens dürften die Banken nach wie vor Verluste aus den zeitverzögerten Effekten des Abschwungs erfahren, insbesondere aus Gewerbeimmobilienkrediten. Zweitens haben einige Banken nach einem längeren Zeitraum, in dem die Zinssätze äußerst niedrig waren, Zins- und Refinanzierungsrisiken in beträchtlichem Umfang angesammelt, die eine Folge der nahezu kostenfreien Aufnahme kurzfristiger Kredite sind, die dem Erwerb höher verzinslicher langlaufender Wertpapiere dienen. Drittens könnten die Preise der Bankaktiva sinken, wenn die Zentralbanken mit der

Figure 1.2. **Bank credit default swap rates have backed up**

Last observation: 17 May 2010



Note: Banking sector 5-year credit default swap rates.

Source: Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303727>

Veräußerung der Aktiva beginnen, die sie während der Krise erworben haben, oder zu normaleren Vorkehrungen für den Einsatz von Sicherheiten für die Bereitstellung von Liquidität zurückkehren. Auf der anderen Seite haben die am 9./10. Mai 2010 angekündigten Rettungsmaßnahmen in Reaktion auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten im Euroraum das Risiko von Verlusten aus den Beständen der Banken an griechischen und anderen südeuropäischen Aktiva deutlich verringert (Kasten 1.1).

Die Kreditvergabe der Banken ist immer noch sehr schwach, wenngleich die Kreditvergabebedingungen sich zu lockern scheinen

Im Zuge der fortschreitenden Erholung scheinen sich die Kreditvergabebedingungen der Banken zu lockern. Der Nettoanteil der Banken, die verschärfte Kreditvergabebedingungen angeben, deren Ausmaß (nicht aber kumulierten Werte) sich als guter Prädiktor der US-Konjunktur erwiesen hat, ist bei allen Kategorien von Kreditnehmern in den Vereinigten Staaten und im Euroraum weiter zurückgegangen. Dennoch

Kasten 1.1 Bankrisiken aus Griechenland

Die Befürchtungen in Bezug auf die Fähigkeit Griechenlands, seinen Verpflichtungen gegenüber den Anleihebesitzern nachzukommen, wurden größer, als die neue Regierung nach ihrem Amtsantritt im Oktober 2009 offenlegte, dass das Staatsdefizit zuvor viel zu niedrig ausgewiesen worden war. Die Kosten für die Absicherung griechischer Staatsanleihen gegen Kreditverluste stiegen, nachdem die ursprünglichen Pläne des Landes zur Haushaltskonsolidierung die Investoren nicht überzeugen konnten. Insbesondere die Bestätigung, dass die EZB beabsichtigte, nach dem Auslaufen der befristeten Lockerung der Anforderungen Ende 2010 zu ihren normalen Regeln für notenbankfähige Sicherheiten zurückzukehren, was bedeutete, dass griechische Staatsanleihen bei einer erneuten Herabstufung durch die Ratingagenturen nicht mehr als Sicherheiten für die Mittelaufnahme bei der EZB hinterlegt werden konnten, hatte einen signifikanten Anstieg der Anleiherenditen zur Folge. Obwohl die Kreditausfallswap-Prämien auf griechische Staatsanleihen und die Differenzen bei den Anleiherenditen verglichen mit Deutschland nach der im März erfolgten Ankündigung ambitionierterer Konsolidierungspläne, einer gemeinsamen Standby-Fazilität des Internationalen Währungsfonds (IWF) und des Euroraums sowie eines neuen, flexibleren Sicherheitenrahmens der EZB sanken, stiegen sie im April und Anfang Mai erneut auf ein ungewöhnlich hohes Niveau an, als sich die Bedenken hinsichtlich der langfristigen Zahlungsfähigkeit Griechenlands über den Zeithorizont des Hilfspakets des IWF und des Euroraums hinaus verstärkten. Sie gingen dann nach der Ankündigung von Krisenmaßnahmen am 9./10. Mai drastisch zurück, waren Mitte Mai jedoch nach wie vor erhöht.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Banks' holdings of Greek and southern European assets

	France	Germany	United States
Holdings of Greek assets:			
Amount (\$bn)	78.8	45.0	16.6
Share in the total external claims of the banking sector (%)	2.1	1.4	0.7
Share in total banking sector assets (%)	0.8	0.5	0.1
Banking sector capital and reserves (\$bn)	354.0	413.0	1 410.0
Holdings of Greek, Portuguese and Spanish assets:			
Amount (\$bn)	334.9	330.4	79.3
Share in the total external claims of the banking sector (%)	9.1	10.1	3.2
Share in total banking sector assets (%)	3.6	3.7	0.6

Note: Figures for exposure to Greece and total external claims correspond to end December 2009 for BIS reporting banks; data on banking sector assets and capital and reserves refer to the latest available observation in *OECD Banking Statistics*: end-2008 for Germany and end-2007 for France and the United States.

Sources: *BIS Locational and Consolidated Banking Statistics April 2010* and *OECD Banking Statistics 2009*

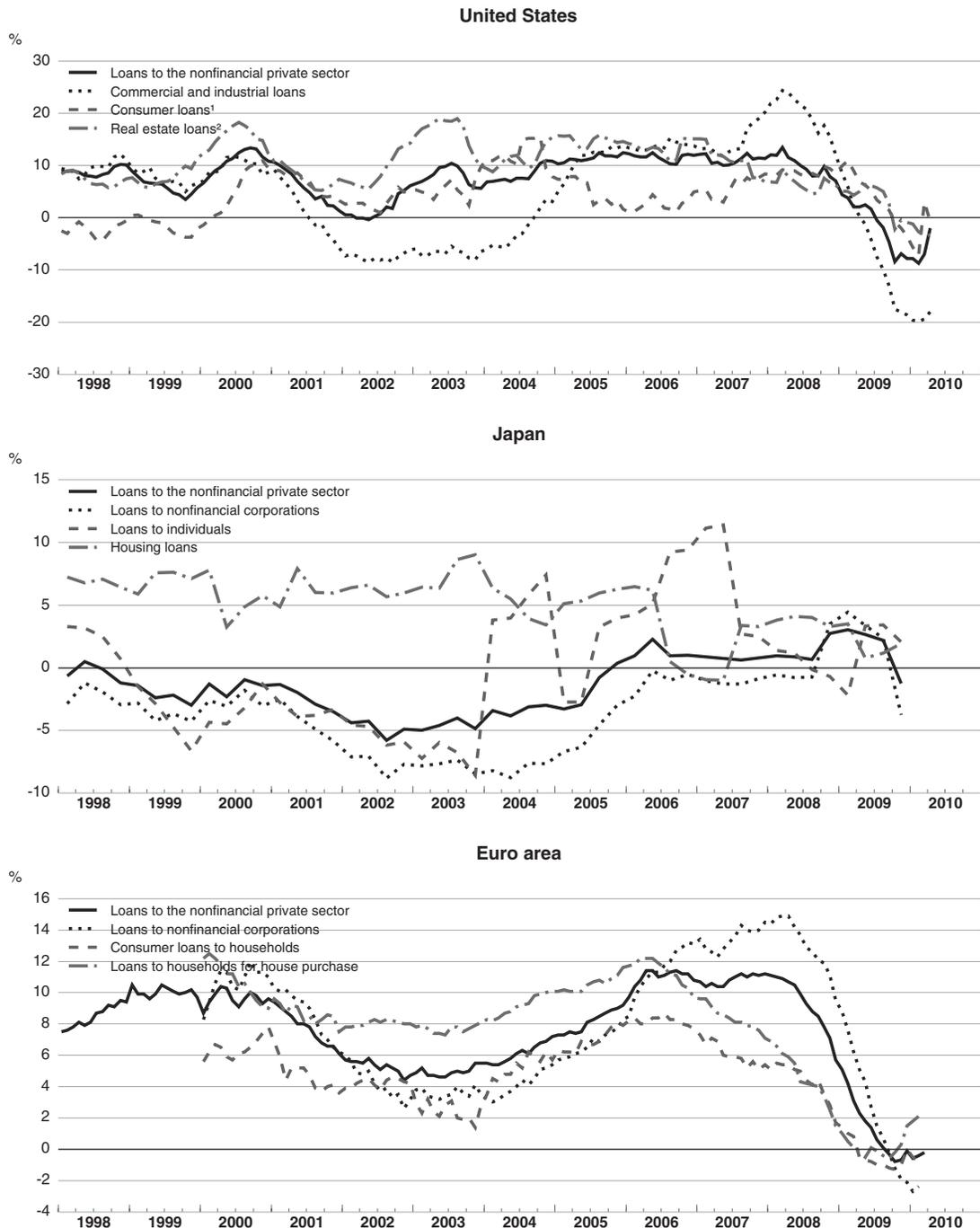
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305874>

Diese Entwicklungen hatten Besorgnis über die Möglichkeit einer Zahlungsunfähigkeit Griechenlands mit potenziellen Verlusten hervorgerufen, die den Bankensektor der Gläubigerländer destabilisieren könnten. Unter den OECD-Ländern weisen die Bankensektoren in Frankreich, Deutschland und den Vereinigten Staaten das größte Engagement in Griechenland auf (vgl. Tabelle). Dieses Engagement bezieht sich nicht nur auf Staatsanleihen, sondern umfasst auch andere Forderungen, die sich auf erhebliche Beträge belaufen können, etwa im Falle Frankreichs, dessen größte Bank Eigentümer des fünftgrößten griechischen Kreditgebers ist. Die von französischen, deutschen und insbesondere US-Banken gehaltenen griechischen Aktiva machen indessen nur einen relativ geringen Anteil ihres Engagements im Ausland und erst recht ihrer Gesamtkтива aus. Der hypothetische Verlust aus diesen Aktiva würde Bankkapital in einer Höhe verbrauchen, die überschaubar bliebe. Auch in Bezug auf einen Dominoeffekt sind Bedenken geäußert worden. Wenn rein hypothetisch ebenfalls Verluste aus Aktiva in Portugal und Spanien entstehen würden, zwei Ländern, die wahrscheinlich einige – wenn auch gewiss nicht alle – grundlegenden fiskalpolitischen Herausforderungen Griechenlands teilen, könnten die Auswirkungen auf das Kapital der französischen und deutschen Banken eine größere Herausforderung darstellen. Das Risiko von Verlusten im Geschäftsbankensektor ist seit der Ankündigung der Krisenmaßnahmen am 9./10. Mai gesunken.

ist die Bankkreditvergabe nach wie vor sehr schwach, auch wenn es in den letzten Monaten vage Anzeichen für eine Stabilisierung in einigen Kreditkategorien gegeben hat (Abb. 1.3). Bisher ist der Abschwung bei der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor nicht überraschend, da der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit – und insbesondere der Investitionen – die Nachfrage nach Finanzierungsmitteln naturgemäß sinken lässt. Ein Risiko für die kommende Zeit besteht darin, dass ein möglicher Mangel an verfügbaren Krediten den Aufschwung verlangsamten könnte. Was die Preise betrifft, haben die Banken und anderen Institute in den meisten Ländern einen Teil des Rückgangs ihrer Finanzierungskosten in Form von niedrigeren Kreditkosten an ihre Kunden weitergegeben.

Figure 1.3. **Bank lending remains weak**

Year-on-year growth rate



Note: Data refer to all commercial banks for the United States; to monetary financial institutions (MFIs) for the euro area; to all banks for Japan. Year-on-year growth rates are calculated from end-of-period stocks. For the euro area, these are adjusted for reclassifications, exchange rates variations and any other changes which do not arise from transactions.

1. United States data for April 2010 concerning consumer loans have been modified to take into account a change of concept.
2. The definition of real estate loans for the United States is broader than housing loans as it includes also loans related to commercial real estate. Moreover, both for the United States and for Japan, real estate / housing loans can include loans to the corporate sector.

Source: Thomson Financial.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303746>

Die Märkte für Unternehmensanleihen und -aktien haben sich dynamisch entwickelt ...

Die Kapitalmärkte haben seit März 2009 an Stärke gewonnen, jedoch – insbesondere in Europa – in den letzten Monaten auf die Problematik der griechischen Staatsanleihen sehr sensibel reagiert. Die privaten Anleihemärkte entwickeln sich dynamisch, auch wenn der Rückgang der Renditen bei allen Kreditnehmerkategorien Ende 2009 im Zusammenhang mit den Turbulenzen bei Anleihen aus Dubai und dem Euroraum zum Stillstand kam. Die großen nichtfinanziellen Unternehmen sind in der Lage gewesen, umfangreiche Finanzmittel auf den Anleihemärkten aufzunehmen, wobei die Emissionstätigkeit in den zwölf Monaten bis März im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten um 59%, 21% bzw. 26% über ihrem Zehnjahresdurchschnitt lag. Aktien sind eine wichtige Finanzierungsquelle für die Unternehmen gewesen: Die Emissionstätigkeit durch nichtfinanzielle Unternehmen lag im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten 2009 um 34%, 28% bzw. 12% über ihrem Fünfjahresdurchschnitt¹. Bis vor kurzem haben sich die weltweiten Aktienmärkte gegenüber den Bedenken im Hinblick auf Staatsanleihen im Euroraum als widerstandsfähig erwiesen, die Kurse sanken jedoch, als das Vertrauen Ende April und Anfang Mai 2010 zurückging, allen voran diejenigen von Finanzunternehmen, die durch Zweifel im Zusammenhang mit ihrem Engagement in griechischen Schuldinstrumenten belastet wurden.

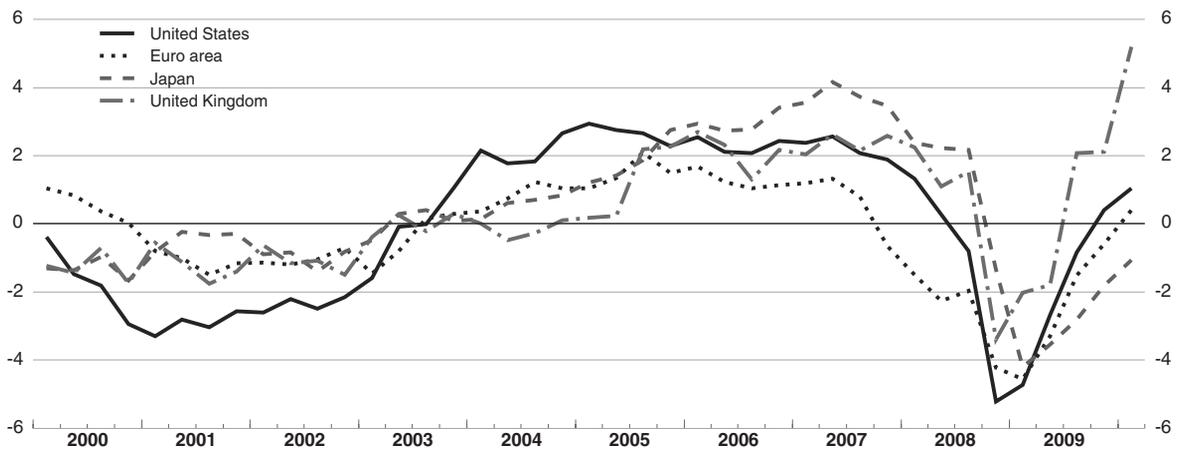
... die Wechselkurse waren in jüngster Zeit jedoch starken Schwankungen unterworfen

Die Besorgnis über die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung Griechenlands und einiger anderer Länder des Euroraums hat auch den Wechselkurs des Euro sinken lassen. Von Anfang des Jahres bis Mitte Mai wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um rd. 13½% ab, wodurch die Aufwertung des Jahres 2009 mehr als rückgängig gemacht wurde. In realer effektiver Rechnung ist die Senkung des Wechselkurses mit einem Rückgang von nahezu 10% im selben Zeitraum ebenfalls erheblich ausgefallen.

Insgesamt haben sich die Finanzierungsbedingungen in den OECD-Ländern verbessert ...

Die Indizes der finanziellen Rahmenbedingungen (FCI) der OECD liefern Schätzungen des Effekts der Veränderungen der realen Zinssätze, Anleihspreeds, Kreditbedingungen, realen Wechselkurse und des Vermögens auf die Wirtschaftstätigkeit (Abb. 1.4)². Die FCI, in denen die Daten bis Ende April berücksichtigt sind, sind im ganzen OECD-Raum stark gestiegen, insbesondere im Vereinigten Königreich, wo sie ein sehr hohes Niveau erreicht haben. Die Hälfte der Aufwärtskorrektur im Euroraum und im Vereinigten Königreich ist auf die effektive Wechselkursabwertung und der Rest auf inländische Faktoren zurückzuführen. Verglichen mit der unterstellten Entwicklung der FCI, die den Projektionen im *OECD-Wirtschaftsausblick 86* zu Grunde lagen, würde das derzeitige Niveau der FCI bei mechanischer Anwendung ihrer Effekte unter Annahme sonst gleicher Bedingungen gegenüber dem projizierten Niveau der Wirtschaftstätigkeit in den kommenden vier bis sechs Quartalen Aufwärtskorrekturen von 0,6% bis 1¼% im Euroraum und im Vereinigten Königreich bewirken, wobei das Niveau in den Vereinigten Staaten und in Japan weitgehend unverändert bliebe³.

1. Der historische Durchschnitt wird aus fünf anstatt zehn Jahren berechnet, um das letzte Jahr der Internetblase auszuklammern. In den Vereinigten Staaten, wo Monatsdaten verfügbar sind, lagen die Aktienemissionen in den zwölf Monaten bis Februar um 16% über ihrem Fünfjahresdurchschnitt.
2. Bei den FCI werden Aktienkurse und Wohnimmobilienpreise verwendet, um Vermögensveränderungen zu erfassen, wenn keine Finanzkonten verfügbar sind.
3. Diese Effekte werden auf Grund der Vergangenheitsdaten vor Beginn der Finanzkrise geschätzt.

Figure 1.4. **Financial conditions indices have improved markedly**

Note: A unit decline in the index implies a tightening in financial conditions sufficient to produce an average reduction in the level of GDP by 1/2 to 1% after four to six quarters. See details in Guichard et al. (2009).

Source: Datastream; and OECD calculations.

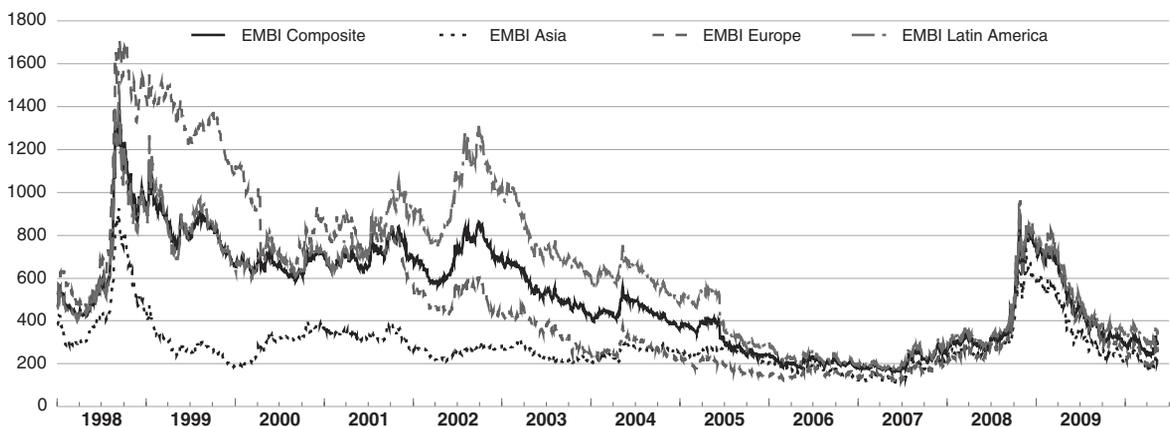
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303765>

... wobei sich die aufstrebenden Volkswirtschaften als widerstandsfähig gegenüber den Bedenken in Bezug auf die Staatsanleihen im Euroraum erweisen

Außerhalb des OECD-Raums haben sich die Finanzmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften relativ widerstandsfähig gegenüber den mehrfachen Turbulenzen im Zusammenhang mit den Staatsanleihen in Dubai und im Euroraum gezeigt. Die Anleihespreads in den aufstrebenden Volkswirtschaften liegen weiterhin deutlich unter ihrem historischen Durchschnitt, auch wenn sie Ende April und Anfang Mai leicht stiegen (Abb. 1.5). Außerhalb Chinas haben die Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte trotz der Rückgänge im Januar und Februar zugelegt. Diese Kursentwicklungen erfolgten, als die Nettokapitalbewegungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit Ende November 2009 zwischen Zu- und Abflüssen fluktuierten. Die

Figure 1.5. **Emerging market bond spreads are low in historical comparison**

Last observation: 17 May 2010



1. Spreads show yield difference in basis points over US Treasury bonds.

Source: JP Morgan.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303764>

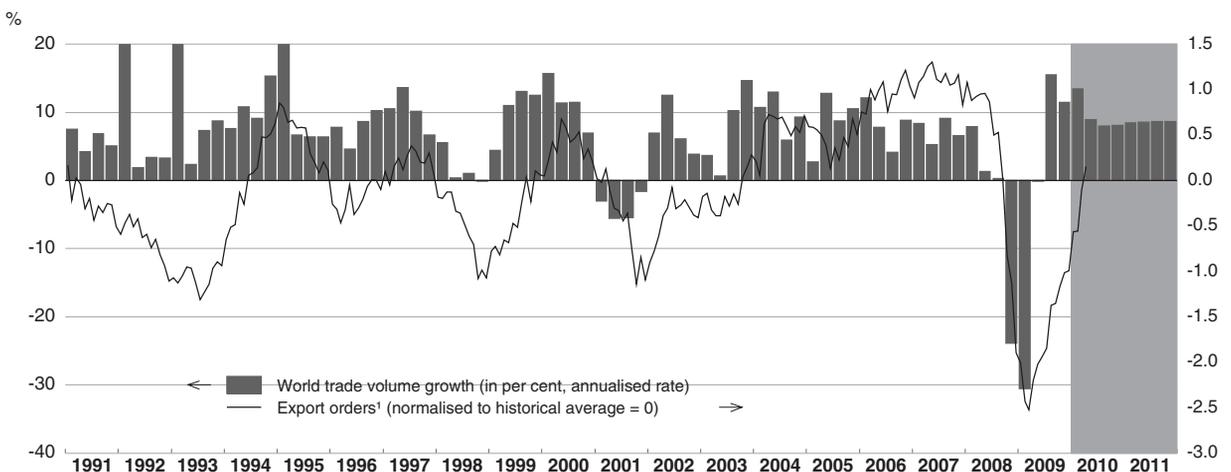
relative Widerstandsfähigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften könnte darauf hindeuten, dass die im Jahresverlauf 2009 beobachtete starke Verbesserung der Finanzindikatoren nicht nur auf „Carry Trade“-Strategien (bei denen Investoren in fortgeschrittenen Ländern kurzfristige Mittel zu sehr niedrigen Sätzen aufnehmen, um hochverzinsliche Instrumente in den Entwicklungsländern zu erwerben) zurückzuführen sein könnte, sondern auch auf die Fundamentaldaten (darunter in einigen Fällen höhere Rohstoffpreise). In jüngster Zeit sind die Kapitalzuflüsse in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften stark gestiegen, und die Aufwertungstendenzen ihrer Währungen sind in einigen von ihnen durch Interventionen auf den Devisenmärkten abgeschwächt worden.

Weitere Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder

Das Welthandelwachstum ist robust

Das Wachstum des Welthandels hat sich seit Mitte 2009 deutlich verstärkt, wobei die Handelsvolumen in der letzten Hälfte des vergangenen Jahres und im ersten Quartal 2010 mit einer annualisierten Rate von über 10% gestiegen sind (Abb. 1.6, Kasten 1.2). Selbst mit dieser Belebung lag das Welthandelsvolumen Ende des ersten Quartals um rd. 5-6% unter dem Höchststand vor der Krise. Die jüngsten monatlichen Handels- und allgemeinen Wirtschaftsindikatoren deuten darauf hin, dass das Handelwachstum eine Zeit lang robust bleiben dürfte und es, auch wenn es sich gegenüber dem außergewöhnlich raschen Tempo während der anfänglichen Erholung nach der Rezession verlangsamt, etwas stärker expandieren könnte als in den derzeitigen Projektionen angenommen. Die weltweiten Exportaufträge im Verarbeitenden Gewerbe haben ihr Vorkrisenniveau wieder erreicht, und die Präsenzindikatoren für Handelsströme, etwa Luftfrachtvolumen und die globalen IT-Aktivitäten, wachsen weiter rasch und erreichen wieder das Vorkrisenniveau. Der Handel in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat doppelt so rasch zugenommen wie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, was z.T. auf die stark expandierende Inlandsnachfrage infolge von Konjunkturmaßnahmen sowie ihre relative Spezialisierung auf Exportsektoren und ihre wichtige Rolle in den globalen Wertschöpfungsketten zurückzuführen ist. Diese

Figure 1.6. **Global trade and export orders have bounced back**



1. Balance of respondents reporting an increase and a decrease in export orders.

Source: OECD, Main Economic Indicator database; OECD Economic Outlook 87 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303803>

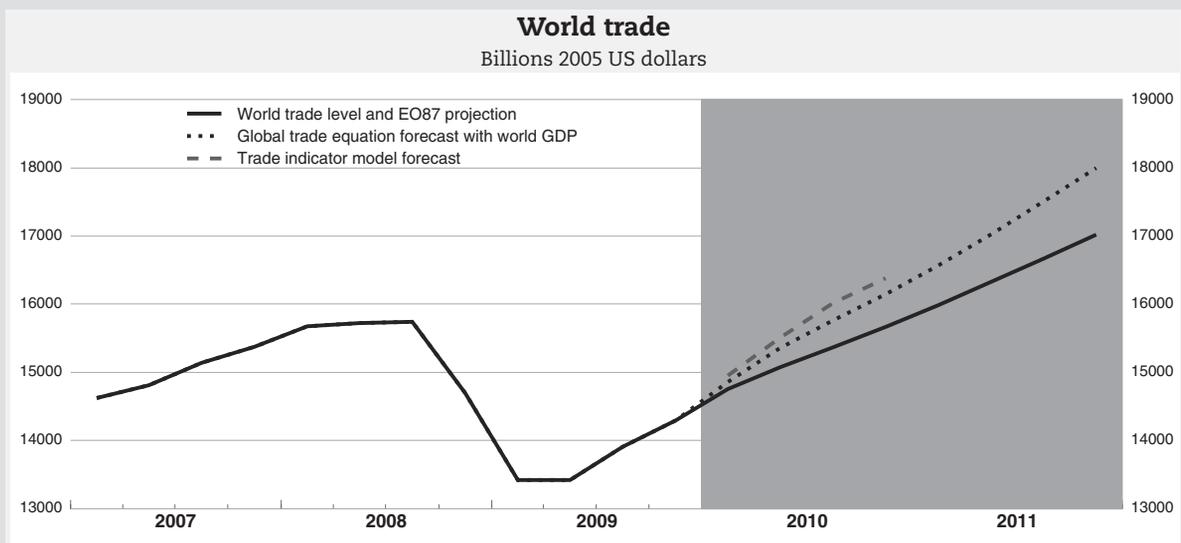
Kasten 1.2 Die Belebung des Welthandels

Nach dem beispiellosen Zusammenbruch Ende 2008 hat sich der Welthandel seit der zweiten Jahreshälfte 2009 kräftig belebt und wird den Projektionen zufolge vor Ende 2010 wieder das Vorkrisenniveau erreichen. Da dem Handel eine wichtige Rolle bei der gegenwärtigen wirtschaftlichen Erholung zukommt, ist es wichtig, die Faktoren zu verstehen, die dem Zusammenbruch und der raschen Erholung zu Grunde liegen, um die Risiken der derzeitigen Handelsprojektionen beurteilen zu können.

In jüngsten OECD-Forschungsarbeiten (Cheung und Guichard, 2009) sind die Bestimmungsfaktoren für den Zusammenbruch des Welthandels untersucht worden. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass der drastische Rückgang der weltweiten Nachfrage einen Großteil des Zusammenbruchs des Handels Ende 2008 und Anfang 2009 erklärt. Indessen wurde die kurzfristige Reaktion durch die restriktiven Kreditbedingungen verstärkt, was wahrscheinlich auf zwei Effekte zurückzuführen ist: Erstens hat sich die Kreditklemme durch Verringerung des Angebots an und Erhöhung der Kosten für Handelskredite, -garantien und -versicherungen unmittelbar auf die Handelsfinanzierung ausgewirkt¹; zweitens zählen die handelsintensiven Sektoren auch zu den kreditreagibelsten Sektoren (z.B. Kraftfahrzeuge und Investitionsgüter), daher könnte die Finanzkrise zu einem Abschwung geführt haben, der besonders zu Lasten der handelsintensiven Sektoren geht.

Die kräftige Belebung des Welthandels, die in der zweiten Jahreshälfte 2009 einsetzte, scheint wiederum von einer Umkehr der oben genannten Faktoren auszugehen. Der Großteil der Erholung entfällt auf die starke Belebung des Produktionswachstums sowohl in den OECD- als auch in Nicht-OECD-Ländern. Darüber hinaus dürften Struktureffekte eine Rolle gespielt haben, da ein Großteil dieser Erholung der Produktion auf eine Belebung der Nachfrage nach handelsintensiven Investitions- und Verbrauchsgütern zurückzuführen war. Die wesentliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen könnte einen Teil der Nachfragebelebung in diesen kreditreagiblen Sektoren erklären. Zeitlich befristete Faktoren wie eine Normalisierung der Lagerhaltung bei handelsintensiven Gütern sowie auf den Gebrauchsgütersektor ausgerichtete Konjunkturprogramme (z.B. Kfz-Abwrackprämien) sind zusätzliche Faktoren, die der Belebung Vorschub geleistet haben. Da der Aufschwung im Lagerzyklus abzuklingen beginnt und viele der Konjunkturprogramme entweder ausgelaufen sind oder auslaufen beginnen werden, dürfte sich diese Belebung abschwächen, sofern die Endverbrauchernachfrage nicht kräftig anzieht.

Für die Zukunft wird davon ausgegangen, dass der Welthandel im Jahresverlauf 2010 um durchschnittlich 10½% wachsen wird, bevor das Wachstum 2011 auf rd. 8½% nachgibt (vgl. die Abbildung unten)². Obgleich die Expansion während des Projektionszeitraums auf breiter Grundlage steht, wird davon ausgegangen, dass sich der Handel in den Nicht-OECD-Ländern am stärksten beschleunigt. Zwei Benchmark-Modelle deuten darauf hin, dass es zu einer gegenüber den derzeitigen Projektionen positiveren Entwicklung kommen könnte. Eine Gleichung, die den Welthandel mit dem weltweiten BIP-Wachstum und globalen Finanzierungsbedingungen verbindet, lässt auf ein höheres Wachstum schließen, das 2010 nahe bei 13% und 2011 bei 11½% liegen wird³. Darüber hinaus deuten mehrere Kurzzeitindikatoren jüngsten Datums, etwa die weltweite Industrieproduktion, Exportaufträge und Frachtraten, wenn sie in einem Indikatormodell zusammengefasst sind, auf ein noch rascheres Wachstum des Handels von rd. 14% im Jahr 2010 hin, wobei das Wachstum in der ersten Jahreshälfte besonders stark ausfällt.



Source: OECD Economic Outlook 87 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303822>

1. Vgl. auch IWF (2009) und Dorsey (2009).
2. Diese Projektionen beruhen auf einem Bottom-up-Ansatz, bei dem länderspezifische Schätzungen der Export- und Importvolumen aggregiert werden (Pain et al., 2005).
3. Es wird davon ausgegangen, dass die Finanzierungsbedingungen während des Projektionszeitraums auf dem Niveau der zuletzt beobachteten Werte verharren. Nach demselben Modell ist auf der Grundlage des Wachstums der OECD-Länder (nicht abgebildet) ein niedrigeres Handelswachstum von rd. 9% im Jahr 2010 und 8% im Jahr 2011 zu erwarten.

Entwicklungen haben zur Stützung der Auslandsnachfrage in den OECD-Volkswirtschaften beigetragen, wenngleich der Beitrag zum Welthandelwachstum in Anbetracht der gestiegenen Handelsintensität unter den Nicht-OECD-Ländern unterproportional ausgefallen ist.

Das Wachstum ist in den großen Nicht-OECD-Ländern robust

Der Konjunkturaufschwung in den Nicht-OECD-Ländern ist nach wie vor kräftig, was den Effekt der expansiven Geldpolitik und der fiskalischen Impulse widerspiegelt, und hat im vergangenen Jahr trotz des verhaltenen Wachstums der Auslandsnachfrage von Seiten der Nicht-OECD-Länder stetig an Breite gewonnen. Das Wachstum in den Nicht-OECD-Ländern Asiens ist stärker als andernorts geblieben, insbesondere in China, wo das BIP im ersten Quartal 2010, begünstigt durch den relativen Umfang und die rasche Umsetzung der dort auf den Weg gebrachten makroökonomischen Impulse, geschätzt um über 15% (Jahresrate) stieg. Die Ausgaben für die Infrastruktur sind infolge des zweijährigen, auf Investitionen konzentrierten Konjunkturpakets seit Anfang 2009 um nahezu 6% des BIP gestiegen, und der private Verbrauch hat sich – gestützt auf ein starkes Lohn- und Kreditwachstum – zunehmend lebhaft entwickelt, auch wenn erste Schritte in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik unternommen wurden. Dies ist in Indien ebenfalls der Fall, aber in der Vergangenheit umgesetzte Leitzinssenkungen und anhaltende expansive fiskalpolitische Maßnahmen stützen die private Inlandsnachfrage weiterhin. Darüber hinaus dürfte sich die Agrarproduktion von dem schwachen dürreinduzierten Niveau erholen, das Ende 2009 verzeichnet wurde. Der Konjunkturaufschwung in Russland und Südafrika bleibt nach wie vor hinter dem in den Nicht-OECD-Ländern Asiens zurück, hat jedoch, insbesondere in Russland, gestützt von der steigenden Auslandsnachfrage und den höheren internationalen Rohstoffpreisen an Dynamik gewonnen. Die starke Auslandsnachfrage nach Rohstoffen hat die bereits kräftige Ausweitung der Inlandsnachfrage in Brasilien und Indonesien auf Grund der Lockerung der Geldpolitik in der Vergangenheit ebenfalls verstärkt.

Die Vermögensposition der privaten Haushalte verbessert sich

Obgleich dies für die Anfangsphase einer Erholung ungewöhnlich ist, ist das Verbrauchswachstum in den meisten OECD-Ländern seit Mitte 2009 relativ verhalten gewesen. Die Sparquote der privaten Haushalte ist gegenüber dem Vorkrisenniveau gestiegen, da die Haushalte sich an ihre verschlechterte Finanzlage unmittelbar nach der Krise angepasst haben. Der Schuldenabbau setzt sich fort, was zusammen mit der Erholung der Vermögenspreise und den höheren Sparquoten zur Wiederherstellung der Finanzpositionen beiträgt. Es ist anzunehmen, dass der Prozess der finanziellen Sanierung sich noch eine Zeit lang fortsetzen muss, wenngleich ungewiss ist, mit welchem Tempo dieser vonstatten geht. Der Anstieg der Sparquoten, der in den größten Volkswirtschaften bereits stattfindet, entspricht weitgehend dem, was in Anbetracht der in der Vergangenheit beobachteten Korrelationen zwischen Sparen und Vermögen erwartet werden kann. Auf der Grundlage der Nettofinanzposition der privaten Haushalte Ende 2009 wäre ein nachhaltiger Anstieg der Sparquote um etwa 2½ Prozentpunkte in den Vereinigten Staaten, ½ Prozentpunkt in Japan und 1 Prozentpunkt im Euroraum sowie im Vereinigten Königreich gegenüber dem Niveau unmittelbar vor der Krise zu erwarten⁴. Da diese Schätzungen insbesondere die im Lauf des vergangenen Jahres erfolgten Vermögenspreisentwicklungen widerspiegeln, liegen sie in den Vereinigten Staaten und Japan rd. ½ Prozentpunkt, im Euroraum ¼ Prozentpunkt und im Vereinigten Königreich 1¼ Prozentpunkte unter den entsprechenden Schätzungen auf der Grundlage der Finanzpositionen von Mitte 2009 (OECD, 2009). Auf dieser Grundlage und unter der Annahme, dass die Sparquoten vor der Krise das Vermögen

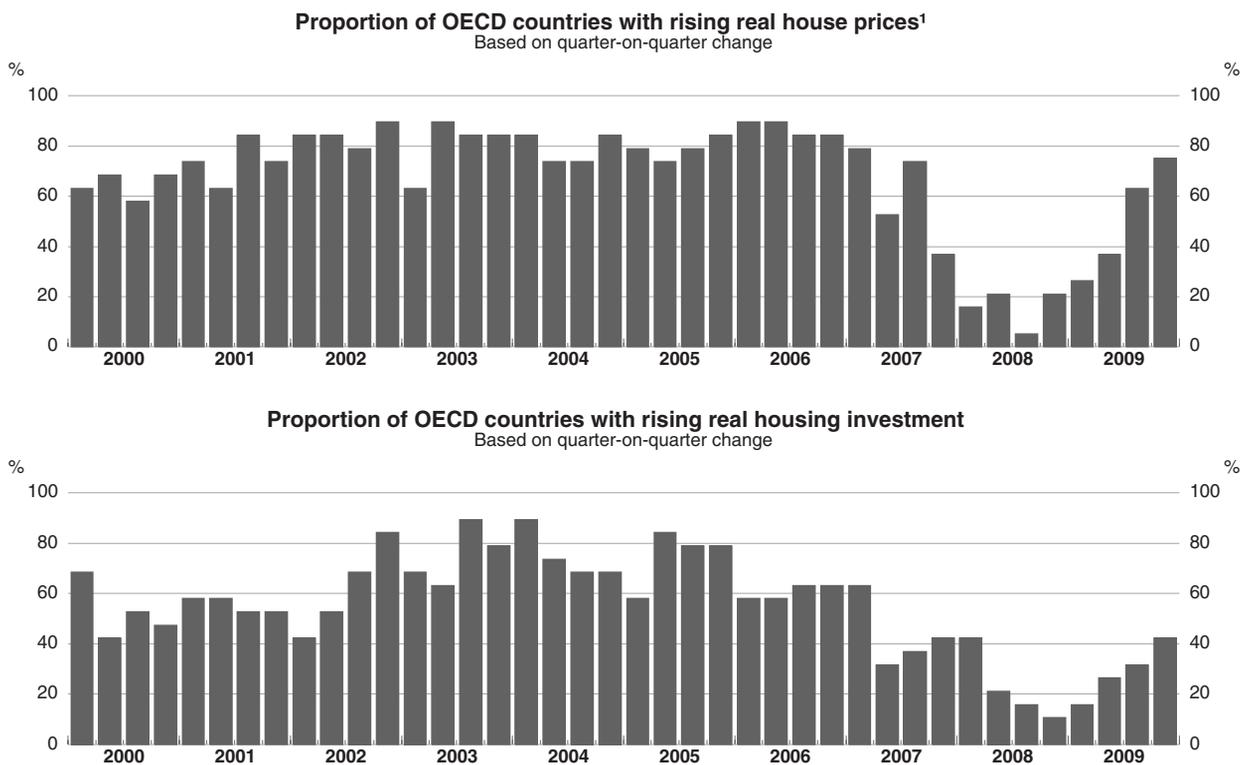
4. Die Grundlage für diese Berechnungen ist in OECD (2009, Kasten 1.1) beschrieben.

zu jenem Zeitpunkt widerspiegeln, decken sich die Sparquoten in den Vereinigten Staaten, Japan und im Euroraum nunmehr im Großen und Ganzen mit denen, die erforderlich sind, um die Finanzpositionen mittelfristig wiederherzustellen, während die Quote im Vereinigten Königreich höher ist, was auf eine raschere Sanierung der Finanzpositionen schließen lässt. Strengere Kreditvergabebedingungen und die nach wie vor unsichere Arbeitsmarktlage sind ebenfalls dazu angetan, die Ausgaben zu dämpfen, auch wenn die unter den Erwartungen liegende Arbeitslosenquote die Notwendigkeit der Steigerung des Vorsorgesparens verringert hat.

**Der Aufschwung am
Wohnimmobilienmarkt
gewinnt an Breite ...**

Die Wohnimmobilienmärkte haben sich bei einer zunehmend an Breite gewinnenden Steigerung der realen Wohnimmobilienpreise und einer moderateren Belebung der Wohnungsbauinvestitionen weiter erholt (Abb. 1.7). Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise, der, sofern er nachhaltig ist, der Vermögensposition der privaten Haushalte willkommene Unterstützung verleiht, ist in Kanada, Australien, Norwegen, Finnland und der Schweiz besonders ausgeprägt gewesen, wo sich die Jahreswachstumsrate der realen Wohnimmobilienpreise seit Mitte 2009 positiv entwickelt hat. Außerhalb des OECD-Raums sind die Wohnimmobilienmärkte in der jüngsten Zeit ebenfalls dynamisch gewesen, insbesondere in Teilen Chinas, was mit Risiken einhergeht, dass sich – angeheizt durch das starke Hypothekenkreditwachstum – eine destabilisierend wirkende Wohnimmobilienblase entwickeln könnte. Solche Bedenken

Figure 1.7. **The housing market recovery is broadening**



1. House prices deflated by the private consumption deflator. Calculation based on 19 countries (19 available in 2009q3 and 16 available in 2009q4).

Source: OECD Economic Outlook 87 database; and various national sources, see Table A.1 in Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord and C. André (2006), "Recent house price developments: the role of fundamentals", OECD Economics Department Working Papers, No. 475.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303841>

sind in den meisten OECD-Volkswirtschaften angesichts der nach wie vor schwachen Kreditentwicklung und der allgemeinen Kapazitätsüberhänge zurzeit begrenzt. Das Transaktionsvolumen hat sich gegenüber dem Niveau vor einem Jahr indessen klar erhöht, auch wenn die Verbesserung bei den Umsätzen in den Vereinigten Staaten merklich unregelmäßig ausgefallen ist, was auf das erwartete Auslaufen und die anschließende Verlängerung der befristeten Steuergutschrift für den Kauf neuer Wohnimmobilien zurückzuführen ist.

... es sind jedoch nach wie vor gewisse Abwärtsrisiken vorhanden

Auch wenn die Beibehaltung niedriger Leitzinssätze der Nachfrage nach Wohnimmobilien in den OECD-Ländern weitere Impulse verleihen dürfte, bleiben erhebliche abwärtsgerichtete Risiken bestehen. In den Vereinigten Staaten ist die Zahl der Zwangsvollstreckungen trotz des Konjunkturaufschwungs weiter gestiegen. Darüber hinaus sind die Wohnimmobilienpreise im Vergleich zu den Einkommen und den Mieten in vielen Volkswirtschaften, mit Ausnahme der drei größten, immer noch hoch (Tabelle 1.3), auch wenn dies z.T. auf das derzeit von niedrigen Zinssätzen geprägte

Table 1.3. **Real house prices remain at historically high levels in some countries**

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average ¹		Latest available quarter
	2001-2007	2008	2009 ²	Latest quarter ³	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	
United States	4.6	-6.0	-4.2	-5.8	110	94	Q4 2009
Japan	-3.4	-2.0	-1.5	-1.2	66	63	Q3 2009
Germany	-2.5	-1.1	-1.1	-1.8	70	64	Q4 2009
France	9.5	-1.5	-7.0	-4.4	139	126	Q4 2009
Italy	5.4	-1.4	-3.1	-3.3	118	111	Q3 2009
United Kingdom	8.6	-3.8	-9.1	-1.7	142	143	Q4 2009
Canada	8.4	-2.8	3.9	18.0	193	138	Q4 2009
Australia	7.8	0.7	0.3	11.0	169	151	Q4 2009
Belgium	6.8	1.0	-0.3	1.4	161	149	Q4 2009
Denmark	7.9	-7.4	-14.1	-7.7	129	130	Q4 2009
Finland	5.8	-2.9	-1.4	9.3	154	106	Q4 2009
Ireland	7.2	-11.2	-16.0	-20.9	177	107	Q3 2009
Netherlands	2.4	0.8	-2.8	-4.7	141	148	Q4 2009
Norway	6.8	-4.6	-0.5	11.3	161	127	Q4 2009
New Zealand	11.6	-7.7	-4.1	4.1	144	159	Q4 2009
Spain	10.5	-3.4	-7.0	-6.7	162	143	Q4 2009
Sweden	7.6	0.3	-2.1	3.5	177	124	Q4 2009
Switzerland	1.7	0.4	5.3	6.7	89	92	Q4 2009
Euro area ^{4,5}	4.5	-1.6	-4.0	-3.6	119	108	
Total of above countries ⁵	4.1	-3.7	-3.6	-2.7	114	101	

Note: House prices deflated by the Private Consumption Deflator.

1. Long-term average = 100, latest quarter available.

2. Average of available quarters where full year is not yet complete.

3. Increase over a year earlier to the latest available quarter.

4. Germany, France, Italy, Spain, Finland, Ireland and the Netherlands.

5. Using 2005 GDP weights.

Source: Girouard *et al.* (2006); and OECD.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305893>

Umfeld zurückzuführen ist, was die Abwärtsrisiken für die Wohnimmobilienpreise für den Fall unterstreicht, dass mit dem Entzug der stützend wirkenden Politikmaßnahmen begonnen wird.

Die Wohnimmobilieninvestitionen beginnen, das Wachstum zu stützen

Die Investitionen in Wohnimmobilien haben nunmehr in etwa einem Drittel der OECD-Länder, für die entsprechende Daten vorliegen, zu steigen begonnen. In anderen, insbesondere in Japan und den meisten Volkswirtschaften des Euroraums, geben die Investitionen volumenmäßig weiter nach, wenn auch in geringerem Maße, und verringern damit die Bremswirkung auf das Wirtschaftswachstum. Im OECD-Raum insgesamt ist das Verhältnis der Wohnimmobilieninvestitionen zum BIP im vierten Quartal 2009 gegenüber seinem jüngsten Höchststand vor der Krise um rd. 2 Prozentpunkte gesunken und lag unter dem Durchschnittsniveau der letzten dreißig Jahre. Sofern der Aufschwung bei den Wohnimmobilienpreisen und der Wohnungsnachfrage anhält, dürften die Investitionen sich weiter beleben, wenngleich sich der Aufschwung in Ländern wie Spanien, Irland und Griechenland, wo nach wie vor ein großer Überhang an unverkauften Wohnimmobilien besteht und die Wirtschaftstätigkeit ebenso wie die Arbeitsmärkte relativ schwach sind, verzögern könnte. Für die Zukunft wird davon ausgegangen, dass die Wohnungsbauinvestitionen im gesamten OECD-Raum im Verhältnis zum BIP ab dem zweiten Quartal 2010 unter dem Einfluss eines kräftigen Wachstums in den Vereinigten Staaten, Kanada, Australien und Japan zunehmen werden.

Bei den Unternehmensinvestitionen hat eine Erholung eingesetzt ...

Die rückläufige Entwicklung der Unternehmensinvestitionen erfolgte während der Rezession in außergewöhnlich raschem Tempo. Ende 2009 lagen die Investitionen im OECD-Raum insgesamt um rd. 3% des BIP unter ihrem Höchststand vor der Rezession und deutlich unter der durchschnittlichen Investitionsintensität der vorangegangenen dreißig Jahre. Obwohl der Rückgang der Investitionsintensität sich in gewissem Umfang fortsetzen könnte, wenn die Krise zu einem dauerhaften Anstieg der Risikoprämien führt, führen die normalen konjunkturbedingten Faktoren und die Belebung des Handels nunmehr zu einer Ausweitung der Unternehmensinvestitionen, insbesondere in Maschinen und Ausrüstungen. Die Ertragslage der Unternehmen hat sich – insbesondere in den Vereinigten Staaten – wieder erholt, die Außenfinanzierungsbedingungen haben sich verbessert und es bestehen relativ wenige bilanzielle Restriktionen für nichtfinanzielle Unternehmen (Kasten 1.3). Die Erhebungen über die Investitionsabsichten zeigen, dass eine Verbesserung eingesetzt hat, und bei den Auftragseingängen für Investitionsgüter und den entsprechenden Lieferungen im OECD-Raum setzt sich die Erholung fort, ebenso wie bei den weltweiten Lieferungen von Halbleitern, was auf eine andauernde Belebung der Investitionstätigkeit hindeutet. Dies ist z.T. auf die starke Nachfrage aus Nicht-OECD-Ländern zurückzuführen, die Investitionsvolumen haben jedoch auch in den Vereinigten Staaten, Japan, Korea und Australien zu steigen begonnen. Dennoch könnte die kurzfristige Erholung der Investitionen von mehreren Faktoren gedämpft werden, da die Kapazitätsauslastung in den Industriesektoren nach wie vor nahe bei ihren historischen Tiefständen liegt, die Leerstandsdaten auf vielen Gewerbeimmobilienmärkten weiterhin hoch sind und der Druck auf die Banken anhält, ihre Bilanzen zu sanieren. Dennoch gibt es im Zuge der dynamischeren Erholung erhebliches Potenzial für eine Erhöhung der Unternehmensinvestitionen.

... und die Lageraufstockung stützt das Wachstum weiter

Der Aufschwung im Lagerzyklus hat dem Wachstum in den jüngsten Quartalen deutliche Impulse verliehen (Abb. 1.8), da die Unternehmen den Umfang des Abbaus ihrer Lagerbestände stetig verringert haben. Infolgedessen nähern sich auf Erhebungs-

Kasten 1.3 Bilanzverfassung der Unternehmen und Unternehmensinvestitionen

Im Verlauf der Rezession sind die Unternehmensinvestitionen in den größten Volkswirtschaften rascher als in früheren Abschwüngen eingebrochen, im Verhältnis zum Produktionsrückgang jedoch nicht stärker.

- In den Vereinigten Staaten sanken die Unternehmensinvestitionen von der Konjunkturspitze im zweiten Quartal 2008 bis zum Tiefstand (im dritten Quartal 2009) um über 20%. Zum Vergleich: In früheren Zeiten schwerer Rezessionen belief sich der Rückgang im Durchschnitt auf etwas über 10%.
- Die japanischen Investitionen gingen selbst nach dem Tiefstand des BIP im ersten Quartal 2009 weiter drastisch zurück und sanken vom ersten Quartal 2008 bis zu ihrem Tiefstand im dritten Quartal 2009 insgesamt um nahezu 25%.
- Im Euroraum gaben die Unternehmensinvestitionen bis zum vierten Quartal 2009 um rd. 18% nach und dürften bis zu einem Tiefstand im ersten Quartal dieses Jahres weiter abgenommen haben. Gemessen am BIP-Rückgang ist der Rückgang der Investitionen in der gegenwärtigen Rezession moderater ausgefallen als in früheren Rezessionen.
- Im Vereinigten Königreich ist der Rückgang der Unternehmensinvestitionen im Verhältnis zum BIP verglichen mit früheren Rezessionen erheblich gewesen. Nachdem die Investitionen im ersten Quartal 2008 noch gestiegen waren, sind sie seitdem um über 25% gesunken.

In vergangenen Rezessionen haben die Unternehmensinvestitionen oftmals auf Risiken in den Unternehmensbilanzen reagiert (IWF, 2003; Benito und Young, 2007). Auch in der jüngsten Rezession scheint im nichtfinanziellen Unternehmenssektor Bilanzanpassungsdruck geherrscht zu haben, zumindest nach einigen Messgrößen (vgl. Abbildung). Der Verschuldungsgrad ist in vielen Volkswirtschaften sowohl im Verhältnis zum Börsenwert als auch im Verhältnis zu den finanziellen Verbindlichkeiten insgesamt auf ein historisch hohes Niveau gestiegen¹. Dies stellt jedoch möglicherweise eine Überzeichnung des zu Grunde liegenden Anpassungsdrucks dar, da er zum großen Teil auf den drastischen Rückgang der Aktienkurse zurückzuführen ist, wie sich erkennen lässt, wenn die Verschuldung im Verhältnis zur Summe der Finanzaktiva gemessen wird. Nach dieser Messgröße ist der Anstieg des Verschuldungsgrads weniger ausgeprägt, wenngleich er in Japan und im Euroraum stärker ausfällt, was darauf schließen lässt, dass der Bilanzanpassungsdruck die Unternehmensinvestitionen in den betreffenden Volkswirtschaften weiter bremsen könnte. Die finanziellen Verbindlichkeiten insgesamt sind im Verhältnis zur Summe der Finanzaktiva in allen Volkswirtschaften niedrig geblieben, ebenso wie das Verhältnis kurzfristiger Kredite zu liquiden Aktiva (nicht abgebildet).

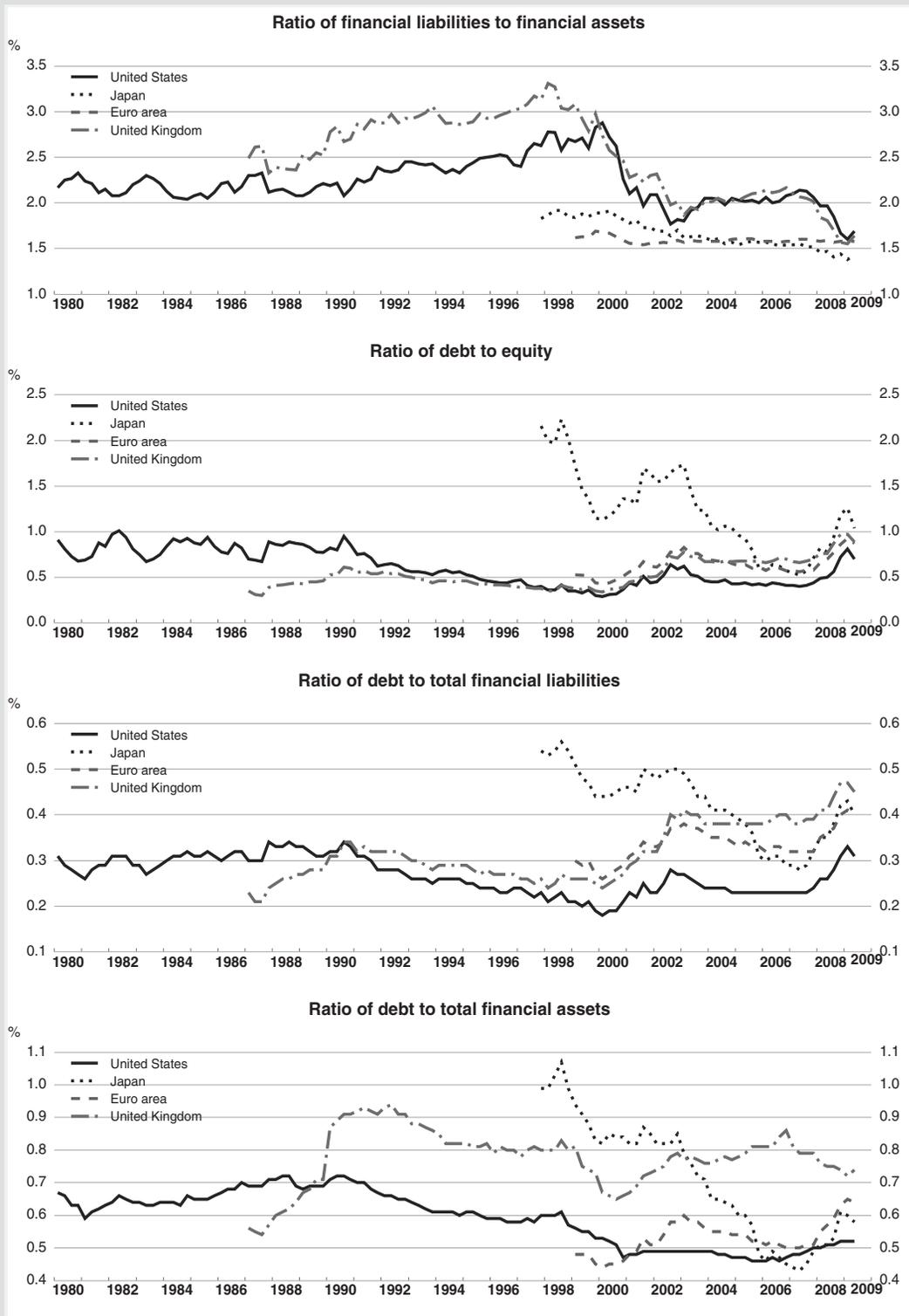
Die Finanzierungsbedingungen haben sich für viele Unternehmen in den vergangenen Monaten bereits zu verbessern begonnen, und die Bilanzrisiken dürften allmählich abklingen. Beide Entwicklungen dürften dazu beitragen, die Investitionstätigkeit über die durch die Erholung der Realwirtschaft induzierten Effekte hinaus anzukurbeln. Um den Effekt zu schätzen, den die verbesserten Finanzierungsbedingungen und Bilanzen auf die Unternehmensinvestitionen haben könnten, lassen sich einige einfache überschlägige Berechnungen aufstellen. Diese deuten darauf hin, dass eine Verbesserung der Kreditbedingungen (eine Teilkomponente des OECD-Indexes der finanziellen Rahmenbedingungen) in der durchschnittlich im Lauf des vergangenen Jahres beobachteten Größenordnung unter Verwendung der in empirischen Studien geschätzten repräsentativen Effekte unter sonst gleichen Bedingungen die Investitionen mittelfristig in den Vereinigten Staaten um rd. 2¾%, in Japan um 1¼%, im Euroraum um 2% und im Vereinigten Königreich um 2½% anheben würde. Ebenso könnten die Investitionen mittelfristig in den Vereinigten Staaten um rd. 3¾% und im Euroraum sowie im Vereinigten Königreich um 2½% gesteigert werden, wenn das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital auf das von 2002 bis 2006 verzeichnete Durchschnittsniveau sinken würde². In Japan hätte dies geringe Auswirkungen, da das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital sich nicht allzu sehr von dem Durchschnittsniveau im Zeitraum 2002-2006 unterscheidet. Diese Effekte addieren sich zu denen hinzu, die von der Erholung der Wirtschaftstätigkeit unmittelbar ausgehen werden.

1. Die Verschuldung ist definiert als Bankkredite plus Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen (ohne Eigenkapital).

2. Ein Durchschnittsschätzwert der Semi-Elastizität der Kreditbedingungen ist Guichard et al. (2009) entnommen. Die Debt-Equity-Elastizität ist Davis (2010) entnommen.

(Fortsetzung nächste Seite)

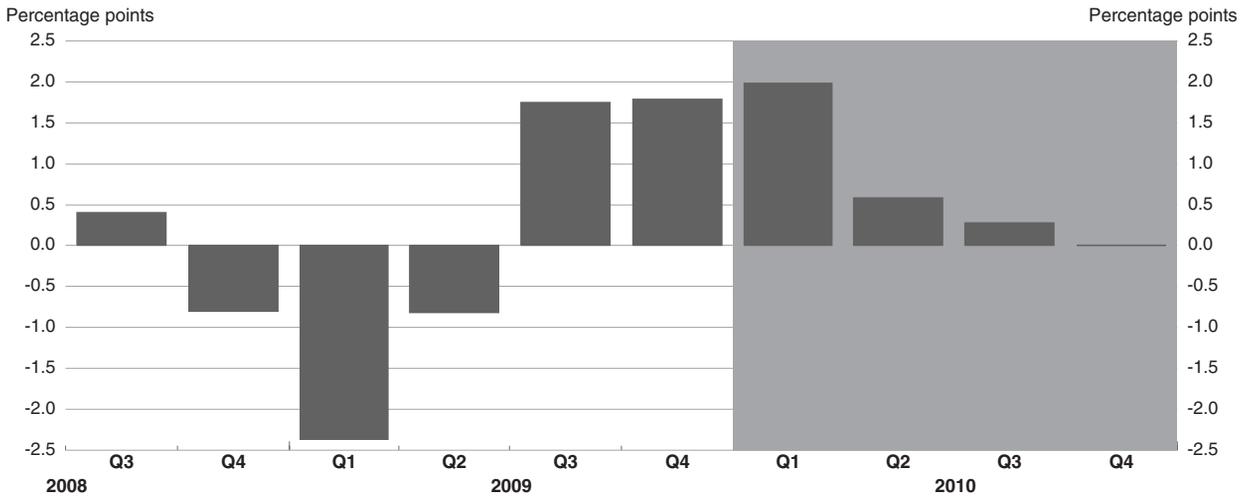
(Fortsetzung)



StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932303860>

Figure 1.8. The upturn in the inventory cycle will soon fade

Contribution to quarterly real OECD GDP growth at annualised rates



Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932303879>

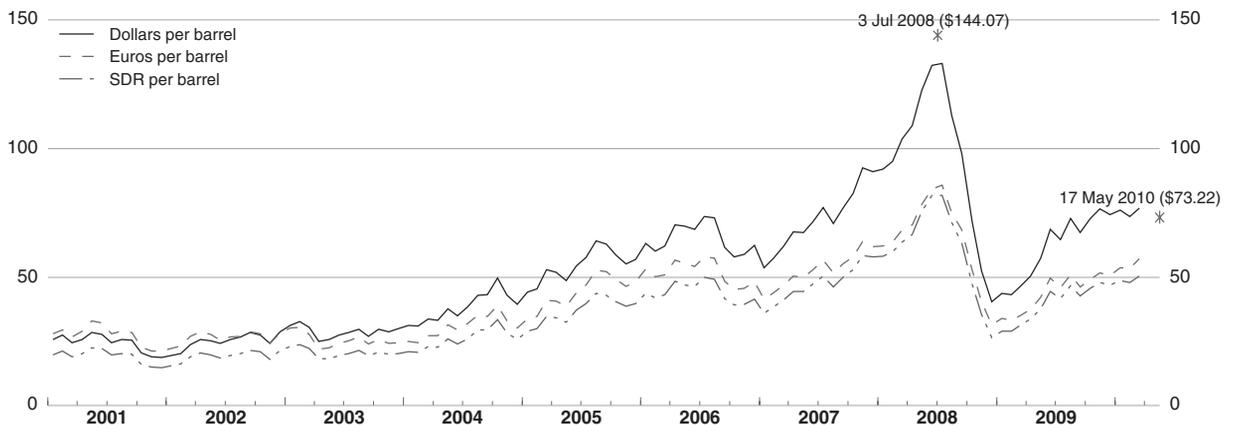
daten gestützte Beurteilungen, die zuvor auf überhöhte Lagerbestände hingewiesen hatten, nun wieder an langfristige Durchschnittswerte an. Auf kurze Sicht könnte der Lagerzyklus das Wachstum weiter stützen, da die Unternehmen beginnen, ihre Lagerbestände aktiv wieder aufzubauen, um die Umschlagshäufigkeit stärker mit ihrer längerfristigen Trendrate in Einklang zu bringen. Gleichwohl werden die Wachstumsimpulse aus derartigen Anpassungen im weiteren Verlauf dieses Jahres wahrscheinlich allmählich abklingen.

Die Rohstoffpreise haben wieder angezogen

Die Ölpreise haben bis Ende April wieder angezogen, parallel zu Anzeichen für eine Stärkung der Weltwirtschaftstätigkeit (Abb. 1.9), wenngleich sie in der ersten Maihälfte ein wenig nachgaben. Der Großteil des im Jahresverlauf 2009 und bis in das

Figure 1.9. Oil prices have recovered

Brent crude price



Source: Datastream; and IMF, Exchange Rates data.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932303898>

Jahr 2010 hinein beobachteten Anstiegs des Ölverbrauchs entfällt auf die Nicht-OECD-Länder Asiens und die Länder in Nahost. Der Verbrauch in den OECD-Ländern ist weiter gesunken. Die hier vorgestellten Projektionen beruhen auf der üblichen technischen Annahme, dass der Preis für die Sorte Brent nahe seinem vor Redaktionsschluss verzeichneten Niveau, in diesem Fall 80 \$ pro Barrel, verharrt. Die Preise anderer Rohstoffe sind seit ihren Tiefständen 2009 ebenfalls gestiegen und haben nahezu das vor der Krise übliche Niveau erreicht. Es wird angenommen, dass die Preise der anderen Rohstoffe sich in etwa auf dem Mitte Mai verzeichneten Niveau stabilisieren werden.

Wachstumsaussichten

Das Wachstum blieb im ersten Quartal robust ...

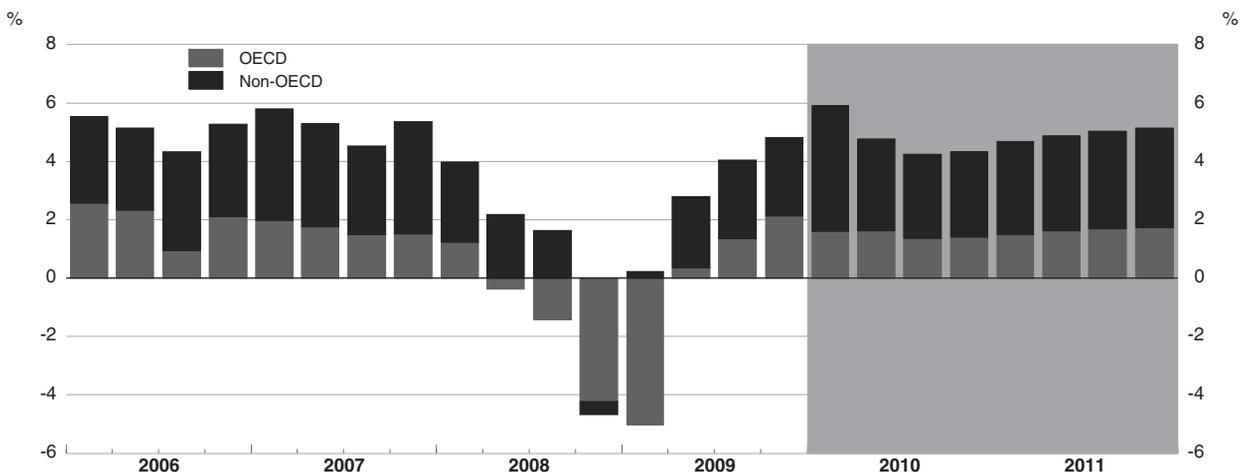
Das Produktionswachstum der Weltwirtschaft blieb dank einer außergewöhnlich starken Expansion in vielen Nicht-OECD-Volkswirtschaften im ersten Quartal 2010 robust. Das Wachstum in den OECD-Volkswirtschaften ließ jedoch etwas nach, obwohl es in den Vereinigten Staaten, und höchstwahrscheinlich auch in Japan, weiter über dem Niveau der Trendrate gelegen hat. Es bestehen zwar Anzeichen dafür, dass in immer mehr OECD-Ländern der private Verbrauch und die Investitionen zu steigen beginnen, doch ist es insofern nach wie vor schwierig, die der Erholung der privaten Inlandsnachfrage zu Grunde liegende Dynamik einzuschätzen, als die Wirtschaftstätigkeit weiter durch wechselnde Kombinationen aus politikinduzierter Nachfrage und konjunkturellen zeitlich befristeten Faktoren gestützt wird, wie z.B. die Belebung des Welthandels und der Aufschwung im Lagerzyklus.

... und dürfte allmählich an Dynamik gewinnen ...

Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Dynamik des weltweiten BIP-Wachstums erhalten bleiben (Abb. 1.10), wobei der Löwenanteil des Weltwirtschaftswachstums wohl weiter auf die Nicht-OECD-Volkswirtschaften entfallen wird. Das BIP-Wachstum in den OECD-Volkswirtschaften wird sich den Projektionen zufolge in den nächsten achtzehn Monaten unter der Voraussetzung weiter mäßig beschleunigen, dass die wirtschaftspolitischen Impulse nur ganz allmählich entzogen werden (Kasten 1.4), die

Figure 1.10. **Global growth will be led by the non-OECD economies**

Contribution to annualised quarterly world real GDP growth



Note: Calculated using moving nominal GDP weights, based on national GDP at purchasing power parities.

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303917>

Kasten 1.4 Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen

Die finanzpolitischen Hypothesen basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen (bisherige Politik oder „Basishaushalt“). Wo Politikänderungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon ausgegangen wird, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahekommt. Auf Grund der Geschwindigkeit, mit der die haushaltspolitischen Änderungen im Mai 2010 erfolgten, sind bei den den Projektionen zu Grunde liegenden Annahmen bezüglich der öffentlichen Finanzen u.U. nicht alle Politikmaßnahmen der jüngsten Zeit berücksichtigt. Für die vorliegenden Projektionen bedeutet dies Folgendes:

- Für die Vereinigten Staaten stützen sich die Finanzprojektionen auf den Haushaltsplan 2011 der US-Regierung, der auf der Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und um ein schwächeres Wirtschaftswachstum bereinigt wurde. Die diskretionären Ausgaben (15% der Gesamtausgaben), d.h. ohne Verteidigungsausgaben, werden 2011 in realer Rechnung konstant gehalten. Diesen Projektionen zufolge werden die im Rahmen des Housing and Economic Recovery Act und des Troubled Asset Relief Program (TARP) ausgezahlten Mittel einen gewissen Effekt auf den Finanzierungssaldo des Sektors Staat haben. Da die US-Regierung Vermögenswerte zu Preisen erworben hat, die über den auf dem privaten Markt gebotenen lagen, wurde die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem geschätzten Wert vom BEA (Bureau of Economic Analysis) als Kapitaltransfer verbucht.
- Für Japan basieren die Projektionen auf dem Haushaltsplan für das Finanzjahr 2010 einschließlich steuerlicher Änderungen. Es wird davon ausgegangen, dass die ausgaben- und steuerpolitischen Maßnahmen im Finanzjahr 2011 dem Programm der derzeitigen Regierung entsprechen werden. Auf Grund der im Finanzjahr 2004 erfolgten Reform werden die Rentenversicherungsbeiträge weiterhin jedes Jahr steigen.
- Für Deutschland sind in den Projektionen die beiden Konjunkturpakete sowie die geplante Erhöhung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Beiträgen zur Kranken- und Pflegeversicherung sowie das Anfang 2010 eingeführte Wachstumsbeschleunigungsgesetz berücksichtigt. Für Frankreich wird unterstellt, dass das Konjunkturpaket in Kombination mit der Mehrwertsteuersenkung für Gaststätten, der Abschaffung der Taxe professionnelle (einer Unternehmensteuer) und dem Emprunt National (einer Staatsanleihe zur Finanzierung mittelfristiger öffentlicher Investitionen) zwischen 2008 und 2010 zu einer Ausweitung des konjunkturbereinigten Defizits des Sektors Staat um über 2 Prozentpunkte des BIP führen wird. Auf Grund der „sich selbst aufhebenden“ Aspekte einiger der angekündigten Maßnahmen, des Einfrierens mancher Ausgabenposten und der „sine die“ verschobenen Erhebung einer CO₂-Abgabe sowie der angekündigten Kürzungen von Steuervergünstigungen wird davon ausgegangen, dass sich das konjunkturbereinigte Defizit des Sektors Staat 2011 um rd. ½ Prozentpunkt des BIP verringert. In Italien sah der Haushaltsplan 2010 bereits erhebliche Ausgabeneinsparungen, jedoch kaum eine grundlegende Haushaltskonsolidierung vor. In den derzeitigen Projektionen wird unterstellt, dass 2011 ein ebenso schwaches Ausgabenwachstum aufrechterhalten wird. Der mittelfristige Haushaltsplan der Regierung sieht für 2011 eine grundlegende Haushaltskonsolidierung von 0,5-1% des BIP vor, einschließlich Ausgabenkürzungen im Bildungsbereich und geringeren Transfers an die nachgeordneten Verwaltungsebenen, doch da die entsprechenden Gesetze noch verabschiedet werden müssen, blieben sie bei den Projektionen unberücksichtigt.

Bei den unterstellten Leitzinsen werden die erklärten Ziele der jeweiligen Währungsbehörden berücksichtigt, sie hängen jedoch von den Projektionen der OECD bezüglich Wirtschaftstätigkeit und Inflation ab, die von denen der Währungsbehörden abweichen können. Daher ist das Zinsprofil nicht als eine Projektion der Zentralbankabsichten oder der diesbezüglichen Markterwartungen zu interpretieren.

- Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass der Richtsatz für Tagesgeld der Federal Reserve auf Grund eines erheblichen Kapazitätsüberhangs in der Wirtschaft bis gegen Ende 2010 konstant bei ¼% verharrt. Anschließend wird der Satz angehoben, um bis Ende 2011 ¾% zu erreichen, wobei davon ausgegangen wird, dass sich der Normalisierungsprozess danach bis zur Schließung der Produktionslücke außerhalb des Zeitrahmens dieser kurzfristigen Projektionen bis auf ein neutrales Niveau verlangsamt.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass der wichtigste Leitzins bis gegen Ende 2010 unverändert bleibt und dann zum Ende des Projektionszeitraums auf 2% heraufgesetzt wird.
- Für Japan wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins im ganzen Projektionszeitraum bei 10 Basispunkten verharrt, da die Verbraucherpreise weiterhin sinken.

Die Projektionen gehen von allgemein unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 10. Mai 2010 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 93,28 Yen, 0,78 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,28 US-\$) und 6,83 Renminbi.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für die Rohölsorte Brent im Projektionszeitraum bei etwa 80 \$ pro Barrel liegt. Bei den Preisen anderer Rohstoffe wird eine Stabilisierung etwa auf dem derzeitigen Niveau erwartet.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 12. Mai 2010. Einzelheiten zu den spezifischen Annahmen für einzelne Länder sind Kapitel 2 und Kapitel 3 zu entnehmen.

nicht politikinduzierten Komponenten der Finanzierungsbedingungen auf ihrem derzeitigen normalisierten Niveau verharren und die Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Die Aufwärtsbewegung der Konjunkturerholung dürfte durch das allmähliche Entfallen vorübergehender konjunkturbedingter Faktoren und der fiskalischen Stützungsmaßnahmen sowie die beginnende Haushaltskonsolidierung im Jahr 2011 gebremst werden, was in Ländern, wo der starke Konsolidierungsdruck durch die Märkte bereits eine Konsolidierung bewirkt hat, noch früher der Fall sein wird. Außerdem werden wohl Faktoren wie der Druck zur Bilanzsanierung und das verhaltene Einkommenswachstum für die Wirtschaftstätigkeit des privaten Sektors noch eine Zeit lang belastend wirken. Gleichwohl haben sich die bei Unternehmenserhebungen gemessenen Frühindikatoren weiter dynamisch entwickelt (Abb. 1.11), und die Arbeitsmarktindikatoren haben sich früher als erwartet und auf einem besseren Niveau stabilisiert. Die Hauptmerkmale des Wirtschaftsausblicks für die großen OECD-Volkswirtschaften stellen sich folgendermaßen dar:

... in den Vereinigten Staaten ...

- Das Wachstum in den Vereinigten Staaten war in den letzten Quartalen robust und wurde von konjunkturpolitischen Impulsen, einem Aufschwung im Lagerzyklus und einer allmählichen Belebung der privaten Endnachfrage getragen. Es wird davon ausgegangen, dass die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal 2010 erhalten bleibt, dann aber infolge der endenden Lageranpassung und des einsetzenden Prozesses der Politiknormalisierung eine Zeit lang wieder etwas nachlassen wird. Die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, das kräftige Wachstum der Unternehmensgewinne und der Anstieg der Endnachfrage werden zu einer weiteren Zunahme der privaten Investitionen beitragen, selbst wenn die Wohn- und Gewerbeimmobilieninvestitionen durch den Angebotsüberhang etwas gedämpft werden, der durch die immer noch hohe Zahl der Zwangsvollstreckungen und die hohen Leerstandsdaten bedingt ist. Das Wachstum des privaten Verbrauchs wird unter dem Einfluss der laufenden Bilanzanpassungen und des mäßigen Einkommenswachstums etwas verhalten bleiben. Die Arbeitslosigkeit wird den Projektionen zufolge weiter langsam sinken, und die Arbeitslosenquote wird bis Ende 2011 voraussichtlich auf 8½% zurückgehen, da zu diesem Zeitpunkt immer noch ein erheblicher Arbeitskräfteüberhang bestehen wird.

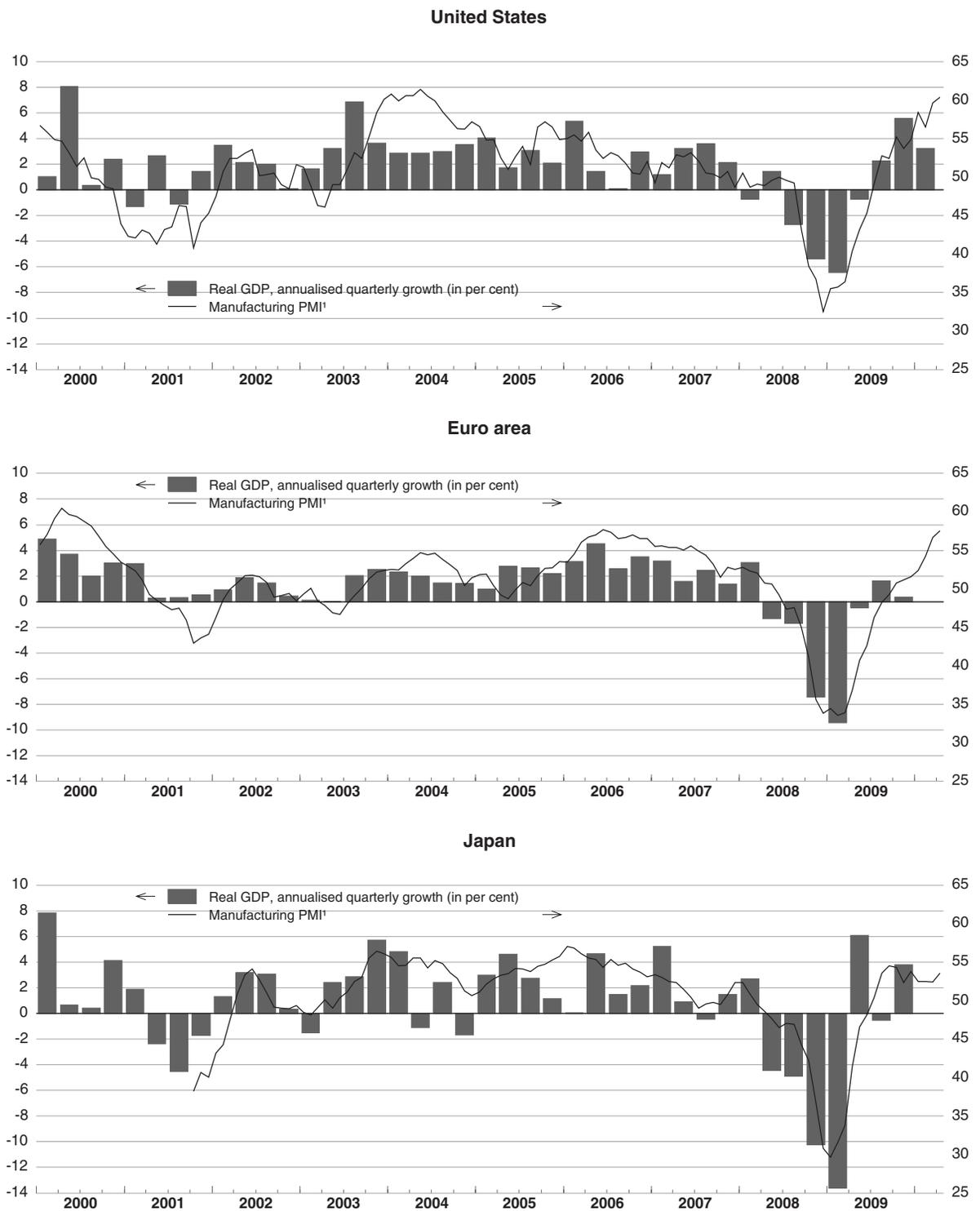
... in Japan ...

- Die Wachstumsdynamik scheint in Japan unter dem Antrieb eines Aufschwungs im Lagerzyklus und der nach wie vor kräftigen Auslandsnachfrage, besonders von Seiten anderer asiatischer Volkswirtschaften, im ersten Quartal stark geblieben zu sein. Die in den letzten Monaten verzeichnete Aufwertung des realen Wechselkurses und ein Anstieg der Importe infolge der Erholung der Nachfrage des privaten Sektors dürften jedoch den Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dämpfen. Die Unternehmensinvestitionen werden sich wohl dank der Erholung der Unternehmensgewinne weiter festigen, während der private Konsum nach wie vor durch die Arbeitsmarktschwäche gedrückt werden wird. Da die Regierung noch eine mittelfristige Strategie vorlegen muss, wird davon ausgegangen, dass der fiskalpolitische Kurs das ganze Jahr 2011 über expansiv bleiben und das Wachstum des Staatsverbrauchs gegenüber dem der meisten OECD-Länder weiterhin relativ hoch liegen wird. Die Arbeitslosenquote wird voraussichtlich im gesamten Projektionszeitraum nahe dem derzeitigen Niveau verharren.

... und im Euroraum

- Die Konjunkturerholung im Euroraum war verhaltener als andernorts, denn die Wirtschaftstätigkeit wurde dort im ersten Quartal zusätzlich auch durch den ungewöhnlich strengen Winter gedämpft. In der Annahme, dass die jüngsten Finanzmarkturbulenzen das Vertrauen nicht auf Dauer beeinträchtigen, dürften

Figure 1.11. **Business confidence has rebounded**



1. Purchasing Managers' Index: summary composite index based on the seasonally adjusted diffusion indices for five of the manufacturing survey indicators.

Source: Markit Economics Limited; and OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932303936>

die laufenden makroökonomischen Stützungsmaßnahmen und die kräftige Auslandsnachfrage mit dafür sorgen, dass die Wirtschaftstätigkeit im Jahresverlauf wieder an Dynamik gewinnt. Dennoch ist nicht vor 2011 mit einer Ausweitung der Endnachfrage des privaten Sektors zu rechnen, die durch das schwache Einkommenswachstum, die Fortsetzung der Bilanzanpassungen der privaten Haushalte und der Banken sowie Kapazitätsüberhänge in einigen Sektoren gedämpft wird. Die Arbeitslosigkeit könnte ihren Höchststand erst zum Jahresende erreichen und dann 2011 zu sinken beginnen. Der fiskalpolitische Kurs wird 2011 voraussichtlich um rd. ½ Prozentpunkt gestrafft werden, wobei die höheren Nettoschuldzinszahlungen die Verringerung des strukturellen Primärhaushaltsdefizits z.T. aufwiegen werden. Trotz der neuen Krisenmaßnahmen der Europäischen Gemeinschaft und der EZB vom 9./10. Mai zur Stärkung der wirtschaftlichen und finanziellen Stabilität in Europa und der anschließenden Bekanntgabe zusätzlicher kurzfristiger Konsolidierungsmaßnahmen durch einige Mitgliedsländer dürfte die Besorgnis über die Tragbarkeit der Schulden und die damit verbundenen Liquiditäts- und Solvenzrisiken dazu führen, dass die Renditeabstände (Spreads) von Staatsanleihen im Euroraum groß bleiben, was folglich mit negativen Effekten auf die Kreditzinsen im privaten Sektor und die Wirtschaftstätigkeit verbunden ist.

Die Wirtschaftstätigkeit außerhalb des OECD-Raums dürfte dynamisch bleiben ...

- Die chinesische Wirtschaft wird den Projektionen zufolge weiter rasch expandieren, wobei 2010 das Wachstum 11% übersteigen dürfte, bevor es dann 2011 auf etwas weniger als 10% nachlässt, wenn der Effekt der konjunkturpolitischen Impulse abzuklingen beginnt. Die Wirtschaftstätigkeit in Indien dürfte sich unter dem Einfluss des erwarteten Wiederanstiegs der Agrarerzeugung kurzfristig ebenfalls dynamisch entwickeln und dann nach dem Entzug der konjunkturpolitischen Impulse bis etwa auf die Trendrate zurückgehen. In Brasilien wird die Inlandsnachfrage voraussichtlich bis ins zweite Halbjahr 2010 kräftig expandieren, sich anschließend aber auf Grund des Entzugs der konjunkturpolitischen Impulse moderater entwickeln, wenn auch im nächsten Jahr bedeutende öffentliche Infrastrukturausgaben weiter für eine gewisse Konjunkturstützung sorgen werden. Für Russland wird davon ausgegangen, dass dank des starken Ölpreisanstiegs seit Anfang 2009 in den ersten Monaten dieses Jahres weiterhin ein kräftiges Wachstum verzeichnet wurde, das sich mit beginnendem Entzug der konjunkturpolitischen Impulse bis 2011 wieder allmählich in Richtung Trendraten zurückbewegen dürfte.

... und so auch der Welthandel

- Es wird davon ausgegangen, dass das Welthandelwachstum über die nächsten zwei Jahre hinweg unter dem Einfluss des nach wie vor kräftig expandierenden Handels in den Volkswirtschaften Asiens, in Russland und Brasilien stark bleibt (Tabelle 1.4). Die Ausweitung des Handels in den europäischen OECD-Ländern entwickelt sich weiterhin vergleichsweise langsam und wird sich erst 2011 wesentlich beschleunigen. Wie bereits ausgeführt, ist die hier unterstellte Entwicklung des Welthandels etwas verhaltener als diejenige, die aus einem Modell folgen würde, das den Welthandel mit den weltweiten BIP-Entwicklungen in Relation setzt, und als die kurzfristige Entwicklung, die sich bei Betrachtung verschiedener Kurzzeitindikatoren ergeben würde.

Die Arbeitsmarktlage wird sich nur langsam verbessern

Die nationalen Arbeitsmärkte sind nach wie vor durch einen erheblichen Arbeitskräfteüberhang gekennzeichnet. Die Zahl der Arbeitslosen stieg in den OECD-Ländern in den zwei Jahren bis zum ersten Quartal 2010 um über 16 Millionen, die Beschäftigung ging um 2¼% zurück und von Kurzarbeit waren wesentlich mehr Arbeitnehmer

Table 1.4. **World trade remains robust and imbalances will widen gradually**

	2007	2008	2009	2010	2011
Goods and services trade volume					
	Percentage change from previous period				
World trade¹	7.3	3.2	-11.0	10.6	8.4
<i>of which:</i> OECD	5.5	1.2	-12.2	8.3	7.4
OECD America	4.7	0.3	-12.8	10.3	7.9
OECD Asia-Pacific	7.7	3.3	-13.2	12.4	9.5
OECD Europe	5.4	1.1	-11.8	6.5	6.7
China	17.1	6.5	-3.9	25.3	11.8
Other industrialised Asia ²	6.9	7.3	-10.4	18.9	11.2
Russia	14.6	7.0	-17.2	18.1	8.4
Brazil	12.5	8.5	-11.0	11.7	8.5
Other oil producers	12.0	8.1	-5.3	5.3	8.3
Rest of the world	10.3	6.9	-10.5	1.7	8.4
OECD exports	6.3	1.9	-12.0	8.6	7.6
OECD imports	4.8	0.5	-12.5	7.9	7.2
Trade prices³					
OECD exports	8.4	9.1	-9.0	0.7	0.0
OECD imports	8.0	11.1	-11.1	1.9	0.1
Non-OECD exports	8.2	14.3	-14.4	9.3	1.5
Non-OECD imports	7.3	11.4	-9.0	6.0	1.6
Current account balances					
	Per cent of GDP				
United States	-5.2	-4.9	-2.9	-3.8	-4.0
Japan	4.9	3.3	2.8	3.3	3.5
Euro area	0.4	-0.8	-0.3	0.3	0.8
OECD	-1.3	-1.6	-0.7	-0.8	-0.7
China	10.6	9.4	6.1	2.8	3.4
	\$ billion				
United States	-727	-706	-420	-560	-618
Japan	213	157	144	169	182
Euro area	54	-102	-38	32	101
OECD	-523	-702	-270	-338	-326
China	372	426	297	154	212
Other industrialised Asia ²	152	90	125	87	81
Russia	77	102	49	106	92
Brazil	2	-28	-24	-55	-59
Other oil producers	364	495	64	343	367
Rest of the world	-128	-195	-77	-50	-80
Non-OECD	838	891	433	584	614
World	315	189	164	247	288

Note: Regional aggregates include intra-regional trade.

1. Growth rates of the arithmetic average of import volumes and export volumes.

2. Chinese Taipei; Hong Kong, China; Malaysia; Philippines; Singapore; Vietnam; Thailand; India and Indonesia.

3. Average unit values in dollars.

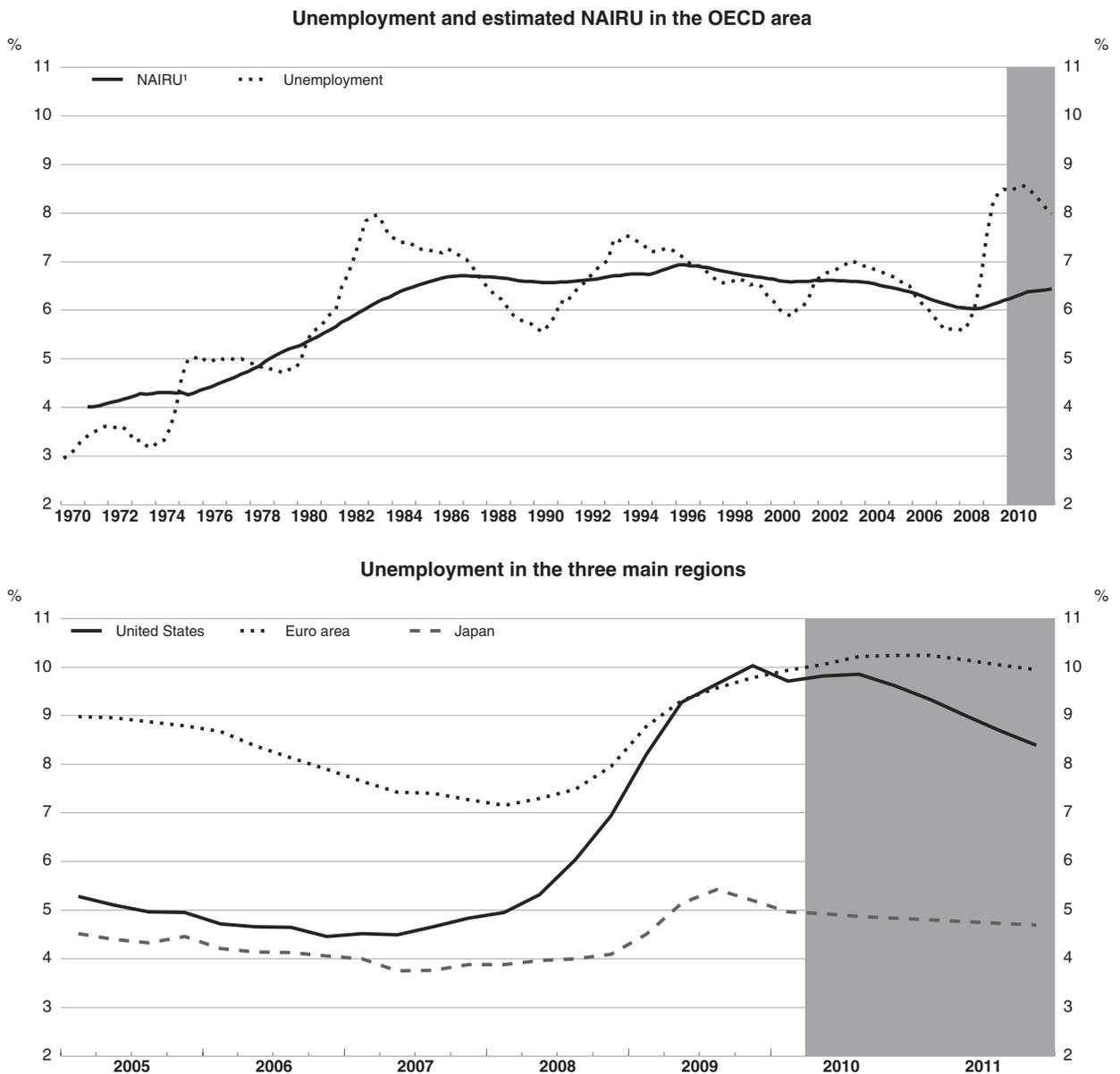
Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305912>

betroffen als vor der Krise. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit war indes geringer als ursprünglich erwartet, und die Arbeitslosenquote im OECD-Raum könnte jetzt mit etwas mehr als 8½% ihren Höchststand erreicht haben. Gleichwohl ist in Japan und einigen europäischen Volkswirtschaften noch erheblicher Spielraum vorhanden, um Produktionssteigerungen durch eine Erhöhung der konjunkturbedingt geringen Arbeitsstundenzahl und Produktivität anstatt durch eine Ausweitung der Nettobeschäftigung zu erreichen. Angesichts der nur bescheidenen Wachstumsbeschleunigung

scheinen in diesen Volkswirtschaften die Aussichten auf ein dynamisches Beschäftigungswachstum in weite Ferne gerückt zu sein (wie in Kapitel 5 erörtert). Die US-Unternehmen haben dagegen während des Abschwungs einen massiven Personalabbau vorgenommen und könnten daher während des Aufschwungs gezwungen sein, die Neueinstellungen relativ stark zu erhöhen. Da die Erwerbsquoten etwas besser standhielten als in früheren Abschwungphasen könnte der Rückgang der Arbeitslosenquote in den nächsten achtzehn Monaten OECD-weit bescheiden ausfallen (Abb. 1.12, Tabelle 1.5). In der Tat könnten einige Volkswirtschaften, insbesondere in Europa, eine

Figure 1.12. **Unemployment will come down only slowly in the OECD**
Percentage of labour force



1. NAIRU is based on OECD Secretariat estimates.

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303955>

Table 1.5. **Labour market conditions will turn up slowly**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Percentage change from previous period, seasonally adjusted at annual rates						
Employment						
United States	1.9	1.1	-0.5	-3.8	0.0	2.0
Japan	0.4	0.5	-0.4	-1.6	0.0	0.0
Euro area	1.6	1.8	1.0	-1.8	-0.9	0.0
OECD	1.7	1.5	0.6	-1.8	0.2	1.0
Labour force						
United States	1.4	1.1	0.8	-0.1	0.5	1.0
Japan	0.1	0.2	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2
Euro area	0.9	0.9	1.1	0.3	0.0	0.0
OECD	1.1	1.0	1.0	0.5	0.6	0.6
Unemployment rate						
	Per cent of labour force					
United States	4.6	4.6	5.8	9.3	9.7	8.9
Japan	4.1	3.8	4.0	5.1	4.9	4.7
Euro area	8.3	7.4	7.5	9.4	10.1	10.1
OECD	6.1	5.6	6.0	8.1	8.5	8.2

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305931>

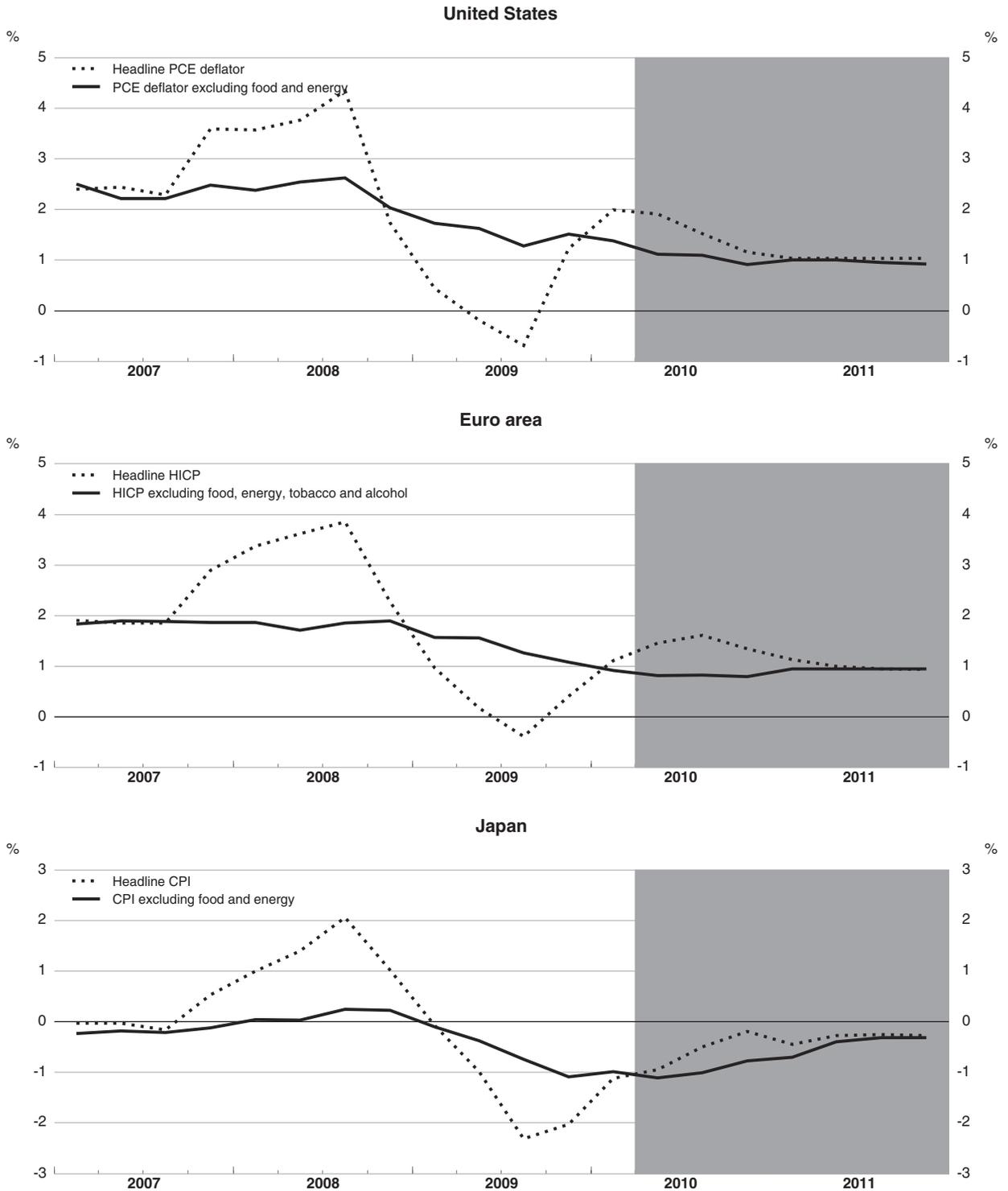
Zeit lang sogar steigende Arbeitslosenquoten zu verzeichnen haben, vor allem dann, wenn sich die Erhaltung der Arbeitsplätze durch eine Verkürzung der durchschnittlichen Arbeitszeit längerfristig als nicht haltbar erweist. Selbst bei etwas dynamischerer Arbeitsplatzschaffung im Jahresverlauf 2011 und einem für dieses Jahr projizierten Beschäftigungsanstieg von rd. 1% würde ein erheblicher Kräfteüberhang am Arbeitsmarkt fortbestehen. Nach der Erfahrung der Vergangenheit zu urteilen, besteht das Risiko, dass sich zumindest ein Teil des seit dem Beginn der Krise verzeichneten Anstiegs der Arbeitslosigkeit als dauerhaft erweisen wird.

Der Abwärtsdruck auf die Kerninflation hielt weiter an ...

Der großenteils durch die weltweit gestiegenen Rohstoffpreise bedingte Aufwärtsdruck, der in den letzten Monaten auf die Gesamtinflation ausging, dürfte – unter der Annahme, dass es zu keiner weiteren Veränderung der Rohstoffpreise kommt – in den meisten großen OECD-Volkswirtschaften fast seinen Höchststand erreicht haben (Abb. 1.13). In einigen Volkswirtschaften, wie z.B. im Vereinigten Königreich, zieht die Gesamtinflation jedoch weiter an, was dort z.T. durch die Anpassung des Preisniveaus nach der Anhebung indirekter Steuern bedingt ist. Die Kerninflation, in der die direkten Effekte der Rohstoffpreis-inflation ausgeklammert sind, ebenso wie statistische Messgrößen der Grundtendenz der Teuerung haben in den meisten Volkswirtschaften weiter nachgegeben, wenn auch nur relativ langsam, was durch den derzeitigen hohen Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft begründet ist. Die Jahresrate der Kerninflation ist in diesem Jahr in den Vereinigten Staaten nach und nach auf ein Niveau nahe 1¼% gesunken und im Euroraum inzwischen unter die 1%-Marke gerutscht. In Japan scheint sich das Deflationstempo bei einer Trendrate von etwa 1% stabilisiert zu haben. Der Lohnkostendruck ist minimal, da die Lohnstückkosten gesunken sind, besonders drastisch in den Vereinigten Staaten unter dem Einfluss des sprunghaften Anstiegs der Arbeitsproduktivität sowie in Japan. Die angesichts der Schätzungen zufolge zurzeit bestehenden großen negativen Produktionslücken vergleichsweise bescheidene Abwärtsbewegung der Kerninflation könnte die – zumindest bis vor kurzem – relativ stabilen Inflationserwartungen sowie mögliche Asymmetrien

Figure 1.13. **Underlying inflation is set to remain subdued**

12-month percentage change



Note: PCE deflator refers to the deflator of personal consumption expenditures, HICP to the harmonised index of consumer prices and CPI to the consumer price index.

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303974>

hinsichtlich der Auswirkungen der Kapazitätsüberhänge bei sehr niedrigen Inflationsraten und hohen Kapazitätsüberhängen widerspiegeln. Eine weitere Möglichkeit bestünde darin, dass die Produktionslücken geringer sind als bei den derzeitigen Projektionen unterstellt wurde. Außerhalb des OECD-Raums haben die gestiegenen Lebensmittelkosten in China und Indien auch den Inflationsdruck erhöht, wobei es Hinweise dafür gibt, dass der Inflationsdruck in der indischen Volkswirtschaft weitreichender war. In Brasilien hat ein rascher Abbau der Kapazitätsüberhänge die Gesamtinflation in die Höhe getrieben.

... und die Kerninflation dürfte in den nächsten zwei Jahren weiter gedämpft bleiben

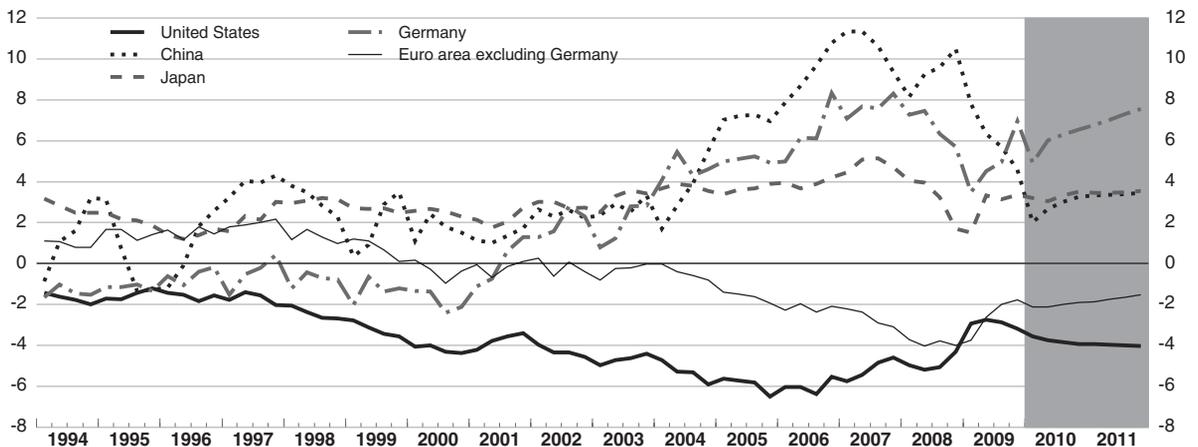
Die fortbestehenden Kapazitätsüberhänge, die den Projektionen zufolge nur langsam abnehmen werden, dürften den Inflationsdruck noch eine Zeit lang dämpfen, soweit die längerfristigen Inflationserwartungen nicht ihre Verankerung verlieren. Dennoch wird trotz der derzeitigen Größe der Produktionslücke nur von einem geringfügigen weiteren Rückgang der Kerninflation ausgegangen. In den Vereinigten Staaten wird die Jahresrate der Kerninflation den Projektionen zufolge auf ein durchschnittliches Niveau sinken, das im zweiten Halbjahr 2010 und 2011 nahe 1% liegt. Die Kerninflation im Euroraum wird in den nächsten achtzehn Monaten voraussichtlich weiter etwas unter 1% verharren. Die Deflation in Japan wird voraussichtlich andauern. Die Akkumulation deflationärer Spannungen ist zwar weiterhin möglich, doch dürfte sich die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer solchen Entwicklung kommt, in Grenzen halten. Zurzeit bleiben die längerfristigen Inflationserwartungen bei Raten verankert, die sich relativ nahe an den expliziten oder impliziten Inflationszielvorgaben der Währungsbehörden Japans und des Euroraums befinden, sie liegen aber nunmehr im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten bei einigen Messgrößen über den Inflationszielen und sind mit dem Prognoserisiko verbunden, dass die Inflation in diesen Volkswirtschaften überraschend höher ausfallen könnte.

Die globalen Ungleichgewichte haben begonnen, sich langsam zu vergrößern ...

Die Rezession und die mit ihr einhergehenden sinkenden Ölpreise trugen zu einer erheblichen Verringerung der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte bei (Abb. 1.14, Tabelle 1.4). Diese Zeit der Anpassung ist nun in vielen OECD-Ländern vorüber, und die Ungleichgewichte haben bereits begonnen, sich etwas zu vergrößern, da der Welthandel, die Wirtschaftstätigkeit und die Rohstoffpreise seit Jahresmitte 2009

Figure 1.14. **Global imbalances will widen modestly**

Current account balance, in per cent of GDP



Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932303993>

wieder angezogen haben. Insbesondere kam es in der Anfangsphase der Konjunkturerholung zu einer Vergrößerung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten um über ½% des BIP, die hauptsächlich auf Terms-of-Trade-Verluste zurückzuführen war, während sich die Handelsbilanzüberschüsse Japans und Deutschlands erhöht haben. Unter den Nicht-OECD-Volkswirtschaften haben sich auch die Handelsbilanzüberschüsse der größten ölproduzierenden Volkswirtschaften vergrößert, doch schrumpfte der Leistungsbilanzüberschuss Chinas 2009 auf rd. 6% des BIP und war damit in seinem Umfang wesentlich geringer als 2007. Der Überschuss ist offenbar im Jahresverlauf 2009 und bis in das Jahr 2010 hinein weiter zurückgegangen, und der monatliche Handelsbilanzsaldo geriet in den ersten Monaten dieses Jahres unter dem Einfluss der starken Ausweitung des Importvolumens und einer Verschlechterung der Terms of Trade trotz der Erholung des Wachstums des Exportvolumens sogar in den Defizitbereich.

... und es ist anzunehmen, dass sich diese Entwicklung mit andauernder Konjunkturerholung fortsetzt

Die allmähliche Entwicklung hin zu größeren Ungleichgewichten wird sich vermutlich in den Jahren 2010 und 2011 fortsetzen. Insbesondere gehen die Projektionen davon aus, dass sich durch die relativ starke Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten das US-Leistungsbilanzdefizit bis Ende nächsten Jahres um zusätzlich rd. ¾% des BIP weiter vergrößern wird. Den Projektionen zufolge werden sich die Überschüsse Deutschlands, und in geringerem Maße Japans, unter dem Einfluss der relativ starken Effekte der Aufwärtsbewegung der Investitionsgüternachfrage – vor allem auf den zusehends expandierenden asiatischen Märkten – auf die dortige inländische Exportwirtschaft, und infolge eines Anstiegs der Vermögenseinkommen aus den von Gebietsansässigen im Ausland gehaltenen Beteiligungen erhöhen. Im übrigen Euro-Raum dürfte sich das Handelsbilanzdefizit zudem weiter verringern, selbst wenn interne Ungleichgewichte voraussichtlich teilweise fortbestehen werden (Kasten 1.5). Der chinesische Leistungsbilanzüberschuss wird sich voraussichtlich in den nächsten achtzehn Monaten um rd. ¾% des BIP erhöhen, da das Wachstum der Inlandsnachfrage nachzulassen beginnt und das Nettoexportvolumen weiter zunimmt. Insgesamt ist davon auszugehen, dass sich die Handelsbilanzungleichgewichte im Projektionszeitraum stärker ihrem geschätzten Trendniveau annähern werden⁵.

Es bestehen weiterhin erhebliche Risiken

Die Konjunkturerholung ist jetzt zwar seit einem Jahr im Gange und erweist sich als etwas robuster als zuvor angenommen, doch sind die Prognosen kurzfristig weiterhin mit erheblichen Risiken behaftet. Die Aufwärts- und Abwärtsrisiken sind ihrer Art nach recht unterschiedlich. Das wichtigste Aufwärtsrisiko besteht darin, dass sich die Konjunkturdynamik – dank der derzeitigen kräftigen Konjunkturerholung in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften und der Normalisierung der Finanzierungsbedingungen – in allen OECD-Volkswirtschaften als über Erwarten stark erweist. Der Antrieb zu einer solchen Entwicklung könnte durch eine über Erwarten schnelle Rückkehr der Unternehmensinvestitionen auf normalere Niveaus sowie durch ein dynamischeres Wachstum des Konsums der privaten Haushalte vor dem Hintergrund einer Verbesserung ihrer Bilanzverfassung und geringeren Ungewissheit über die Arbeitsmarktaussichten zustande kommen. Die Abwärtsrisiken stehen dagegen weitgehend mit der Möglichkeit des Eintretens besonderer Ereignisse in Zusammenhang, die die Erholung – in einigen Fällen ganz erheblich – bremsen könnten. Insbesondere hat die wachsende Besorgnis über die längerfristige Tragbarkeit der Schulden in einigen Ländern und die damit verbundene Ausweitung der Risikospreads von Staatsanleihen neue „Tail Risks“

5. Die zu Grunde gelegten Bilanzschätzungen unterstellen eine Schließung der Produktionslücke und einen Ölpreis von knapp 80 \$ je Barrel. Die Schätzungen für 2011 gehen davon aus, dass das Handelsdefizit der Vereinigten Staaten bei 4½% des BIP liegt und dass Japan, der Euroraum und China Handelsüberschüsse von 1,3%, 0,5% bzw. 5% des BIP ausweisen. Vgl. Cheung et al. (2010).

Kasten 1.5 Maßnahmen zum Abbau der Ungleichgewichte im Euroraum

Die Finanzkrise und ihre Nachwehen haben viele der tiefer liegenden Probleme zu Tage treten lassen, die aus den über Jahrzehnte hinweg entstandenen grundlegenden Ungleichgewichten im Euroraum resultieren. Viele Länder des Euroraums, die in den letzten zehn Jahren an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben, sind jetzt mit der Notwendigkeit konfrontiert, das Problem eines hohen strukturellen Haushaltsdefizits bei zugleich zu geringer Ersparnisbildung des privaten Sektors lösen zu müssen, was sich in einem nach wie vor beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit niederschlägt.

Ein gewisser Grad an Unterschiedlichkeit in den Wirtschaftsergebnissen, auch im Bereich der Leistungsbilanzsalden, ist auch in einem gemeinsamen Währungsgebiet normal, da darin Unterschiede im Entwicklungsstand und in strukturellen Faktoren, wie z.B. demografische Entwicklungen, zum Ausdruck kommen. Ein auffälliges Merkmal der ersten zehn Jahre des Euroraums war – zumindest bis vor kurzem – das Ausmaß, in dem solche Ungleichgewichte fortbestehen konnten. Sie spiegelten zudem in manchen Fällen politische Weichenstellungen wider, die in Kombination mit eher langwierigen Anpassungsprozessen innerhalb der Währungsunion langfristig nicht tragfähig waren (Hoeller et al., 2004). Die Herausforderung besteht nunmehr darin sicherzustellen, dass Maßnahmen umgesetzt werden, die dazu beitragen können, übermäßige Ungleichgewichte zu den niedrigsten möglichen Kosten abzubauen.

Dies wird jedoch nicht leicht sein, denn die seit dem Beginn der Währungsunion kumulierten Verschiebungen in der strukturellen Kostenwettbewerbsfähigkeit und Veränderungen der Verlaufsmuster von Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit in den einzelnen Ländern lassen sich nicht so schnell rückgängig machen. Es sind indessen gerade diese Parameter, die in einer Situation, in der der Arbeitskräftemobilität zwischen den Ländern Grenzen gesetzt sind, angepasst werden müssen. Am deutlichsten treten diese Probleme in Griechenland zu Tage, wo sie am dringendsten einer Lösung bedürfen, nicht zuletzt um das Risiko einer Ansteckung der Finanzmärkte so weit wie möglich zu begrenzen, doch auch andernorts sind Maßnahmen erforderlich. Die Haushaltskonsolidierung wird ein Teil der Lösung sein, wobei der Konsolidierungsbedarf in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten in der Regel größer ist. Zugleich dürften für eine wirksame Beseitigung der Ungleichgewichte in einer Art und Weise, die dafür sorgt, dass nicht alle Länder gleichzeitig ihre Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit zu verbessern suchen, in allen Ländern Strukturreformen erforderlich sein.

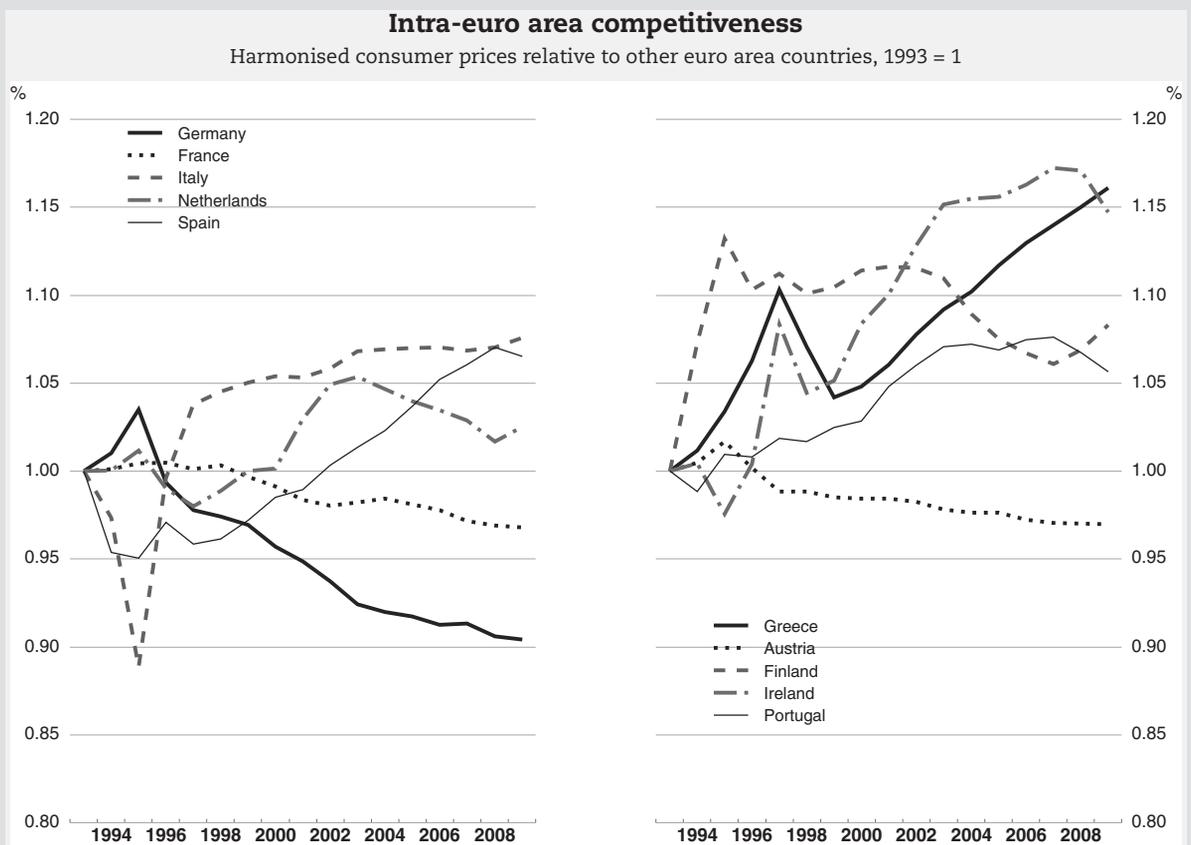
Die Anpassung ließe sich dadurch erleichtern, dass Strukturreformen eingeleitet werden, die in den betreffenden Ländern ohnehin erstrebenswert sind, um die Wirtschaftsleistung und den Lebensstandard zu verbessern. Zu den möglichen Maßnahmen gehören:

- *Mehr Preis- und Lohnflexibilität.* Strukturreformen zur Verbesserung der Lohn- und Preisflexibilität, vor allem in Ländern, die in den letzten zehn Jahren an Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit verloren haben, würden schneller zu Wettbewerbseffekten führen und diese verstärken sowie dazu beitragen, dass die erforderlichen Preisanpassungen bei einigermaßen niedrigen Arbeitslosenquoten erfolgen. Maßnahmen zur Reduzierung der Nichtlohnkomponenten der Arbeitsverdienste könnten dazu beitragen, durch eine Dämpfung des Wachstums der Lohnstückkosten die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, wobei aber bei der Einführung dieser Maßnahmen Umsicht im Hinblick auf den Zeitplan geboten ist, um sicherzustellen, dass die Dynamik der inländischen Einkommen durch kompensierende Maßnahmen nicht zu schnell geschwächt wird.
- *Änderung der Struktur der privaten Investitionen.* In den Überschussländern könnten Strukturreformen sinnvoll dazu genutzt werden, die Anreize für inländische Anlageinvestitionen zu erhöhen und dadurch die Wachstumsaussichten zu verbessern. Zum Beispiel wird im jüngsten *OECD-Wirtschaftsbericht Deutschland* (OECD, 2010a) ausgeführt, dass Deutschland seinerzeit relativ niedrigen Investitionsrate Impulse verleihen könnte, wenn Maßnahmen zur Reduzierung regulierungsbedingter Hemmnisse in geschützten Sektoren ergriffen würden, um Anreize für zusätzliche Unternehmensinvestitionen – u.a. durch ausländische Investoren – zu schaffen und die Ressourcen generell auf die gegenwärtig weniger fortgeschrittenen Wirtschaftssegmente zu verlagern. In den Defizitländern sollten sich die Maßnahmen anfangs darauf konzentrieren, die Exportsektoren zu stärken, z.B. durch Einleitung von Schritten für einen weiteren Abbau des Verwaltungsaufwands für Unternehmen. Außerdem sollten Verzerrungen in den nicht exportorientierten Sektoren beseitigt werden, die in den letzten zehn Jahren zu überhöhten Investitionen führten.
- *Durchführung von Rentenreformen in Überschuss- und Defizitländern.* Die hohen Sparquoten in den Überschussländern, die zum Teil mit demografischen Entwicklungen und Reformen in Zusammenhang stehen, durch die sich die Ersatzquoten der Altersrenten verringert haben, könnten reduziert werden, wenn der Notwendigkeit einer glaubwürdigen dauerhaften Haushaltskonsolidierung, zumindest teilweise durch Reformen zur Verschiebung des Zeitpunkts des Renteneintritts entsprochen würde. Für Defizitländer ergibt sich hieraus, dass Reformen zur Verschiebung des Renteneintritts ein besonders effektiver Weg sein können, um die mittelfristige Haushaltskonsolidierung zu erreichen, ohne dass dies kurzfristig unerwünschte negative Effekte auf die Nachfrage hätte, während eine solche Maßnahme allerdings weniger dazu beitragen würde, tendenziellen Ungleichgewichten im Bereich der Ersparnisbildung und der Investitionen zu begegnen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Für die Defizitländer dürfte der Prozess der teilweisen Wiederherstellung ihrer in den letzten zehn Jahren verlorenen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit längere Zeit in Anspruch nehmen. Um die langwierigen Anpassungen zu veranschaulichen, die in einigen Ländern hypothetisch notwendig sind, um ihre verlorene Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen, wird hier einmal unterstellt, dass die Jahresrate der Inflation in allen Euroländern 2% beträgt, mit Ausnahme Griechenlands, Portugals, Spaniens und Irlands, wo sie bei null liegt. Angesichts des jeweiligen Gewichts dieser Volkswirtschaften würde dies auf den ganzen Euroraum bezogen eine jährliche Inflationsrate von 1,6% implizieren. Die Aufrechterhaltung eines solchen Inflationsgefälles in einem Zeitraum von fünf Jahren würde die relativen Preise in diesen beiden Ländergruppen um etwa 10½% verändern, was den Umschwung bei den realen Wechselkursen seit 1999 größtenteils korrigieren würde (vgl. Abbildung). Jedoch würde eine Anpassung, die aus einer längeren Phase niedriger Inflation – oder sogar einer gewissen Deflation – resultiert, in den Defizitländern die Probleme, mit denen einige unter ihnen im Hinblick auf die Beseitigung ihrer hohen und weiter steigenden öffentlichen Verschuldung konfrontiert sind, in der Regel noch verschärfen. Eine Deflation könnte überdies angesichts der hohen Abwärtsrigidität der nominalen Löhne in einigen Ländern, u.a. in Griechenland, schwer zu erreichen sein (EZB, 2009).



Note: The indicators are calculated using a double-weighted trade matrix for 2000 covering the 13 countries that are currently members of both the euro area and the OECD. Results for Slovakia are not shown in the charts or discussed in the text because of the particular nature of the starting point of 1993, which in this country corresponds to the early stages of the transition to a market economy.

Source: OECD Economic Outlook 87 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932304012>

(selten eintretende Extremrisiken) entstehen lassen. Auf beiden Seiten bleiben die Risiken jeweils miteinander verflochten, wobei positivere Ergebnisse in einem Risikobereich und in einer Volkswirtschaft zu ebenfalls positiveren Ergebnissen in anderen Volkswirtschaften oder Bereichen führen. Die Hauptrisikofaktoren stellen sich zurzeit folgendermaßen dar:

Ein deutliches Abwärtsrisiko geht von der möglichen Ansteckungsgefahr an den Finanzmärkten aus ...

- Die derzeitige Besorgnis der Märkte über die Tragbarkeit der Staatsverschuldung in bestimmten Ländern und den damit verbundenen Anstieg der Zinsen für Schuldtitel und der Risikoprämien verdeutlichen die neuerliche Ansteckungsgefahr auf den Finanzmärkten, wie es an den Entwicklungen im Euroraum Anfang Mai deutlich wurde. Für Länder, die eine hohe Schuldenbelastung aufweisen und massiv kurzfristige Schuldtitel emittieren, könnte die Ausweitung der Spreads für Staatsanleihen entweder zu einer unfreiwilligen Straffung der Fiskalpolitik mit starken negativen Effekten auf die Nachfrage oder im Extremfall, bzw. bei ausbleibender Hilfe von außen, zu Insolvenz führen. Für Länder, die keinem akuten finanziellen Druck ausgesetzt sind, hätten die höheren Spreads für Anleihen dennoch eine negative Wirkung auf die Wirtschaftstätigkeit. Um eine Vorstellung von der Größenordnung zu geben, zeigen makroökonomische Simulationen mit dem Global Model der OECD (Hervé et al., 2010), dass der Effekt eines in allen Ländern gleichzeitig erfolgenden Anstiegs der Risikoprämien um 100 Basispunkte eine Verringerung des gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums um rd. ½ Prozentpunkt sowohl im ersten als auch im zweiten Jahr nach der Anhebung der Risikoprämien wäre. Die kurzfristigen Risiken im Zusammenhang mit der Staatsverschuldung sind in Europa seit Anfang Mai geschwunden, doch besteht langfristig die Besorgnis über die Tragbarkeit der Schulden fort, was für die Projektionen mit entsprechenden Abwärtsrisiken verbunden ist.

... sowie von einem stärkeren Rohstoffpreisauftrieb

- Nach wie vor besteht das Risiko, dass die kräftige Konjunkturerholung in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften, die einen relativ hohen Rohstoffbedarf haben, zu Aufwärtsdruck bei den Rohstoffpreisen führen könnte. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Ölpreise bis auf ein Rekordniveau getrieben werden, das mit dem von Mitte 2008 vergleichbar wäre, nicht zuletzt auf Grund der Tatsache, dass die OPEC-Länder ihr Ölangebot in näherer Zukunft kaum wieder verknappen dürften. Im Falle einer nur bescheidenen Aufwärtskorrektur der Preise würden sich die Effekte in Grenzen halten. Durch einen Ölpreisanstieg um 10% würde sich die Wirtschaftstätigkeit in den großen OECD-Volkswirtschaften nach einem Jahr um rd. 0,1 Prozentpunkt reduzieren, wobei sich die Inflation um 0,2 Prozentpunkte erhöht. Angesichts des derzeitigen niedrigen Inflationsniveaus wäre keine geldpolitische Reaktion auf eine solche Veränderung erforderlich.

Die Inflationserwartungen könnten ihre Verankerung verlieren

- Ein Abwärtsrisiko besteht darin, dass die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung verlieren und aufwärts driften könnten. Sollte es hierzu kommen, müsste der prozyklische geldpolitische Kurs schneller umgekehrt werden, was die Nachfrageausweitung zu einem Zeitpunkt dämpfen würde, an dem die Haushaltskonsolidierung in Gang kommt.

Zu den Aufwärtsrisiken gehört die Möglichkeit, dass sich das Wachstum in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften als robuster erweist ...

- Die inhärente Wachstumsdynamik in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften könnte sich als robuster erweisen als in den Projektionen unterstellt wurde, selbst wenn diese Länder ihren prozyklischen makroökonomischen Kurs mäßigen. Eine kräftigere Nachfrageausweitung in den aufstrebenden Volkswirtschaften würde zu einer Stützung der Wirtschaftstätigkeit in den OECD-Ländern beitragen. Ein Anstieg von 2-3% der Inlandsnachfrage in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften

würde bei ansonsten gleichen makroökonomischen Maßnahmen die gesamtwirtschaftliche Produktion in den großen OECD-Volkswirtschaften im ersten Jahr um rd. ¼ Prozentpunkt erhöhen. Ein solches Szenario könnte jedoch auch mit Abwärtsrisiken verbunden sein, da es zugleich mit der Möglichkeit verbunden ist, dass in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften als Reaktion auf Inflationsdruck und Spannungen bei den Vermögenspreisen eine abrupte Politikwende vollzogen werden müsste.

Ungewissheit besteht weiterhin, was die Effekte einer Normalisierung der staatlichen Politik betrifft

Ganz allgemein waren die wirtschaftlichen Entwicklungen in den letzten Monaten in mancher Hinsicht überraschend positiv. Insbesondere war der Preisverfall vieler Vermögenswerte wesentlich geringer als ursprünglich befürchtet, und die Aktienkurse von Nichtfinanzunternehmen haben sich auf ihr Vorkrisenniveau erholt. Jedoch ist der Fremdkapitalabbau im privaten Sektor bislang kaum vorangekommen. Dies gibt Anlass zu Besorgnis über eine mögliche Rückkehr zur Situation vor der Krise und den mit ihr verbundenen Anfälligkeiten, insbesondere angesichts der wichtigen Rolle der makroökonomischen Politik beim Zustandekommen eines solchen Ergebnisses und der damit verbundenen Sensibilisierung für Normalisierungsmaßnahmen.

Politikmaßnahmen und Politikerfordernisse

Die Entscheidungen in den verschiedenen Politikbereichen können nach wie vor nicht unabhängig voneinander getroffen werden

Der Kurs in den verschiedenen Politikbereichen muss insgesamt der aktuellen und zu erwartenden Wirtschaftslage Rechnung tragen. Dort, wo der Prozess noch nicht begonnen hat, sollte die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen spätestens im nächsten Jahr auf der Basis gut strukturierter mittelfristiger Haushaltskonsolidierungspläne zur Wiederherstellung solider Haushaltspositionen in Gang kommen. Das Tempo der Konsolidierung sollte in jenen Ländern, die diesbezüglich über einen gewissen Handlungsspielraum verfügen, schnell genug sein, um zu gewährleisten, dass der Konsolidierungskurs auf Dauer glaubwürdig bleibt und ein Anstieg der langfristigen Zinssätze mit gravierenden Folgen vermieden wird, zugleich aber auch im Rahmen des Möglichen dem Rhythmus der Erholung entsprechen und dem zunächst begrenzten Spielraum für eine geldpolitische Akkommodierung gerecht werden. Die meisten Zentralbanken werden bis zum Jahresende mit der Normalisierung der Leitzinsen begonnen haben müssen, wobei das Tempo der Normalisierung in der Folgezeit von den Inflationsaussichten abhängt, wobei auch das Verhalten der Inflationserwartungen und die Auswirkungen der zu erwartenden Haushaltskonsolidierung auf die makroökonomischen Bedingungen berücksichtigt werden müssen. Die genannten Faktoren sprechen dafür, dass das Tempo des Ausstiegs in den einzelnen Ländern unterschiedlich sein sollte. Der synchrone Charakter des Ausstiegs könnte sich bremsend auf dessen Tempo auswirken, zumal sich in einem Land ergriffene Straffungsmaßnahmen auf andere Länder auswirken. Internationale Koordinierung wird erforderlich sein, wenn staatliche Interventionen an den Finanzmärkten zurückgenommen und neue Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen eingeführt werden.

Fiskalpolitik

Die Haushaltspositionen haben sich merklich verschlechtert

Die Haushaltspositionen haben sich im Gefolge der Krise deutlich verschlechtert, wenn auch in geringerem Ausmaß als zuvor erwartet worden war. Das OECD-weite Haushaltsdefizit wird sich den Projektionen zufolge 2010 bei 7,8% des BIP stabilisieren, wovon Schätzungen zufolge – unter dem Vorbehalt erheblicher Fehlermargen unter

den gegebenen Bedingungen – drei Viertel strukturell bedingt sind (Tabelle 1.6)⁶. Es wird damit gerechnet, dass sich die Haushaltssalden 2011 im Durchschnitt um 1% des BIP verringern werden, wobei rund die Hälfte dieser Verbesserung dem Konjunkturaufschwung und der übrige Teil einer positiven Entwicklung der strukturellen Haushaltssalden zu verdanken ist. Die Defizitprojektionen für 2011 fallen um nahezu 1% des BIP niedriger aus als im vorangegangenen *Wirtschaftsausblick*.

Table 1.6. **Fiscal positions will begin to improve in 2011**

Per cent of GDP/Potential GDP

	2007	2008	2009	2010	2011
United States					
Actual balance	-2.8	-6.5	-11.0	-10.7	-8.9
Underlying balance ²	-3.3	-5.9	-8.5	-8.9	-8.1
Underlying primary balance ²	-1.4	-4.2	-7.0	-7.1	-5.7
Gross financial liabilities	61.9	70.4	83.0	89.6	94.8
Japan					
Actual balance	-2.4	-2.1	-7.2	-7.6	-8.3
Underlying balance ²	-3.5	-3.3	-5.7	-6.3	-6.8
Underlying primary balance ²	-2.8	-2.4	-4.7	-5.0	-5.2
Gross financial liabilities	167.0	173.8	192.9	199.2	204.6
Euro area					
Actual balance	-0.6	-2.0	-6.3	-6.6	-5.7
Underlying balance ²	-1.3	-1.8	-3.5	-4.1	-3.6
Underlying primary balance ²	1.4	0.8	-1.1	-1.6	-0.9
Gross financial liabilities	71.0	75.8	86.3	92.4	96.7
OECD¹					
Actual balance	-1.2	-3.3	-7.9	-7.8	-6.7
Underlying balance ²	-2.3	-3.7	-6.1	-6.3	-5.8
Underlying primary balance ²	-0.4	-2.0	-4.5	-4.5	-3.6
Gross financial liabilities	73.0	79.0	90.3	95.8	99.8

Note: Actual balances and liabilities are in per cent of nominal GDP. Underlying balances are in per cent of potential GDP. The underlying primary balance is the underlying balance excluding the impact of net debt interest payments.

1. Total OECD excludes Mexico and Turkey.

2. Fiscal balances adjusted for the cycle and for one-offs.

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

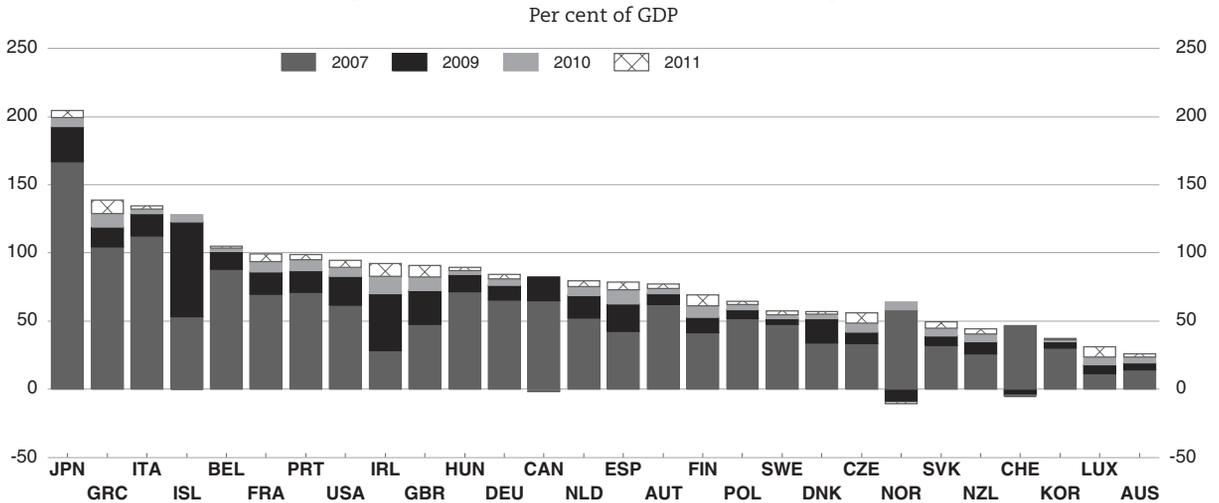
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305950>

Die Haushaltskonsolidierung soll 2011 einsetzen ...

Die befristeten Komponenten der Konjunkturprogramme sollen in den meisten Ländern 2011 zurückgenommen werden. Den Projektionen zufolge werden sich die strukturellen Haushaltssalden 2011 in einigen Ländern (Griechenland, Island, Portugal und Spanien) stärker verbessern, d.h. um mindestens 1% des BIP. Dennoch bleiben die strukturellen Defizite im OECD-Raum tief und übersteigen das Vorkrisenniveau von 2007 durchschnittlich um 3½% des BIP. Für den Euroraum insgesamt wird nur eine geringe gesamtwirtschaftliche Verbesserung projiziert, wenngleich sich die strukturellen Haushaltssalden in einigen Ländern (Italien, Finnland, Irland und Luxemburg) sogar noch verschlechtern könnten. Angesichts der Tatsache, dass nur konkrete Politikmaßnahmen in die derzeitigen Projektionen einbezogen wurden, haben sich die strukturellen Haushaltssalden in den Ländern des Euroraums nur um

6. Die strukturelle Komponente basiert auf Schätzungen des Produktionspotenzials und der Produktionslücke, die in etwa den im *OECD-Wirtschaftsausblick 85* skizzierten Schätzungen entsprechen. In Anbetracht der Unsicherheiten hinsichtlich des Effekts der Krise auf das Produktionspotenzial sowie das Wachstum in der jüngsten Vergangenheit und nahen Zukunft sind die Schätzungen der strukturellen und konjunkturellen Komponenten der Haushaltssalden derzeit mit außergewöhnlich starken Unsicherheitsfaktoren behaftet.

etwa ein Drittel des Volumens verbessert, das die Regierungen dieser Länder in ihren Anfang 2010 herausgegebenen EU-Stabilitätsprogrammen zugesagt hatten. Im Fall Japans erklärt sich der für 2011 geplante Expansionskurs daraus, dass sich die Regierung zu einer Vielzahl neuer Ausgabenprogramme verpflichtet hat, während die konkreten Konsolidierungsmaßnahmen noch angekündigt werden müssen. Die Staatsschuldenquoten werden im OECD-Raum weiter steigen, und 2011 im Durchschnitt knapp 100% des BIP erreichen, womit sie um nahezu 30 Prozentpunkte über dem Niveau von 2007 liegen (Abb. 1.15).

Figure 1.15. **Government debt heads higher**

Source: OECD Economic Outlook 87 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932304031>

**... sollte in vielen Ländern
aber ehrgeiziger sein**

Vor dem Hintergrund der gedämpften Erholung und der diesbezüglichen Unsicherheitsfaktoren ist der projizierte neutrale finanzpolitische Kurs in den meisten Ländern in diesem Jahr angemessen. In Ländern hingegen, in denen sich die Anzeichen für eine über Erwarten dynamische Erholung mehren (wie dies in Kanada, Korea und Norwegen der Fall ist), sollten die zuständigen Behörden den vorhandenen Spielraum vielleicht nutzen, um den Beginn der Haushaltskonsolidierung in das Jahr 2010 vorzuziehen. Länder, die Gefahr laufen, das Vertrauen der Finanzmärkte zu verlieren, müssen ihre Staatsfinanzen ebenfalls rascher stärken. Wenn die Erholung dann 2011 auf der Basis der derzeitigen Projektionen an Schwung gewonnen hat, sind angesichts der schwachen Verfassung der öffentlichen Finanzen in den meisten Ländern Konsolidierungsmaßnahmen erforderlich. Die Ankündigung glaubwürdiger Konsolidierungspläne dürfte dafür sorgen, dass die Straffung zunächst in einem mäßigen Tempo erfolgt, um den Aufschwung nicht zu untergraben, obgleich Länder mit einem kräftigen Wachstum und Länder mit hohen öffentlichen Defiziten und Schuldenständen ihre Staatsfinanzen schneller sanieren sollten. In vielen Fällen scheinen die für 2011 projizierten Konsolidierungsmaßnahmen ein unzureichendes Maß an fiskalischer Straffung zu beinhalten; die in einigen Ländern geplanten weiteren fiskalischen Impulse sind nicht gerechtfertigt.

**Angesichts der angespannten
öffentlichen Finanzlage
besteht die Gefahr einer
Destabilisierung der
Finanzmärkte**

Inadäquate Konsolidierungsanstrengungen in Ländern mit hohen Defiziten und Schuldenständen laufen Gefahr, negative Reaktionen an den Finanzmärkten auszulösen, was zur Folge haben wird, dass Investoren als Ausgleich für die größeren Ausfallrisiken hohe Zinssätze verlangen. Aus empirischen Studien geht hervor, dass Zinsreaktionen wahrscheinlicher sind, wenn die öffentliche Verschuldung hoch ist, und dass Risiko-

prämiert mit wachsender Schuldenquote steigen. In den Projektionen wird generell davon ausgegangen, dass jenseits eines Schwellenwerts von 75% des BIP für die Staatsverschuldung jeder zusätzliche Anstieg der Staatsschuldenquote um 1 Prozentpunkt die langfristigen Zinssätze um 4 Basispunkte erhöht⁷. Der Zusammenhang zwischen dem Zustand der öffentlichen Finanzen und den Renditen für Staatsanleihen trat in den Turbulenzen im Zusammenhang mit Griechenland, und in geringerem Maß auch mit einigen anderen südeuropäischen Ländern, in den letzten Monaten sehr lebhaft zu Tage. Um diese Krise zu überwinden, wird Griechenland zur Gewährleistung der mittelfristigen Stabilität der öffentlichen Finanzen die vereinbarten Konsolidierungsschritte unverzüglich in die Wege leiten und die an die Gewährung von Notkrediten geknüpften Auflagen einhalten müssen. Sowohl Spanien als auch Portugal haben Schritte zur Beschleunigung der Konsolidierung in die Wege geleitet.

Die Mechanismen zur Bewältigung der Krise im Euroraum müssen verstärkt werden

Die wachsende Besorgnis um die Tragfähigkeit der öffentlichen Schuldenpositionen mündete Anfang Mai in starke Finanzmarkturbulenzen im Euroraum, die zur Bekanntgabe einer Reihe zwischen den EU-Mitgliedsländern, dem Internationalen Währungsfonds und der Europäischen Zentralbank koordinierter Maßnahmen geführt haben (Kasten 1.6). Diese haben die kurzfristige Ansteckungsgefahr an den Finanzmärkten gebannt, die Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Solvenzrisiken aber nur insofern zerstreut, als bekannt ist, dass die Kreditvergabe sehr strengen Auflagen unterliegt. Mehrere wichtige Punkte müssen noch geklärt werden, darunter auch die

Kasten 1.6 Das europäische Rettungspaket

Angesichts der rasch zunehmenden Turbulenzen an den Finanzmärkten des Euroraums infolge der Besorgnis über die längerfristige Tragfähigkeit staatlicher Schuldenstände haben die Europäische Gemeinschaft, der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Europäische Zentralbank (EZB) am 9./10. Mai ein Paket von Unterstützungsmaßnahmen bekannt gegeben. Diese Maßnahmen wurden zusätzlich zu einer Reihe bereits verabschiedeter bilateraler Kredite an Griechenland mit einer Laufzeit von drei Jahren in Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro beschlossen. Das Rettungspaket besteht aus zwei großen Elementen – zum einen zusätzliche Finanzhilfen, für die die Regierungen der Mitgliedsländer und der IWF gemeinsam bürgen, zur Bereitstellung von Liquiditätskrediten an Mitgliedstaaten, die von Schwierigkeiten betroffen sind, und zum anderen neue Aktionen der EZB zur Gewährleistung der Finanzstabilität im Euroraum.

Die Europäische Gemeinschaft und der IWF kündigten ferner die Einrichtung eines neuen, auf drei Jahre befristeten europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus mit einem Gesamtvolumen von bis zu 500 Mrd. Euro an, um Mitgliedstaaten, die um finanziellen Beistand ersuchen, Mittel gewähren zu können, wobei der IWF bis zu 250 Mrd. Euro bereitstellen wird. Diese Mittel und die Darlehen für Griechenland machen nahezu 9½% des Euroraum-BIP aus. Die Zinsen für diese neu bereitgestellten Mittel scheinen den Zinsen zu entsprechen, die Griechenland im Rahmen der bilateralen Kredite zu zahlen hat, und belaufen sich auf etwa 5%. Der neue Stabilisierungsmechanismus besteht aus zwei Teilen:

- Einrichtung einer neuen Zweckgesellschaft („Special Purpose Vehicle“), die Ländern des Euroraums, die finanziellen Beistand benötigen, unter sehr strengen Bedingungen Kredite in Höhe von bis zu 440 Mrd. Euro bereitstellen kann. Für die von der Zweckgesellschaft aufgenommenen Mittel bürgen die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets (entsprechend ihren Stimmrechten bei der EZB). Die Zweckgesellschaft soll nach drei Jahren aufgelöst werden und wird die mit staatlichen Kreditbürgschaften abgesicherten Mittel (660 Mrd. Euro entsprechen knapp über 7¼% des Euroraum-BIP) an den Kapitalmärkten aufnehmen. Die konkrete Ausgestaltung dieser Maßnahme und der Modalitäten für ihre Inkraftsetzung wird wahrscheinlich einige Zeit in Anspruch nehmen. Vor allem die Europäische Kommission muss technische Vorkehrungen treffen, um die Zweckgesellschaft einzurichten, und die Kreditbürgschaften müssen von den Mitgliedsländern per Gesetz genehmigt werden.

(Fortsetzung nächste Seite)

7. Eine wichtige Ausnahme bildet Japan, wo die Verschuldung in den letzten beiden Jahrzehnten erheblich zugenommen hat und der Effekt auf die Zinssätze bisher offensichtlich gering war, was wahrscheinlich der Tatsache zuzuschreiben ist, dass ein Großteil der Schulden binnenwirtschaftlich finanziert wird. Es wird davon ausgegangen, dass die Reagibilität der Zinssätze auf die Verschuldung nur einem Viertel des entsprechenden Werts für andere Länder entspricht.

(Fortsetzung)

- Ein finanzieller Stabilisierungsmechanismus, der von der Europäischen Kommission verwaltet wird und Darlehen oder Kreditlinien in Höhe von bis zu 60 Mrd. Euro bereitstellt und allen Mitgliedstaaten, die in finanzielle Not geraten sind, zur Unterstützung offensteht. Die Mittel für diese Fazilität werden von der Europäischen Kommission an den Kapitalmärkten aufgenommen, wobei das EU-Budget als Sicherheit dient, analog zur Funktionsweise der bestehenden mittelfristigen Fazilität zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, auf die in den letzten zwei Jahren zur Unterstützung von Lettland, Ungarn und Rumänien bereits zurückgegriffen wurde. Die zusätzlichen 60 Mrd. Euro werden von allen EU-Mitgliedstaaten garantiert und unter strengen Auflagen im Kontext einer gemeinsamen Unterstützung durch die EU und den IWF bereitgestellt.

Die EZB gab bekannt, dass sie:

- damit beginnen wird, an den „gestörten“ Marktsegmenten der Sekundärmärkte (d.h. nicht direkt von den Regierungen der Mitgliedsländer) private und öffentliche Schuldverschreibungen aufzukaufen. Dies führt nicht zu einer quantitativen Lockerung, da zugleich Maßnahmen ergriffen werden, um die Effekte all dieser Operationen zu sterilisieren und mithin etwaige Auswirkungen auf die monetäre Basis zu verhindern.
- erneut Maßnahmen in Kraft setzt, um die Banken über unbegrenzte Drei-Monats-Tender und Sechs-Monats-Tender mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Die Drei-Monats-Liquidität soll als Mengentender angeboten werden, wohingegen der Zinssatz für das liquiditätszuführende Geschäft mit einer Laufzeit von 6 Monaten ex post als durchschnittlicher Mindestbietungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte (6-Monatsintervall) festgelegt wird.
- Zusätzlich zu diesen Maßnahmen wurde die Einrichtung einer Reihe bilateraler Devisen-Swaplinien mit der Federal Reserve angekündigt, auch von der EZB. Hiermit soll die Verfügbarkeit auf US-Dollar lautender Finanzmittel für europäische Finanzinstitute erhöht werden.

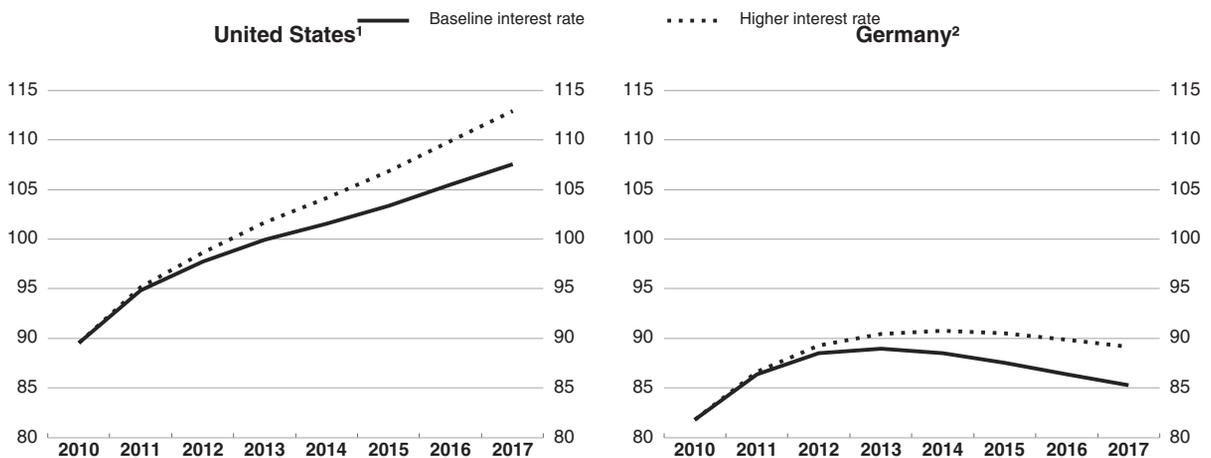
Alles in allem dürften die auf drei Jahre angelegten Staatsdarlehen und -bürgschaften zusammen mit den bedeutenden Schritten der EZB ausreichen, um die derzeitigen Liquiditätsprobleme an den Märkten zu beheben. Sie decken den voraussichtlichen Finanzierungsbedarf der von den Schwierigkeiten am stärksten betroffenen Regierungen und dürften es den Finanzinstituten, die den Staatsschulden dieser Ländern (und mithin dem Ausfallrisiko) am stärksten ausgesetzt sind, ermöglichen, die von ihnen benötigte kurzfristige Finanzierung zu angemessenen Bedingungen zu erhalten.

Voraussetzungen, unter denen Länder Anspruch auf Notkredite haben, der Entscheidungsprozess, der notwendig ist, damit die Finanzhilfe unverzüglich und in angemessener Höhe bereitgestellt wird, und die Beantwortung der Frage, was geschieht, wenn einem Antrag auf Unterstützung nicht stattgegeben wird. Solange die Gewährung von Unterstützung nicht auf der Basis eines klaren und transparenten Prozesses erfolgt, kann sie von den Finanzmärkten als eine Maßnahme interpretiert werden, die erheblichen politischen Risiken unterliegt. Die Existenz zusätzlicher Stützungsfazilitäten für Länder des Euroraums wirft zugleich auch Moral-Hazard-Probleme auf, die, wenn Gegenmaßnahmen unterbleiben, die Anreize zur Wahrung solider Haushaltspositionen schwächen würden. Eine verstärkte Kontrolle und Koordinierung der Fiskalpolitik im Rahmen des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts könnte dieses Risiko mindern helfen, wenn gleich sehr viel stärkere Auswirkungen auf nationaler Ebene vonnöten sind, damit sich ein derartiger Prozess als wirksam erweist. Die Optionen reichen von einer verbesserten Überwachung nationaler Konsolidierungspläne an dem einen extremen Ende des Spektrums bis zu Regelungen im Sinne einer Fiskalunion am anderen Ende, mit nationaler Haushaltsautonomie im Verein mit zentral vereinbarten Regeln, externen Audits der Rechnungslegung sowie Berichterstattungsvorschriften und Strafmaßnahmen als mittlere Lösung. Strengere und zeitnahe Sanktionsmechanismen in Fällen von Nichteinhaltung der EU-Haushaltsregeln sind notwendig, darunter auch höhere Strafen bei übermäßigen Haushaltsdefiziten. Eine klarere Formulierung der Bedingungen, unter denen Stützungsfazilitäten zugänglich sind, kann den auf die Finanzmärkte ausgehenden disziplinierenden Effekt ebenfalls verstärken.

**Die derzeit geplanten
Fiskalmaßnahmen reichen
möglicherweise nicht aus,
um die Staatsschulden-
quoten zu stabilisieren**

Die meisten OECD-Länder haben mittelfristige Konsolidierungsziele bekannt gegeben. Selbst wenn sich die Länder anders als in früheren Zeiten, wo häufig von den Vorgaben abgewichen wurde, an diese Pläne halten, gehen die aktuellen Pläne in vielen OECD-Ländern jedoch möglicherweise nicht weit genug, um der negativen Schuldendynamik Einhalt zu gebieten, vor allem wenn das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleibt. Entwickeln sich beispielsweise BIP-Wachstum und Zinssätze gemäß dem in dieser Ausgabe des *OECD-Wirtschaftsausblicks* dargestellten langfristigen Szenario, würde der mittelfristige Haushaltsentwurf des US-Präsidenten nicht ausreichen, um die amerikanische Staatsschuldenquote ohne weitere Änderungen zu stabilisieren (Abb. 1.16). Unter der Annahme ähnlicher Umstände lässt das Defizitziel für Deutschland erwarten, dass die Staatsschuldenquote in den kommenden vier Jahren weiter steigen wird. Jedoch ist auf Grund der jüngst eingeführten neuen, in der Verfassung verankerten Defizitgrenze in der Folgezeit ein Rückgang vorgesehen. Allerdings ist bisher noch keine konkrete Konsolidierungsstrategie zur Erreichung des Ziels bekannt gegeben worden, die demnach noch ausgearbeitet werden muss.

Figure 1.16. **Gross debt ratios under announced government consolidation plans**



Note: Baseline interest rates follow a long-term baseline scenario that is presented in *OECD Economic Outlook 87*. In the higher interest rate case, interest payments arising from financing needs from 2011 onward are based on interest rates that are set 100 basis points higher than the long-term equilibrium rates in the long-term scenario. In estimating the financing need arising from roll-over of maturing portions of the debt, the redemption schedule based on maturity distributions of marketable debt issued by the central government is applied to total general government debt. Up to 2011, growth and interest rate assumptions are taken from the projections in *Economic Outlook No. 87*. Thereafter, growth rates and gross asset ratios are based on the long-term scenario, with the exception of the United States, where the cyclical impact on fiscal balances under the government consolidation plan is based on national assumptions.

1. The consolidation path is based on changes in dollar values of fiscal balances (net of interest expenses) published in the President's Budget proposal as of 1 February 2010, as assessed by the Congressional Budget Office (CBO). Fiscal impacts of final health care legislation are also taken into consideration based on the CBO's assessment as of 20 March 2010.
2. The consolidation plan up to 2013 is based on the annual changes of cyclically-adjusted primary balances as per cent of GDP incorporated in the "German Stability Programme January 2010 Update". Beyond 2014, cyclically-adjusted primary balances are assumed to improve at equal steps, so that net lending reaches balance in 2020.

Source: OECD Economic Outlook 87 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932304050>

**Es besteht großer
Konsolidierungsbedarf
zur Stabilisierung der
öffentlichen Schulden-
quoten**

Die Beurteilung des zur Stabilisierung der Staatsschuldenquoten notwendigen Konsolidierungsbedarfs erfolgte anhand eines Langzeitszenarios bis 2025 (vgl. Kapitel 4, nur auf Englisch verfügbar). In dem Szenario wird davon ausgegangen, dass sich der strukturelle Primärsaldo ab 2012 bis zur Stabilisierung der Staatsschuldenquote schrittweise und dauerhaft um $\frac{1}{2}\%$ des BIP jährlich verbessern wird. Im Fall mehrerer Länder ist das in dieser Arbeitshypothese erwartete Ausmaß der Haushalts-

konsolidierung weniger ehrgeizig als in den aktuellen Plänen ihrer Regierungen enthaltene Ziel und dementsprechend im Allgemeinen als unzureichend zu betrachten, dient aber dennoch als Bezugsgröße für Diskussionen über ehrgeizigere Maßnahmen und bietet eine Vorstellung von den Voraussetzungen, die erfüllt sein müssen, um die Schulden auch nur auf einem oft sehr hohen Niveau zu stabilisieren. Konkret würde die Stabilisierung der Staatsschuldenquote eine Straffung der strukturellen Haushalts-salden um 5-10% des BIP in den Ländern mit dem größten Primärdefizit fordern (Irland, Japan, Spanien, Polen, Island, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten) (Tabelle 1.7). Selbst dann wird sich der Schuldenstand in den OECD-Ländern den Projektionen zufolge ab 2012 um weitere 18 Prozentpunkte des BIP ausweiten, bevor es sich stabilisiert, und in etwa einem Drittel der OECD-Länder 100% überschreiten. Besonders hoch ist der Anstieg der Staatsschuldenquote mit 25% des BIP oder mehr in den Vereinigten Staaten, der Tschechischen Republik, Finnland, dem Vereinigten Königreich, Irland und Polen.

Table 1.7. **Consolidation requirement to stabilise the debt-to-GDP ratio over the long-term horizon**

As per cent of potential GDP

	Underlying primary balance in 2010	Underlying primary balance required to stabilise debt ¹	Required change in underlying primary balance	Projected Change in underlying primary balance in 2011	Requirement beyond 2011
	(A)	(B)	(C) = (B) - (A)	(D)	(C) - (D)
Australia	-1.8	0.1	1.9	1.0	0.9
Austria	-1.1	0.8	1.9	0.2	1.7
Belgium	1.9	0.9	-1.0	0.7	-1.6
Canada	-1.4	0.1	1.5	0.6	0.9
Czech Republic	-3.0	-0.4	2.6	0.0	2.6
Denmark	-0.5	0.2	0.7	0.3	0.4
Finland	-0.4	-0.4	0.0	-0.4	0.4
France	-3.2	1.7	4.9	0.7	4.2
Germany	-1.2	1.2	2.4	0.7	1.7
Greece	1.0	4.1	3.1	2.1	1.0
Hungary	2.1	2.5	0.4	0.0	0.4
Iceland	-2.6	2.4	5.0	3.0	2.0
Ireland	-4.7	1.6	6.3	0.1	6.2
Italy	1.8	3.2	1.4	0.0	1.4
Japan	-5.0	3.6	8.6	-0.2	8.8
Korea	0.4	-1.7	-2.1	-0.3	-1.8
Luxembourg	-2.2	0.1	2.3	-1.1	3.4
Netherlands	-2.0	0.8	2.9	0.7	2.1
New Zealand	-3.1	0.1	3.1	0.1	3.0
Norway	-4.0	0.6	4.7	0.4	4.3
Poland	-4.8	2.0	6.8	0.4	6.4
Portugal	-2.8	1.8	4.6	2.2	2.3
Slovak Republic	-3.3	1.4	4.7	1.2	3.5
Spain	-5.2	0.6	5.8	1.9	3.9
Sweden	1.7	-0.3	-2.0	1.2	-3.2
Switzerland	0.3	0.0	-0.4	0.1	-0.5
United Kingdom	-5.7	3.1	8.8	0.9	7.9
United States	-7.1	2.6	9.7	1.3	8.3

1. Underlying primary balance required in 2025, based on gradual but steady consolidation paths, to stabilise debt-to-GDP ratios over the long-term horizon, embodied in the long-term baseline scenario presented in *OECD Economic Outlook 87*. Debt stabilisation may take place at undesirably high levels.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305969>

Die Konsolidierung sollte weitgehend auf Ausgabenkürzungen beruhen

Vor diesem Hintergrund sollten Pläne für eine Stabilisierung und letztlich Rückbildung der Schuldenstände ausgearbeitet – und bekannt gegeben – werden, um die Glaubwürdigkeit zu erhöhen. Um glaubwürdig zu sein, müssen mittelfristige Pläne auf vorsichtigen Annahmen beruhen, detaillierte Informationen darüber enthalten, wie und wann die Konsolidierung erreicht werden soll, und auch Erläuterungen dazu liefern, wie etwaigen Schwierigkeiten begegnet wird. Glaubwürdige Programme können zugleich auch im privaten Sektor Reaktionen auslösen, die den von der Konsolidierung auf das BIP ausgehenden Kontraktionseffekt bis zu einem gewissen Grad kompensieren (Kasten 1.7). Den bisherigen Erfahrungen zufolge führt eine auf Ausgabenkürzungen basierende Konsolidierung mit größerer Wahrscheinlichkeit zum Erfolg als Konsolidierungsmaßnahmen, denen Steuererhöhungen zu Grunde liegen (Guichard et al., 2007). Bis zu einem gewissen Grad mag das darauf zurückzuführen sein, dass Ausgabenkürzungen eine Verpflichtung unter Beweis stellen, was die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsstrategie deutlich erhöht. In dem Maße, wie im Konsolidierungsprozess Mehr-

Kasten 1.7 Wird die Haushaltskonsolidierung das kurzfristige Wachstum beeinträchtigen?

Gewöhnlich wird die Haushaltskonsolidierung als eine Maßnahme betrachtet, die negative Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit hat, da die Reduzierung der Staatsausgaben oder die Erhöhung von Steuern und die sich daraus ergebenden Multiplikatoreffekte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage belasten. Die Reaktion des privaten Sektors auf staatliche Aktionen könnte jedoch auch so ausfallen, dass sie den Kontraktionseffekt zumindest z.T. wettmacht. Inwieweit solche ausgleichenden Reaktionen dann tatsächlich eintreten, hängt von einer Reihe von Faktoren ab, namentlich dem Umfang der Staatsverschuldung, der Glaubwürdigkeit des Konsolidierungsprogramms, der Art der Instrumente, die zur Erreichung der Konsolidierungsziele eingesetzt werden, sowie den Bedingungen auf den Finanzmärkten. In diesem Kasten werden einige der derzeit relevanten Aspekte näher beleuchtet.

Die Konsolidierung kann eine Senkung der Zinssätze zur Folge haben, da sie die Belastung der Kapitalmärkte durch staatliche Schuldtitel verringert und die Inflationserwartungen stabilisieren bzw. reduzieren könnte. Indem sie die relative Rendite von Investitionsprojekten und Konsumgütern erhöht, können niedrigere Zinssätze den privaten Investitionen und dem Konsum Impulse verleihen. In einem flexiblen Wechselkurssystem könnten sie auch eine Währungsabwertung auslösen, was die Exporte beflügeln würde, wengleich dieser Effekt in der gegenwärtigen Situation, die dadurch geprägt ist, dass der Konsolidierungsbedarf in den meisten OECD-Ländern gleichzeitig besteht, weniger relevant wäre. Es könnte auch ein positiver Vermögens- und Liquiditätseffekt auf den Konsum entstehen, da niedrigere langfristige Zinssätze den Preis von Vermögenswerten (Anleihen, Aktien und Immobilien) im Trend erhöhen.

Erwartungen spielen bei der Transmission der Effekte fiskalpolitischer Maßnahmen auf den privaten Sektor eine wichtige Rolle. So stützen insbesondere die Verbraucher ihre Konsumentscheidungen wahrscheinlich bis zu einem gewissen Grad auf die zu erwartenden künftigen Einkommensströme (permanentes Einkommen) und nicht auf ihr kurzfristig verfügbares Einkommen. Mit anderen Worten, wenn private Wirtschaftssubjekte davon ausgehen, dass in Zukunft eine Steuererhöhung oder eine Senkung der Staatsausgaben erfolgen wird, haben sie ihr Ausgabenverhalten möglicherweise bereits vor der Umsetzung der Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen angepasst, da ihr permanentes Einkommen reduziert wurde. In einem derartigen Fall hätte die Umsetzung der Haushaltsmaßnahmen keine Auswirkungen auf die Gesamtnachfrage. Obgleich diese These in ihrer reinen Form (eine logische Folge der These der „Ricardianischen Äquivalenz“) nur unter recht strengen Annahmen gelten würde, die in der Realität kaum anzutreffen sind, wird dennoch davon ausgegangen, dass sie für das derzeitige Verhalten eine gewisse Bedeutung hat.

Jüngste OECD-Schätzungen, in denen die Ricardianische Äquivalenz berechnet wurde, legen den Schluss nahe, dass die Kompensation zwischen öffentlicher und privater Ersparnis im Durchschnitt der OECD-Länder etwa 40% beträgt (Röhn, 2010) und bereits sehr rasch eintritt¹. Zwischen den Ländern gibt es aber große Unterschiede. Zudem deuten die Belege darauf hin, dass die Kompensation mit steigendem Schuldenniveau größer wird². Das stimmt mit dem Konzept überein, dem zufolge Niveau und Zuwachsraten der Staatsverschuldung diskrete Veränderungen bei den Erwartungen des privaten Sektors auslösen können, die nichtlineare Wechselwirkungen zwischen Fiskalpolitik und Reaktionen des Privatsektors zur Folge haben³. Beispielsweise kann die Konsolidierung bei einem hohen Schuldenstand ein Zeichen für einen dauerhaften Kurs-

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

wechsel hin zu einer fiskalpolitischen Straffung setzen, die in Zukunft dauerhaft niedrigere Steuern und von daher höhere verfügbare Einkommen erwarten lässt. Überdies kann in Fällen, in denen Haushaltspositionen bei einem hohen Schuldenstand als untragbar gelten, ein umfassendes und glaubwürdiges Konsolidierungsprogramm die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit reduzieren und mithin für eine Senkung der Risikoprämien auf Staatspapiere sorgen. Das wiederum kann ganz allgemein einen Rückgang der Zinssätze zur Folge haben, mit positiven Effekten auf die Wirtschaftstätigkeit. Angesichts des derzeit hohen und untragbaren Schuldenstands in vielen OECD-Ländern deuten die verfügbaren Befunde darauf hin, dass die Konsolidierung eine positive Reaktion des privaten Sektors auslösen könnte, die mit weniger negativen Effekten für das kurzfristige Wachstum oder sogar expansiven Effekten verbunden wäre⁴. Die Glaubwürdigkeit des Konsolidierungsprogramms ist aber eine entscheidende Grundvoraussetzung für eine etwaige Verankerung der Erwartungen der privaten Akteure. Die Glaubwürdigkeit könnte durch den Umfang der Konsolidierung und/oder die Einführung neuer Haushaltsregeln verstärkt werden.

Die Sanierung des Finanzsektors ist eine wichtige Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Haushaltskonsolidierung (Barrios et al., 2010). Die Kompensation der öffentlichen Ersparnis nach dem ricardianischen Modell ist umso stärker, je weniger kreditbeschränkt die privaten Subjekte sind (Röhn, 2010). Zudem hängt das Ausmaß der potenziellen Erhöhung der privaten Investitionen und des Konsums vom Bilanzsanierungsbedarf der privaten Akteure ab. Vor diesem Hintergrund kann die jüngste Verbesserung der Finanzierungsbedingungen im OECD-Raum als ein Faktor betrachtet werden, der Konsolidierungsbemühungen Vorschub leistet.

1. Diese Schätzungen stehen durchaus im Einklang mit den Ergebnissen anderer jüngerer Studien, in denen die kurzfristige Kompensation auf 0,1 bis 0,5 geschätzt wurde. Die meisten Studien kommen aber zu dem Ergebnis, dass die Kompensation längerfristig signifikant höher ausfällt (z.B. de Mello et al., 2004). Eine mögliche Einschränkung besteht bei den Schätzungen der Kompensationseffekte zwischen öffentlicher und privater Ersparnis darin, dass diese unter der Annahme hergeleitet werden, dass die Kompensation zwischen privater und öffentlicher Ersparnis in Phasen der fiskalischen Expansion und Kontraktion stets identisch ist.
2. Vgl. auch Nickel und Vansteenkiste (2008); Berben und Brosens (2007); sowie Nicoletti (1988, 1992).
3. Vgl. z.B. Giavazzi et al. (2000); Blanchard (1990); Sutherland (1997); Perotti (1999).
4. In der Tat sind in der Vergangenheit mehrere Konsolidierungsperioden als expansiv identifiziert worden, so z.B. in Dänemark 1983-1986 und in Irland 1987-1989 (Europäische Kommission, 2003).

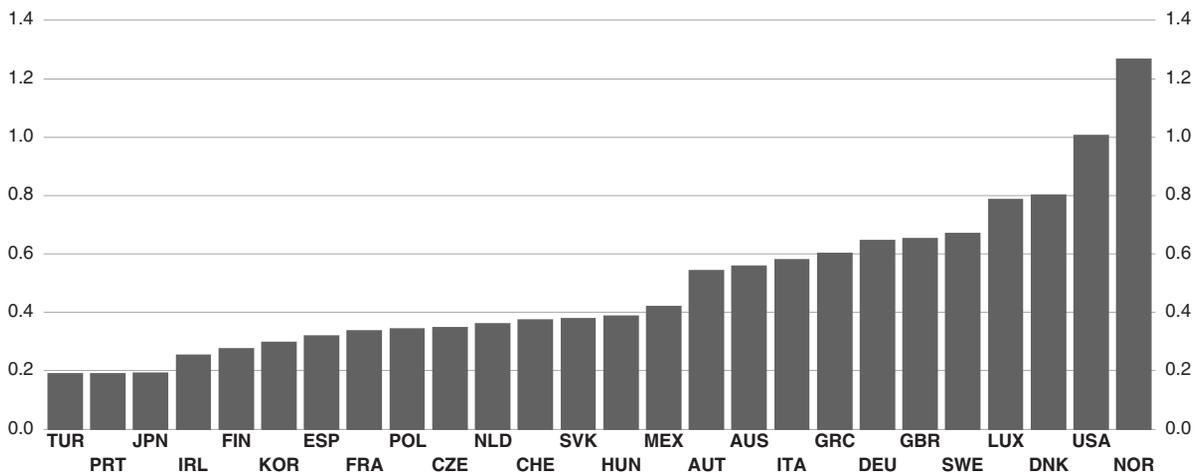
einnahmen erforderlich sind, sollte der für den Abbau von Steuervergünstigungen vorhandene Spielraum ausgeschöpft werden, wobei auf die Steuerarten gesetzt werden sollte, die am wenigsten verzerrend auf die Wirtschaftstätigkeit wirken, wie laufende Steuern auf unbewegliches Vermögen und Verbrauchsteuern (Johansson et al., 2008). Die Besteuerung von CO₂-Emissionen und die Versteigerung von Emissionsrechten könnten die Einnahmen ebenfalls erhöhen und zugleich Umweltbelangen Rechnung tragen. Eine Drosselung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst könnte ebenfalls einen Beitrag zur Verbesserung der Haushaltspositionen auf kurze Sicht leisten, wenngleich die Gefahr besteht, dass die Gehälter zu einem späteren Zeitpunkt erneut stark anziehen werden oder der öffentliche Sektor im Vergleich zum privaten Sektor an Wettbewerbsfähigkeit verliert.

Der Spielraum zur Steigerung der Effizienz im öffentlichen Sektor sollte genutzt werden

Die Maßnahmen zur Reduzierung der öffentlichen Ausgaben sollten zudem so konzipiert sein, dass sie einem langfristigen Wachstum Vorschub leisten. Daher sollten die Ergebnisse, die bei wachstumsstärkenden Aktivitäten in Bereichen wie Infrastruktur, Gesundheitsversorgung und Bildung erzielt wurden, angesichts der Tatsache, dass es sich hierbei auch um große Ausgabenposten handelt, so lange wie eben möglich erhalten bleiben. Die Erreichung dieses Ziels wird durch die Ausschöpfung des breiten Spielraums für Effizienzsteigerungen innerhalb dieser Ausgabenkategorien erleichtert. Wie jüngste OECD-Analysen dokumentieren, kann der budgetäre Effekt, der durch eine Umstellung auf beste internationale Verfahrensweisen im Bereich wichtiger öffentlicher Dienstleistungen entsteht, beträchtlich sein. Für den Gesundheitssektor wurde geschätzt, dass die möglichen Effizienzsteigerungen, die im Durchschnitt der OECD-Länder durch

Figure 1.17. **Potential efficiency gains in primary and secondary education are large**

Per cent of GDP



Note: The numbers show potential resource savings at the national level from reducing teacher-student ratios while holding outputs constant. Implied input cuts were applied to compensation of all staff in primary, secondary and post-secondary non-tertiary education for the year 2002.

Source: Sutherland et al., 2007.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932304069>

die Umstellung auf beste Verfahrensweisen bei unveränderten Gesundheitsergebnissen erzielt werden können, 2% des BIP erreichen könnten (Joumard et al., 2008). In der Primar- und Sekundarschulbildung könnte die Übernahme der besten Verfahrensweisen im OECD-Raum im Durchschnitt Effizienzsteigerungen von ¼% bis zu mehr als 1% des BIP zur Folge haben (Abb. 1.17) (Sutherland et al., 2007).

Kasten 1.8 Die Laufzeitstruktur der Staatspapiere und Refinanzierungsrisiken (Roll-over)

Staatlicher Finanzierungsbedarf entsteht aus verschiedenen Quellen. In jedem Zeitraum müssen die Staaten Primärdefizite und auf die bestehende Bruttoverschuldung zu zahlende Bruttozinsen finanzieren. Darüber hinaus muss der Staat den Finanzierungsbedarf decken, der mit der Umschlagshäufigkeit der Restlaufzeit der Schuldtitel verbunden ist.

Informationen für ausgewählte OECD-Länder, die von den amtlichen Stellen der jeweiligen Länder zur Verfügung gestellt wurden, deuten darauf hin, dass die durchschnittlich verbleibenden Laufzeiten der marktfähigen Schuldtitel der Zentralregierung für die meisten Länder zwischen 6 und 7½ Jahren liegen, für das Vereinigte Königreich (auf Grund der Emission von sehr langlaufenden Staatspapieren) mit rd. 13 Jahren aber länger, und für die Vereinigten Staaten (auf Grund der verhältnismäßig starken Abhängigkeit von mittelfristigen Schatzwechseln) mit rd. 4½ Jahren etwas kürzer sind (vgl. erste nachstehende Tabelle). Die Schuldenmanager haben sehr unterschiedlich auf die Krise reagiert, wie sich am Anteil der im Jahr 2009 ausgegebenen kurzfristigen und langfristigen Instrumente im Vergleich zum Laufzeiten-Mix der Staatspapiere zeigt, die vor der Krise im Jahr 2007 begeben wurden (vgl. zweite nachstehende Tabelle). Während Frankreich, Deutschland, die Schweiz und in geringerem Umfang Japan den Anteil der Ausgabe von Schuldtiteln mit sehr kurzen Laufzeiten (höchstens ein Jahr) auf Kosten der langfristigen Wertpapiere (mindestens 10 Jahre) erheblich erhöhten, verringerten die Vereinigten Staaten, Italien, das Vereinigte Königreich, Kanada und Schweden den Anteil der kurzfristigen Schuldtitel, wobei Italien und Schweden den Anteil der Ausgabe von Wertpapieren mit langer Laufzeit (mindestens 10 Jahre) steigerten. Insgesamt impliziert die derzeitige Laufzeitverteilung, dass für die meisten Länder ein beträchtlicher Teil der Schuldtitel in der nahen Zukunft, d.h. bis Ende 2011, auslaufen wird, was den Finanzierungsdruck auf die Regierungen noch erhöht und die Reagibilität gegenüber Änderungen bei den Zinssätzen zunehmen lässt.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Distribution of remaining maturities of marketable central government securities

	United States	Japan	Germany	France	Italy	United Kingdom	Canada	Belgium	Netherlands	Sweden	Switzerland
	January 2010	March 2009	February 2010	December 2009	January 2010	January 2010	January 2010	January 2010	January 2010	February 2010	March 2010
Average remaining maturity (years)	4.7	6.3	6.5	6.9	6.9	13.0	6.2	5.7	5.5	7.5	7.0
Portion of the debt maturing within one year (%)	33	17	20	26	23	9	39	22	28	14	16
Portion of the debt maturing within two years (%)	45	28	35	36	35	14	49	32	38	20	25
Portion of the debt maturing within three years (%)	56	37	43	44	45	20	56	42	49	31	34
Portion of the debt maturing beyond ten years (%)	9	18	15	19	19	42	19	14	13	25	20

Source: OECD calculation based on national data.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932305988>**Distribution of maturities at issuance of marketable central government securities**

		Percent of the debt maturing in:			
		1 year or less	2 year or less	3 year or less	10 years or more
United States	2007	80.7	80.7	83.6	15.1
	2009	73.8	80.0	85.5	5.0
Japan	2007	21.9	40.5	40.5	37.6
	2009	25.8	47.0	47.0	32.5
Germany	2007	33.5	59.5	59.5	23.7
	2009	52.7	71.9	71.9	17.4
France	2007	63.9	66.1	70.3	18.3
	2009	75.4	77.7	81.4	9.9
Italy	2007	56.0	62.6	70.2	15.7
	2009	51.9	60.1	67.7	19.6
United Kingdom	2007	55.2	55.2	55.2	37.0
	2009	38.0	39.1	45.1	37.9
Canada	2007	90.2	91.7	93.7	4.9
	2009	80.3	86.7	89.1	5.5
Belgium	2007	70.2	70.2	70.3	13.9
	2009	70.2	72.7	79.1	8.2
Netherlands	2007	76.3	79.9	79.9	18.0
	2009	81.2	83.0	87.7	5.7
Sweden	2007	86.0	87.0	87.0	9.1
	2009	72.9	73.8	75.3	20.4
Switzerland	2007	85.9	85.9	85.9	14.1
	2009	91.9	91.9	91.9	2.9

Note: Data refer to all debt instruments issued during the year shown. The amount of debt issued is aggregated by length of maturity at issuance, with the proportions shown being calculated as a percentage of total issuance during the given year.

Source: OECD calculations based on national data.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932306007>

Haushaltsregeln und unabhängiges Monitoring können helfen

Die Aufrechterhaltung bedeutender Konsolidierungsbemühungen über einen Zeitraum von mehreren Jahren kann sich als schwierig erweisen, doch sind einige Belege dafür vorhanden, dass Haushaltsregeln, und insbesondere jene, die schwerpunktmäßig bei den Ausgaben ansetzen, im Verein mit Defizitregeln positive Effekte sowohl auf das Ausmaß der Haushaltskonsolidierung als auch die Dauer der Konsolidierungsanstrengungen haben können (Guichard et al., 2007). Analog dazu wäre die Einbeziehung unabhängiger Einrichtungen in das Monitoring der Konsolidierungsmaßnahmen eine Option, um die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsstrategien durch eine Erhöhung der politischen Kosten bei Abweichungen von den Plänen zu stärken.

Eine Verschiebung der Schuldenlaufzeiten kann die Schuldendienstkosten reduzieren helfen

Ferner ist es auch möglich, Schuldendienstkosten einzusparen, doch kommt es in diesem Fall häufig zu einem Trade-off, der mit Risiken verbunden ist. Einige Länder, namentlich Deutschland und Frankreich, haben jüngst die Laufzeiten der Staatspapiere bei der Begebung deutlich reduziert (Kasten 1.8). Wengleich die Schuldendienstkosten wegen der niedrigen kurzfristigen Zinsen hierdurch auf kurze Sicht gesenkt werden, hat diese Maßnahme zur Folge, dass die Staatshaushalte stärker auf eine Normalisierung der Renditekurve reagieren werden und ein Aufwärtsdruck auf die kurzfristigen Zinssätze entstehen kann. Da außerdem die langfristigen Zinssätze voraussichtlich erneut anziehen werden, sobald der Wirtschaftsaufschwung Tritt gefasst hat, sollte überlegt werden, ob es nicht sinnvoll wäre, die Schuldenlaufzeiten wieder zu verlängern, um das derzeit niedrige Zinsniveau für längerfristige Verbriefungen zu erhalten. Eine Erhöhung der Zinssätze auf Staatspapiere während des Laufzeitenspektrums um 1 Prozentpunkt ab 2011 gegenüber dem im Langzeitszenario der OECD unterstellten langfristigen Zinssatz ginge mit einem auf mittlere Sicht signifikant höheren Schuldenstand einher, der bis 2017 eine Erhöhung der Schuldendienstkosten um etwa 3% des BIP in Japan und um etwa 1% in den anderen Ländern zur Folge hätte.

Alles in allem bringt die Konsolidierung große Herausforderungen mit sich

Alles in allem wird die Haushaltskonsolidierung auf eine Art und Weise vorgenommen werden müssen, die einerseits verhindert, dass die fehlende Glaubwürdigkeit der Konsolidierungspläne eine Erhöhung der Risikoprämien nach sich zieht, andererseits aber auch für die Aufrechterhaltung eines langfristigen Wachstums sorgt. Höhere Risikoprämien und ein flaueres Wachstum könnten die Konsolidierungsbemühungen zunichte machen und möglicherweise eine Abwärtsspirale auslösen, die in eine zunehmend negative Schuldendynamik münden würde. Um das Wachstum aufrechtzuerhalten, sollte die Kombination von Ausgabenkürzungen und Einnahmesteigerungen sorgfältig ausgewählt und sollten zugleich Strukturreformen zur Steigerung des Produktionspotenzials umgesetzt werden, wie weiter unten erörtert wird.

Geldpolitik

Der Ausstieg erfolgt nach und nach ...

Die Rücknahme der massiven während der Krise gewährten geldpolitischen Impulse erfolgt außerhalb des Euroraums sukzessiv. Im Euroraum wurde der Prozess durch die Schritte, die ergriffen wurden, um Ängsten in Zusammenhang mit der Staatsverschuldung entgegenzuwirken, umgekehrt. Eine Reihe von besonderen liquiditätszuführenden Maßnahmen wurde reduziert bzw. zurückgenommen, oder es wurden diesbezügliche Ankündigungen gemacht. Programme zum Ankauf von Wertpapieren wurden abgeschlossen oder sollen in naher Zukunft in den Vereinigten Staaten beendet werden, während sie im Vereinigten Königreich seit Februar ausgesetzt wurden. In einigen Ländern hat die Normalisierung der Leitzinsen überdies

bereits begonnen (Australien, Brasilien, Indien, Israel und Norwegen) oder dürfte früher als ursprünglich vorgesehen beginnen (Kanada und Schweden). Die Normalisierung der Geldpolitik ist auch in China im Gange, das zusammen mit Brasilien und Indien u.a. die Mindestreservesätze für Geschäftsbanken erhöht hat.

Beendigung der außergewöhnlichen Liquiditätszufuhr

... insbesondere was die Bereitstellung von Liquidität für die Banken betrifft ...

In dem Maße, wie es für die Banken infolge von Verbesserungen an den Finanzierungsmärkten und einer Zunahme des Vertrauens in die Kontrahenten kostengünstiger wurde, sich an den Märkten mit Liquidität zu versorgen, sind einige Liquiditätsfazilitäten der Zentralbanken bereits reduziert worden. Eine Ausnahme hiervon bildet die Wiedereinführung von kurzfristigen Liquiditätsfazilitäten durch die EZB am 10. Mai (vgl. Kasten 1.6). Die Verringerung der Liquiditätsfazilitäten sollte in erster Linie von der Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte abhängen. Eine Option besteht darin, die verbleibenden Maßnahmen so lange in Kraft zu belassen, wie die Fragilität an den Finanzmärkten bestehen bleibt, und ihrer Inanspruchnahme außerhalb von Stresssituation durch die schrittweise Erhöhung der Zugangskosten entgegenzuwirken⁸. Das könnte u.a. der Notwendigkeit vorbeugen, bei erneuten Belastungen Stützungsfazilitäten einführen zu müssen, wie es bei den jüngsten von der EZB vorgenommenen Änderungen auf Grund der potenziell negativen Vertrauenseffekte der Fall war. Ein Sicherheitenrahmen bei Refinanzierungsgeschäften auf der Basis von Bewertungsabschlägen (*graded haircuts*), die die Qualität der Aktiva widerspiegeln, wie ihn die EZB 2011 anwenden will, könnte Aktiva niedriger Qualität in Stressperioden stützen und zugleich die Bilanzen der Zentralbanken schützen. Gleichzeitig könnte eine Veränderung der Bewertungen aber ein schwieriger Prozess sein, es sei denn, er basiert der allgemeinen Einschätzung nach auf objektiven Kriterien. Eine abrupte Beendigung der kurzfristigen Liquiditätsfazilitäten sollte vermieden werden, weil eine plötzliche Kontraktion der Liquidität zu Volatilität bei den Tagesgeldsätzen der Banken führen kann. Bei der Entscheidung über die Rücknahme der Liquiditätszufuhr sollten angesichts der Tatsache, dass die Banken in einigen Ländern reichlich billige Liquidität zum Kauf höher rentierlicher längerfristiger Aktiva, wie Staatsanleihen, verwendet haben, auch mögliche Auswirkungen für längerfristige Anlagemärkte berücksichtigt werden.

Abbau der außergewöhnlichen Vermögensbestände der Zentralbanken

... während die Programme zum Ankauf langlaufender Wertpapiere in vielen Ländern beendet sind ...

Die große Anhäufung langlaufender Wertpapiere durch die Währungsbehörden in den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich, die auf die Stützung bestimmter Segmente der Finanzmärkte und/oder die Erhöhung der Geldmenge abzielte, hat sich seit Ende 2009 verlangsamt und wird aller Voraussicht nach im Lauf des ersten Halbjahrs 2010 enden, da die Programme zum Ankauf von Wertpapieren abgeschlossen sind⁹. Demgegenüber kündigte die EZB am 10. Mai an, dass sie neben ihrem Programm zum Ankauf von Covered Bonds auch zusätzliche Interventionen an den öffentlichen und privaten Rentenmärkten im Euroraum durchführen würde, um die Tiefe und Liquidität bei diesen Komponenten, die von Funktionsstörungen betroffen sind, sicherzustellen, wodurch der Effekt solcher Eingriffe auf die Geldmenge sterilisiert würde.

-
8. In den Vereinigten Staaten und im Euroraum wurden die Zugangsbedingungen zu außergewöhnlicher bzw. mittelfristiger Liquidität gestrafft.
9. Der Ankauf von Schuldtiteln öffentlicher und quasiöffentlicher Stellen (*agency debt*) sowie von hypothekarisch besicherten Wertpapieren solcher Stellen endete in den Vereinigten Staaten zusammen mit einem Teil der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) Ende März. Die Unterstützung für Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) wird bis Ende Juni 2010 fortgesetzt. Die Bank von England hat bereits die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren in Höhe von 200 Mrd. £ abgeschlossen und das Covered-Bond-Programm der EZB dürfte bis Ende des zweiten Quartals 2010 vollständig auslaufen.

*... was von den makro-
ökonomischen und
finanziellen Bedingungen
abhängt*

Der Verkauf privater und öffentlicher Vermögenswerte muss auf der Grundlage der Verzerrungen, die solche Vermögensbestände nach sich ziehen, sowie der makroökonomischen Bedingungen und der Funktionsweise der zu Grunde liegenden Vermögenmärkte entschieden werden. Langfristig gesehen ist es ratsam, solche Vermögenswerte zu verkaufen, um eine Ressourcenfehlallokation und eine Verringerung des Produktionspotenzials zu verhindern¹⁰. Auf kurze Sicht würden aber höhere Renditen auf staatliche und private Anleihen infolge einer Veräußerung der angesammelten Wertpapiere durch den Staat sich negativ auf die Ausgaben der privaten Haushalte und Unternehmen auswirken und könnten die Landeswährungen unter Druck setzen¹¹. Darüber hinaus könnten Verkäufe für die Zentralbanken zur Entstehung von Verlusten führen, was Fragen über ihre Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit aufwerfen könnte¹².

*Der Verkauf langlaufender
Wertpapiere sollte schritt-
weise vonstatten gehen*

In Anbetracht der makroökonomischen Aussichten und der noch immer prekären Lage an einigen relevanten Vermögenmärkten lassen diese Erwägungen darauf schließen, dass Wertpapierverkäufe auf kurze Sicht begrenzt und zu Beginn in einem langsamen Tempo durchgeführt werden sollten. Eine derartige Strategie wäre nur realisierbar und mit späteren Anhebungen der Leitzinsen vereinbar, wenn die Zentralbanken den Effekt solcher Vermögensbestände auf die Liquidität ausgleichen. Die Zentralbanken können die Liquidität durch Instrumente des Liability Managements entziehen, insbesondere Reserve-Repo-Geschäfte, Termineinlagen und Emission von Zentralbankschuldverschreibungen, wobei sich die beiden letztgenannten Optionen unter praktischen Gesichtspunkten besser eignen, da sie nicht zwangsläufig an bestimmte Vermögenswerte gebunden sind. Ebenso ermöglicht die Vergütung der Einlagen der Banken bei der Zentralbank in einer Situation hoher Überschussreserven die Kontrolle der Tagesgeldsätze. Wenngleich diese letztere Option die Kosten der Banken für die Reservehaltung senkt und daher den Effekt der Liquidität auf das Wachstum der weiter gefassten Geldmenge reduzieren dürfte, kann indessen die Möglichkeit nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass sie im Gegensatz zu liquiditätsabsorbierenden Operationen zu einer Expansion der weiter gefassten Geldmenge führen. Da zu langes Halten langfristiger Wertpapiere nicht zuletzt durch Effekte auf die Inflationserwartungen, einen negativen Einfluss auf die Inflation haben kann, sollten die Währungsbehörden auch einen klaren Fahrplan für den Ausgleich und den endgültigen Abbau der langfristigen Vermögensbestände vorlegen, um die langfristigen Inflationserwartungen zu verankern, die in einigen Fällen in jüngster Zeit gestiegen sind¹³.

10. Der Grund hierfür ist, dass Programme zum Ankauf langfristiger Wertpapiere die Kosten des Anstiegs der Staatsverschuldung und die Kosten des Erwerbs von Wohneigentum künstlich reduziert haben, wobei ein längerfristiges Risiko in Bezug auf überhöhte Investitionen in Wohnimmobilien besteht, wenn die Vermögensbestände lange Zeit gehalten werden. In der Tat haben die Ankäufe von Staatsanleihen durch die Zentralbanken in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich die langfristigen Zinssätze möglicherweise um 50 Basispunkte oder mehr gesenkt, während der Ankauf von besicherten (hauptsächlich hypothekarisch besicherten) Anleihen in den Vereinigten Staaten die Hypothekenzinsen um zusätzliche 50 Basispunkte verringert haben könnte. Vgl. Sack (2009) und Gagnon (2009).

11. Ein weiterer Faktor, der sich beim Verkauf von Wertpapieren auswirken könnte, ist, dass dies die relevanten Märkte destabilisieren könnte, insbesondere die Verbriefungsmärkte in den Vereinigten Staaten.

12. Langfristige Wertpapiere bis zum Ende ihrer Laufzeit zu halten, würde abrupte große Verluste vermeiden, die verbucht werden müssten, wenn solche Wertpapiere in einem Umfeld höherer langfristiger Zinsen verkauft würden, während sie zu relativ hohen Kursen gekauft wurden. Da umfangreiche direkte Verluste auf Grund des Rekapitalisierungsbedarfs akutere Fragen über die Unabhängigkeit der Währungsbehörden aufwerfen könnten als zeitlich gestreckte Verluste, wäre es unter dem Blickwinkel, die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken so weit wie möglich zu schützen, u.U. vorzuziehen, die Wertpapiere zu halten. Dies scheint für die Bank von England kein Thema zu sein, da das britische Schatzamt zugestimmt hat, sie für etwaige Verluste, die mit der Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren zusammenhängen, zu entschädigen.

13. Unkonventionelle Maßnahmen könnten destabilisierend auf die Inflationserwartungen wirken, wenn die enorme Anhäufung der Zentralbankguthaben zu einer raschen Zunahme der Gesamtgeldmenge, der Gesamtnachfrage und der inflationären Spannungen führt. Alternativ dazu könnten die Inflationserwartungen steigen, wenn die Wirtschaftssubjekte ein größeres Risiko sehen, dass Aktionen der Zentralbanken durch ihre ausgeweiteten Bilanzsummen eingeschränkt werden, was sie davon abhalten würde, die Leitzinsen rechtzeitig anzupassen. Vgl. Cournède und Minegishi (2010).

Ausstieg aus der Politik der sehr niedrigen Leitzinsen

Der Ausstieg aus der Politik der niedrigen Leitzinsen sollte auf die Inflationserwartungen und die makroökonomischen Bedingungen ausgerichtet sein ...

In den großen OECD-Volkswirtschaften sollten Beginn und Tempo der Normalisierung der Leitzinsen, die gegenwärtig nahe bei null liegen, sich an den Inflationserwartungen und demzufolge an den makroökonomischen Bedingungen allgemein orientieren. Folglich sollte zwischen den einzelnen Ländern je nach ihrem derzeitigen Kapazitätsüberhang, ihrem aktuellen Inflationsniveau und der erwarteten Stärke ihrer Erholung (die von ihren fiskalpolitischen Rahmenbedingungen beeinflusst wird) eine Differenzierung vorgenommen werden: je größer der derzeitige Kapazitätsüberhang ist, umso länger muss im Hinblick auf den Beginn des Ausstiegs gewartet werden und umso langsamer wird die Normalisierung verlaufen; je schneller die erwartete Erholung ist, umso früher und rascher wird die Anhebung der Leitzinsen erfolgen. Angesichts der Belastungen durch die anhaltenden Bilanzanpassungen und die voraussichtliche Haushaltskonsolidierung sollte der Ausstieg nach und nach vonstatten gehen und auf das Entstehen tendenzieller inflationärer Spannungen ausgerichtet sein. Eine niedrige Inflation bedeutet, dass die Leitzinsen erst dann zu neutralen Zinssätzen zurückkehren sollten, wenn die Produktionslücken geschlossen sind. Anzeichen, dass die Inflationserwartungen zu steigen beginnen, z.B. bedingt durch das Fehlen glaubwürdiger mittelfristiger Haushaltskonsolidierungspläne, wären ein Grund dafür, den Ausstieg vorzuziehen. Die Normalisierung wird in einer Reihe von Fällen beginnen müssen, während ein Teil der unkonventionellen Politikmaßnahmen noch immer im Einsatz ist, indem auf Instrumente des Liquiditätsmanagements zurückgegriffen wird, um Reserven zu absorbieren oder um sicherzustellen, dass die Marktzinsen trotz hoher Überschussreserven angehoben werden können.

... und sollte im laufenden Jahr beginnen ...

Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht der Erwartungen in Bezug auf die kurz- und mittelfristige Stärke der Erholung sollte der Ausstieg aus der Politik der äußerst akkommodierenden Leitzinsen für die wichtigen Zentralbanken in unterschiedlichem Tempo erfolgen:

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten, wo sich einige langfristige Messgrößen der Inflationserwartungen erhöht haben und die Stabilisierung am Arbeitsmarkt früher als erwartet eingetreten ist, sollte der Beginn der Normalisierung nicht über das letzte Quartal 2010 hinausgeschoben werden. Die Leitzinsen sollten bis Ende 2011 weit über die Hälfte des Wegs hin zu neutralen Zinssätzen zurückgelegt haben, der Konvergenzprozess zu einer vollen Normalisierung müsste sich aber beschleunigen, wenn die langfristigen Inflationserwartungen weiter steigen sollten¹⁴.

... in Kanada ...

- In Kanada, wo die Binnennachfrage den Projektionen zufolge stark sein wird und die Kerninflation gegenüber weiteren von den Kapazitätsüberhängen ausgehenden Rückgängen überraschend widerstandsfähig geblieben ist, sollten die zuständigen Stellen den Normalisierungsprozess bis Mitte 2010 starten und die Leitzinsen sollten bis Ende 2011 lediglich rd. 100 Basispunkte unter dem neutralen Zinssatz liegen.

14. Als erster Schritt, um Spielraum für den Anstieg der Tagesgeldsätze zu schaffen, hat die Federal Reserve bereits den Zinssatz angehoben, zu dem sie im Rahmen des Diskontfenster-Kreditprogramms Liquidität bereitstellt, um die Einlageninstitute zu bestärken, bei kurzfristigen Krediten auf die privaten Finanzierungsmärkte zurückzugreifen. Sie hat den Diskontsatz von 0,5% auf 0,75% (mit Wirkung vom 19. Februar 2010) angehoben, die maximale Laufzeit für Diskontkredite von 28 Tagen auf über Nacht verkürzt (mit Wirkung vom 18. März 2010) und den Mindestbietungssatz für die Term Auction Facility (TAF) um 0,25% erhöht.

*... dem Vereinigten
Königreich ...*

- Im Vereinigten Königreich sehen sich die zuständigen Stellen der Herausforderung gegenüber, die Glaubwürdigkeit zu wahren, während die Gesamtinflation und einige Messgrößen der Inflationserwartungen im Kontext der äußerst expansiven Geld- und Finanzpolitik den Zielsatz übersteigen. Die Rücknahme der Mehrwertsteuersenkung im Dezember 2008 und die Erhöhung der Brenn- und Kraftstoffpreise haben zu dem jüngsten Inflationsanstieg beigetragen. Trotz der vorübergehenden Natur dieser Preisentwicklungen impliziert der allmähliche Anstieg einiger Messgrößen der Inflationserwartungen die Notwendigkeit, die Leitzinsen früher als ursprünglich gedacht und spätestens im letzten Quartal 2010 anzuheben. Der projizierte Anstieg der Kerninflation gegenüber dem Zielkorridor der Bank von England rechtfertigt bis Ende 2011 eine Anhebung des Leitzinssatzes auf 3½%.

... und im Euroraum ...

- Im Euroraum und auf kurze Sicht sollte die EZB weiterhin verhindern, dass die Tagesgeldsätze zu früh gegen den höheren Leitzinssatz konvergieren, indem sie ausreichend Liquidität bereitstellt. Angesichts der schwachen wirtschaftlichen Erholung und einer Verbraucherpreisinflation, die über den Projektionshorizont gedämpft bleiben dürfte, sollte die Konvergenz zwischen Leitzins- und Tagesgeldsatz erst gegen Ende 2010 eintreten, wenn der wichtigste Leitzins angehoben werden sollte. Die projizierte Entwicklung der Wirtschaft und auch die Erwartungen über den Projektionszeitraum hinaus rechtfertigen bis Ende 2011 nicht mehr als einen Anstieg um 100 Basispunkte.

*... jedoch viel später in
Japan*

- Trotz einer Belebung der Wirtschaftstätigkeit gegen Ende 2009 sollten die Leitzinsen in Japan in Anbetracht der anhaltenden Deflation nahe bei null gehalten werden, bis die Inflation im positiven Bereich liegt. Damit ist jedoch nicht vor frühestens 2012 zu rechnen. Angesichts der verfestigten deflationären Tendenzen müssen die zuständigen Stellen alternative Möglichkeiten untersuchen, um der Wirtschaft Impulse zu verleihen, insbesondere durch den Ankauf langfristiger staatlicher Vermögenswerte in einem wesentlich größeren Umfang als bisher.

*In China und Indien sollte
der Prozess der
Normalisierung der
Geldpolitik fortgesetzt
werden*

- In China sollte die Währungsbehörde die Geldpolitik weiter straffen, um so das Kredit- und Geldmengenwachstum zur Eindämmung der inflationären Spannungen zu begrenzen. Dies könnte den zusätzlichen Vorteil haben, dass eine übersteigerte Hausse der Immobilienpreise und die damit zusammenhängenden Kreditentwicklungen nachlassen¹⁵. Auf kurze Sicht könnte eine Straffung der monetären Bedingungen durch eine Wechselkursaufwertung die Geldpolitik unterstützen. Auf längere Sicht würden Initiativen, die ein freieres Floating der Währung ermöglichen, eine bessere Fokussierung der Geldpolitik auf nationale Ziele gestatten. In Indien sollte der Prozess der Normalisierung der Leitzinsen fortgesetzt werden, um zu vermeiden, dass die Inflationsrisiken, die mit einer soliden Erholung und steigenden Nahrungsmittelpreisen verbunden sind, sich in einer weiter gehenden Inflation niederschlagen. In Brasilien müssen die Leitzinsen in den kommenden Monaten weiter steigen, um dem zunehmenden Inflationsdruck entgegenzuwirken.

15. Die bereits ergriffenen Maßnahmen umfassen strengere Kreditvergabestandards und Eigenkapitalanforderungen für Geschäftsbanken, restriktivere Bedingungen für die Aufnahme von Hypotheken für den Erwerb von Zweitwohnungen, Verbote von Kreditfinanzierungen für den Erwerb von Drittwohnungen in Gebieten mit exzessiven Wertsteigerungen bei Immobilien und die Begrenzung der Anzahl an Wohnungen, die in einem bestimmten Zeitraum gekauft werden können. Darüber hinaus haben die zuständigen Stellen auch den Mindestreservesatz seit Jahresbeginn zweimal erhöht und schreiben für einzelne Banken mit dem raschesten Kreditwachstum einen höheren Mindestreservesatz vor.

Beim Ausstieg aus der Politik der äußerst niedrigen Leitzinsen sollte das Tempo der Rücknahme von fiskalischen Maßnahmen berücksichtigt werden

Die Geldpolitik sollte zwar von politischer Einflussnahme unabhängig sein, bei der Beendigung des äußerst akkommodierenden Kurses der Geldpolitik sollte aber insofern das Tempo der Rücknahme der fiskalischen Impulse berücksichtigt werden, als letztere die Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit und die Inflation beeinflussen. Eine derartige Verbindung zwischen Fiskal- und Geldpolitik wird jedoch nur im Kontext klarer und vollkommen glaubwürdiger Konsolidierungsprogramme möglich sein. Die Ankündigung eines glaubwürdigen mittelfristigen Konsolidierungsplans kann ferner dazu beitragen, die Inflationserwartungen angesichts der großen Haushaltsungleichgewichte auf kurze Sicht verankert zu lassen, was den Währungsbehörden Spielraum für die Verlangsamung der Normalisierung der Leitzinsen einräumt¹⁶. Ohne glaubwürdige Haushaltskonsolidierungspläne muss die Geldpolitik u.U. gestrafft werden, um einen Anstieg der Inflationserwartungen zu vermeiden.

Kredit- und Vermögenspreisblasen: eine Aufgabe für die makroprudenzielle Politik

Makroprudenzielle Aufsicht und zielorientierte Instrumente können dazu beitragen, Überbewertungen von Aktiva in den Griff zu bekommen

Die jüngste Stabilisierung oder Erholung vieler Vermögenspreise hat in Kombination mit der Erfahrung von kreditinduzierten Vermögenspreisbooms im Vorfeld der Krise die Fokussierung darauf verstärkt, wie auf derartige Entwicklungen optimal reagiert werden kann. Zinsanhebungen, die darauf abzielen, einem übermäßigen Anstieg der Vermögenspreise und exzessivem Kreditwachstum entgegenzuwirken, müssen umfangreich sein, um konkrete Effekte zu erzielen. Eine makroprudenzielle Aufsicht und andere zielorientierte Instrumente, die auf die Kreditgeber fokussiert sind (nähere Einzelheiten dazu in Kapitel 6, nur auf Englisch verfügbar), können im Prinzip effektiver sein, um Überbewertungen von Aktiva an bestimmten Märkten in den Griff zu bekommen, da sie als Bremse für Rückkopplungseffekte zwischen Vermögenspreisen und Kreditangebot agieren. Bevor ein solider makroprudenzieller Rahmen eingeführt wird und auch wenn das Risiko kreditinduzierter Wohnimmobilienblasen im OECD-Raum noch gering ist, sollten die Währungsbehörden bereitstehen, um das Tempo der Zinserhöhungen zu beschleunigen, wenn der Preisauftrieb bei den Wohnimmobilien und die Ausweitung der Hypothekenkredite angesichts der wirtschaftlichen Kosten, die in der Folge entstehen, wenn solche Blasen platzen, als übersteigert eingestuft werden sollten¹⁷. Sobald ein angemessener makroprudenzieller Rahmen eingeführt ist, sind Veränderungen der Zinssätze, um offenbar bestehenden Vermögenspreis- und Kreditblasen entgegenzuwirken, am besten als letzte Verteidigungslinie zu sehen.

Finanzmarktpolitik

Der Ausstieg aus den Unterstützungsmaßnahmen für den Finanzsektor hat ebenfalls begonnen ...

Dank Verbesserungen in der Funktionsweise der Finanzmärkte war es den zuständigen Stellen im OECD-Raum möglich, einige der besonderen Stützungsmaßnahmen für Banken und sonstige Finanzinstitute schrittweise zurückzunehmen. Die staatlichen Bürgschaftsprogramme für Schuldverschreibungen von Banken sind im Vereinigten Königreich und im Euroraum Ende 2009 planmäßig ausgelaufen; in Australien, wo die zuständigen Stellen dafür kein Datum festgelegt hatten, wurden sie

16. Anormal hohe langfristige Zinssätze werden Aufwärtsdruck auf die Kosten für den Schuldendienst und das effektive Defizit eines Staates ausüben, was zu einem Teufelskreis führen kann.

17. Dass Immobilienpreisblasen in der Regel viel höhere wirtschaftliche Kosten haben als Aktienkursblasen, wird durch die Tatsache veranschaulicht, dass der durchschnittliche Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion (bezogen auf den Trend) sich nach dem Platzen einer Immobilienpreisblase nach fünf Jahren auf insgesamt 5% des BIP beläuft, während er nach dem Platzen einer Aktienkursblase 0% beträgt. Dies ist das Ergebnis einer Stichprobe von 17 Industriestaaten plus China seit 1970. Vgl. Posen (2009).

im März 2010 beendet, und in Schweden im April 2010. In den Vereinigten Staaten ist Ende April 2010 auch die restriktiver gestaltete Krisenfazilität ausgelaufen, die im Oktober 2009 eingerichtet wurde. Die während der Krise in vielen Ländern eingeführten besonderen Einlagengarantien sind jedoch noch in Kraft.

... während einige Länder Maßnahmen ergriffen haben, um den Banken einen Beitrag abzuverlangen und ihre Aktivitäten zu beschränken

Während die finanzielle Unterstützung zurückgefahren wird, zielen neuere auf nationaler Ebene eingeleitete Initiativen zur Stärkung der Rahmenbedingungen im Finanzsektor zugleich darauf ab, den Banken einen Beitrag abzuverlangen und ihre Aktivitäten zu beschränken. In Frankreich und im Vereinigten Königreich wurde bereits eine vorübergehende Steuer auf die Bonuszahlungen von Banken eingeführt, um einen Teil der fiskalischen Kosten der Bankenrettung wieder hereinzuholen und die Banken dazu anzuspornen, nachhaltig und langfristig ausgerichtete Vergütungssysteme zu entwickeln und verlustabsorbierendes Kapital zu bilden¹⁸. Die Wirksamkeit dieser Maßnahme verringerte sich durch die Tatsache, dass die Banken Wege gefunden haben, um die Strafsteuer zu umgehen, indem sie ihren Mitarbeitern Darlehen auf aufgeschobene Bonuszahlungen gewähren oder einfach die Grundgehälter anheben. Einige Länder im OECD-Raum, darunter Frankreich, Deutschland und das Vereinigte Königreich, arbeiten an der Einführung einer Bankenabgabe, wobei die Modalitäten aber noch festgelegt werden müssen. In den Vereinigten Staaten wurden Gesetzentwürfe für eine befristete Abgabe („Responsibility Fee“) vorgelegt, die auf die Verbindlichkeiten (ohne Einlagen) von Großbanken erhoben werden soll, um die Verluste wieder hereinzuholen, die den Steuerzahlern durch die Rettungsaktionen für den Bankensektor während der Krise entstanden sind und um Anreize für eine gesündere Finanzierungsstruktur zu schaffen¹⁹. Die Behörden könnten im Prinzip den Umfang der Abgabe erhöhen und sie verstetigen und progressiv gestalten, wodurch es für die Banken weniger günstig würde, eine Größe zu erreichen, ab der ihre Insolvenz nicht mehr zugelassen werden kann („too big to fail“). Um zu verhindern, dass Banken, die in den Genuss der Einlagensicherung kommen, zu hohe Anlagerisiken eingehen, haben die US-Behörden auch Maßnahmen für Banken und im Bankgeschäft tätige Finanzinstitute vorgeschlagen, die deren Möglichkeiten zum Eigenhandel beschränken sollen.

... und auf globaler Ebene über eine umfassende Regulierungsreform diskutiert wird ...

Parallel zu den auf Ebene der einzelnen Länder ergriffenen Maßnahmen wird unter der Schirmherrschaft der G20 über eine umfassende Regulierungsreform diskutiert, womit der Notwendigkeit international koordinierter Regeln Rechnung getragen wird, um die Finanzmarktstabilität, u.a. durch eine Verringerung der Möglichkeiten für Regulierungsarbitrage, zu stärken²⁰. Auch wenn noch viele Detailfragen zu klären bleiben, wurde doch bereits ein allgemeiner Konsens über eine Reihe von Grundsätzen erreicht (vgl. Tabelle 1.8 zu erzielten Fortschritten und Zeitrahmen):

18. In Frankreich und im Vereinigten Königreich werden Banken, die Sondervergütungen über einer bestimmten Höhe gewähren (25 000 £ im Vereinigten Königreich und 27 500 Euro in Frankreich), auf diese Zahlungen eine zusätzliche einmalige, direkt beim Arbeitgeber erhobene Abgabe von 50% entrichten müssen.

19. Das Gesetz von 2008 über die Einrichtung des TARP verpflichtet die Regierung, Vorschläge auszuarbeiten, um die potenziellen Verluste, die sich derzeit auf schätzungsweise 117 Mrd. US-\$ belaufen, wieder hereinzuholen. Geplant ist die Erhebung einer Abgabe in Höhe von 0,15% auf die Bilanzsumme abzüglich Kernkapital, durch die FDIC abgesicherte Einlagen und versicherungstechnische Rückstellungen. Die Abgabe würde bei Finanzunternehmen mit einer konsolidierten Bilanzsumme von über 50 Mrd. US-\$ erhoben und soll über einen Zeitraum von etwa zwölf Jahren rd. 117 Mrd. US-\$ und in den nächsten zehn Jahren 90 Mrd. US-\$ einbringen. Laut den Schätzungen der zuständigen Behörden werden über 60% der Gesamteinnahmen aus der Steuer auf die zehn größten Finanzinstitute entfallen.

20. Wegen Belegen für die Rolle, die die Regulierungsarbitrage im Zusammenhang mit der exzessiven Risikobereitschaft spielte, die die jüngste Krise mit verursacht hat, vgl. beispielsweise Valukas (2010).

Tabelle 1.8 **Beurteilung der erzielten Fortschritte und Zeitrahmen für die Umsetzung der Reform der Finanzmarktregulierung**

Bisher erreichte Fortschritte und Fristen bis zur Umsetzung

Stärkung weltweit einheitlicher Kapital- und Liquiditätsvorschriften	Die BIZ hat im Dezember 2009 ein Konsultationsdokument zu Vorschlägen für die Stärkung der Kapital- und Liquiditätsvorschriften veröffentlicht, zu dem bis Mitte April 2010 Kommentare abgegeben werden konnten. Die fraglichen Maßnahmen sollen gegen Ende 2012 eingeführt werden, damit zuvor eine gründliche Folgenabschätzung durchgeführt werden kann und genügend Zeit für eine reibungslose Umstellung auf die neuen Standards bleibt.
Ausdehnung der Aufsicht über das Finanzsystem	Der Finanzstabilitätsrat (FSB), der IWF und die BIZ haben Ende 2009 Leitlinien für die nationalen Behörden zur Beurteilung der systemischen Bedeutung von Finanzinstituten, -märkten und -instrumenten aufgestellt. Ein Katalog hochrangiger Grundsätze, der flexibel genug wäre, um in einem breiten Spektrum von Ländern und Kontextsituationen eingesetzt zu werden, muss noch festgelegt werden. Darüber hinaus sind der FSB und der IWF zu einem Konsens über die Informationslücken gekommen, die es zu füllen gilt, u.a. mit Daten, die eine bessere Beobachtung der Risikoentwicklung im Finanzsektor, des Grads der internationalen Finanzvernetzung und der Schockanfälligkeit der Binnenwirtschaft ermöglichen. Der FSB und der IWF werden Mitte 2010 einen Bericht über die ergriffenen Maßnahmen sowie einen Plan und einen Zeitrahmen für die Umsetzung der Empfehlungen herausgeben.
Verringerung der bei systemwichtigen Instituten gegebenen Moral-Hazard-Probleme	Der FSB, die BIZ und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO arbeiten bereits an einem Katalog endgültiger Vorschläge, der im Oktober 2010 vorgelegt werden soll. Die Cross-border Bank Resolution Group des Basler Ausschusses hat Ende 2009 zudem einen Bericht über konkrete Maßnahmen zur Gewährleistung einer wirkungsvollen, zügigen und ordentlichen Abwicklung großer grenzüberschreitend tätiger Finanzunternehmen herausgegeben.
Umsetzung solider Vergütungsregeln	Der FSB hat im April 2009 seine <i>Principles for Sound Compensation Practices</i> veröffentlicht, auf die im September 2009 die dazugehörigen Umsetzungsstandards (<i>Implementation Standards</i>) folgten. Der FSB beobachtet derzeit die von den Mitgliedsländern ergriffenen bzw. geplanten Schritte.
Stärkung der Rechnungslegungsstandards	Der IASB holt bis Mitte 2010 Kommentare zu Rechnungslegungsstandards für Verlustrückstellungen ein. Im November 2009 hat der IASB bereits Standards für die Klassifizierung und Messung von Finanzaktiva vorgelegt, und der FASB wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2010 Kommentare zu einem vorgeschlagenen Modell für die Bilanzierung von Finanzinstrumenten einholen. Zwischen dem IASB und dem FASB laufen Gespräche über eine Harmonisierung dieser Standards bis Mitte 2011.

Quelle: OECD.

... um weltweit einheitliche Kapital- und Liquiditätsvorschriften zu stärken ...

- Stärkung weltweit einheitlicher Kapital- und Liquiditätsvorschriften, damit die Banken über größere Kapitalpuffer zur Abfederung von Abschwüngen verfügen²¹. Eine interessante Option ist diesbezüglich die Verwendung von sogenanntem *Contingent Capital*, d.h. von Wertpapieremissionen, bei denen in Krisenzeiten eine automatische Umwandlung in Stammkapital erfolgt, so dass das Kernkapital der Banken sofort aufgefüllt wird²².

21. Dies umfasst: a) Erhöhung der Qualität, Konsistenz und Transparenz der Kapitalbasis, b) Verbesserung des Kapitalrahmens durch Stärkung der Eigenkapitalanforderungen für das Kontrahentenrisiko bei komplexen Produkten, c) Einführung einer Leverage-Ratio, um einem zu hohen Verschuldungsgrad im Bankensektor entgegenzuwirken, d) Einführung von Maßnahmen, z.B. vorausschauenderen Vorschriften zur Risikovorsorge, die in guten Zeiten den Aufbau von Kapitalpolstern für Krisenzeiten fördern, e) Verbesserung der weltweiten Liquiditätsstandards für international tätige Banken.

22. Diese Option hätte drei Vorteile: Erstens bestünden für die Aktionäre ebenso wie die Inhaber nachrangiger Schuldtitel starke Anreize zur Überwachung und Eindämmung von risikoträchtigem Verhalten seitens der Banken. Zweitens entfielen die Notwendigkeit der Entwicklung komplexer Sicherheitskapitalregeln für systemwichtige Institute, weil Banken mit risikoreicheren Aktivitäten über die Preisbildung für diese Wertpapiere am Markt abgestraft würden. Drittens würde sie die Verwendung von Steuergeldern zur Rettung von Finanzinstituten auf ein Mindestmaß reduzieren, da ein Vorsorgefonds für systemische Risiken innerhalb des Finanzsystems geschaffen würde.

... die Aufsicht über das Finanzsystem auszudehnen ...

- Ausdehnung der Aufsicht über das Finanzsystem auf alle systemwichtigen Aktivitäten, die einer geeigneten Beaufsichtigung unterliegen sollten, und Koordinierung dieser Aufsicht für international tätige Unternehmen; dies dürfte dazu beitragen, den Anstieg der systemischen Risiken im Finanzsystem einzudämmen.

... die bei systemwichtigen Instituten gegebenen Moral-Hazard-Probleme zu verringern ...

- Verringerung der bei systemwichtigen Instituten gegebenen Moral-Hazard-Probleme und der damit verbundenen wirtschaftlichen Kosten. Zu den Optionen, die zur Lösung des „Too big to fail“-Problems im Gespräch sind, gehören: gezielte Kapital-, Fremdkapital- und Liquiditätsvorschriften, verbesserte aufsichtsrechtliche Ansätze, Vereinfachung der Unternehmensstrukturen, Stärkung der nationalen und internationalen Rahmen für die Unternehmensauflösung, was auch die Ausarbeitung sogenannter *Living Wills* für große grenzübergreifende Unternehmen beinhaltet, Veränderungen in der Finanzinfrastruktur zur Verringerung von Ansteckungsrisiken.

... solide Vergütungsregeln einzuführen ...

- Einführung solider Vergütungsregeln für große Finanzinstitute, um zu gewährleisten, dass diese Unternehmen ihre Vergütungssysteme in einer Weise gestalten, die nicht zu exzessiver Risikobereitschaft führt.

... und die Rechnungslegungsstandards zu stärken

- Stärkung der Rechnungslegungsstandards. Das International Financial Accounting Standards Board (IASB) und das Federal Financial Accounting Standards Board (FASB) in den Vereinigten Staaten untersuchen Möglichkeiten, um die Bilanzierung von Finanzinstrumenten, die Risikovorsorge und die Verlustfeststellung zu verbessern und zu vereinfachen, und arbeiten an gemeinsamen Ansätzen für Netting-Regeln und die Behandlung von Repo-Geschäften. Zwischen dem IASB und dem FASB laufen zwar Gespräche über die Harmonisierung dieser Standards, diese Gespräche sind bislang aber nur langsam vorangeschritten und müssen beschleunigt werden, nicht zuletzt angesichts des für die Erreichung der Konvergenz gesetzten Termins von Mitte 2011.

Die Besteuerung der Banken kann zur Finanzierung der Kosten einer künftigen Finanzkrise beitragen

Darüber hinaus hat der Internationale Währungsfonds vorgeschlagen, bei Banken innerhalb und außerhalb des OECD-Raums Abgaben zu erheben, um die Kosten künftiger Finanzkrisen zu decken²³. Diese Bankenabgaben sollten, so lautet der Vorschlag, in den verschiedenen Ländern harmonisiert werden, um Regulierungsarbitrage vorzubeugen, und in erster Linie an den Bankverbindlichkeiten orientiert sein²⁴. Zu Beginn könnte eine Pauschalabgabe für alle Institute festgelegt werden, die anschließend entsprechend dem systemischen Risiko angepasst werden könnte. Die Besteuerung anormal hoher Bankengewinne dürfte den zuständigen Behörden auch dabei helfen, zusätzliche Mittel vorzuhalten, um künftige Rettungsaktionen zu bezahlen.

Die Reformdynamik sollte aufrechterhalten werden

Tabelle 1.9 liefert eine kurze Beurteilung vieler der gegenwärtig erörterten bzw. bereits umgesetzten Maßnahmen. Angesichts der Vielzahl der Anreizprobleme und Formen von Marktversagen, zu denen es im Zusammenhang mit Finanzmärkten und Finanzinstituten kommen kann, sowie der Gefahr, dass einzelne Vorschriften umgangen werden, wird sich die Antwort der Politik letztlich aus einer großen Zahl der besprochenen Maßnahmen zusammensetzen müssen. Es ist wichtig, dass die für die Umsetzung der

23. Es scheint Spielraum für eine stärkere Besteuerung der Banken im OECD-Raum zu bestehen, da die Erhebung von Umsatzsteuern im Bankgewerbe problematisch ist und die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen der privaten Haushalte insofern eine implizite Subvention für die Banken darstellt, als in ihren Ausleihesätzen eine Komponente enthalten ist, die den Verdienst der Bankmitarbeiter und -aktionäre widerspiegelt.

24. Das Ziel wäre, dass die Länder damit auf lange Sicht ein Steueraufkommen in Höhe von 2-4% ihres Bruttoinlandsprodukts erzielen.

Tabelle 1.9 Beurteilung von Vorschlägen zur Reform des Bankensektors

	Exzessive Risikobereitschaft	„Too big to fail“	Systemisches Risiko	Sonstige Effekte
Responsibility Fee (Vereinigte Staaten)	Verhindert zu starke Abhängigkeit von Interbankenrediten zu Gunsten einer stärkeren Ausrichtung auf Privatkundeneinlagen, die eine stabilere Form der Finanzierung darstellen.	Begrenzt die Größe der Banken (und das Moral-Hazard-Problem), da die Abgabe nur bei Großinstituten erhoben wird. Durch eine progressive Gestaltung würde dieser positive Effekt deutlich verstärkt.	Durch die Verringerung des Verschuldungsgrads verringert sich insofern die Ansteckungsgefahr, als Fremdkapital bei einer großen Zahl verschiedener Institute aufgenommen wird.	Erhöht die Steuereinnahmen. Könnte zu einer Verringerung der Größe des Finanzsektors im Vergleich zu einer Situation ohne Abgabe führen.
Trennung von Eigenhandel und Kernbankgeschäft	Wirkt exzessiver Risikobereitschaft entgegen, da die implizite Garantie des Steuerzahlers für bestimmte risikoreiche Aktivitäten wegfällt.	Durch die Abtrennung bestimmter Tätigkeitsbereiche werden manche Banken kleiner, was zur Verringerung des Moral Hazard beiträgt.	Durch die größere Sicherheit der einzelnen Institute dürfte sich die Sicherheit des Finanzsystems insgesamt erhöhen. Das System könnte allerdings instabiler werden, wenn Mittel in Abhängigkeit von den makroökonomischen Bedingungen zwischen Marktsegmenten verschoben werden.	Erhöht die Finanzierungskosten der abgetrennten Tätigkeitsbereiche, die auf die implizite Garantie verzichten müssen.
Größenbeschränkungen	Wenn Banken das Gefühl haben, dass ihr Zusammenbruch zugelassen würde, sind sie vorsichtiger bei risikoreichen Aktivitäten.	Trägt automatisch zur Verringerung des „Too-big-to-fail“-Problems bei, da gewährleistet ist, dass ein bestimmter absoluter Grenzwert für die Unternehmensgröße nicht überschritten wird.	Bei kleineren Instituten ist das Risiko, dass sie das gesamte System gefährden, im Prinzip geringer. Das systemische Risiko kann allerdings nicht eingedämmt werden, wenn eine große Zahl kleiner Institute gleichzeitig ähnliche Risikopositionen eingeht.	
Contingent Convertibles (CoCos)	Die Aktionäre haben Anreize zur Begrenzung der Risiken, da exzessive Risikobereitschaft zu Kapitalverwässerung führen könnte.	Mit CoCos kann dem „Too-big-to-fail“-Problem nur vorbeugt werden, wenn die entsprechenden Regeln progressiv gestaltet sind (z.B. wenn der Anteil der CoCos an der langfristigen Verschuldung parallel zur Größe der Institute steigen muss).	Vorausgesetzt, die CoCos sind zwingend vorgeschrieben, ist das System besser gerüstet, um den üblichen negativen Schocks standzuhalten.	Erhöht die Kreditkosten für Finanzinstitute.
Progressive Kapitalanforderungen		Da sie die Kapitalkosten für größere Institute erhöhen, tragen solche Regeln zur Begrenzung der Bankengröße und des Moral Hazard bei.	Tragen zur Reduzierung des systemischen Risikos bei, da die Institute die von ihnen geschaffenen Externalitäten über die Kapitalausstattung internalisieren.	
Antizyklische Kapitalanforderungen	Strengere Kapitalanforderungen (und eine stärkere Risikogewichtung) in Expansionsphasen würden die Risikobereitschaft in Boomzeiten verringern.		Das System wird gesünder, da alle Institute einem durch übliche negative Schocks ausgelösten Abschwung mit größeren Kapitalpolstern entgegenreten.	Der geldpolitische Transmissionsmechanismus über das Bankkapital würde geschwächt.

Quelle: OECD.

Reformen auf globaler Ebene notwendige Dynamik auch dann noch bestehen bleibt, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt hat, damit die politische Ökonomie des Prozesses nicht durch die verblassende Erinnerung an die Krise erschwert wird. Die Umsetzung der Änderungen im Regulierungsrahmen sollte je nach Art der Reform mit unterschiedlicher Geschwindigkeit erfolgen, um zu vermeiden, dass die Vergabe von Bank-

Tabelle 1.9 (Forts.) **Beurteilung von Vorschlägen zur Reform des Bankensektors**

	Exzessive Risikobereitschaft	„Too big to fail“	Systemisches Risiko	Sonstige Effekte
Dynamische Risikovorsorge	Da während Expansionsphasen höhere Rückstellungen gebildet werden müssen, verringert sich die Risikobereitschaft in Boomzeiten.		Wie antizyklische Kapitalanforderungen dürfte auch eine vorausschauende Rückstellungsbildung zur Erhöhung der Kapitalpuffer beitragen, die zur Bewältigung üblicher negativer Schocks nötig sind.	Der geldpolitische Transmissionsmechanismus über das Bankkapital würde geschwächt.
Liquiditätsquoten	Tragen zur Eindämmung exzessiver Risikobereitschaft bei, da die Liquiditätsanforderungen mit dem Grad der Risikoexponiertheit steigen.	Verringern das „Too-big-to-fail“-Problem, sofern sie progressiv (im Verhältnis zur Unternehmensgröße) gestaltet sind. Dies ist eine weitere Möglichkeit, um systemwichtige Institute zur Internalisierung der Risiken zu zwingen, die sie für das System darstellen.	Verringern das systemische Risiko, da das System besser für die Bewältigung von Liquiditätsschocks gerüstet ist.	Liquiditätsvorschriften können den Preis von Staatspapieren künstlich drücken und die Disziplin an den Anleihemärkten verringern.
Leverage-Ratios	Können die Gefahr eines zu hohen Fremdkapitalanteils in den einzelnen Instituten und damit auch einer exzessiven Risikobereitschaft verringern.	Sofern die fraglichen Regeln nicht progressiv gestaltet sind, ändern sie nichts am „Too-big-to-fail“-Problem, da Institute weiter wachsen können, wenn sie über mehr Kapital verfügen.	Durch die Verringerung des Risikos eines zu hohen Fremdkapitalanteils in den einzelnen Instituten kann auch das Risiko im Finanzsystem insgesamt gesenkt werden.	
„Living Wills“		Im Voraus festgelegte Abwicklungspläne können den Moral Hazard verringern, da die komplexen Strukturen der Banken entwirrt und sie zur Vereinfachung ihrer Rechtsstruktur gezwungen werden; zudem wird eine ordentliche Abwicklung internationaler Finanzinstitute ermöglicht.	Verringern das systemische Risiko, da im Fall des Zusammenbruchs eines Instituts eine ordentliche Auflösung der von ihm eingegangenen Verträge mit Dritten gewährleistet ist.	
Vergütungsregeln	Eine vernünftige Vergütungspolitik, bei der die Vergütung nicht mehr an die kurzfristigen Ergebnisse der Banken geknüpft ist, kann exzessiver Risikobereitschaft entgegenwirken.		Durch die Verringerung exzessiver Risikobereitschaft in den einzelnen Instituten kann das Risiko im Finanzsystem insgesamt verringert werden.	
Steuern auf Bonuszahlungen und Bankgewinne	Der Effekt von Steuern auf die Vergütung von Bankmitarbeitern und auf die Bankgewinne ist nicht eindeutig. Sie können sogar dazu führen, dass mehr Risiken eingegangen werden, um die durch die Abgaben verursachten nominalen Einkommenseinbußen auszugleichen.		Der Effekt auf das systemische Risiko hängt vom Effekt auf die einzelnen Institute ab.	Können zur Erhöhung der Kapitalausstattung beitragen, falls Mitarbeitervergütungen und Dividendenzahlungen stärker besteuert werden als einbehaltene Gewinne.
Abwicklungsstelle	Sofern die Anteilseigner im Fall des Zusammenbruchs nicht entschädigt und die Spitzenmanager entlassen werden, verringern sich die Anreize für exzessive Risikobereitschaft.	Verringert den Moral Hazard für Großinstitute, da gewährleistet ist, dass Anteilseigner und Manager im Fall des Zusammenbruchs nicht in den Genuss von Rettungsaktionen kommen.	Verringert das systemische Risiko, da eine ordentliche Abwicklung gescheiterter Institute gewährleistet ist.	

Quelle: OECD.

krediten gerade in dem Moment eingeschränkt wird, wo diese für die Konjunkturerholung am dringendsten notwendig sind²⁵. Auf kurze Sicht müssen die zuständigen Stellen weiter Druck auf die Banken ausüben, damit sie trotz günstiger Finanzmarktentwicklungen nach Lösungen für ihre Problemaktiva suchen und die derzeit hohen Gewinne – die zu einem großen Teil der staatlichen Unterstützung geschuldet sind – zur Wiederherstellung ihrer Kapitalpolster verwenden. Insofern dies nicht geschieht, könnten geeignete Beschränkungen für Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufe sowie Mitarbeitervergütungen angebracht sein, bis sich das Kapital der Banken in ausreichendem Maße erholt hat.

***Wettbewerbspolitischen
Aspekten sollte bei der
Regulierungsreform großer
Platz eingeräumt werden***

Die Finanzkrise hatte zur Folge, dass sich die Konzentration der inländischen Finanzmärkte erhöht hat und dass sie weniger Wettbewerb durch ausländische Anbieter ausgesetzt sind (Abb. 1.18). Die erzeugte Erwartung, dass der Steuerzahler für systemwichtige Institute aufkommt, hat den Wettbewerb zusätzlich verzerrt, weil sie wie eine Subvention für große Institute wirkt²⁶. Mit Maßnahmen zur Behebung dieser Probleme würde zur Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle, d.h. auch für kleine Banken, beigetragen und könnte auf eine Verringerung der Gewinnaufschläge und der ökonomischen Renten hingewirkt werden. Abgesehen von den Maßnahmen, die auf die Lösung des “Too big to fail“-Problems abzielen (siehe oben), kann der Wettbewerb im Bankensektor u.a. durch folgende Schritte gestärkt werden: Beseitigung der regionalen Marktsegmentierung, Abbau von Marktzutritts Hindernissen, wenn Regulierung und Aufsicht wirkungsvoll genug sind, um dies zu gestatten, stärkere und unabhängigere Aufsichts- oder Wettbewerbsbehörden, die insbesondere mit den nötigen Befugnissen und dem Auftrag ausgestattet sind, Fusionen zu verhindern, die voraussichtlich zu größeren systemischen Risiken oder Wettbewerbsverzerrungen führen werden²⁷.

Strukturpolitik

***Das Produktionspotenzial
sollte erhöht werden, und
zwar durch ...***

Arbeits- und Produktmarktreformen würden dazu beitragen, das gesamtwirtschaftliche Produktionspotenzial zu steigern, was einen Teil der krisenbedingten Reduzierungen des langfristigen Produktionspotenzials ausgleichen und zur Stärkung der staatlichen strukturellen Haushaltspositionen beitragen würde. Tatsächlich haben Regierungen in Krisenzeiten der Vergangenheit häufig ehrgeizige Reformen umgesetzt, da angesichts der drängenden wirtschaftlichen Probleme der Widerstand gegen Veränderungen der bestehenden Strukturen geringer ausfiel. Allerdings deuten empirische Befunde auch darauf hin, dass der fiskalische Konsolidierungsbedarf ein Reformhindernis darstellen kann, was möglicherweise daran liegt, dass die Regierungen politisches Kapital für die fiskalpolitische Straffung einsetzen müssen oder Reformen Vorabkosten beinhalten können, um die Zustimmung der vom Status quo Begünstigten zu erkaufen (Høj et al., 2006; Tompson und Dang, 2010). In dieser Krise haben die Regierungen bisher noch keine weitreichenden Reformen der Arbeits- und Produktmärkte in Gang gesetzt, sondern ihre Anstrengungen auf die Krisenanpassung an den

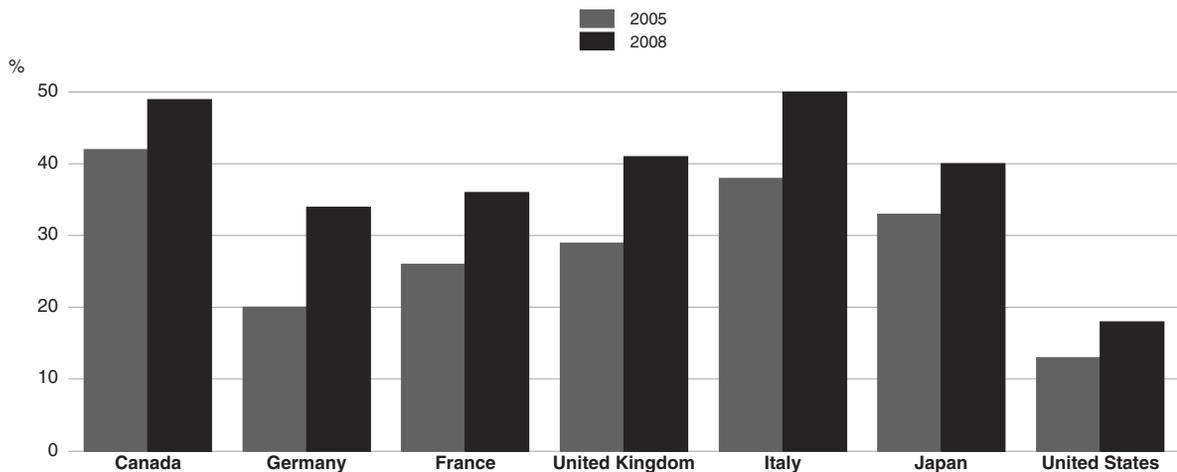
25. So sollten sinnvolle Vergütungsregeln z.B. sofort eingeführt werden, wohingegen strengere Kapitalanforderungen nur nach und nach umgesetzt werden sollten, wenn die Erholung wirklich Tritt gefasst hat.

26. Laut einer Erhebung, die sich auf Daten für 23 europäische und nichteuropäische Länder aus dem Zeitraum 1988-1998 gründet, behindert Konzentration den Wettbewerb zwischen den Banken; vgl. Bikker und Haaf (2002).

27. Vgl. Saunders und Schumacher (2000) zur Beseitigung der Marktsegmentierung sowie Angelini und Cetorelli (2003) zum Abbau von Marktzutritts Hindernissen im Bankensektor. Die Rolle von Marktzutritts- und disziplinierend wirkenden Regeln sowie von Aufsichts- und Wettbewerbsbehörden bei der Stärkung des Wettbewerbs im Bankensektor wurde von Ahrend et al. (2009) untersucht.

Figure 1.18. **Concentration in the financial system has risen**

Largest three institutions, share over total assets



Note: Includes clearing institutions and custody, commercial banks, cooperative banks, finance companies, governmental credit institutions (excluding Federal Reserve Banks), group finance banks, investment and trust corporations, investment banks, micro-financing institutions, other non-banking credit institutions, private banking and asset management companies, real estate and mortgage banks, savings banks and securities firms.

Source: OECD calculations based on Bankscope.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932304088>

Arbeitsmärkten (vgl. Kapitel 5) sowie die makroökonomische Politik und Reformen der Finanzmarktregulierung konzentriert. Angesichts des Risikos eines niedrigeren Produktionspotenzials nach der Krise und der notwendigen Stärkung der öffentlichen Finanzen bedarf es allerdings mehr denn je tiefgreifender Reformen an den Produkt- und Arbeitsmärkten, deren Umsetzung die Haushaltskonsolidierung in der Tat erleichtern würde.

... Arbeitsmarktreformen und ...

Trotz der in den letzten zwanzig Jahren in zahlreichen OECD-Ländern durchgeführten Arbeitsmarktreformen besteht insbesondere in den kontinentaleuropäischen Ländern nach wie vor großer Handlungsbedarf. Wie in Kapitel 5 erörtert wird, besteht in vielen dieser Länder eine Reihe von Hindernissen hinsichtlich der Arbeitsnachfrage, die häufig mit schwachen Arbeitsanreizen einhergehen. Rasches Handeln in diesem Bereich würde dazu beitragen, die Arbeitsplatzschaffung zu beleben und in der Erholung für ein reichlicheres Arbeitsplatzangebot zu sorgen. Dies würde zudem das langfristige Potenzial erhöhen und dadurch den öffentlichen Finanzen einen dringend notwendigen Schub geben, indem die Steuereinnahmen wachsen und gleichzeitig die öffentlichen Ausgaben für Sozialleistungen sinken würden.

... Produktmarktreformen

Produktmarktreformen würden durch einen Anstieg der Produktivität und eine Stärkung der Beschäftigungsergebnisse das Produktionspotenzial steigern. Trotz der seit Ende der 1990er Jahre in mehreren OECD-Ländern durchgeführten weitreichenden Produktmarktreformen wird die Effizienz in vielen Ländern noch immer durch gesetzlich verankerte Marktzutrittsschranken und andere wettbewerbshemmende Regeln gebremst. Empirische Analysen der OECD deuten darauf hin, dass eine Harmonisierung der jeweils auf nationaler Ebene verfolgten Regelungen in Richtung auf das am wenigsten einschränkende Niveau innerhalb des OECD-Raums die Produktivität in den Mitgliedsländern mit niedrigem Einkommen um weit über 10% steigern könnte und auch in den großen Ländern Kontinentaleuropas erhebliche Zuwächse möglich wären (vgl. Arnold et al., 2009). Produktmarktreformen würden in Verbindung mit

anderen innovationsfördernden Maßnahmen, wie sie in der Innovationsstrategie der OECD festgehalten sind, ebenfalls dazu beitragen, neue Wachstumsquellen zu erschließen. Da die regelungsbedingten Wettbewerbseinschränkungen in Brasilien, China, Indien, Indonesien und Südafrika in der Regel stärker sind als im OECD-Raum (OECD, 2010b), könnten Produktmarktreformenten in diesen Ländern besonders wirksam deren Pro-Kopf-BIP steigern.

Die Handelshemmnisse haben nicht wesentlich zugenommen ...

Seit Beginn der Rezession haben die Staaten im Allgemeinen ihre im Rahmen der WTO eingegangenen Verpflichtungen für offene Märkte eingehalten, und das Ausmaß der neuen Handelshemmnisse ist insgesamt allmählich zurückgegangen. Neue, von September 2009 bis Mitte Februar 2010 von Regierungen der G20-Länder verhängte einfuhrbeschränkende Maßnahmen betreffen lediglich etwa 0,4% der weltweiten Importe (OECD-UNCTAD-WTO, 2010). Global war außerdem im Jahresverlauf 2009 die Anwendung möglicherweise legaler handelsbeschränkender Maßnahmen (Antidumpingverfahren, Sicherungsklauseln und Ausgleichszölle) rückläufig, wengleich solche Maßnahmen über das gesamte Jahr betrachtet wesentlich häufiger angewandt wurden als im Jahr 2008 (Bown, 2010). Dies war auf die zunehmende Anwendung derartiger Maßnahmen durch Entwicklungsländer zurückzuführen. Die Zahl der durch die Vereinigten Staaten, die Europäische Union und Kanada im Jahr 2009 eingeführten neuen importbeschränkenden Gegenmaßnahmen war niedriger als 2008, lag jedoch noch immer über dem Niveau von 2007. Allerdings ist die Zahl der laufenden einschlägigen Untersuchungen in den Vereinigten Staaten und Kanada im Vergleich zu 2008 gestiegen. In Zukunft wird es wichtig sein, zu gewährleisten, dass die Anwendung protektionistischer Maßnahmen in den ersten Phasen der Erholung nicht noch ausgeweitet wird, zu einem Zeitpunkt, wo eine anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und der von der derzeitigen Umstrukturierung ausgehende Druck die politischen Entscheidungen beeinflussen könnten. Die Regierungen müssen außerdem sicherstellen, dass die bestehenden handelsverzerrenden Maßnahmen umgehend wieder aufgehoben werden.

... doch könnten die grenzüberschreitenden Investitionen unter dem stärkeren staatlichen Engagement in Privatunternehmen leiden

Hinsichtlich der grenzüberschreitenden Investitionen können die Investitionsflüsse innerhalb der G20 infolge der engeren Finanzbeziehungen, die nun zwischen einigen Regierungen und den von ihnen geretteten Unternehmen bestehen, potenziell beeinträchtigt werden (OECD-UNCTAD-WTO, 2010). Die ausländischen Direktinvestitionen bleiben im Verhältnis zu ihrem Vorkrisenniveau gedrückt, was indessen teilweise durch den Zustand der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte bedingt ist, und die grenzüberschreitende Kreditvergabe ist weiter stark geschrumpft (Abb. 1.19).

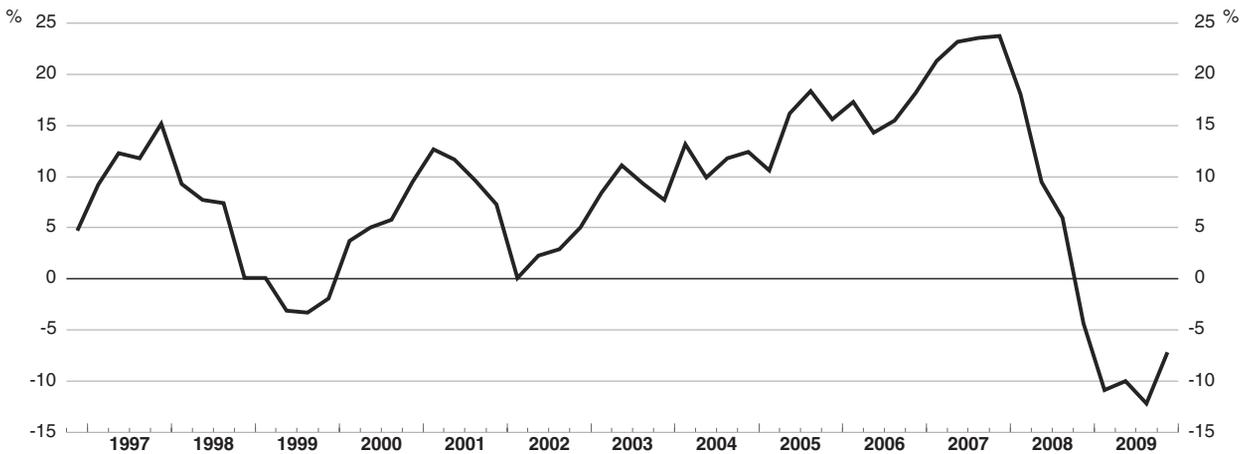
Politiken für eine starke, nachhaltige und ausgewogene Weltwirtschaft

Zur Erreichung einer starken und nachhaltigen Weltwirtschaft bedarf es einer ehrgeizigen mittelfristigen Haushaltskonsolidierung

Die derzeit angekündigten Maßnahmen werden keine starke, nachhaltige und ausgewogene Weltwirtschaft schaffen. Mittelfristige Fiskalprogramme sind derzeit in manchen Ländern entweder nicht vorhanden (z.B. in Japan) oder nicht ausreichend, um die Schuldenquote zu stabilisieren (z.B. in den Vereinigten Staaten) oder würden diese Quoten auf einem Niveau stabilisieren, das hohe langfristige Zinsen verursachen würde, worunter das Wachstum auf lange Sicht leiden würde. Außerhalb des OECD-Raums scheint China keiner Konsolidierung zu bedürfen, wohingegen Indien sich der Frage des umfangreichen Staatsdefizits widmen muss, das andernfalls produktive Investitionen verdrängen wird. Stärkere mittelfristige Konsolidierungsanstrengungen sind deshalb in vielen Ländern notwendig, und die Stabilisierung der Staatsverschuldung

Figure 1.19. **Cross-border bank lending remains subdued**

Year-on-year change in foreign loans from BIS-reporting banks, adjusted for currency movements



Note: Data concerning 2009 q4 is provisional.

Source: BIS.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932304107>

im Verhältnis zum BIP ist dabei eine Mindestanforderung. Die Schuldenquoten bis 2025 auf ihr Vorkrisenniveau zurückzufahren, würde durch niedrigere Zinsen und mehr Spielraum bei eventuell aufkommenden Schwierigkeiten die Weltwirtschaft stärken. Allerdings kann dies auf kurze Sicht mit einem schwächeren Wachstum einhergehen, zumal die Geldpolitik in diesem Zeitraum in vielen Volkswirtschaften nur begrenzt in der Lage sein wird, zusätzliche Unterstützung zu leisten. Andererseits könnten unter der Voraussetzung, dass die mittelfristigen staatlichen Konsolidierungspläne als vollkommen glaubwürdig erachtet werden, die langfristigen Zinssätze sinken, was die Wirtschaft in der Konsolidierungsphase stützen würde. Strukturreformen würden außerdem das langfristige Wachstum ankurbeln und dadurch die Haushaltskonsolidierung fördern.

Durch Wechselkursanpassungen kann ein besseres Gleichgewicht in der Weltwirtschaft erzielt werden ...

Eine solide öffentliche Finanzlage und eine starke Binnenwirtschaft sind nur Etappen auf dem Weg zu einer ausgewogeneren Weltwirtschaft. Jenseits eines kurzfristigen Zeithorizonts übt die weltweit stattfindende Haushaltskonsolidierung einen Einfluss auf die globalen Ungleichgewichte aus, der jedoch weniger stark zum Tragen kommt, wenn diese Konsolidierung in vielen Ländern simultan durchgeführt wird, wie aus den Szenarien von Kapitel 4 (nur auf Englisch verfügbar) hervorgeht. Eine andere Wechselkurskonstellation könnte, wenn auch nur in begrenztem Maß, zu einer dauerhaften Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen.

... das sich jedoch hauptsächlich auf Strukturreformen stützen muss

Vor diesem Hintergrund wäre eine Verringerung der Lücke zwischen der Sparfähigkeit der privaten Haushalte und den Investitionen auf nationaler Ebene durch die Umsetzung von Strukturreformen, die bereits aus Gründen der Effizienz und/oder des gesellschaftlichen Wohlergehens und der Verteilungsgerechtigkeit wünschenswert sind, ein wichtiger Mechanismus, um für eine ausgewogenerere Weltwirtschaft zu sorgen. In Ländern mit einem Leistungsbilanzüberschuss, darunter Japan und Deutschland, würde die Aufhebung von Investitionshindernissen in nicht wettbewerbsoffenen Wirtschaftsbereichen, wie z.B. Regelungen, die die Rentabilität und dadurch auch die Investitionsausgaben im Dienstleistungssektor mindern, zur Reduzierung der globalen Ungleichgewichte beitragen. In defizitären Ländern, darunter den

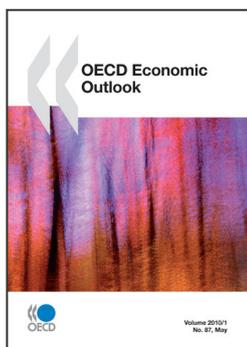
Vereinigten Staaten, sollten politikbedingte Fehlentwicklungen, die die laufenden Ausgaben erhöhen, wie die steuerliche Absetzbarkeit von Zinszahlungen, gestrichen werden. Darüber hinaus wird die Verringerung der privaten Sparquote in China und anderen asiatischen Ländern im Zuge der Weiterentwicklung der sozialen Sicherungs- und öffentlichen Gesundheitssysteme, die den Anreiz zum Vorsorgesparen reduziert, zur Verringerung der globalen Ungleichgewichte beitragen. China hat mit der Umsetzung von Reformen zur Erhöhung der Ausgaben im Sozial- und Gesundheitsbereich (OECD, 2010c) begonnen, und eine Verstärkung der Reformanstrengungen könnte erheblich zu einer ausgewogeneren Weltwirtschaft beitragen.

Literaturverzeichnis

- Ahrend, R., J. Arnold und F. Murtin (2009), "Prudential Regulation and Competition in Financial Markets", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 735.
- Angelini, P. und N. Cetorelli (2003), "The Effects of Regulatory Reform on Competition in the Banking Industry", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 35.
- Arnold, J., P. Hoeller, M. Morgan und A. Wörgötter (2009), "Structural Reforms and the Benefits of the Enlarged EU Internal Market: Much Achieved and Much To Do", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 694.
- Barrios, S., S. Langedijk und L. Pench (2010) "EU Fiscal Consolidation after the Financial Crisis: Lessons from Past Experiences", Arbeitsdokument zur Vorlage beim 12th *Public Finance Workshop of the Banca d'Italia*, Perugia 25.-27. März 2010.
- Benito, A. und G. Young (2007), "Financial Pressure and Balance Sheet Adjustments by Firms", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69.
- Berben, R.-P. und T. Brosens (2007), "The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries", *Economics Letters*, Vol. 94.
- Bikker, J.A. und K. Haaf (2002), "Competition, Concentration and their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26.
- Blanchard, O.J. (1990), "Comment on Francesco Giavazzi and Marco Pagani: Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary?", in O. Blanchard und S. Fischer (Hrsg.), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge.
- Bown, C.P. (2010), "Fourth Quarter 2009 Protectionism Data", Development Research Group on Trade & International Integration, Weltbank.
- Cheung, C. und S. Guichard (2009), "Understanding the World Trade Collapse", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 729.
- Cheung, C., D. Furceri und E. Rusticelli, (2010), "Structural and Cyclical Factors behind Current Account Balances", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 775.
- Cournède, B. und M. Minegishi (2010), "Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 753.
- Davis, E.P. (2010), "Asset Prices and Real Economic Activity", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 764.
- Dorsey, T., (2009), "Trade Finance Stumbles", *Finance and Development*, Vol. 46.
- Europäische Kommission (2003), "Public Finances in the EMU 2003, No. 3.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2009), *Wage Dynamics in Europe: Final Report of the Wage Dynamics Network*, Frankfurt.
- Gagnon, J.E. (2009), "The World Needs Further Monetary Ease, Not an Early Exit", *Policy Brief*, No. 09-22, Peterson Institute for International Economics.
- Giavazzi, F., T. Jappelli und M. Pagano (2000), "Searching for Non-Linear Effects of Fiscal Policy: Evidence from Industrial and Developing Countries", *European Economic Review*, Vol. 44.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel und C. André (2007), "What Promotes Consolidation: OECD Country Experiences", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 553.

- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), "Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677.
- Hervé, K. et al. (2010), "The OECD's New Global Model", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 768.
- Hoeller, P. C. Giorno und C. de la Maisonnette (2004), "One Money, One Cycle? Making Monetary Union a Smoother Ride," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 401.
- Hoj, J., V. Galasso, G. Nicoletti und T.-T. Dang (2006), "The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 501.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2003), *Weltwirtschaftsausblick*, April.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2009), "Survey of Private Sector Trade Credit Developments", Washington D.C.
- Johansson, A., C. Heady, J. Arnold, B. Brys und L. Vartia (2008), "Taxation and Economic Growth", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 620.
- Jourard, I., C. André, C. Nicq und O. Chatal (2008), "Health Status Determinants: Lifestyle, Environment, Health Care Resources and Efficiency", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 627.
- Mello, L. de, M. Kongsrud und R. Price (2004), "Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 397.
- Nickel, C. und I. Vansteenkiste (2008), "Fiscal Policies, the Current Account and Ricardian Equivalence", *ECB Working Paper*, No. 935.
- Nicoletti, G. (1988), "A Cross-Country Analysis of Private Consumption, Inflation and the "Debt Neutrality Hypothesis", *OECD Economic Studies*, Vol. 1988.
- Nicoletti, G. (1992), "Is Tax-Discounting Stable over Time?", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 54.
- OECD (2009), *OECD-Wirtschaftsausblick*, November, Paris.
- OECD (2010a), *OECD-Wirtschaftsbericht Deutschland 2010*, Paris.
- OECD (2010b), *Going for Growth 2010*, Paris.
- OECD (2010c), *OECD Economic Surveys: China 2010*, Paris.
- OECD-UNCTAD-WTO (2010), Report on G20 Trade and Investment Measures, März.
- Pain, N., A. Mourougane, F. Sédillot und L. Le Foulher (2005), "The New OECD International Trade Model", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 440.
- Perotti, R. (1999), "Fiscal Policy in Good Times and Bad", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114.
- Posen, A.S., (2009), "Finding the Right Tool for Dealing with Asset Price Booms", Rede bei der MPR-Konferenz Monetary Policy and the Markets, London.
- Röhn, O. (2010), "New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 762.
- Sack, B.P. (2009), "The Fed's Expanded Balance Sheet", Vortrag bei Money Marketters of New York University, New York City, Dezember.

- Saunders, A. und L. Schumacher (2000), "The Determinants of Bank Interest Rate Margins: An International Study", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19.
- Sutherland, A. (1997), "Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effect of Fiscal Policy?", *Journal of Public Economics*, Vol. 65.
- Sutherland, D., R. Price, I. Joumard und C. Nicq (2007), "Performance Indicators for Public Spending Efficiency in Primary and Secondary Education", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 546.
- Tompson, W. und T.-T. Dang (2010), "Advancing Structural Reforms in OECD Countries: Lessons from Twenty Case Studies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 757.
- Valukas, A. (2010), "Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report", Jenner & Block, Chicago.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2010 Issue 1

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2010-1-en

Please cite this chapter as:

OECD (2010), "Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2010 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2010-1-3-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. 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 or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.