

Kapitel 1

GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE

Zusammenfassung

- Das weltweite Wachstum und der Welthandel werden den Projektionen zufolge 2014 und 2015 moderat expandieren.
- In den OECD-Volkswirtschaften wird die Wirtschaftstätigkeit durch eine akkommodierende Geldpolitik, günstige Finanzierungsbedingungen und das Nachlassen der von der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ausgehenden Bremswirkung Auftrieb erhalten. Die Arbeitslosigkeit wird allerdings wahrscheinlich nur in bescheidenem Umfang nachgeben – Ende 2015 dürften 11¼ Millionen Menschen mehr arbeitslos sein als zu Beginn der Krise –, und der Inflationsdruck wird gedämpft bleiben.
- In vielen der großen aufstrebenden Marktwirtschaften wird das Wachstum im Vergleich zu den in der Vergangenheit üblicherweise verzeichneten Werten verhalten bleiben, da strengere Finanz- und Kreditbedingungen sowie die schon früher eingeleitete Straffung der makroökonomischen Politik ihre Wirkung entfalten und auch angebotsseitige Engpässe das Wachstum des Produktionspotenzials bremsen.
- In den Vereinigten Staaten dürfte die Erholung an Dynamik gewinnen, was wohl zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit und der Kapazitätsüberhänge führen wird, womit die Inflation zunehmen und sich dem Zielwert nähern dürfte. Im Euroraum ist mit einer bescheideneren Aufschwung zu rechnen, wobei die Arbeitslosigkeit auf hohem Niveau verharren dürfte und die disinflationären Tendenzen wohl nur langsam abnehmen werden. In Japan werden stärkere Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung die Wachstumsdynamik begrenzen, die Kerninflation könnte jedoch weiter steigen, bei Ausklammerung der Effekte indirekter Steuern dürfte sie allerdings unter dem Zielwert verharren.
- Normale angebotsseitige Akzeleratoreffekte, eine verbesserte Bilanzlage der Unternehmen und weniger Unsicherheit dürften dazu beitragen, dass sich die Unternehmensinvestitionen allmählich beleben und so die Handelsintensität erhöhen.
- Die Geldpolitik muss akkommodierend ausgerichtet bleiben, vor allem im Euroraum, wo angesichts der niedrigen Inflation eine weitere Zinssenkung angezeigt ist, sowie in Japan, wo der Ankauf von Wertpapieren wie geplant fortgesetzt werden sollte. In den Vereinigten Staaten, wo die Erholung fester Tritt gefasst hat, sollten die Wertpapierankäufe 2014 beendet werden, und im Jahresverlauf 2015 sollte mit der Anhebung der Leitzinsen begonnen werden. In China wird die Geldpolitik gelockert werden müssen, falls sich das Wachstum drastisch verlangsamen sollte.
- Die geplante Drosselung des Tempos der Haushaltskonsolidierung in den Vereinigten Staaten und einigen Euroländern ist in Anbetracht der Anstrengungen der letzten Zeit angebracht, in Japan muss die energische Haushaltskonsolidierung angesichts der hohen Staatsverschuldung jedoch stetig vorangehen.
- Strukturreformen sind in allen Volkswirtschaften weiterhin unerlässlich, um Widerstandskraft und Inklusion zu erhöhen, Wachstums- und Beschäftigungsaussichten zu verbessern und Leistungsbilanzungleichgewichte ebenso wie langfristige Haushaltsbelastungen zu verringern.

- Die Projektionen des Basisszenarios sind nach wie vor mit erheblichen Risiken behaftet, die trotz der sich verbessernden Konjunkturaussichten immer noch überwiegend abwärts gerichtet sind.
- Es ist ungewiss, wie stark die Verlangsamung in China ausfallen wird und wie fragil das dortige Bankensystem ist. Außerdem gehen von den möglichen Wechselwirkungen zwischen den Schwachstellen im Finanzsystem einiger aufstrebender Volkswirtschaften und der voraussichtlichen Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten weiterhin Risiken aus. Durch die Ereignisse in der Ukraine hat sich zudem die geopolitische Unsicherheit erhöht.
- Im Euroraum besteht das Risiko eines weiteren Rückgangs der Inflation, falls das Wachstum enttäuschend ausfällt, der Euro weiter aufwertet oder die Inflationserwartungen ihre Verankerung verlieren. Angesichts der anhaltenden Finanzmarktrisiken ist es zudem dringend notwendig, den Finanzsektor zu stärken, die Einrichtung einer echten Bankenunion zum Abschluss zu bringen und die Reformdynamik aufrechtzuerhalten. Die umfassende Bewertung der Banken des Euroraums muss verlässliche Schätzungen des Kapitalbedarfs liefern, worauf dann rasch die erforderlichen Rekapitalisierungen bzw. – wo nötig – Bankenabwicklungen vorgenommen werden müssen.
- Produktions- und Investitionswachstum könnten sich positiver entwickeln als erwartet, falls die aufgestaute Nachfrage sowie zunehmende Haushaltsgründungen in den Vereinigten Staaten die US-Konjunktur rascher beleben sollten als in diesen Projektionen unterstellt und falls beruhigende Ergebnisse der umfassenden Bewertung der Banken im Euroraum das Vertrauen erhöhen und zu einer Verringerung der Fragmentierung der Finanzmärkte führen sollten.

Einführung

Die Erholung der Weltwirtschaft gewinnt an Dynamik, die Risiken sind aber nach wie vor überwiegend abwärts gerichtet

Trotz gewisser Schwächen auf nähere Sicht sowie nach wie vor erheblicher Risiken und Anfälligkeiten dürfte sich die Erholung der Weltwirtschaft moderat beleben. Das weltweite Wachstum wird mit knapp unter 3½% dieses Jahr voraussichtlich etwas geringer ausfallen als in der Novemberausgabe des *Wirtschaftsausblicks* unterstellt, was der Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den großen aufstrebenden Marktwirtschaften, vor allem China, zuzuschreiben ist; 2015 dürfte es dann auf fast 4% anziehen (Tabelle 1.1). Eine nach wie vor akkommodierende Geldpolitik, die sich fortsetzende Weitergabe der in der vergangenen Zeit erfolgten Verbesserung der Finanzierungsbedingungen und die Drosselung der Haushaltskonsolidierungsanstrengungen werden die Wirtschaftstätigkeit in den OECD-Volkswirtschaften unterstützen, wobei das Wachstum in den Vereinigten Staaten stärker sein wird als in Japan und im Euroraum. Angesichts des gemäßigten Tempos der Erholung wird die Arbeitslosenquote im Zeitraum 2014-2015 im OECD-Durchschnitt u.U. nur um

Table 1.1. **The global recovery will gain momentum only slowly**

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2001-2010	2011	2012	2013	2014	2015	2013 Q4 / Q4	2014 Q4 / Q4	2015
Per cent									
Real GDP growth¹									
World ²	3.4	3.7	3.0	2.8	3.4	3.9	3.2	3.5	3.9
OECD ²	1.7	2.0	1.5	1.3	2.2	2.8	2.0	2.4	2.8
United States	1.6	1.8	2.8	1.9	2.6	3.5	2.6	2.7	3.6
Euro area	1.1	1.6	-0.6	-0.4	1.2	1.7	0.5	1.4	1.8
Japan	0.8	-0.5	1.4	1.5	1.2	1.2	2.5	1.0	0.9
Non-OECD ²	6.9	6.4	5.2	5.0	4.9	5.3	4.9	5.0	5.3
China	10.5	9.3	7.7	7.7	7.4	7.3	7.6	7.4	7.2
Output gap³	0.3	-2.0	-2.2	-2.5	-2.2	-1.6			
Unemployment rate⁴	6.8	7.9	7.9	7.9	7.5	7.2	7.7	7.4	7.1
Inflation⁵	2.2	2.5	2.0	1.4	1.6	1.9	1.3	1.8	2.0
Fiscal balance⁶	-3.9	-6.5	-5.9	-4.6	-3.9	-3.2			
<i>Memorandum Items</i>									
World real trade growth	4.9	6.5	3.2	3.0	4.4	6.1	4.0	4.9	6.4

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

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

3. Per cent of potential GDP.

4. Per cent of labour force.

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

6. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050294>

½ Prozentpunkt auf 7,1% sinken, womit Ende 2015 immer noch 11¼ Millionen Menschen mehr arbeitslos sein werden als Anfang 2008. Dies wird die Inflation auf niedrigem Niveau halten, vor allem im Euroraum. In den großen aufstrebenden Marktwirtschaften, die etwas an ihrer früheren Dynamik eingebüßt haben, wird das Wachstum voraussichtlich in der Nähe der derzeitigen Werte verharren, da der Effekt restriktiverer Finanzierungsbedingungen sowie der Straffung der makroökonomischen Politik der letzten Zeit zum Tragen kommt. Die Risiken sind trotz der sich verbessernden Konjunkturaussichten immer noch überwiegend abwärtsgerichtet, was mit der Besorgnis über die ungewisse wirtschaftliche Entwicklung in China, den möglichen Auswirkungen der Schritte hin zur Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten auf einige aufstrebende Marktwirtschaften, den haushaltspolitischen Herausforderungen in Japan sowie den nach wie vor bestehenden Schwachstellen im Finanzsektor und eventuellen zusätzlichen disinflationären Tendenzen im Euroraum zusammenhängt. Die geopolitischen Risiken sind ebenfalls gestiegen, u.a. infolge der Ereignisse in der Ukraine. Positiv könnte es sich auswirken, wenn einige dieser Unsicherheitsfaktoren rascher ausgeräumt werden als erwartet und sich die Investitionstätigkeit kräftiger entwickelt als in diesen Projektionen unterstellt, z.B. falls die Asset Quality Review das Vertrauen in die Banken des Euroraums stärkt und die aufgestaute Nachfrage der US-Konjunktur über Erwarten rasch Auftrieb gibt.

Konjunkturstützende geldpolitische Maßnahmen und Strukturreformen sind in den OECD-Ländern nach wie vor nötig, allerdings in unterschiedlichem Umfang

Vor dem Hintergrund einer verhaltenen Erholung, einer hohen Arbeitslosigkeit, Schätzungen zufolge immer noch großer Kapazitätsüberhänge, einer gedämpften Inflation und bestehender Abwärtsrisiken bedarf es in den wichtigsten OECD-Regionen nach wie vor einer akkommodierenden makroökonomischen Politik. In den Vereinigten Staaten, wo die tendenzielle Erholung schon fester Tritt gefasst hat, sollten die geldpolitischen Impulse im Verlauf der kommenden zwei Jahre nach und nach zurückgenommen werden, wobei die Leitzinsen allerdings deutlich unter den in der Vergangenheit üblichen Werten verharren sollten. In Japan hingegen muss die geldpolitische Akkommodierung wie geplant verstärkt werden, und im Euroraum sollte die Geldpolitik weiter gelockert werden, wobei zusätzliche nichtkonventionelle Impulse angezeigt wären, wenn keine Anzeichen dafür zu erkennen sind, dass sich die Inflation wieder der 2%-Zielmarke nähert. Mikro- und makroprudenzielle Instrumente sollten so rasch wie möglich entwickelt und nötigenfalls in vollem Umfang eingesetzt werden, um mögliche Übertreibungen bei der Kreditvergabe und damit zusammenhängende Vermögenspreisblasen auf bestimmten Märkten zu verhindern. Wegen der hohen und weiter steigenden Staatsverschuldung besteht kaum Spielraum für akkommodierende fiskalische Impulse. In Anbetracht der erheblichen Konsolidierungsbemühungen, die in der vergangenen Zeit unternommen wurden, können es sich die Vereinigten Staaten und einige Euroländer jedoch leisten, die Maßnahmen zur Verbesserung des strukturellen Haushaltssaldos wie geplant zu verlangsamen; in Japan verhält sich dies anders, dort muss die Haushaltskonsolidierung angesichts der gewaltigen fiskalischen Herausforderungen stetig vorangetrieben werden. Die OECD-Volkswirtschaften müssen auch mit den Strukturreformen fortfahren, um die Widerstandskraft und die Inklusion zu erhöhen, die Erholung zu beschleunigen und die Wirtschaftsergebnisse auf mittlere Sicht zu verbessern und so die

Arbeitslosigkeit dauerhaft zu senken und Leistungsbilanzungleichgewichte ebenso wie langfristige Haushaltsbelastungen zu verringern.

**Die aufstrebenden
Marktwirtschaften
stehen vor unter-
schiedlichen Politik-
herausforderungen**

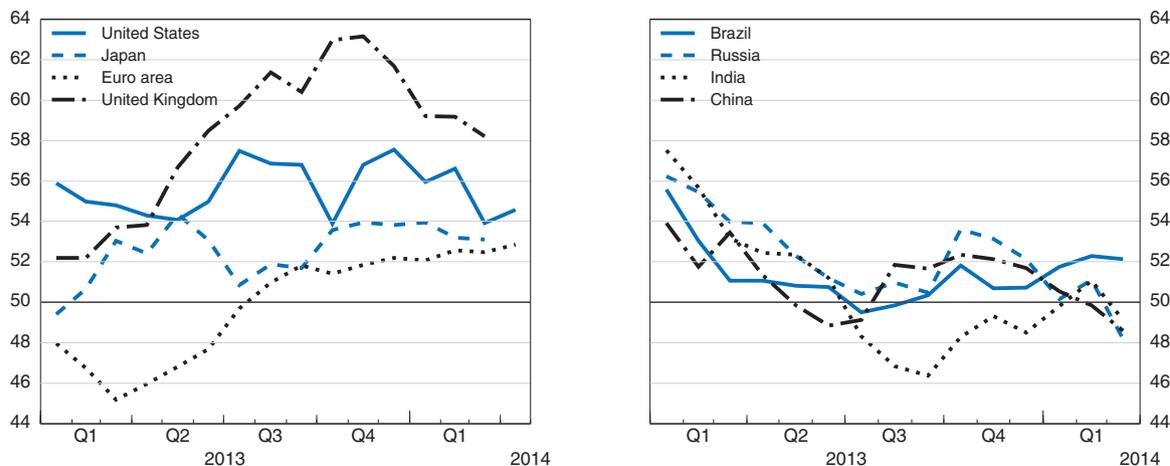
In den aufstrebenden Marktwirtschaften muss die Politik unterschiedlichen Erfordernissen gerecht werden. China befindet sich in einer Zwickmühle, weil zur Förderung einer soliden Wachstumsdynamik u.U. Politikmaßnahmen nötig sind, die die Risiken für die Finanzmarktstabilität und die öffentlichen Finanzen erhöhen könnten. Um die rasche Kreditexpansion allmählich zu verlangsamen, sollten prudenzielle Maßnahmen eingesetzt werden, und den nachgeordneten Gebietskörperschaften sollten härtere Haushaltsauflagen gemacht werden, was dazu beitragen würde, das wirtschaftliche Gleichgewicht durch eine Stärkung des inländischen Verbrauchs zu verbessern und die Risiken destabilisierender Finanzturbulenzen zu minimieren. Im Falle einer drastischen Wachstumsverlangsamung müsste zudem die Geldpolitik gelockert werden. In anderen aufstrebenden Marktwirtschaften hängt es von den Inflations- und Wechselkursentwicklungen ab, wie der richtige geldpolitische Kurs aussehen sollte. In diesen Volkswirtschaften sollten wieder wachstumsfördernde Strukturreformen in Gang gebracht werden, um die makroökonomischen Fundamentaldaten zu verbessern und das Vertrauen der Investoren zu stärken.

Dieses Kapitel ist wie folgt aufgebaut: Zunächst werden Querschnittsfragen, die wichtige Auswirkungen auf die Dynamik der Erholung der Weltwirtschaft haben, sowie sonstige Bestimmungsfaktoren untersucht. In den anschließenden Abschnitten werden die Projektionen samt ihrer Konsequenzen für Inflation, Arbeitsmärkte und Leistungsbilanzen dargestellt und die wichtigsten Erfordernisse für die makroökonomische Politik erörtert. In einem Anhang werden Indikatoren der potenziellen Finanzmarktrisiken vorgestellt.

Wesentliche Bestimmungsfaktoren der wirtschaftlichen Aussichten

**Die jüngsten
Indikatoren zeichnen
ein uneinheitliches
Bild und werden
durch Einmalfaktoren
beeinflusst**

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich in der zweiten Jahreshälfte 2013 belebt, was einer Erholung der privaten Endnachfrage in vielen großen OECD-Volkswirtschaften, einem gestärkten Handelswachstum in den aufstrebenden Marktwirtschaften sowie einem vorübergehenden Anschubeffekt durch höhere Lagerbestände zuzuschreiben war. In jüngerer Zeit hat die Unsicherheit über das kurzfristige Tempo der Erholung zugenommen, da Einmalfaktoren wie ungewöhnliche Witterungsbedingungen, temporäre steuerinduzierte Ausgaben und nachlassende Vorratsaufstockungen die Interpretation der Entwicklungen während des ersten Quartals 2014 in einigen Volkswirtschaften, u.a. in den Vereinigten Staaten, Kanada, Deutschland und Japan erschweren. Zudem gibt es bestätigende Zeichen dafür, dass sich das Wachstum in China sowie einigen der anderen großen aufstrebenden Marktwirtschaften, die kürzlich von Finanzmarkturbulenzen betroffen waren, weiter abschwächt. Auf Umfragen basierende Indikatoren liefern je nach Land ebenfalls abweichende Werte; so konnten sich branchenübergreifende Indikatoren der Auftragseingänge in den großen OECD-Volkswirtschaften z.B. gut behaupten, vor allem in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, während sie sich in den großen Nicht-OECD-Volkswirtschaften auf wesentlich niedrigerem Niveau bewegten (Abb. 1.1).

Figure 1.1. **New orders are more buoyant in the OECD than in most of the BRICs**

Note: Based on composite new orders indices from PMI surveys.
Source: Markit.

Konjunkturverlangsamung in den aufstrebenden Marktwirtschaften

Die Besorgnis über die Wachstumsdynamik in China und anderen aufstrebenden Marktwirtschaften hat zugenommen

In mehreren aufstrebenden Marktwirtschaften fiel das Wachstum im zweiten Halbjahr 2013 schwächer aus als in den OECD-Projektionen vom letzten November unterstellt. Die Indikatoren der aktuellen Wirtschaftslage sowie der kurzfristigen Aussichten für die BRIICS sind ebenfalls etwas ungünstiger als zuvor erwartet, auch wenn sich in Indien und Brasilien eine Verbesserung eingestellt hat, allerdings ausgehend von einem relativ niedrigen Niveau. Dies ist z.T. auf restriktivere Finanzierungsbedingungen zurückzuführen (siehe weiter unten). In China scheint sich das Wachstum abzuschwächen. Die auf Umfragen bei Einkaufsmanagern basierenden Indikatoren ebenso wie die Umsätze im Einzelhandel haben nachgegeben (Abb. 1.1), und es sind Anzeichen dafür zu erkennen, dass die notwendige Korrektur am Immobilienmarkt begonnen haben könnte, wobei sich das Wachstum der Wohnimmobilienpreise und -verkäufe Anfang 2014 verlangsamt hat. Die jüngsten Wachstumsentwicklungen in den aufstrebenden Marktwirtschaften sollten vor dem Hintergrund der bereits im Verlauf des letzten Jahres nach unten revidierten Wachstumsprojektionen für die BRIICS sowie einer Abnahme ihrer geschätzten Potenzialwachstumsraten gesehen werden.

Die Finanzierungsbedingungen sind in China etwas restriktiver geworden ...

In China sind die Finanzierungsbedingungen im Verlauf der vergangenen sechs Monate etwas restriktiver geworden, auch wenn in letzter Zeit eine gewisse Lockerung zu verzeichnen war. Die zunehmende Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten und über die Antwort der Politik auf diese Entwicklung sowie die Risiken im Zusammenhang mit dem Kreditwachstum, das sich trotz bremsender Politikmaßnahmen Anfang 2014 immer noch auf hohem Niveau bewegte, ließen die Aktienkurse sinken und führten zu einem leichten Anstieg der Renditen auf langfristige Staatsanleihen. Der nominale effektive Wechselkurs blieb stärker als letztes Jahr, und dies trotz der Abwertung, zu

der es vor kurzem gekommen ist, nachdem die zuständigen Stellen versucht hatten, die Carry-Trade-Geschäfte einzudämmen, die durch die erwartete dauerhafte Aufwertung des Renminbi sowie die Ausweitung der pro Tag zulässigen Schwankungsbreite des Wechselkurses Renminbi/Dollar angeheizt wurden. Die Interbankenzinsen sind hingegen im Vergleich zu ihren kürzlich verzeichneten Höchstständen gesunken und liegen nun unter den im zweiten Halbjahr 2013 beobachteten Werten.

... und eine stärkere Finanzmarktvolatilität ...

Anfang 2014 kam es in mehreren anderen aufstrebenden Marktwirtschaften wieder zu einer Phase der Finanzmarktvolatilität, die zunehmend restriktive Finanzierungsbedingungen nach sich zog, auch wenn die Vermögenspreiskorrekturen geringer und differenzierter ausfielen als Mitte 2013. Vor dem Hintergrund der Drosselung der Wertpapierankäufe durch die Federal Reserve in den Vereinigten Staaten, der gleichzeitigen Zunahme der geopolitischen und der wirtschaftlichen Unsicherheit – vor allem in der Türkei und in Argentinien sowie seit kurzem im Zusammenhang mit den Ereignissen in der Ukraine – und Anfang 2014 veröffentlichter Daten, die ungünstiger waren als erwartet, trübte sich die Stimmung der Anleger in mehreren aufstrebenden Marktwirtschaften erneut ein. Dies führte zu Kapitalabflüssen sowie rückläufigen Entwicklungen bei Wechselkursen sowie Anleihen- und Aktienkursen. Mehrere Zentralbanken reagierten darauf mit einer Anhebung ihrer Leitzinsen – namentlich in der Türkei –, und einige intervenierten auf den Devisenmärkten.

... führte in einigen anderen aufstrebenden Marktwirtschaften zu einer stärkeren Straffung, die allerdings nicht so ausgeprägt war wie Mitte 2013

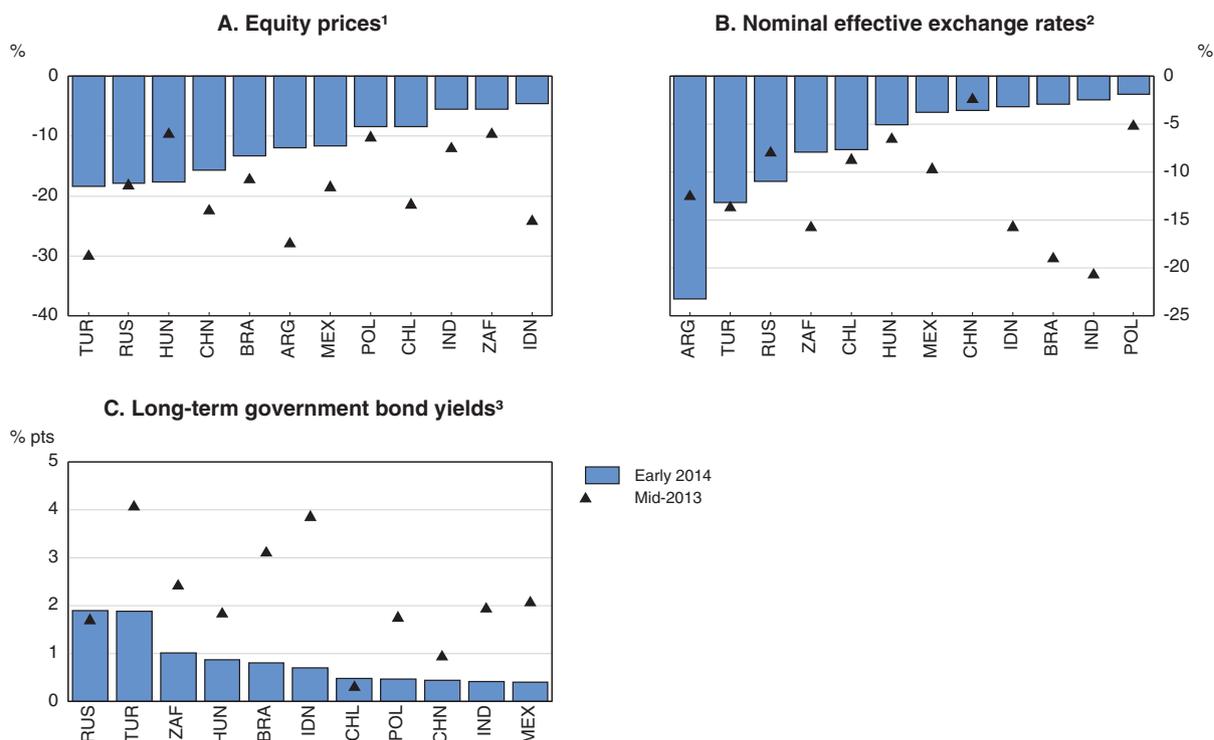
Die Vermögenspreiskorrekturen waren Anfang 2014 allerdings weniger drastisch als Mitte 2013 (Abb. 1.2), und es waren weniger Ansteckungseffekte zwischen den verschiedenen aufstrebenden Marktwirtschaften zu beobachten. Die Wechselkurse werteten während der jüngsten Turbulenzen in Brasilien, Indien und Indonesien z.B. kaum ab, was offenbar einer seit kurzem verbesserten Leistungsbilanz (Indien und Indonesien), höheren Leitzinsen (Brasilien, Indien und Indonesien) sowie einem besseren geldpolitischen Rahmen (Indien) zuzuschreiben war. In mehreren aufstrebenden Marktwirtschaften haben die Wechselkurse anschließend angezogen, womit die Einbußen von Anfang 2014 mehr als ausgeglichen wurden, und die Renditen auf langlaufende Staatsanleihen haben sich stabilisiert oder sind sogar gesunken. Dennoch sind die Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Marktwirtschaften (außer China) seit Mitte 2013 deutlich restriktiver geworden, wobei die höheren Leitzinsen und Anleiherenditen nur teilweise durch nominale effektive Wechselkurse ausgeglichen werden, die nach wie vor 10-20% unter dem vor einem Jahr verzeichneten Niveau liegen. Diese Währungsabwertung hat zwar die Handelsaussichten verbessert, sie erhöht aber auch die Belastung durch auf Fremdwährung lautende Kredite und ließ den Inflationsdruck steigen.

Das Risiko von Finanzkrisen in den aufstrebenden Marktwirtschaften hat abgenommen, diese bleiben aber anfällig

In Anbetracht der Tatsache, dass die Finanzmärkte in den aufstrebenden Marktwirtschaften Anfang 2014 schwächer und differenzierter auf die Drosselung der Wertpapierankäufe der Federal Reserve reagiert haben, als dies Mitte 2013 der Fall war (als die Diskussionen über diese Drosselung begannen), haben die Risiken eines finanziellen Zusammenbruchs in den aufstrebenden Marktwirtschaften abgenommen. Da die meisten aufstrebenden Marktwirtschaften inzwischen flexible Wechselkurse haben und über größere Devisenreserven verfügen und da ihre Finanzinstitute mit umfangreicheren Kapitalpuffern ausgestattet

Figure 1.2. **The financial turmoil in EMEs in early 2014 was less acute than in mid-2013**

In per cent



1. Percentage change from peak to trough between 2013Q2 and 2013Q3 for the mid-2013 period, and between December 2013 and end-March 2014 for the early 2014 period. Equity prices are expressed in domestic currency.
2. Percentage change from peak to trough between 2013Q2 and 2013Q3 for the mid-2013 period, and between December 2013 and end-March 2014 for the early 2014 period. A decline in the nominal effective exchange rate implies its depreciation.
3. Percentage point change from trough to peak between 2013Q2 and 2013Q3 for the mid-2013 period, and between December 2013 and end-March 2014 for the early 2014 period.

Source: OECD Economic Outlook 95 database; and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048831>

sind als im Vorfeld früherer Krisen, wie der Asien- und der Russlandkrise der Jahre 1997 und 1998, dürften sie auch weniger anfällig für Finanzkrisen sein als in der Vergangenheit. Dennoch lassen sich schwere Turbulenzen in einigen aufstrebenden Marktwirtschaften während der Phase der Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und des Anstiegs der langfristigen Zinssätze nicht ausschließen (Rawdanowicz et al., 2014). Einige dieser Länder sind immer noch stark von Portfoliozuflüssen und kurzfristigen Krediten ausländischer Banken abhängig, ein hoher Anteil ihrer Gesamtauslandsverbindlichkeiten entfällt auf Schuldtitel, und ihre inländischen Unternehmen sind stark in Fremdwährung verschuldet. In China ist nicht klar, ob es den zuständigen Behörden in einem Umfeld wachsender Risiken für die Finanzstabilität (Kasten 1.1) gelingen wird, das rasche Kreditwachstum einzudämmen und zur Förderung des wirtschaftlichen Gleichgewichts eine reibungslose Verlagerung des Wachstums von den Investitionen zum Verbrauch zu gewährleisten. Da auf die aufstrebenden Marktwirtschaften heute ein größerer Teil des weltweiten BIP entfällt als in der Vergangenheit, könnte eine deutliche Konjunkturverlangsamung in

Kasten 1.1 Risiken in Chinas Finanzsystem und mögliche internationale Ausstrahlungseffekte

Der reguläre Universalbankensektor ist in China inzwischen sehr umfangreich, seine Bilanzsumme belief sich Ende 2012 auf über 200% des BIP (vgl. Tabelle), was zwar weniger ist als der OECD-Durchschnitt, aber deutlich über dem Durchschnittsniveau der BRICS liegt. Diese Entwicklung ging mit einer raschen Expansion der inländischen Forderungen der Einlageinstitute (Universalbanken, Zentralbank und andere Banken) einher, die zwischen 2008 und 2012 von 30% auf 155% des BIP anwuchsen. Eine derart rasche Expansion, die in fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der Vergangenheit häufig Vorbote von Finanzkrisen war (Zhang und Chen, 2013), gibt Anlass zur Besorgnis über die Kreditqualität und die Finanzmarktstabilität, zumal das Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren schwächer ausfallen dürfte als in den vergangenen fünf Jahren. Der formelle Universalbankensektor scheint allerdings gut mit Kapital ausgestattet (vgl. untenstehende Tabelle) und arbeitet an der Umstellung auf eine strengere Regulierung, als sie Basel III vorsieht. Das Volumen der notleidenden Kredite ist gering, und die Banken haben umfangreiche Verlustrückstellungen gebildet. Dies lässt vermuten, dass die Banken über große Kapitalpuffer verfügen, um im Falle eines negativen Schocks Verluste absorbieren zu können. Allerdings tragen einige Bankenindikatoren außerbilanziellen Engagements u.U. nicht hinreichend Rechnung, und es bestehen mehrere Risiken.

Selected indicators of the banking sector

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Banking institutions							
Total assets (CNY tr)	53.1	63.2	79.5	95.3	113.3	133.6	151.4
Total assets (% of GDP)	199.8	201.1	233.2	237.4	239.5	257.5	266.2
Commercial banks							
Total assets (CNY tr) ¹	41.0	47.8	61.5	74.2	88.4	104.6	117.4
Total assets (% of GDP)	154.2	152.3	180.4	184.7	186.9	201.5	206.4
Liquidity ratio	37.7	46.1	42.4	42.2	43.2	45.8	44.0
NPL ratio	6.1	2.4	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
Provisioning coverage ratio	41.4	116.6	153.2	217.7	278.1	295.5	282.7
Leverage ratio ^{1,2}	5.5	6.0	5.5	6.1	6.4	6.5	7.1
Capital adequacy ratio ³	..	..	11.4	12.2	12.7	13.3	12.2
Core capital adequacy ratio ⁴	..	..	9.2	10.1	10.2	10.6	10.0

Note: In per cent unless indicated otherwise.

1. The 2013 figure is based on OECD's estimations of rural commercial and foreign banks' total assets and liabilities.

2. Total owner's equity over total assets.

3. Net tier 1 capital over risk-weighted assets.

4. The data for 2013 are not fully comparable with previous years due to a change of methodology for calculation.

Source: China Banking Regulatory Commission (CBRC) and OECD estimates.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050389>

Das Kreditwachstum vollzog sich zunehmend außerhalb des regulären Bankensektors, was zu einer raschen Expansion des Schattenbankensektors führte (vgl. Abbildung), auch wenn dieser immer noch klein ist im Vergleich zu dem vieler fortgeschrittener OECD-Volkswirtschaften (FSB, 2013). Die Schätzungen des Umfangs des Schattenbankensektors gehen weit auseinander, sie reichen von 44% bis 69% des BIP (Stand: Ende 2012)¹. Das Schattenbankenwesen floriert dank der strengeren Auflagen für reguläre Banken, mit denen seit 2010 versucht wird, das Kreditwachstum einzudämmen, sowie der Begrenzung der Einlagenzinsen; diese strengeren Regelungen schufen ein Umfeld, in dem Kreditnachfrage ungedeckt bleibt und reiche Privatleute sowie finanzstarke Unternehmen auf der Suche nach hohen Renditen sind. Zu den beliebtesten Angeboten der Schattenbanken gehören sogenannte Wealth Management

(Fortsetzung nächste Seite)

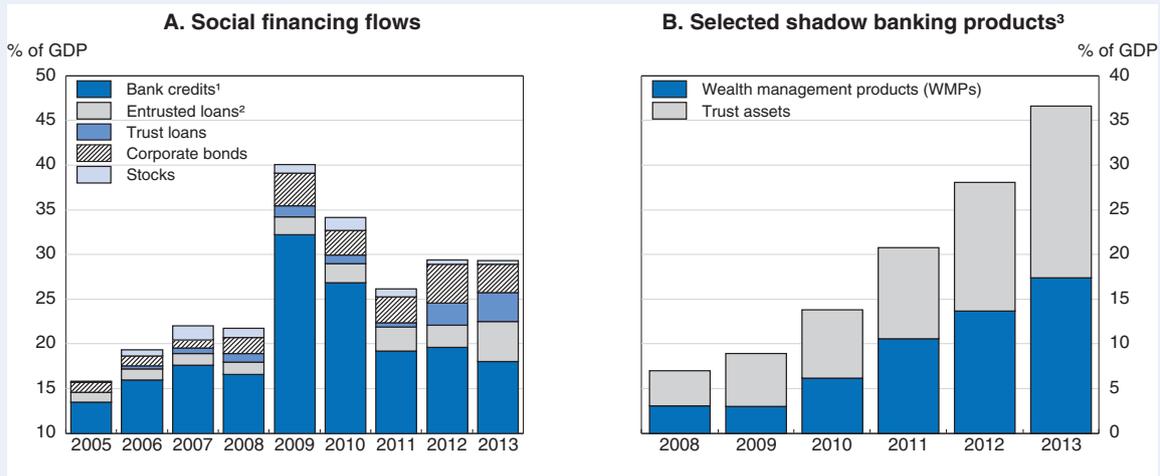
(Fortsetzung)

Products (WMP) und Treuhandprodukte („Trusts“), deren Volumen sich Schätzungen zufolge 2013 zusammen auf über 35% des BIP belief (vgl. Abbildung). Bei den WMP handelt es sich um kurzfristige Geldanlagen (mit einer Laufzeit von maximal einem Jahr). Der Aufsicht unterstehende Banken verkaufen WMP und verwalten gepoolte Gelder außerhalb ihrer Bilanzen, hauptsächlich indem sie in längerlaufende festverzinsliche Schuldverschreibungen investieren. Die WMP gestatten es den Banken, die diese Produkte anbieten, einen Teil ihrer Aktiva aus ihren Bilanzen auszugliedern, um ihre Pflichteinlagen bei der Zentralbank zu verringern und eine günstige Einlagenbasis vorweisen zu können, indem sie das Fälligkeitsdatum der WMP ans Ende des Referenzzeitraums legen (IWF, 2012b), der länger ist als die Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Bei den Treuhandprodukten handelt es sich um längerfristige Anlagen; die Treuhandfonds verleihen die Gelder, die ihnen von ihren Kunden anvertraut werden, an Immobilien- und Industrieprojekte oder legen sie in Finanzinstrumenten an.

Schatten- ebenso wie reguläre Banken haben Engagements in Finanzierungsvehikeln nachgeordneter Gebietskörperschaften (*Local Government Financing Vehicles – LGFV*), denen sie Kredite geben und deren Anleihen sie zeichnen, was die Qualität der Aktiva der Banken zu beeinträchtigen droht. Diese Zweckgesellschaften wurden von den nachgeordneten Gebietskörperschaften eingerichtet, um Infrastruktur- und öffentliche Immobilienprojekte zu finanzieren. Ihr Schuldenstand ist in den letzten Jahren rasch gestiegen und belief sich Ende 2012 auf schätzungsweise 19 Bill. Yuan bzw. 37% des BIP; einige Analysen lassen vermuten, dass fast die Hälfte dieser Kredite ohne Subventionen aus den öffentlichen Haushalten und besondere Buchführungspraktiken, die es den Finanzierungsvehikeln gestatten, ihre Finanzierungskosten durch die Kapitalisierung von Zinsausgaben zu unterzeichnen, eigentlich notleidend wäre (Zhang et al., 2013).

Der Bankensektor reagiert empfindlich auf rückläufige Immobilienpreise, da fast 30% der gesamten Bankkredite, einschließlich der Darlehen an Finanzierungsgesellschaften nachgeordneter Gebietskörperschaften, auf den Immobiliensektor entfallen². Sinkende Immobilienpreise verringern die tatsächliche und die erwartete Rendite von Immobilienprojekten, von der die Rückzahlungskapazität der Kreditnehmer

Credit has increased rapidly



1. Including bank loans denominated in local and foreign currencies as well as bank's acceptance bills.
 2. Business-to-business loans by bank intermediation.
 3. The year-end outstanding balances are referred to, although the value of WMPs for 2013 is as of end-September. Possible overlaps between the WMPs and trust assets, or the WMPs sold by trust companies, are not adjusted.
- Source: People's Bank of China; CBRC; Kwan (2014); National Bureau of Statistics of China; and China Trustee Association.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048698>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

abhängig ist, was für die Kreditgeber eine Gefahr darstellt. Die negativen Konsequenzen dieser Situation könnten durch negative Rückkopplungseffekte zwischen Realwirtschaft, Immobilienpreisen und Finanzsektor verstärkt werden. Derartige Rückkopplungseffekte hängen stark davon ab, inwieweit es den nachgeordneten Gebietskörperschaften möglich ist bzw. inwieweit sie bereit sind, kollabierende Finanzierungsvehikel aus den Haushaltskassen zu unterstützen, was Auswirkungen auf ihre Gläubiger hat. Die nachgeordneten Gebietskörperschaften haben allerdings so gut wie keinen Spielraum zur Veränderung der Steuersätze oder der steuerlichen Bemessungsgrundlagen (OECD, 2013a) und sind zur Sicherung ihrer Einnahmen großenteils von Grundstücksverkäufen abhängig (IWF, 2013). Geringere Einnahmen könnten somit dazu führen, dass die Finanzierungsvehikel weniger Unterstützung erhalten, was wiederum einen Rückgang der öffentlichen Investitionen nach sich ziehen und die Bilanzen der Banken verschlechtern würde. Unter solchen Bedingungen könnten sich die nachgeordneten Gebietskörperschaften veranlasst sehen, die Grundstücksverkäufe zu beschleunigen, womit der Preisrückgang zusätzlich verstärkt würde (OECD, 2013c).

Außerdem besteht die Gefahr eines Runs auf die Schattenbanken, deren Produkte meist keine explizite Garantie des Kapitals bieten. Wenn es bei einzelnen Produkten der Schattenbanken zu Zahlungsausfällen käme, die mit Kapitalverlusten verbunden wären, könnte ein allgemeiner Run auf Schattenbanken nicht ausgeschlossen werden. Dieses Risiko könnte allerdings verringert werden, wenn Banken, die die fraglichen Produkte anbieten, und Treuhandgesellschaften aus Angst vor einer Imageschädigung beschließen, für die durch diese Anlageprodukte entstandenen Verluste aufkommen. Ein solches Bail-out hätte jedoch zur Folge, dass sich der Liquiditätsbedarf der Finanzinstitute erhöhen würde, die für die Verluste aufkommen. Derartige Risiken könnten sich dieses Jahr konkretisieren, da ein großer Teil der Treuhandprodukte 2014 fällig wird. Die starken Wechselbeziehungen zwischen den regulären Banken und den Produkten der Schattenbanken verdeutlichen die systemische Bedeutung dieser Produkte.

Wie groß das Risiko einer Systemkrise im chinesischen Bankensystem ist, hängt von der Reaktion der zuständigen staatlichen Stellen ab. Diese haben bereits einige mikroprudenzielle Vorschriften eingeführt, um die Finanzierung der nachgeordneten Gebietskörperschaften über Zweckgesellschaften zu begrenzen und die WMP einer stärkeren Aufsicht zu unterstellen, allerdings muss sich noch zeigen, wie wirkungsvoll diese neuen Regelungen sind³. Die Zentralregierung scheint über ausreichend fiskalischen Spielraum zu verfügen, um kollabierende Finanzierungsvehikel oder Finanzinstitute zu retten und so die Ansteckungsgefahren möglichst gering zu halten. Die Zentralregierung verfügt über umfangreichen Landbesitz und große Aktienbestände (Ueda und Gomi, 2013), und ihr Schuldenstand belief sich amtlichen Angaben zufolge Ende 2012 auf 9,4 Bill. Yuan (18% des BIP) (National Audit Office, 2013). Die fiskalischen Kosten könnten jedoch sehr hoch sein, da die Eventualverbindlichkeiten des Staats beträchtlich sind und der Umfang der Verbindlichkeiten der Finanzierungsvehikel unterschätzt sein dürfte⁴. Außerdem könnten derartige staatliche Eingriffe das Moral-Hazard-Risiko erhöhen. Die kürzlich erfolgte Rettung eines Trusts (Credit Equals Gold No. 1) könnte bei den einzelnen Anlegern die Erwartung schüren, dass verbundene Finanzinstitute oder der Staat auch in Zukunft zur Deckung von Verlusten einspringen werden.

Das Risiko internationaler Ausstrahlungseffekte über Finanzmärkte und Handel könnte größer sein als die direkten Verknüpfungen allein vermuten lassen. Der chinesische Bankensektor ist nicht stark in die globalen Finanzmärkte integriert, so dass sich die finanziellen Ausstrahlungseffekte in Grenzen halten dürften. Auf ausländische Banken entfielen Ende 2012 weniger als 2% der Bilanzsumme des chinesischen Bankensektors, und das Volumen der finanziellen Forderungen der OECD-Länder an chinesische Banken ist sehr gering (weniger als 1% des BIP, außer für das Vereinigte Königreich). Finanzturbulenzen in China könnten allerdings erneute Kursverluste für ausländische Anleger zur Folge haben und deren Stimmung weiter eintrüben, was sich negativ auf die Finanzmarktstabilität anderer aufstrebender Marktwirtschaften auswirken würde. Dieser Ausstrahlungseffekt könnte insbesondere über den Handelsplatz Hongkong zum Tragen kommen, wo chinesische Unternehmen und Banken auf

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

den Aktienmärkten stark vertreten sind⁵. Angesichts eines kreditabhängigen Wirtschaftswachstums könnten die von der Politik herbeigeführte Verlangsamung der Kreditvergabe oder Turbulenzen im Bankensektor das Binnenwachstum bremsen und über den Handel Ausstrahlungseffekte auf andere Länder haben. Mit dem NiGEM-Modell durchgeführte Simulationen deuten darauf hin, dass ein Rückgang des Wachstums der Inlandsnachfrage um 2 Prozentpunkte während eines Jahres zu einer Abnahme des Wachstums im OECD-Raum um 0,1% führen könnte, wobei der Effekt in Japan und einigen BRIICS stärker ausfallen dürfte. Dieser vergleichsweise geringe Effekt wird durch andere Studien bestätigt (z.B. IWF, 2012a) und scheint sich daraus zu erklären, dass China derzeit noch kein dominierendes Bestimmungsland für Exporte aus OECD-Ländern ist und dass ein Teil seiner Importe wiederausgeführt wird und somit von der Nachfrage außerhalb Chinas abhängig ist (Ollivaud et al., 2014). Nicht berücksichtigt sind in solchen Simulationen jedoch Vertrauenseffekte sowie Störungen der globalen Wertschöpfungsketten, die Dominoeffekte auf die Produktion und die Gewinne in anderen Ländern haben könnten. Ein geringeres Wachstum in China könnte auch zu niedrigeren Rohstoffpreisen führen, da China weltweit der größte Verbraucher vieler Rohstoffe ist⁶.

1. In Einklang mit der Definition der chinesischen Zentralbank PBOC (2013) bezieht sich der Schattenbankensektor hier auf die Kreditintermediation über Einrichtungen oder Aktivitäten außerhalb des regulären Bankensystems, die Funktionen der Liquiditätsversorgung und der Kredittransformation erfüllen. Je nach dem Kreis der berücksichtigten Institute liegen unterschiedlich hohe Schätzungen des Umfangs des Schattenbankensektors vor, z.B. Tao und Deng (2013) (43,9% des BIP), Standard & Poor's (2013) (44,1% des BIP), Ueda und Gomi (2013) (64,4% des BIP) sowie Zhu et al. (2013) (69,4% des GDP).
2. Schätzungen der OECD unter Bezugnahme auf CBRC (2013) und PBOC (2014a, 2014b).
3. Die Nationale Entwicklungs- und Reformkommission verschärfte im Dezember 2012 die Bedingungen für die Begebung von Unternehmensanleihen und stellte im April 2013 ihr Untersuchungs- und Genehmigungsverfahren um. Die chinesische Bankenaufsicht Banking Regulatory Commission unterstellte WMP im März 2013 einer strengeren Aufsicht und legte im Mai 2013 eine Obergrenze für die Gesamtkreditvergabe der Banken an Finanzierungsvehikel nachgeordneter Gebietskörperschaften fest. Die chinesische Zentralbank führte im Februar 2014 Vorschriften ein, mit denen die Laufzeit der Finanzanlagen von WMP verringert werden soll.
4. In der Schuldenquote sind nur explizite staatliche Verbindlichkeiten erfasst. Bei Berücksichtigung von Eventualverbindlichkeiten, bei denen die Regierung mitunterzeichnet hat, sowie solchen, für deren Rückzahlung die Regierung keine rechtliche Verantwortung übernommen hat, bei denen sie sich aber verpflichtet hat, zahlungsunfähige Schuldner zu unterstützen, hätte sich die Schuldenquote auf Ebene der Zentralregierung Ende 2012 auf 23% des BIP belaufen. Für die gesamtstaatliche Schuldenquote ergäbe sich unter diesen Bedingungen zum gleichen Datum ein Wert von 54% des BIP. Noch höher wäre dieser Wert, wenn die Verschuldung der Finanzierungsvehikel der nachgeordneten Gebietskörperschaften in vollem Umfang berücksichtigt würde. Zhang et al. (2013) vertreten die Ansicht, dass die Verschuldung der nachgeordneten Gebietskörperschaften und ihrer Finanzierungsvehikel im Jahr 2012 in der jüngsten Untersuchung des Nationalen Rechnungshofs (National Audit Office, 2013) um rd. 12,8 Bill. unterschätzt wurde, weil die Verbindlichkeiten der Finanzierungsvehikel zu niedrig ausgewiesen wurden. Würde dies mit eingerechnet, müsste die Verschuldung auf der nachgeordneten und auf der gesamtstaatlichen Ebene Ende 2012 mit 28,7 Bill. Yuan bzw. 40,6 Bill. Yuan (78% des BIP) angesetzt werden.
5. Die Börsenkapitalisierung eines Index von vierzig repräsentativen chinesischen Unternehmen (sog. H-Aktien-Index) belief sich Ende 2013 z.B. auf 317 Mrd. US-\$ und machte damit 10% der Börsenkapitalisierung aller in Hongkong gehandelten Unternehmen aus. Dies entsprach 2% der Börsenkapitalisierung der New York Stock Exchange und 7% der Börsenkapitalisierung der Tokyo Stock Exchange, Stand Ende 2013. Die Börsenkapitalisierung aller international handelbarer Aktien (B-Aktien) in Shanghai und Shenzhen belief sich Ende 2013 demgegenüber auf 30 Mrd. US-\$.
6. Laut dem IWF (2012a) würde ein vorübergehender Rückgang der realen Anlageinvestitionen in China um 1% nach vier Quartalen zu einem Rückgang der Rohstoffpreise, für Metalle z.B. um 1,3%, sowie der Wachstumsrate des BIP der G20 in KKP um 0,06 Prozentpunkte führen, wobei die Effekte bis zu acht Quartale anhalten könnten.

diesen Volkswirtschaften starke Auswirkungen auf das weltweite Wachstum haben. Modellsimulationen lassen zwar darauf schließen, dass selbst eine erhebliche Konjunkturverlangsamung in den aufstrebenden Marktwirtschaften – sofern es nicht zu einer großen Finanzkrise kommt – keine umfangreichen Auswirkungen auf die wichtigsten OECD-Regionen hätte¹, in diesen Ergebnissen sind eventuelle negative Vertrauenseffekte jedoch nicht berücksichtigt, die die Investitionen (siehe weiter unten) und den Verbrauch, auch in den aufstrebenden Marktwirtschaften, beeinträchtigen könnten.

Inflationsrückgang

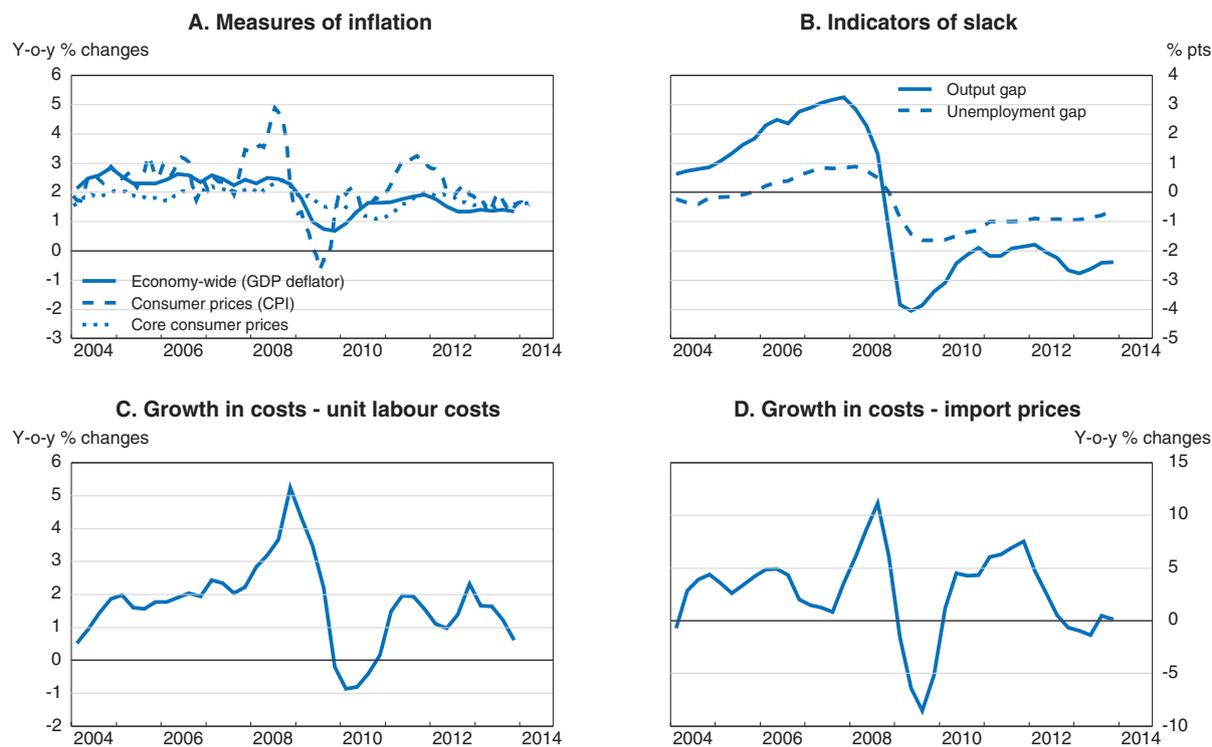
Der Preisauftrieb ist im OECD-Raum insgesamt auf ein sehr niedriges Niveau gesunken

Der Preisauftrieb ist im OECD-Raum insgesamt seit Ende 2011 um rd. 1¼ Prozentpunkte gesunken, was sowohl auf andauernde Kapazitätsüberhänge als auch auf ein schwaches Kostenwachstum zurückzuführen ist (Abb. 1.3). In der Mehrzahl der Volkswirtschaften steigen die Einfuhrpreise nur moderat, was den stabilen Rohstoffpreisen sowie dem dämpfenden Einfluss zuzuschreiben ist, den die verhaltene Nachfrage auf die Gewinnspannen der Exporteure ausübt. Das Wachstum der Lohnstückkosten ist ebenfalls gering, worin eine Folge der schwachen Arbeitsmarktlage sowie des geringen Lohnauftriebs zu sehen ist. Außerdem hatten die andauernden Kapazitätsüberhänge während der letzten zwei Jahre auch einen direkten inflationssenkenden Effekt (Kasten 1.2).

Besonders groß ist das Risiko verstärkter disinflationärer Tendenzen im Euroraum ...

Am stärksten sind die disinflationären Tendenzen derzeit im Euroraum, wo die Gesamtinflation deutlich unter dem bei nahe 2% angesetzten Zielwert der EZB liegt und die Jahresrate der Kerninflation in den zwölf Monaten bis März um etwa ¾ Prozentpunkte auf nur 0,7% zurückgegangen war, bevor sie im April wieder auf geschätzte 1% anstieg. In vielen der Krisenländer wurde wegen der zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit notwendigen relativen Preiskorrektur mit disinflationären Spannungen gerechnet, wobei die schwache Nachfrage und die Strukturreformen den Wettbewerb stärkten und den Preis- und Lohnauftrieb eindämmten. Die Inflation hat aber auch in

Figure 1.3. Inflationary pressures in the OECD are currently weak



Source: OECD Economic Outlook 95 database; and OECD, Main Economic Indicators database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048850>

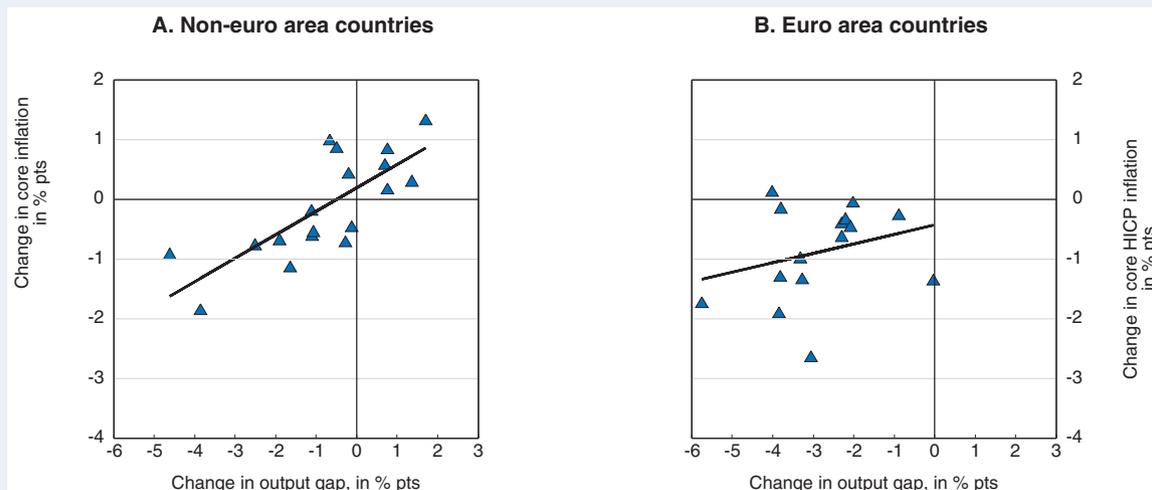
Kasten 1.2 Inflationsrückgang in den OECD-Volkswirtschaften

Die Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe ist im OECD-Raum seit September 2011 um 1¼ Prozentpunkte gesunken, und sie liegt seit einigen Monaten in zahlreichen Ländern deutlich unter der Zielvorgabe der Zentralbanken. Auch in vielen großen, nicht der OECD angehörenden aufstrebenden Marktwirtschaften hat die Inflation nachgegeben, dort scheint sie sich aber nicht auf einem besonders niedrigen Niveau zu bewegen: Im Durchschnitt der BRIICS beträgt sie derzeit im Vorjahresvergleich 5% bzw. fast 7¼% bei Ausklammerung von China. In diesem Kasten werden die wesentlichen Faktoren erläutert, die den Inflationsrückgang im OECD-Raum erklären können.

Ein großer Teil des im Verlauf der letzten zweieinhalb Jahre im OECD-Raum verzeichneten Inflationsrückgangs ist offenbar der erheblichen Abnahme des Energiepreisauftriebs zuzuschreiben, wobei die rückläufige Entwicklung des Nahrungsmittelpreisauftriebs und der Kerninflation ebenfalls zum Rückgang der Gesamtinflation beigetragen hat.

- Die drastische Verlangsamung des Energiepreisauftriebs, der sich 2011 noch im zweistelligen Bereich bewegte, 2012 und 2013 aber eher gedämpft war, ist für rd. 1¼ Prozentpunkte des Rückgangs der Gesamtinflation im OECD-Raum im Vergleich zu ihrem im September 2011 erreichten Höchststand verantwortlich. Das langsamere Wachstum der den privaten Haushalten in Rechnung gestellten Energiepreise erklärt sich aus dem Rückgang des Wachstums der Rohstoffpreise (der sowohl angebotsseitigen Verbesserungen als auch einer geringeren Nachfrage, vor allem aus China, zuzuschreiben ist) sowie dem Abklingen der Effekte früherer Anhebungen administrativ geregelter Preise, zu denen es in zahlreichen Ländern gekommen war. Dies war ein vergleichsweise wichtiger Faktor für den Inflationsrückgang im Euroraum und im Vereinigten Königreich, während er in den Vereinigten Staaten eine geringere Rolle spielte. Japan bildet unter den großen Volkswirtschaften eine Ausnahme: Dort haben die Energiepreise wegen der seit dem Erdbeben im Jahr 2011 gestiegenen Nachfrage nach Energieimporten sowie der starken Abwertung des Yen recht kräftig zugenommen.
- Auf einen Rückgang der Inflation bei den Nahrungsmittelpreisen entfällt ein weiterer ¼ Prozentpunkt des Rückgangs der OECD-weiten Inflation; die Jahresrate des Nahrungsmittelpreisauftriebs ist im OECD-Durchschnitt von über 4% auf 1,7% gesunken, was wenig ist im historischen Vergleich. Der Inflations-

Disinflation and increasing economic slack



Note: Changes in inflation are from 2012Q1 to 2014Q1; changes in the output gap are from 2011 to 2013. OECD estimates are used where 2014Q1 data are not yet fully available. Iceland is excluded.

Source: OECD Economic Outlook 95 database; OECD Main Economic Indicators database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048717>

(Fortsetzung nächste Seite)

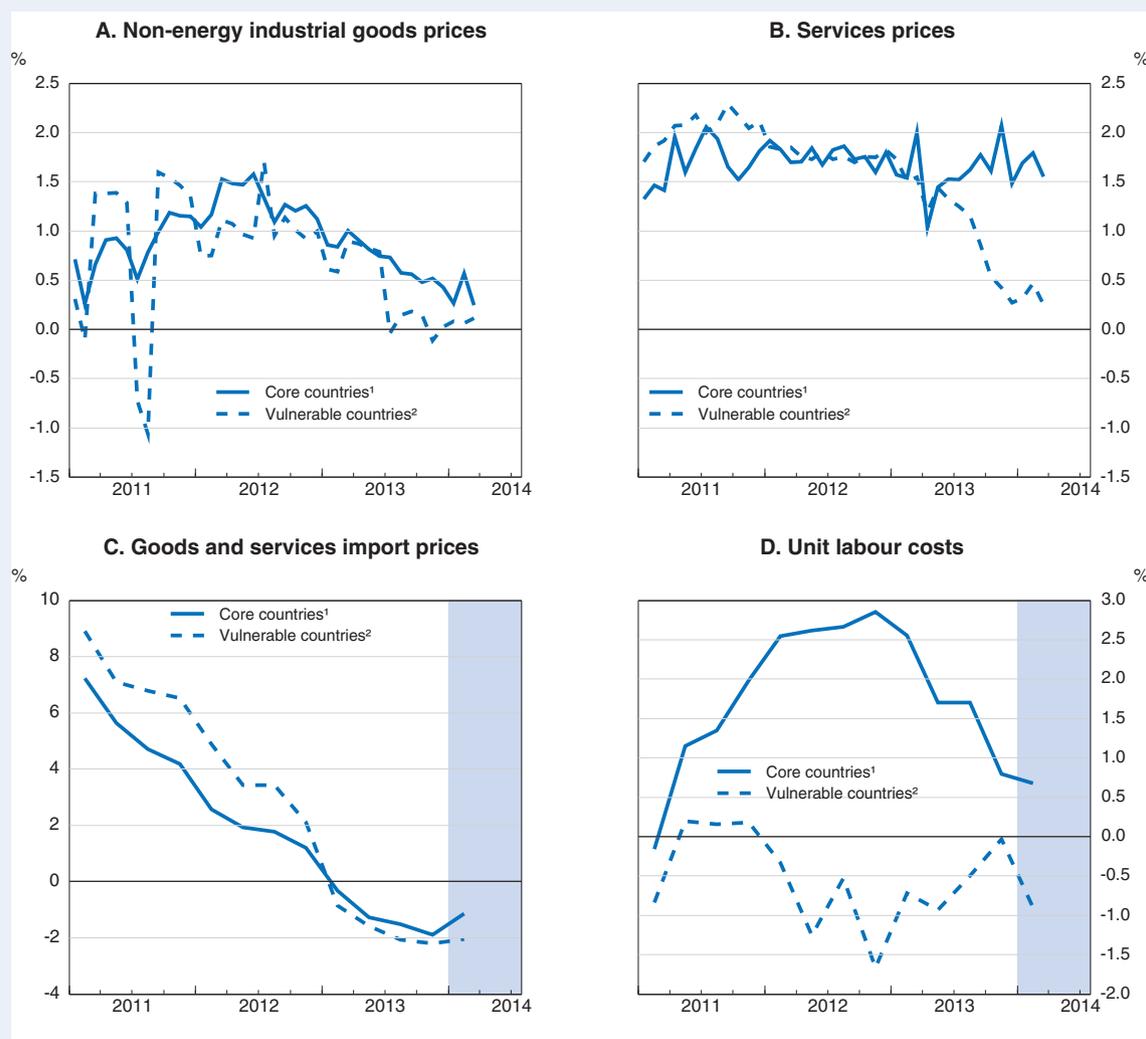
(Fortsetzung)

rückgang bei den Nahrungsmittelpreisen wird u.U. nicht von Dauer sein, da die Agrarpreise 2014 wieder anziehen dürften.

- Der Inflationsrückgang bei den Preisen für sonstige Waren und Dienstleistungen (d.h. ohne Nahrungsmittel und Energie) erklärt den verbleibenden $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt der Abnahme der OECD-weiten Teuerung. Diese rückläufige Entwicklung der Kerninflation ist vermutlich den erheblichen binnenwirtschaftlichen Kapazitätsüberhängen zuzuschreiben. In den vergangenen zwei Jahren war in der Tat ein klarer positiver Zusammenhang zwischen Veränderungen der Kerninflation und der Produktionslücken festzustellen, vor allem außerhalb des Euroraums (vgl. erste Abbildung). Das gedämpfte Wachstum der Einfuhrpreise (ohne Rohstoffe) trug ebenfalls zur Eindämmung des Kostendrucks bei und war

Disinflation in euro area prices and costs

Year-on-year percentage changes



1. Core countries include Austria, Belgium, Finland, France, Germany and Netherlands.

2. Vulnerable countries include Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovenia and Spain.

Source: Eurostat; OECD Economic Outlook 95 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048736>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

ein Faktor für die derzeit niedrige Teuerung bei den Industrieprodukten (ohne Energie). Japan bildet allerdings auch hier eine wichtige Ausnahme unter den großen Volkswirtschaften, da die Preise dort durch die Abwertung des Yen sowie eine Verbesserung der Wirtschaftslage nach oben getrieben wurden.

- In einigen Ländern ist die in jüngster Zeit verzeichnete Abnahme der Teuerung auch Einmalfaktoren zuzuschreiben. Erwähnenswerte Beispiele hierfür sind die Preisrückgänge in der Gesundheitsversorgung in den Vereinigten Staaten (April 2013 und Januar 2014) sowie das Abklingen der Anschubeffekte, die durch Anhebungen indirekter Steuern und administrierter Preise in zahlreichen europäischen Ländern ausgelöst worden waren (siehe weiter unten).

Im Euroraum ist die Jahresrate der Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe kontinuierlich auf 0,5% im März zurückgegangen, wobei das Risiko einer Verstärkung der disinflationären Tendenzen besteht, falls sich am Ausmaß der Kapazitätsüberhänge nichts ändert, der Euro weiter aufwertet oder die Inflationserwartungen ihre Verankerung verlieren. Sinkenden Energiepreisen können drei Fünftel des Rückgangs der Gesamtinflation um 2½ Prozentpunkte zugeschrieben werden, der seit September 2011 verzeichnet wurde, die Jahresrate der Kerninflation (d.h. der Inflation ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) ist aber ebenfalls um 1 Prozentpunkt gesunken.

Besonders stark zurückgegangen ist die Kerninflation in den Ländern, die sich gezwungen sahen, weitreichende Reformen durchzuführen (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und auch Italien); dort drücken sich im Inflationsrückgang die zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit und für den Leistungsbilanzausgleich innerhalb des Euroraums notwendigen Anpassungen der relativen Preise aus. Im Durchschnitt dieser Ländergruppe liegt die Jahresrate der Kerninflation bei rd. ¼%, und in einigen Ländern ist sie negativ. In den Kernländern des Euroraums hat die Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise ebenfalls nachgegeben, liegt aber deutlich über null und immer noch nahe den seit 1999 verzeichneten Durchschnittswerten.

Die für die disinflationären Tendenzen im Euroraum ausschlaggebenden Faktoren decken sich mit denen, die auch für den OECD-Raum insgesamt zu beobachten sind. Dabei sind allerdings einige wichtige Unterschiede festzustellen:

- Anhebungen indirekter Steuern und Subventionssenkungen in den Krisenländern führten im Jahresverlauf 2012 (sowie in den zwei vorangegangenen Jahren) zu einem direkten Anstieg der Teuerung, was allerdings z.T. durch den negativen Effekt dieser Maßnahmen auf die Nachfrage ausgeglichen wurde und darüber hinwegtäuschte, dass die Grundtendenz der Inflation gedämpfter verlief. Schätzungen auf der Grundlage der Inflation bei konstanten Steuersätzen legen den Schluss nahe, dass das Abklingen des Effekts dieser Maßnahmen bis zu ½ Prozentpunkt des Rückgangs der Jahresrate der Inflation im Euroraum erklären könnte, der zwischen September 2012 und Dezember 2013 verzeichnet wurde¹. Dies deutet darauf hin, dass die tendenzielle Abnahme der Kerninflation im Euroraum im Jahresverlauf 2013 verhaltener war, als die Gesamtdaten vermuten lassen (Europäische Kommission, 2014).
- In den Krisenländern mit Ausnahme Italiens sind die Lohnstückkosten in den letzten Jahren gesunken. In Anbetracht der Bedeutung des Faktors Arbeit für die Produktion zahlreicher Dienstleistungen dürfte dies zu der geringeren Teuerung im Dienstleistungssektor beigetragen haben. Diese ist in den Krisenländern effektiv auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau gesunken (teilweise kam es zu Preisrückgängen), so dass der Gesamtwert für den Euroraum ein im historischen Vergleich sehr niedriges Niveau erreicht hat (vgl. zweite Abbildung). Dies ist allerdings auch darauf zurückzuführen, dass der inflationssteigernde Effekt der höheren indirekten Steuern nun abgeklungen ist. In den Kernländern ist die Teuerung im Dienstleistungssektor hingegen weitgehend unverändert geblieben (EZB, 2014a); die seit kurzem dort zu beobachtende Verlangsamung des Wachstums der Lohnstückkosten könnte, sofern sie sich fortsetzt, die Inflation jedoch zu drücken beginnen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

- Der schwache Einfuhrpreisauftrieb hat in den Kernländern ebenso wie den Krisenländern für allgemeine disinflationäre Tendenzen gesorgt (EZB, 2014a), worin sich die Aufwertung des Euro seit Mitte 2012 sowie ein gedämpftes Preisniveau für Industriegüter weltweit ausdrückt. Die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel ist in den Kern- und den Krisenländern sehr gering (siehe die obige Abbildung). Weitere Erklärungsfaktoren für die verhaltene Entwicklung der Güterpreisinfation in der jüngsten Zeit sind im gedämpften inländischen Kostenwachstum, der schwachen Nachfrage und den erheblichen Kapazitätsüberhängen zu sehen.
1. Während Schätzungen auf der Basis konstanter Steuersätze von einer vollständigen Weitergabe ausgehen und den Effekt der Steuern somit u.U. überzeichnen, dürften administrativ geregelte Preise und Subventionsverringerungen eine ähnliche Rolle gespielt haben.

mehreren Kernländern merklich nachgegeben, so in Frankreich und Deutschland, wo die Jahresrate der Gesamtinflation nun bei 0,7% bzw. 1,1% liegt und sich das Wachstum der Lohnstückkosten auf unter 1% beläuft. Dies ist z.T. einem allgemeinen Rückgang des Einfuhrpreisauftriebs zuzuschreiben, der seinerseits eine Folge der Aufwertung des effektiven Wechselkurses des Euro ist. Dennoch erhöht sich damit das Risiko, dass eine erneute Nachfrageschwäche, eine weitere Aufwertung des Euro, sinkende Rohstoffpreise oder eine Lösung der Verankerung der Inflationserwartungen zu einer Phase sehr niedriger Inflation, ja sogar Deflation im gesamten Euroraum führen und so die Wirtschaftstätigkeit über einen weiteren Anstieg der realen Zinsen und eine Erhöhung der Schuldendienstbelastung vieler Volkswirtschaften beeinträchtigen könnte. Die langfristigen Inflationserwartungen sind nach wie vor gut verankert, die Erfahrung Japans in den 1990er Jahren hat jedoch gezeigt, dass es selbst im Fall positiver Inflationserwartungen zu Deflation kommen kann.

... andernorts ist es jedoch geringer

In den anderen großen OECD-Volkswirtschaften scheint dieses Risiko geringer, solange die Inflationserwartungen gut verankert bleiben und es nicht zu weiteren starken Wechselkursbewegungen kommt. Wenn die Erholung genügend Dynamik entfaltet, um die Arbeitsnachfrage in allen Volkswirtschaften zu stärken, wie sich dies in den Vereinigten Staaten, Japan und dem Vereinigten Königreich bereits abzeichnet, dürfte das Arbeitskostenwachstum unter dem Einfluss abnehmender Kapazitätsüberhänge am Arbeitsmarkt und eines sich belebenden Lohnwachstums allmählich wieder steigen.

Entwicklung der Unternehmensinvestitionen

Eine nachhaltige Beschleunigung der Unternehmensinvestitionen wird von entscheidender Bedeutung sein, wenn die Erholung an Dynamik gewinnen soll

Die Unternehmensinvestitionen haben sich seit Beginn der Krise schwach entwickelt, was zum großen Teil auf das verhaltene Nachfragewachstum und die geringe Kapazitätsauslastung ebenso wie auf die finanziellen Engpässe in manchen Ländern, insbesondere im Euroraum, sowie die erhöhte Unsicherheit zurückzuführen ist. Die Messgrößen der Ungewissheit stiegen sowohl in den Jahren 2008-2009 als auch nach der Intensivierung der Krise im Euroraum Mitte 2011 drastisch an, und der Anteil der durch Nichtfinanzunternehmen in Bargeld und Einlagen gehaltenen finanziellen Vermögenswerte liegt zurzeit deutlich über seinem längerfristigen Normwert. In den großen OECD-Volkswirtschaften

liegt der (nominale) Anteil der Unternehmensinvestitionen am BIP gegenwärtig rd. 1 Prozentpunkt unter dem Vorkrisenniveau und deutlich unter dem in den langfristigen OECD-Projektionen unterstellten Gleichgewichtsniveau (Kasten 1.3; Kapitel 4). Insbesondere im Euroraum bewegt sich der Anteil der Unternehmensinvestitionen am BIP auf einem sehr niedrigen Niveau, ebenso wie der Anteil der Gewinne der Nichtfinanzunternehmen, auch wenn 2013 ein leichter Anstieg verzeichnet wurde.

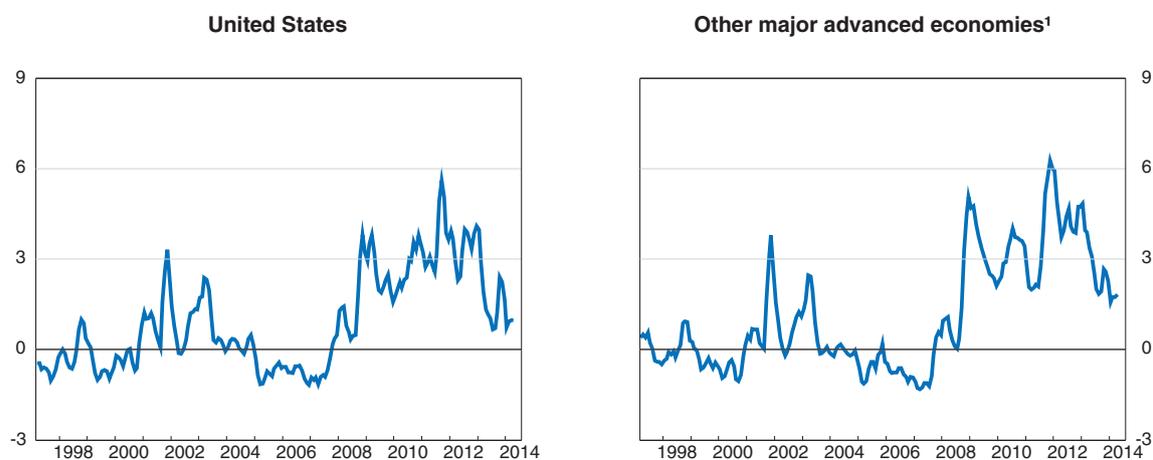
Es scheinen nun bessere Voraussetzungen für ein kräftigeres Investitionswachstum außerhalb des Euroraums ...

Die Voraussetzungen für ein kräftigeres Investitionswachstum haben sich verbessert. Die Bilanzlage der Unternehmen außerhalb der Krisenländer des Euroraums ist im Allgemeinen gut, dank der größeren Risikobereitschaft, die in den höheren Aktienkursen und der starken Nachfrage auf den Märkten für Unternehmensanleihen zum Ausdruck kommt, haben sich die Möglichkeiten der Außenfinanzierung verbessert, und auf Grund des soliden Gewinnwachstums außerhalb des Euroraums war auch in Bezug auf die Möglichkeiten der Innenfinanzierung eine weitere Verbesserung zu beobachten. Zudem hat sich die politische Ungewissheit laut einigen Messgrößen verringert, insbesondere in den Vereinigten Staaten (Abb. 1.4) und, dank der andauernden Fortschritte auf dem Weg zu einer vollständigen Bankenunion, auch im Euroraum. Im zweiten Halbjahr 2013 belebte sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen in vielen Volkswirtschaften, was in besonders hohem Maße auf das Vereinigte Königreich zutraf, und die Auftragseingänge für Investitionsgüter in einigen großen OECD-Volkswirtschaften deuten auf eine weitere Belebung im ersten Halbjahr dieses Jahres hin.

... und in den nächsten zwei Jahren ist mit einem breiter fundierten Aufschwung bei den Investitionen zu rechnen

Sofern sich die weiter unten dargelegten Aussichten bestätigen sollten, dürfte im Zeitraum 2014-2015 ein breiter fundierter und kräftigerer Aufschwung bei den Investitionen einsetzen, wobei die Akzeleratoreffekte dazu beitragen, dass das Investitionswachstum das Produktionswachstum in vielen Volkswirtschaften übertrifft, z.B. in den Vereinigten Staaten (nach einem schwachen ersten Quartal

Figure 1.4. **Policy uncertainty is starting to fade**



Note: Data shown are a 3-month-moving average of non-seasonally adjusted data which were normalised over the period 1997-2007.

1. First principal component calculated from Economic Policy Uncertainty Indices for Canada, France, Germany, Italy and the United Kingdom.

Source: Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at www.PolicyUncertainty.com; and OECD calculations.

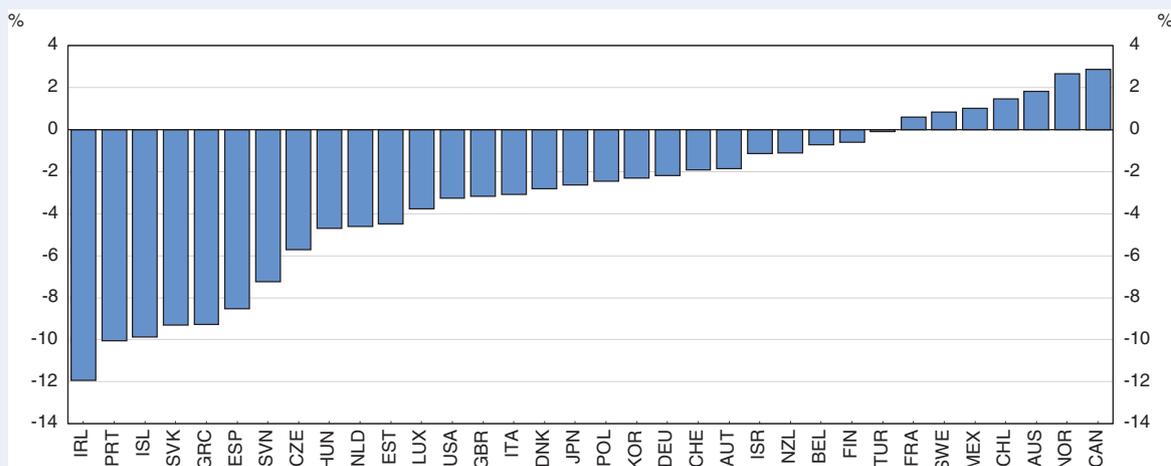
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048869>

Kasten 1.3 Die Investitionen sind niedrig im Verhältnis zum Vorkrisenniveau und zum längerfristigen Bedarf

Während der Krise ging das Investitionsniveau im Verhältnis zum BIP drastisch zurück, und es hat sich seither noch nicht wieder erholt. In einer Mehrzahl der OECD-Länder liegt die Investitionsquote zu laufenden Preisen deutlich unter ihrem Durchschnittsniveau vor der Krise (vgl. erste Abbildung). Die größte Lücke klafft bei den Unternehmens- und den Wohnungsbauinvestitionen, wobei die Investitionsquote in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften jeweils rd. 1 Prozentpunkt unter ihrem Durchschnittswert vor der Krise liegt. Insbesondere die Erholung der Unternehmensinvestitionen scheint gegenüber früheren Abschwungphasen schleppend zu verlaufen.

Investment is below pre-crisis levels in most OECD economies

Total investment as a percentage of GDP in 2013 less 1996-2007 average



Source: OECD Economic Outlook 95 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048755>

Ein bedeutender Teil der unterbliebenen Unternehmensinvestitionen lässt sich, wie im Haupttext erörtert, auf die schwache Nachfrage zurückführen¹, andere Faktoren dürften jedoch ebenfalls eine dämpfende Wirkung gehabt haben, wie z.B. der Anstieg der Kapitalnutzungskosten, der längere Zeitraum erhöhter wirtschaftlicher und politischer Unsicherheit sowie der höhere Verschuldungsgrad der Unternehmen in der Zeit vor der Krise. Da die Erholung der Wirtschaftstätigkeit in Gang gekommen ist und viele der sonstigen Faktoren, von denen eine Bremswirkung ausging, abgeklungen sind, steht zu erwarten, dass die Unternehmensinvestitionen wieder anziehen werden.

Weiteren Aufschluss über die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Investitionsniveau und dem längerfristigen Bedarf gibt eine der Veranschaulichung dienende Schätzung des Gleichgewichtsverhältnisses zwischen Investitionen und Produktion anhand von Daten aus den langfristigen Wachstumsprojektionen der OECD (vgl. Kapitel 4). Ab ca. 2020 bewegt sich der Kapitalkoeffizient zu konstanten Preisen in der Langzeitdatenbank entsprechend den Veränderungen der realen Kapitalkosten um ein langfristiges Niveau, wobei die Produktionslücken ab diesem Zeitpunkt im Allgemeinen geschlossen sind. Unter der Annahme, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt ein Gleichgewichtsverhältnis erreicht wird, können der Kapitalkoeffizient, die Abschreibungsrate und die Wachstumsrate des Produktionspotenzials im langfristigen Basisszenario verwendet werden, um ein implizites Gleichgewichtsverhältnis zwischen Investitionen und Produktion zu berechnen, das hierfür erforderlich ist.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Dieses Gleichgewichtsniveau zwischen Investitionen und Produktion(-spotenzial) lässt sich anhand folgender Formel berechnen:

$$i^* = \frac{k^*(g+\delta)}{(1+g)}$$

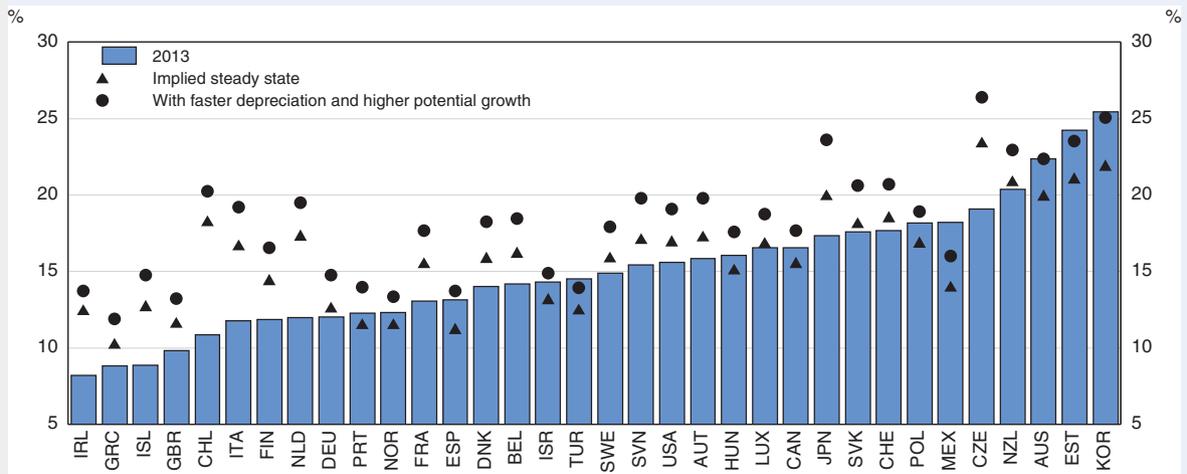
wobei k^* für den gleichgewichtigen Kapitalkoeffizienten steht, δ für die Abschreibungsrate, wobei unterstellt wird, dass diese im Lauf der Zeit konstant bleibt, und g für die endogene Potenzialwachstumsrate, die vom Arbeitseinsatz, von der Intensität der Nutzung des Sach- bzw. Humankapitals sowie der Multifaktorproduktivität abhängig ist. In den nachfolgenden Berechnungen wird k^* beim Verhältnis zwischen Kapital (ohne Wohngebäude) und Produktionspotenzial festgesetzt, das im langfristigen Basisszenario im Jahr 2025 erreicht wird; zu diesem Zeitpunkt haben sich die gegenwärtigen Trends bei der Kapitalintensität im Allgemeinen stabilisiert, er ist jedoch nicht so weit entfernt, dass neue Kräfte Tritt gefasst hätten, die die Kapitalkosten in die Höhe treiben. Die Gleichgewichtswerte für g und δ werden näherungsweise anhand des Durchschnitts im Zeitraum 2020-2025 ermittelt.

Die daraus resultierenden Werte für das implizite Gleichgewichtsniveau der Investitionen sind in der Abbildung weiter unten verglichen mit dem gegenwärtigen Verhältnis der Investitionen zum potenziellen BIP dargestellt. In den meisten OECD-Volkswirtschaften liegt die Investitionsquote im Jahr 2013 unter dem der Veranschaulichung dienenden Gleichgewichtsniveau, wobei die Lücke in einem Drittel der Volkswirtschaften mindestens 2 Prozentpunkte beträgt. Das Spektrum ist jedoch relativ groß, da die Investitionsquote in einigen Ländern gegenwärtig sogar über diesem impliziten längerfristigen Niveau liegt. Das für 2014 und 2015 projizierte kräftige Investitionswachstum trägt in vielen Volkswirtschaften zur Schließung dieser Lücke bei, darunter in Deutschland und den Vereinigten Staaten, in mehreren Volkswirtschaften wird jedoch noch eine erhebliche Lücke zu schließen sein².

Die Berechnungen dienen lediglich der Veranschaulichung, da die Wachstumsrate des Produktionspotenzials sowie die Kapitalnutzungskosten und damit der unterstellte gleichgewichtige Kapitalkoeffizient sowie das unterstellte Gleichgewichtsverhältnis zwischen Investitionen und Produktion über die gesamten langfristigen OECD-Projektionen Schwankungen unterliegen und deshalb empfindlich auf die Annahmen reagieren, die bezüglich der gleichgewichtigen Kapitalquote, der Abschreibungsrate sowie der Potenzialwachstumsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion getroffen werden. Folglich

Investment ratios are below illustrative steady state estimates in most OECD economies

Non-residential investment as a percentage of potential GDP



Note: Countries are ordered by the 2013 investment ratio.

Source: OECD Economic Outlook 95 database; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933048774>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

gilt dies auch für den Aufholprozess bei den Investitionen, der notwendig ist, um einen bestimmten gleichgewichtigen Kapitalkoeffizienten zu erreichen. So würde beispielsweise eine Fortsetzung des in der Vergangenheit beobachteten stetigen Aufwärtstrends bei der Abschreibungsrate, die die Veränderung bei der Zusammensetzung der Investitionsgüter widerspiegelt, das Gleichgewichtsniveau der Investitionen erhöhen, das notwendig wäre, um ein bestimmtes Anlagevermögen zu erhalten. Alternativ könnte das trendmäßige Produktionswachstum kräftiger ausfallen als im Basisszenario unterstellt, wenn zusätzliche wachstumsförderliche Strukturreformen umgesetzt werden.

Eine einfache Möglichkeit, die Sensitivität des kalibrierten impliziten Gleichgewichtsniveaus der Investitionsquote zu visualisieren, besteht darin, sowohl der Abschreibungsrate als auch der Potenzialwachstumsrate im Basisszenario je ½ Prozentpunkt hinzuzuaddieren. Der durchschnittliche Effekt dieser zwei Veränderungen in den einzelnen Ländern besteht für einen gegebenen Kapitalkoeffizienten darin, die erforderliche gleichgewichtige Investitionsquote um 2¼ Prozentpunkte (ungewichtet) anzuheben, wobei der Effekt in Japan – mit einer Anhebung der erforderlichen Investitionsquote um 3½ Prozentpunkte – am größten ist. Auf die höhere Abschreibungsrate und das kräftigere Wachstum des Produktionspotenzials entfällt jeweils rund die Hälfte dieser zusätzlichen Effekte³. Niedrigere Abschreibungs- oder Potenzialwachstumsraten hätten entsprechend niedrigere Investitionsquoten zur Folge.

1. Befunde aus Unternehmensumfragen in den Vereinigten Staaten und dem Euroraum lassen ebenfalls darauf schließen, dass die Nachfragebedingungen Produktion und Investitionen wahrscheinlich eingeschränkt haben.
2. In mehreren Ländern basieren die Daten auf dem SNA 2008, in dem die Definition von Investitionen breiter gefasst ist.
3. Eine erhebliche Einschränkung in Bezug auf diese Berechnungen besteht darin, dass Veränderungen des Wachstums des Produktionspotenzials den gleichgewichtigen Kapitalkoeffizienten sowohl indirekt als auch direkt verändern könnten, indem sie den gleichgewichtigen Realzins proportional zum Anstieg der Potenzialwachstumsrate anheben. Die vollständige Einführung des Systems der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2008 wird auch bei diesen Kennzahlen zu Änderungen führen.

im Jahr 2014), Japan, dem Vereinigten Königreich und Korea. Die Aussichten sind schlechter in Teilen des Euroraums, was der gedämpften Endnachfrage, den ungünstigeren Bilanzentwicklungen, den beeinträchtigten Kreditkanälen und den in einigen Volkswirtschaften nach wie vor hohen Wettbewerbshemmnissen auf den Produktmärkten zuzuschreiben ist. Die mit diesem zentralen Szenario zusammenhängenden Risiken halten sich im Großen und Ganzen die Waage. Das Investitionswachstum könnte schwächer ausfallen, wenn die Zinssätze drastisch steigen sollten oder sich die Endnachfrage erneut verlangsamen sollte. Zu einer positiveren Entwicklung als erwartet könnte es indessen kommen, wenn die Akzeleratoreffekte über Erwarten stark ausfallen oder sich das Vertrauen rascher erhöhen sollte, weil die Ungewissheit beseitigt wird, beispielsweise auf Grund eines erfolgreichen Ergebnisses der Asset Quality Review der Banken des Euroraums.

Entwicklungen im Handel

Die Handelsintensität war sehr gering ...

Nachdem in der Anfangsphase der Konjunkturerholung zunächst eine Belebung eingesetzt hatte, verlief das Wachstum des Welthandels bis vor kurzem parallel zum weltweiten Produktionswachstum und lag damit deutlich unter den Normwerten vor der Krise. In den zehn Jahren bis 2008 nahm die Handelsintensität stetig zu, wobei sich das Handelswachstum rd. 1¾-mal so rasch erhöhte wie das weltweite BIP-Wachstum. Dies ist auf die rasche Globalisierung der Wirtschaftstätigkeit in dieser Zeit zurückzuführen, als

neue globale Wertschöpfungsketten aufgebaut wurden, viele aufstrebende Marktwirtschaften, insbesondere China, eine rasche Entwicklung vollzogen, und der grenzüberschreitende Handel mit Dienstleistungen auf Grund der neuen Entwicklungen im IKT-Bereich sowie der finanziellen Globalisierung angekurbelt wurde. Die Faktoren, die der in jüngster Zeit beobachteten schwächeren Entwicklung des Handels zu Grunde liegen, sind gegenwärtig noch unklar; hierzu könnten jedoch der einmalige Charakter der Faktoren zählen, die die Handelsintensität in der Vergangenheit gestärkt hatten, das zunehmende Maß an Handelsbeschränkungen seit Beginn der Krise (OECD/WTO/UNCTAD, 2013) sowie die veränderte Zusammensetzung der Endausgaben in den großen Volkswirtschaften². Insbesondere haben sich die Anlageinvestitionen – eine handelsintensive Ausgabenkategorie –, wie weiter oben erörtert, deutlich schwächer entwickelt als in der Zeit vor der Krise, und das Importwachstum hat sich in den Volkswirtschaften, in denen die Investitionstätigkeit im Verhältnis zu den Normwerten vor der Krise am geringsten ausgefallen ist, besonders stark verlangsamt³.

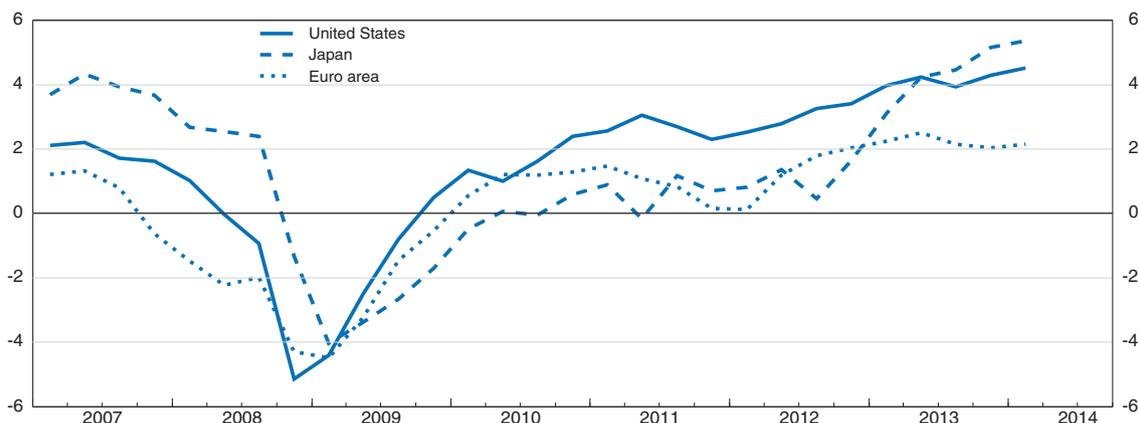
... beginnt nunmehr möglicherweise jedoch wieder zu steigen

Es sind erste Anzeichen dafür vorhanden, dass die Handelsintensität nunmehr wieder zunimmt, da der Handel im vierten Quartal des vergangenen Jahres stärker gewachsen war als die weltweite Produktion. Diese Entwicklung wurde durch die stärkere Nachfrage in den großen OECD-Volkswirtschaften, insbesondere nach Anlage- und Lagerinvestitionen, sowie eine Erholung des Handels mit den aufstrebenden Marktwirtschaften, insbesondere in Asien, begünstigt. Die weltweiten Exportaufträge haben in den vergangenen sechs Monaten in allen G7-Ländern ebenfalls eine Belebung verzeichnet. Die weitere Erholung der Handelsintensität hängt zum großen Teil davon ab, ob sich die Anlageinvestitionen allmählich kräftiger entwickeln, wie in den Projektionen unterstellt. Sollte dies der Fall sein, könnte sich das Handelswachstum im zweiten Halbjahr 2014 auf das Jahr hochgerechnet um knapp über 5% sowie bis zum zweiten Halbjahr 2015 auf rd. 6½%, d.h. etwa das 1½-Fache des weltweiten BIP-Wachstums erhöhen. Mittelfristig dürften die direkten Effekte der Maßnahmen zur Handelserleichterung, die im jüngst auf der WTO-Ministerkonferenz in Bali erzielten Abkommen vereinbart wurden, die Weltwirtschaft und den Welthandel ankurbeln; sie könnten sogar einen positiven kurzfristigen Effekt auf das Geschäftsklima und die Unternehmensinvestitionen haben⁴. Ein erfolgreicher Abschluss der laufenden Verhandlungen über das transatlantische bzw. das transpazifische Handelsabkommen könnte diese Effekte weiter verstärken.

Finanzierungsbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die Finanzierungsbedingungen haben sich weiter verbessert ...

Die Finanzierungsbedingungen wirken weiterhin wachstumsstützend, wobei sich die OECD Financial Condition Indices in den Vereinigten Staaten und Japan weiter verbesserten und im Euroraum insgesamt weitgehend unverändert blieben, sich in den Krisenländern des Euroraums jedoch wesentlich verbesserten (Abb. 1.5). Die schrittweise Rückführung der Wertpapierkäufe durch die Federal Reserve hat nicht zu einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten der Vereinigten Staaten geführt. Die Verkaufswelle in den

Figure 1.5. **OECD financial conditions remain accommodative**

Note: A unit increase (decline) in the index implies an easing (tightening) in financial conditions sufficient to produce an average increase (reduction) in the level of GDP of ½ to 1% after four to six quarters. See details in Guichard et al. (2009). Based on available information up to 25 April 2014.

Source: Datastream; OECD Economic Outlook 95 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048888>

aufstrebenden Marktwirtschaften zu Beginn des Jahres wirkte sich vorübergehend negativ auf die Aktienkurse aus und steigerte die Volatilität in den fortgeschrittenen OECD-Volkswirtschaften, aber in dem Maße, wie die Investoren „sichere Häfen“ suchten, sind die Renditen der Staatsanleihen gesunken und haben die Wechselkurse aufgewertet.

Unter den wichtigsten Entwicklungen in den großen Volkswirtschaften sind zu nennen:

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten haben die Aktienkurse neue Rekordstände erreicht, und die Zinsspreads zwischen Staats- und Unternehmensanleihen haben sich nach den Rückgängen im vergangenen Jahr in jüngster Zeit in der Nähe des Vorkrisenniveaus stabilisiert. In dem Maße, wie der Effekt der Flucht in sichere Werte im Januar allmählich einer Veränderung der Stimmung an den Märkten wich, die durch die Verbesserung der Konjunkturaussichten sowie die Erwartung vorgezogener Anhebungen der Zinssätze bedingt war, haben die Renditen der kurz- und mittelfristigen Staatsanleihen angezogen, und der effektive Wechselkurs des US-Dollars hat gegenüber dem Niveau von Ende 2013 aufgewertet. Die Kreditvergabe-standards der Banken wurden insgesamt gelockert, und die Nachfrage nach Bankkrediten erhöhte sich Berichten zufolge im letzten Quartal 2013.

... in Japan ...

- In Japan sind vor dem Hintergrund der fortgesetzten quantitativen und qualitativen Lockerung die Renditen der Staatsanleihen in Anbetracht des jüngsten Anstiegs der Inflation in realer Rechnung gesunken. Zudem hat sich der effektive Wechselkurs des Yen schwächer entwickelt als im ersten Halbjahr 2013. Nach der Korrektur der Aktienkurse Anfang 2014, die durch die vorübergehende Aufwertung des Yen sowie die von den asiatischen aufstrebenden Marktwirtschaften ausgehenden Ausstrahlungseffekte bedingt war, kehrten die Aktienkurse in die Nähe ihrer im November

verzeichneten Niveaus zurück. Zu Beginn des Jahres 2014 wurden die Bedingungen für die Vergabe von Bankkrediten wieder gelockert, und die Kreditnachfrage der Unternehmen erhöhte sich, was für eine moderate Kreditexpansion sorgte.

... und in den Krisenländern des Euroraums, allerdings weniger im Euroraum als Ganzes

- Im Euroraum sind die Renditen der Staatsanleihen sowie die Kreditausfallswap-Prämien in den Krisenländern vor dem Hintergrund der nachlassenden Unsicherheit, der zunehmenden makroökonomischen Dynamik sowie der Fortschritte bei der Neuaustarierung der Wirtschaft und bei den Reformen deutlich gesunken. In der Folge konnten sich die Staaten und Banken zu besseren Bedingungen an den Kapitalmärkten refinanzieren, und die Zinsspreads für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegenüber den deutschen Sätzen sind auf das niedrigste Niveau seit Anfang 2010 gesunken. Darüber hinaus sind die Target2-Salden weiter zurückgegangen, und die Kreditzinsen der Geschäftsbanken für Nichtfinanzunternehmen sind in Griechenland und Portugal, nicht aber in anderen Krisenländern, geringfügig gesunken (Kasten 1.4). Die Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro im Vergleich zum Vorquartal sowie der leicht gestiegene Interbanken-Tagesgeldsatz wirkten sich negativ auf die Finanzierungsbedingungen im Euroraum insgesamt aus. Ausgehend von ihrem historischen Tiefststand haben die Interbankensätze angezogen, deren Volatilität unter dem Einfluss der sinkenden Liquidität infolge der fortgesetzten Rückzahlung der im Rahmen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aufgenommenen Kredite zugenommen hat. Im ersten Quartal 2014 wurden die Bedingungen für die Vergabe von Bankkrediten geringfügig gelockert, die Kreditnachfrage entwickelte sich jedoch nach wie vor schwach, wenn auch etwas stärker als in den vorangegangenen Quartalen. Die Kreditvergabe war weiter rückläufig, Nichtfinanzunternehmen finanzierten sich jedoch zunehmend durch die Begebung von Anleihen sowie durch Kredite von Nichtbanken.

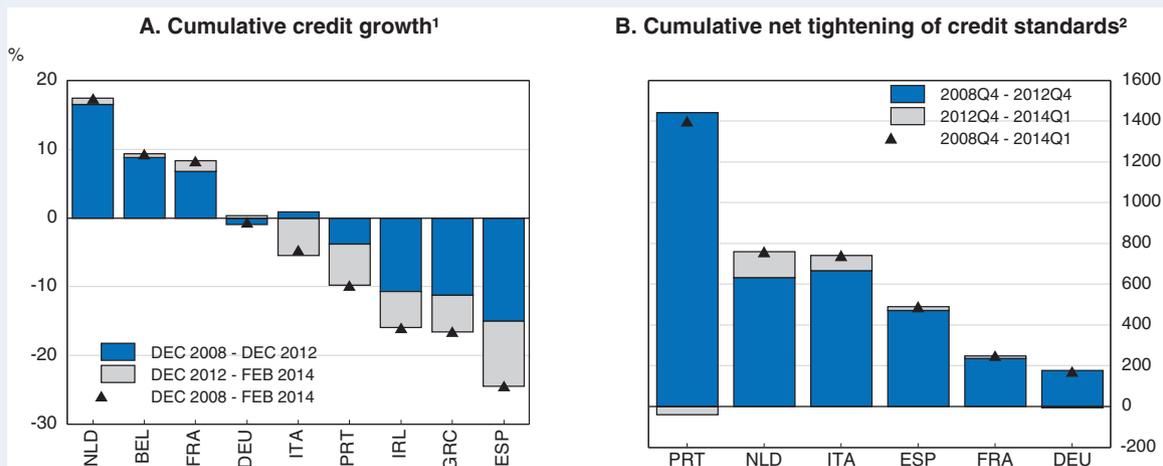
Ausgaben und Finanzlage der privaten Haushalte

Die verbesserte Finanzlage und die höhere Beschäftigung verleihen der Nachfrage der privaten Haushalte Auftrieb

Das Verbrauchswachstum hat sich in den Vereinigten Staaten und Japan solide entwickelt und erholt sich im Euroraum langsam. Die anhaltende Verbesserung der Finanzlage der privaten Haushalte auf Grund stark steigender Vermögenspreise in Verbindung mit einer zunehmenden Verbesserung der Arbeitsmarktergebnisse stützt die Nachfrage der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten und, in geringerem Maße, in Japan weiter, während sich die Sanierung der Finanzen der privaten Haushalte fortsetzt und die Sparquoten in der Nähe ihres aktuellen Niveaus verbleiben⁵. Auf Quartalsbasis werden das Ausgabenwachstum sowie die Sparquote in Japan 2014 und 2015 jedoch wahrscheinlich volatil ausfallen, was durch eine Verlagerung der Ausgaben vor der Anhebung des Verbrauchsteuersatzes im April und den geplanten weiteren Anstieg im kommenden Jahr bedingt ist. Im Euroraum insgesamt hat eine Erholung der Nachfrage der privaten Haushalte eingesetzt, die auf Grund des schwachen Einkommenswachstums, der hohen Arbeitslosigkeit, des fortgesetzten Rückgangs der Immobilienpreise sowie der Notwendigkeit des Schuldenabbaus jedoch nach wie vor fragil ist.

Kasten 1.4 **Fragmentierung der Finanzmärkte im Euroraum**

Seit dem Beginn der Krise im Euroraum ist die Finanzierung des privaten und des öffentlichen Sektors in den Krisenländern des Euroraums nicht nur deutlich kostspieliger geworden als in den Kernländern, es ist in den betreffenden Ländern auch schwieriger geworden, Kredite zu erhalten. Insbesondere sind die Kreditzinsen der Banken in den Krisenländern im Vergleich zu Deutschland nahezu kontinuierlich gestiegen, und die Kreditbedingungen sind in den Krisenländern stärker gestrafft worden als in den Kernländern (vgl. erste Abbildung). Dies hat zusammen mit negativen Nachfrageeffekten in den Krisenländern zu einem größeren Rückgang der Kreditvergabe geführt¹. Zwar hat die Fragmentierung der Finanzmärkte, gemessen an den Renditespreads von Staatsanleihen, in den vergangenen beiden Jahren abgenommen, bei den Kreditbedingungen für Nichtfinanzunternehmen wurde jedoch noch keine substantielle Konvergenz verzeichnet.

Credit growth and standards

1. Approximate growth rates of loans to non-financial corporations from domestic MFIs excluding the ESCB derived from linking annual growth rates not adjusted for sales and securitisation (before 2010) and annual growth rates adjusted for sales and securitisation. Using the unadjusted series for the entire period would in most countries show weaker credit growth.
2. Sum of net percentage of banks tightening credit standards for loans to enterprises for the last three months based on quarterly bank lending surveys. Given the qualitative nature of the survey, this indicator may not indicate accurately the actual degree of tightening.

Source: European Central Bank; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048793>

Die restriktiveren Kreditbedingungen für Nichtfinanzunternehmen in den Krisenländern, insbesondere im Hinblick auf die Kreditzinsen der Banken, sind auf drei miteinander zusammenhängende Faktoren zurückzuführen, deren Effekte im Zeitverlauf wahrscheinlich unterschiedlich stark ausgefallen sind und sich empirisch schwer quantifizieren lassen²:

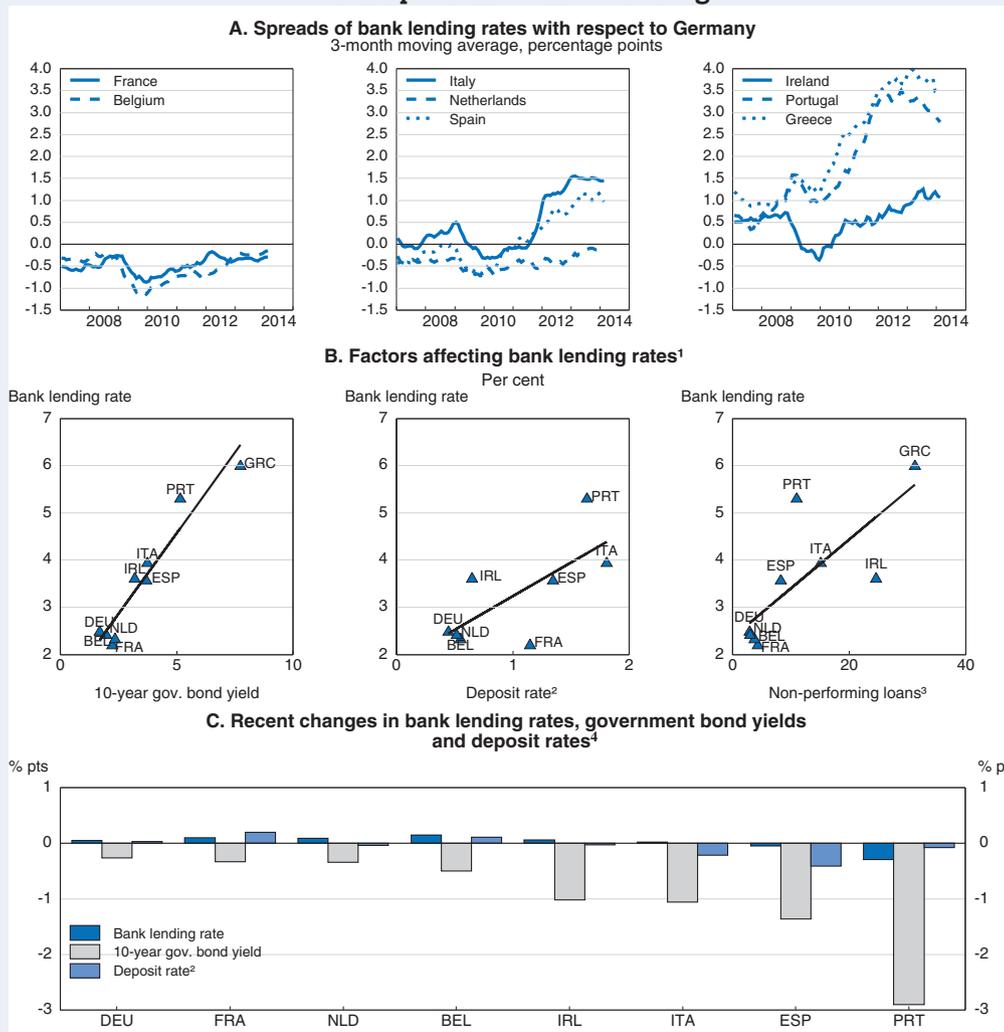
- **Kreditrisiken der Kreditnehmer:** Da die Rezession in den Krisenländern auf Grund der Notwendigkeit, die vor der Krise entstandenen Übertreibungen zu korrigieren, tiefer und länger ist, haben die Kreditausfälle zugenommen, und die Kreditvergabe an Unternehmen ist riskanter geworden. Tatsächlich lassen empirische Befunde darauf schließen, dass eine uneinheitliche Wahrnehmung des Kreditrisikos in den Ländern des Euroraums die unterschiedlichen Kreditkosten erklären kann (EZB, 2013a). Dies deckt sich mit der Beobachtung, dass die Kreditzinsen der Banken in Ländern mit höherem Anteil an notleidenden Krediten am gesamten Kreditvolumen im Allgemeinen höher sind (vgl. die Abbildung weiter unten; Illes und Lombardi, 2013).
- **Finanzierungskosten:** Die Banken in den Krisenländern bieten im Allgemeinen höhere Zinssätze für Bankeinlagen (vgl. die Abbildung weiter unten) und sehen sich bei der Begebung von Anleihen höheren

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Renditespreads sowie höheren Kreditausfallswap-Prämien für erstrangige Finanztitel (Senior Financials) als Banken in den Kernländern gegenüber. Dies ist z.T. durch größere Risiken der Insolvenz von Schuldnerländern bedingt, insbesondere vor dem Hintergrund der Intensivierung der durch die Staatsverschuldung entstandenen Spannungen im Jahr 2010 sowie den anschließenden erheblichen Anstieg der Staatsanleiherenditen, was auf die Verflechtungen zwischen Banken und Staaten sowie ein

Developments in bank lending



Note: The bank lending rate is the total cost of borrowing rate for new loans to non-financial corporations (all maturities), defined as a weighted average of bank lending rates on loans with a rate fixation period of up to one year and rates on overdrafts, using outstanding amounts as a weighting scheme.

1. Average for the three months to February 2014.
2. The deposit rate is the deposit rate of agreed maturities to non-financial corporations and households. For Belgium, the deposit rate is a weighted average of the deposit rates with agreed maturities to non-financial corporations and household weighted by volumes. Data for Greece are not available.
3. Non-performing loans are expressed as a ratio to total loans as of the latest date available, from 2012Q4.
4. Changes between August 2013 and April 2014 for 10-year government bond yields, and between August 2013 and February 2014 for other variables.

Source: European Central Bank; IMF Financial Soundness Indicators; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933048812>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

gewisses Maß an Arbitrage zwischen der Verzinsung von Einlagen und Staatsanleihen zurückzuführen ist. Die Rolle der Finanzierungskosten wird durch Schätzungen der Kreditzinsen der Banken gestützt, die auf empirischen Modellen beruhen (Al-Eyd und Berkmen, 2013).

- **Gewinnspannen:** Die Banken in den Krisenländern könnten in dem Versuch, Kapital zu beschaffen, um die Regulierungsaufgaben zu erfüllen (Cohen und Scatigna, 2014) sowie die Finanzierungsmöglichkeiten über die Finanzmärkte zu verbessern, außerdem die Gewinnspannen erhöht haben, insbesondere, da die Rückstellungen und Abschreibungen für notleidende Kredite die einbehaltenen Gewinne der Banken abgeschmolzen haben. Die Kreditzinsen der Banken stehen empirischen Studien zufolge in der Tendenz in einem negativen Zusammenhang mit der Leverage Ratio (Al-Eyd und Berkmen, 2013). Der Anstieg der Gewinnspannen könnte ferner auch durch die gestiegene Marktmacht nach der Umstrukturierung des Bankensektors in den Krisenländern begünstigt worden sein³.

Laut dem ECB Bank Lending Survey sind die Effekte der Finanzierungskosten und der bilanziellen Restriktionen in jüngster Zeit deutlich abgeklungen. Die Risikowahrnehmung ist nunmehr der Hauptfaktor, der zu restriktiveren Kreditbedingungen für Nichtfinanzunternehmen in den Peripherieländern beiträgt (EZB, 2013a; EZB, 2014b).

Mit Blick auf die Zukunft werden die Kreditbedingungen für Nichtfinanzunternehmen im Euroraum wahrscheinlich allmählich konvergieren, aber dennoch differenzierter bleiben als in der Zeit vor der Krise. Insbesondere der starke Rückgang der Renditen von Staatspapieren und Kreditausfallswap-Prämien der jüngsten Zeit dürfte sich nach und nach in den Finanzierungskosten und damit wiederum in den Kreditzinsen der Banken in den Krisenländern niederschlagen (vgl. zweite Abbildung). Ebenso dürften die Kreditrisiken und damit auch die Kreditzinsen der Banken in Anbetracht der projizierten Rückkehr zu positiven, wenn auch niedrigen Wachstumsraten in den Peripherieländern letztlich wieder sinken. Die Bereinigung der Bankbilanzen und die Rekapitalisierung vor dem Hintergrund des bevorstehenden Bilanztests (Asset Quality Review) und der Banken-Stresstests könnten die Finanzierungskosten ebenfalls verringern. Gleichwohl wird die Fragmentierung der Finanzmärkte wahrscheinlich nicht vollständig aufgehoben werden können, da die Unterschiede beim Wirtschaftswachstum und bei der Wahrnehmung des Kreditrisikos zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums aller Voraussicht nach fortbestehen werden.

1. Vom Schuldenabbau im privaten Sektor, der hohen Arbeitslosigkeit und den schwachen Wirtschaftsaussichten dürfte ein dämpfender Effekt auf die Kreditnachfrage ausgegangen sein.
2. Empirische Befunde sind hauptsächlich für die Kreditkosten vorhanden und stammen aus Modellen zur Zinsweitergabe im Rahmen der Bankkreditvergabe, die auf einem Fehlerkorrekturrahmen beruhen, bei dem die Veränderung der Kreditzinsen der Banken einer Regression auf ihre eigenen zeitlichen Verzögerungen, auf simultan und zeitverzögert erfolgende Veränderungen der Marktzinssätze und andere Hilfsvariablen des Kreditkanals (z.B. Messgrößen der Finanzierungskosten der Banken, der Leverage, des Kreditrisikos, der wirtschaftlichen Unsicherheit und aus Einkaufsmanagerumfragen) sowie auf die Anpassung an den geschätzten langfristigen Zusammenhang unterzogen wurde.
3. Die Marktmacht der Banken wirkt sich Erkenntnissen zufolge negativ auf die Kreditbedingungen – u.a. die Kreditkosten – der KMU in Europa aus (Ryan et al., 2014). Seit Beginn der Krise hat die Marktkonzentration zu- und die Zahl der Kreditinstitute abgenommen, insbesondere in den Krisenländern (EZB, 2013c).

Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt

Die Wohnimmobilienmärkte im OECD-Raum entwickeln sich im Durchschnitt besser, wobei große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen

Die Wohnimmobilienpreise und die Wohnungsbauinvestitionen steigen nunmehr in über der Hälfte der OECD-Volkswirtschaften (Tabelle 1.2). In Europa setzt sich der kräftige Anstieg der Wohnimmobilienpreise in Deutschland (basierend auf Daten aus den Großstädten) sowie in der Schweiz fort; auch im Vereinigten Königreich hat erneut ein starker Preisanstieg eingesetzt, obwohl die Preise dort im Vergleich zu den Mieten und Einkommen bereits über den längerfristigen Durchschnittswerten liegen. In anderen Teilen des Euroraums entwickeln sich die Märkte nach wie vor verhalten, was durch die schwachen

Table 1.2. **Housing market developments continue to diverge**

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average ¹		
	2004-2011	2012	2013 ²	Latest quarter ³	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	Latest available quarter
Australia	2.4	-3.3	3.8	6.6	145	128	Q4 2013
Austria	2.0	9.5	2.4	2.7	..	..	Q1 2014
Belgium	4.2	0.1	0.6	0.7	158	147	Q4 2013
Canada	5.2	3.4	1.5	3.2	166	131	Q1 2014
Czech Republic		-4.0	-1.2	-0.9	..	..	Q4 2013
Denmark	1.2	-5.9	1.5	1.5	112	108	Q4 2013
Estonia		3.5	7.0	12.3	..	..	Q4 2013
Finland	2.3	-1.3	-0.1	-2.3	133	99	Q1 2014
France	3.6	-2.3	-2.8	-2.2	129	128	Q4 2013
Germany	-0.2	4.6	4.6	5.1	91	83	Q4 2013
Greece	-0.3	-12.6	-9.2	-7.0	84	103	Q4 2013
Hungary		-9.3	-4.9	-1.9	..	..	Q4 2013
Iceland		1.3	2.1	6.5	..	..	Q1 2014
Ireland	-3.7	-13.2	-0.3	4.3	96	92	Q4 2013
Israel	4.0	0.9	6.8	5.8	110	..	Q4 2013
Italy	0.3	-5.4	-6.9	-5.5	93	108	Q4 2013
Japan	-2.1	-1.9	-1.3	-1.9	62	63	Q3 2013
Korea	1.2	0.6	-1.4	0.1	103	60	Q1 2014
Luxembourg		2.5	3.6	3.6	..	..	Q4 2013
Netherlands	-0.5	-8.5	-8.6	-1.4	104	117	Q1 2014
New Zealand	2.1	4.2	8.5	8.2	170	132	Q4 2013
Norway	5.2	5.5	1.1	-2.6	164	122	Q1 2014
Portugal	-0.2	-3.6	-3.8	-1.5	83	94	Q1 2014
Slovak Republic		-4.4	-2.2	-3.4	..	..	Q4 2013
Slovenia		-8.4	-5.2	-2.7	..	..	Q4 2013
Spain	-0.9	-11.1	-7.6	-4.9	104	107	Q4 2013
Sweden	4.6	-2.6	2.5	3.3	134	122	Q1 2014
Switzerland	2.2	4.8	5.3	2.8	101	95	Q1 2014
Turkey		3.2	5.9	6.7	..	..	Q4 2013
United Kingdom	-0.2	-0.2	1.3	3.5	134	125	Q4 2013
United States	-2.8	1.5	6.5	6.6	104	90	Q4 2013
Euro area ⁴	0.8	-2.5	-2.2	-0.9	106	107	Q4 2013
Total OECD ⁴	-0.6	-0.2	2.1	2.8	106	95	Q4 2013

Note: House prices deflated by the private consumption deflator.

1. Average from 1980 (or earliest available date) to latest available quarter = 100.

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

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

4. Using 2010 GDP weights, calculated using latest country data available.

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

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050313>

Einkommenszuwächse und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen bedingt ist. Die jüngsten Daten deuten jedoch darauf hin, dass der lange Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise in Irland und den Niederlanden nunmehr die Talsohle erreicht haben dürfte. In den Vereinigten Staaten

ergeben die Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt ein uneinheitliches Bild. Die Preise steigen weiter, doch die Verkäufe neuer Wohneinheiten und die Zahl der Baubeginne sind gesunken, und das Geschäftsvertrauen der Wohnungsbauunternehmen hat sich eingetrübt, was zum einen auf die ungünstigen Witterungsbedingungen im ersten Quartal 2014, zum anderen auf den Rückgang der beantragten Hypothekenfinanzierungen seit dem vergangenen Sommer, als die langfristigen Hypothekenzinsen angehoben wurden, zurückzuführen ist. Die Verkäufe bereits bestehender Wohnimmobilien haben sich ebenfalls rückläufig entwickelt, auch wenn dies offenbar zum guten Teil durch den begrüßenswerten Rückgang der Veräußerung durch in Finanznot geratene Eigentümer bedingt ist. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die Erholung am Wohnimmobilienmarkt in Anbetracht der Wahrscheinlichkeit fortgesetzt kräftiger Einkommenszuwächse, der weiteren Lockerung der Kreditstandards sowie der aufgestauten Nachfrage nach einer Phase geringer Hausstandsgründungen im Verlauf dieses und des nächsten Jahres fortsetzen. In Japan sinken die realen Wohnimmobilienpreise langsam weiter, die Grundstückspreise haben sich jedoch nunmehr zu stabilisieren begonnen, und die Wohnungsbauinvestitionen haben sich sehr dynamisch entwickelt, auch wenn dieser Effekt inzwischen abgeklungen ist, da es sich um eine vorübergehende Belebung handelte, die durch die Nachfrage nach der Abwicklung von Kaufverträgen vor der Anhebung der Verbrauchsteuer im April bedingt war.

Wirtschaftsaussichten

Wachstumsaussichten und Risiken

Die Konjunkturaussichten signalisieren eine anhaltende, moderate Erholung ...

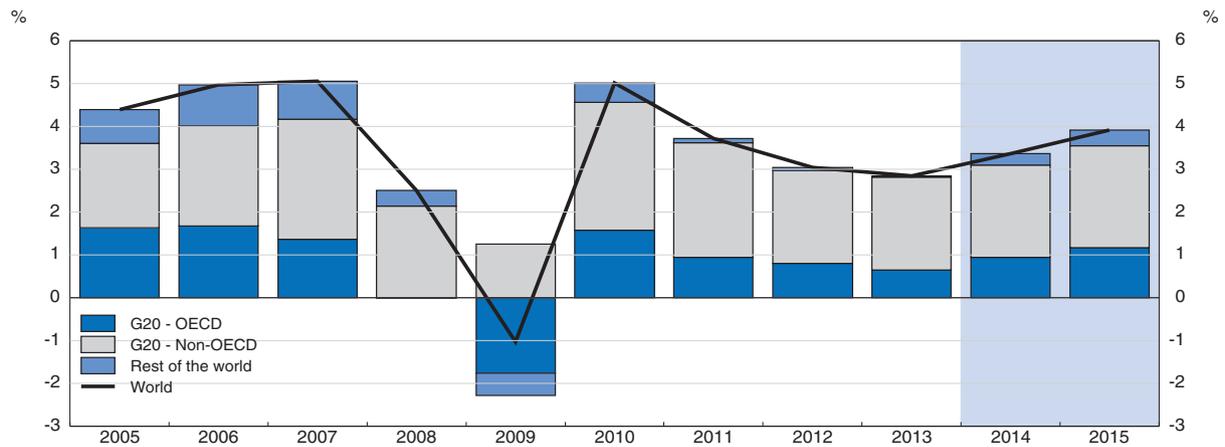
Die kurzfristigen Aussichten deuten für den weiteren Jahresverlauf und 2015 auf eine schrittweise Belebung der Weltkonjunktur und des Welthandels hin (Abb. 1.6). In den OECD-Volkswirtschaften (mit Ausnahme Japans) dürfte die von der Haushaltskonsolidierung ausgehende Bremswirkung erheblich nachlassen, die Finanzierungsbedingungen werden günstig bleiben und der akkommodierende geldpolitische Kurs wird weiterhin konjunkturstützend wirken (Kasten 1.5). Jedoch werden sich die in vielen Ländern nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit und das in zahlreichen aufstrebenden Marktwirtschaften im Vergleich zu den Normalwerten der Vergangenheit gedämpfte Wachstumstempo wahrscheinlich negativ auf die Dynamik der Konjunkturerholung auswirken und so die mit ihr verbundene Belebung der Unternehmensinvestitionen bremsen und das Tempo drosseln, in dem die gegenwärtigen disinflationären Tendenzen nachlassen.

Die Hauptmerkmale der Wirtschaftsaussichten für die großen OECD-Volkswirtschaften stellen sich folgendermaßen dar:

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten ließ die Dynamik der Erholung im ersten Quartal nach, was z.T. auf starke witterungsbedingte Störungen, die im zweiten Quartal keine Rolle mehr spielen dürften, und eine Verlangsamung der Lageraufstockung zurückzuführen war. Dennoch wird die Erholung wahrscheinlich stetig an Dynamik gewinnen, wobei die günstigen Finanzierungsbedingungen, die gefestigte Vermögensposition der privaten

Figure 1.6. **Global growth is picking up, led by the OECD economies**
Contribution to world real GDP growth



Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048907>

Kasten 1.5 Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen

Die fiskalpolitischen Hypothesen für 2014 und 2015 basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen. Wo Pläne der Regierungen 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 nahe kommt. Wo nicht genügend Informationen vorliegen, um die Verteilung von Haushaltskürzungen ermitteln zu können, wird davon ausgegangen, dass sie im gleichen Maße auf der Ausgaben- wie auf der Einnahmeseite erfolgen und sich proportional auf die einzelnen Posten verteilen werden.

Was die Vereinigten Staaten betrifft, so gehen die Projektionen davon aus, dass sich der strukturelle Primärsaldo sowohl 2014 als auch 2015 jeweils um rd. ¾% des BIP verbessern wird, wie es der derzeitige Gesetzesrahmen einschließlich des Bipartisan Budget Act in etwa vorsieht.

Für Japan ist die Anhebung des Verbrauchsteuersatzes von 5% auf 8% im Jahr 2014 und auf 10% im Jahr 2015 in die Projektionen einbezogen. In den Projektionen ist ferner das Konjunkturpaket (rd. 1,1% des BIP) berücksichtigt, das die Anhebung der Verbrauchsteuern begleiten wird. Insgesamt gehen die Projektionen davon aus, dass sich der strukturelle Primärsaldo 2014 um ¾% des BIP und 2015 um nahezu 1¼% des BIP verbessern wird.

In den Ländern des Euroraums wird davon ausgegangen, dass die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen 2014 und 2015 den Umfang der strukturellen Konsolidierung erreicht (gemessen an der Veränderung des strukturellen Primärsaldos), der sich aus den Haushaltsentwürfen oder, wenn diese nicht verfügbar sind, aus den in den Konsolidierungsplänen des Defizitverfahrens und der Stabilitätsprogramme aufgeführten Zielen ergibt.

Für die großen Länder des Euroraums wird von folgender Entwicklung der Fiskalpolitik ausgegangen: Für Deutschland berücksichtigen die Projektionen die im Koalitionsvertrag enthaltenen Haushaltspläne der neuen Bundesregierung. Für Frankreich berücksichtigen die Projektionen einen kumulierten Rückgang des strukturellen Defizits um 1½% des BIP für 2014 und 2015, wobei sich die Konsolidierung seinem Stabilitätsprogramm zufolge hin zu größeren Bemühungen auf der Ausgabenseite verlagert. In den Projektionen für Italien ist eine strukturelle fiskalische Straffung von rd. ½% des BIP über einen Zweijahreszeitraum, wie auch in seinem Stabilitätsprogramm vorgesehen, berücksichtigt.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Für das Vereinigte Königreich basieren die Projektionen auf den steuerlichen Maßnahmen und Ausgabenplänen, die im Haushalt von März 2014 dargelegt sind.

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 Markterwartungen zu interpretieren.

- In den Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die obere Grenze des Richtsatzes für Tagesgeld der Federal Reserve zwischen März und Dezember 2015 allmählich vom gegenwärtigen Niveau von 0,25% auf 1,5% steigt.
- Im Euroraum wird davon ausgegangen, dass der Hauptrefinanzierungssatz im Mai 2014 auf 0% gesenkt wird und dann während des gesamten Projektionszeitraums auf diesem Niveau verharren wird.
- In Japan wird davon ausgegangen, dass der Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld im ganzen Projektionszeitraum bei 0,1% verharren wird.
- Im Vereinigten Königreich wird davon ausgegangen, dass der Diskontsatz zwischen Mai und Dezember 2015 nach und nach vom gegenwärtigen Niveau von 0,5% auf 1,5% angehoben wird.

Auch wenn sich ihr Effekt nur schwer beurteilen lässt, wird unterstellt, dass im Projektionszeitraum die folgenden Maßnahmen der quantitativen Lockerung ergriffen werden, die sich implizit auf das Tempo der Konvergenz der langfristigen Zinssätze gegen ihren Referenzsatz auswirken: Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die Wertpapierankäufe gegen Ende 2014 eingestellt und die Bestände bis zum Ende des Projektionszeitraums gehalten werden. Für Japan wird erwartet, dass der Ankauf von Wertpapieren entsprechend der erklärten Pläne der Währungsbehörden ausgeweitet wird. Für den Euroraum sind keine zusätzlichen Ankäufe und keine neuen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte in den Projektionen unterstellt. Für das Vereinigte Königreich wird damit gerechnet, dass die Bestände an aufgekauften Wertpapieren bis zum Ende des Projektionszeitraums gegenüber den gegenwärtigen Niveaus unverändert bleiben werden.

Für die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland und nicht dem Euroraum angehörende Länder wird davon ausgegangen, dass die Renditen für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit langsam gegen einen Referenzsatz konvergieren werden (der erst deutlich nach Ablauf des Projektionszeitraums erreicht wird); dieser wird durch die künftig projizierten kurzfristigen Zinssätze, eine laufzeitabhängige Prämie und einen weiteren Risikoaufschlag bestimmt. Es wird unterstellt, dass der letztgenannte Aufschlag 2 Basispunkte je Prozentpunkt der Bruttoschuldenquote über 75% sowie 2 zusätzliche Basispunkte (insgesamt 4 Basispunkte) je Prozentpunkt der Schuldenquote über 125% beträgt. Für Japan wird von einem Aufschlag von 1 Basispunkt je Prozentpunkt der Bruttoschuldenquote über 75% ausgegangen. Die langfristigen Renditespreads der Staatsanleihen im Euroraum gegenüber Deutschland dürften bis Ende 2015 um ein Drittel gegenüber ihrem gegenwärtigen Niveau zurückgehen.

Die Projektionen gehen von unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 14. April 2014 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 101,60 Yen, 0,72 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,38 US-\$) und 6,22 Renminbi.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für ein Barrel der Rohölsorte Brent ab dem dritten Quartal 2014 ausgehend von einem unterstellten Preis von 110 \$ im zweiten Quartal 2014 pro Jahr um 5 \$ steigt. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf ihrem Durchschnittsniveau von März 2014 liegen werden.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 30. April 2014. Einzelheiten zu den spezifischen Annahmen für einzelne Länder sind den Kapiteln 2 und 3 zu entnehmen.

Haushalte und der Unternehmen, die akkommodierende Geldpolitik und die nachlassende Bremswirkung der Haushaltskonsolidierung der privaten Nachfrage zu Gute kommen dürften. Die geringere Ungewissheit und die normalen konjunkturellen Einflussfaktoren werden zudem die Unternehmensinvestitionen voraussichtlich ankurbeln. Es wird mit einer Verbesserung der Exportaussichten gerechnet, die aber durch die wachsenden Importe mehr als wettgemacht werden dürfte. Das solide Beschäftigungswachstum wird sich den Projektionen zufolge fortsetzen, wobei die Arbeitslosenquote bis Ende 2015 auf knapp unter 6% sinken und die negative Produktionslücke kontinuierlich schrumpfen dürfte. Zu einer günstigeren Entwicklung könnte es kommen, falls die aufgestaute Nachfrage nach Verbrauchs- und Investitionsgütern und eine Belebung bei den Haushaltsgründungen dazu beitragen würden, dass sich das Produktionswachstum noch rascher beschleunigt als in den Projektionen unterstellt.

... und im Euroraum ...

- Im Euroraum hat sich das Wachstum etwas rascher belebt als zunächst angenommen, und das Vertrauensklima hat sich weiter aufgehellt. Dennoch wird davon ausgegangen, dass die Erholung nur langsam in Schwung kommen wird. Die Kombination aus konjunkturstützenden Finanzierungsbedingungen im gesamten Euroraum, einer weiterhin akkommodierenden Geldpolitik und einer höheren Auslandsnachfrage dürfte der Konjunktur insgesamt Impulse verleihen. Die von der Haushaltskonsolidierung ausgehende Bremswirkung dürfte in diesem Jahr wie auch 2015 ebenfalls geringfügig nachlassen. Jedoch werden die anhaltende, wenn auch nachlassende Fragmentierung der Finanzmärkte, die nach wie vor schlechte Bilanzlage der Unternehmen und die schwache Arbeitsmarktverfassung die Wachstumsaussichten in vielen Volkswirtschaften eintrüben. Es wird damit gerechnet, dass die sich verbessernden Exportaussichten und ein allmählicher Aufschwung bei den privaten Investitionen der Erholung zu mehr Stärke verhelfen werden, wenngleich der private Konsum den Projektionen zufolge im weiteren Verlauf dieses Jahres und auch im kommenden Jahr verhalten bleiben wird. Die große negative Produktionslücke dürfte sich angesichts einer Arbeitslosenquote, die im gesamten Euroraum bis zum zweiten Halbjahr 2015 bei über 11¼% verharren wird, nur langsam schließen. Das BIP-Wachstum in Deutschland, Österreich und einer Reihe kleinerer Volkswirtschaften, darunter Irland, wird den Projektionen zufolge um ½ Prozentpunkt oder mehr über dem BIP-Wachstum für den Euroraum insgesamt liegen.

... doch wird sich das Wachstum in Japan voraussichtlich abschwächen

- Während sich das Wachstum der Binnennachfrage in Japan im Vorfeld der im April anstehenden Erhöhung des Verbrauchsteuersatzes beschleunigt hatte, da einige Konsum- und Immobilienausgaben vorgezogen wurden, wird angesichts der Haushaltskonsolidierung, die das Wachstum belasten wird, mittlerweile eine Verlangsamung projiziert. Dennoch dürften Faktoren wie die akkommodierende Geldpolitik, die Weitergabe der Effekte der verbesserten Finanzierungsbedingungen und das solidere Vertrauen des privaten Sektors insgesamt wachstumsstützend wirken und dazu beitragen, dass die Unternehmensinvestitionen stärker an Dynamik gewinnen. Von

den Nettoexporten ging zwar eine bedeutende Bremswirkung auf die Konjunktur aus, da die Importe in die Höhe schnellten und die Exporte trotz der starken Abwertung des effektiven Wechselkurses stagnierten, sie werden sich den Projektionen zufolge im Zuge der Belebung der Auslandsnachfrage aber zu einem konjunkturstützenden Faktor entwickeln.

**Die Aussichten für die großen aufstrebenden Nicht-OECD-Marktwirtschaften gestalten sich uneinheitlich ...
... in China verlangsamt sich das Wachstum ...**

Die Wachstumsaussichten sind in den großen aufstrebenden Marktwirtschaften außerhalb des OECD-Raums unterschiedlich:

- In China hat sich das Wachstum verlangsamt, da die strengeren Kreditbedingungen ihre Wirkung entfalten, und es wird im Vergleich zu den in der Vergangenheit üblicherweise verzeichneten Werten mit 7¼-7½% in diesem und im kommenden Jahr voraussichtlich moderat bleiben. Das kleine Konjunkturpaket wird das Wachstum dank der stärkeren Investitionen in das Schienennetz sowie der Erhöhung der Ausgaben zu Gunsten der Schaffung erschwinglicher Wohnungen in naher Zukunft stützen, und eine kräftigere Auslandsnachfrage dürfte für ein höheres Exportwachstum sorgen. Zugleich ist Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik vorhanden, sollten sich die finanziellen Abwärtsrisiken konkretisieren. Struktur-reformen, einschließlich der Öffnung des Dienstleistungssektors für privates Kapital und Pläne für eine Verbesserung der Stadtentwicklung dürften ebenfalls zur Stützung der Konjunktur beitragen, wenngleich der volle Nutzen dieser Maßnahmen erst nach einer gewissen Zeit zu Tage treten könnte.

... ebenso wie in Russland ...

- In Russland wird 2014 mit einer weiteren Abschwächung des Wachstums auf etwa ½% gerechnet, wobei Faktoren wie die stärkere Ungewissheit (die sich in einem Vertrauensverlust und stärkeren Fluktuationen an den Finanzmärkten niederschlägt), die restriktivere Geldpolitik, die hohe Inflation und verschiedene Regulierungsmaßnahmen zur Verlangsamung des Kreditwachstums dämpfend auf die Binnennachfrage wirken. Wenn die Ungewissheit und der Inflationsdruck nachzulassen beginnen und sich die Finanzierungsbedingungen entspannen und wenn die höheren Öleinnahmen zumindest vorübergehend zur Ausweitung der Staatsausgaben verwendet werden, könnte das Wachstum 2015 bis auf etwa 1¾% ansteigen.

... wohingegen das Wachstum in Indien an Schwung gewinnen dürfte ...

- In Indien wird das Wachstum voraussichtlich allmählich Fahrt aufnehmen, wobei für dieses und das kommende Jahr ein BIP-Wachstum von etwa 5% bzw. rd. 6% projiziert wird. Die Nettoexporte könnten das Wachstum in diesem Jahr weiter stützen, da sich die Wettbewerbsfähigkeit durch vergangene Währungsabwertungen und Einschränkungen bei den Goldimporten verbessert hat. Diese Effekte dürften sich im Zuge einer Kräftigung der Binnennachfrage abschwächen. Das allmähliche Nachlassen des Inflationsdrucks wird voraussichtlich zu einer Belebung des privaten Konsums beitragen. Die zeitverzögerten Effekte kürzlich genehmigter Infrastrukturprojekte dürften gemeinsam mit einer Verringerung der politischen Ungewissheit nach den Wahlen vor allem 2015 für eine Ankurbelung des Investitionswachstums sorgen.

... und in geringerem Maße auch in Brasilien

- In Brasilien hat sich die Wachstumsdynamik unter dem Einfluss der restriktiveren Geldpolitik, des nachlassenden Kreditwachstums und der größeren politischen Ungewissheit verlangsamt. Den Projektionen zufolge wird das Wachstum in diesem Jahr auf knapp unter 2% zurückgehen, bevor es 2015 auf nahezu 2¼% steigen wird. Die kräftigere Auslandsnachfrage und der von einem niedrigeren realen Wechselkurs ausgehende Impuls dürften insbesondere in diesem Jahr einen Anstieg des Exportwachstums ermöglichen, während die Inlandsnachfrage den Projektionen zufolge erst anziehen wird, wenn der Inflationsdruck nachlässt.

Die Risiken haben sich zwar verringert, bleiben insgesamt aber negativ

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften des OECD-Raums sind immer noch eher abwärts gerichtet, wenngleich sie sich dank der Festigung der Konjunkturerholung, generell günstiger Entwicklungen an den Finanzmärkten sowie der Fortschritte bei den Struktur- und Finanzmarktreflexen abgeschwächt haben. Ein neues Phänomen gibt Anlass zur Sorge; es besteht darin, dass die in einigen OECD-Volkswirtschaften, insbesondere im Euroraum, vorhandenen disinflationären Tendenzen im Fall eines negativen Nachfrageschocks, einer weiteren Währungsaufwertung oder einer Abwärtsdrift der Inflationserwartungen fort dauern oder sich verschärfen könnten. Darüber hinaus bestehen an mehreren Fronten Abwärtsrisiken fort, die von den Wechselwirkungen zwischen den Schwachstellen im Finanzsystem mehrerer aufstrebender Marktwirtschaften, dem geplanten und erforderlichen Ausstieg aus der sehr akkommodierenden Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und den ungewissen Aussichten in China ausgehen. Die geopolitischen Risiken sind infolge der Ereignisse in der Ukraine ebenfalls gestiegen, womit das Abwärtsrisiko verbunden ist, dass diese Entwicklung bedeutende negative Auswirkungen auf das Wachstum insbesondere in vielen mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften haben könnte. Es bestehen andere historisch gewachsene Risiken fort, in deren Kontext angesichts mancher fragiler Situationen im Euroraum und haushaltspolitischer Herausforderungen in Japan negative Entwicklungen möglich sind. Positiver könnte die Entwicklung ausfallen, wenn sich die Erholung als solider erweist als zunächst angenommen, insbesondere wenn die aufgestaute Nachfrage dem Wachstum in den Vereinigten Staaten in Zukunft stärkere Impulse verleiht, die Asset Quality Review dazu beiträgt, das Vertrauen in die Banken des Euroraums zu festigen, und liquiditätsstarke Unternehmen die Investitionen im Zuge der sich festigenden Erholung stärker erhöhen als in den Projektionen unterstellt.

Entwicklungen an den Arbeitsmärkten

Der Kapazitätsüberhang am Arbeitsmarkt wird nach und nach abgebaut ...

Im OECD-Raum insgesamt nimmt der Kapazitätsüberhang am Arbeitsmarkt derzeit nur langsam ab, wobei in den einzelnen Ländern unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten sind (Tabelle 1.3, Abb. 1.7 und 1.8). Wenngleich die OECD-weite Arbeitslosenquote im vergangenen Jahr um etwa ½ Prozentpunkt gesunken ist, liegt sie nach wie vor um mehr als 1½ Prozentpunkte über dem zu Krisenbeginn verzeichneten Niveau, was sich negativ auf die Einkommen der privaten Haushalte und die Dynamik der Erholung auswirkt. Unter den wichtigsten Entwicklungen in einzelnen Volkswirtschaften sind zu nennen:

Table 1.3. **OECD labour market conditions are likely to improve slowly**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Percentage change from previous period						
Employment						
United States	-0.6	0.6	1.8	1.0	1.6	1.6
Euro area	-0.4	0.3	-0.7	-0.7	0.2	0.6
Japan	-0.3	-0.1	-0.3	0.7	0.1	-0.1
OECD	0.3	1.0	1.0	0.7	1.1	1.2
Labour force						
United States	-0.2	-0.2	0.9	0.3	0.7	1.1
Euro area	0.2	0.4	0.6	0.0	0.0	0.2
Japan	-0.3	-0.6	-0.6	0.3	-0.2	-0.2
OECD	0.5	0.6	1.0	0.6	0.7	0.9
Unemployment rate						
	Per cent of labour force					
United States	9.6	8.9	8.1	7.4	6.5	6.0
Euro area	10.0	10.0	11.2	11.9	11.7	11.4
Japan	5.0	4.6	4.3	4.0	3.8	3.7
OECD	8.3	7.9	7.9	7.9	7.5	7.2

Source: OECD Economic Outlook 95 database.

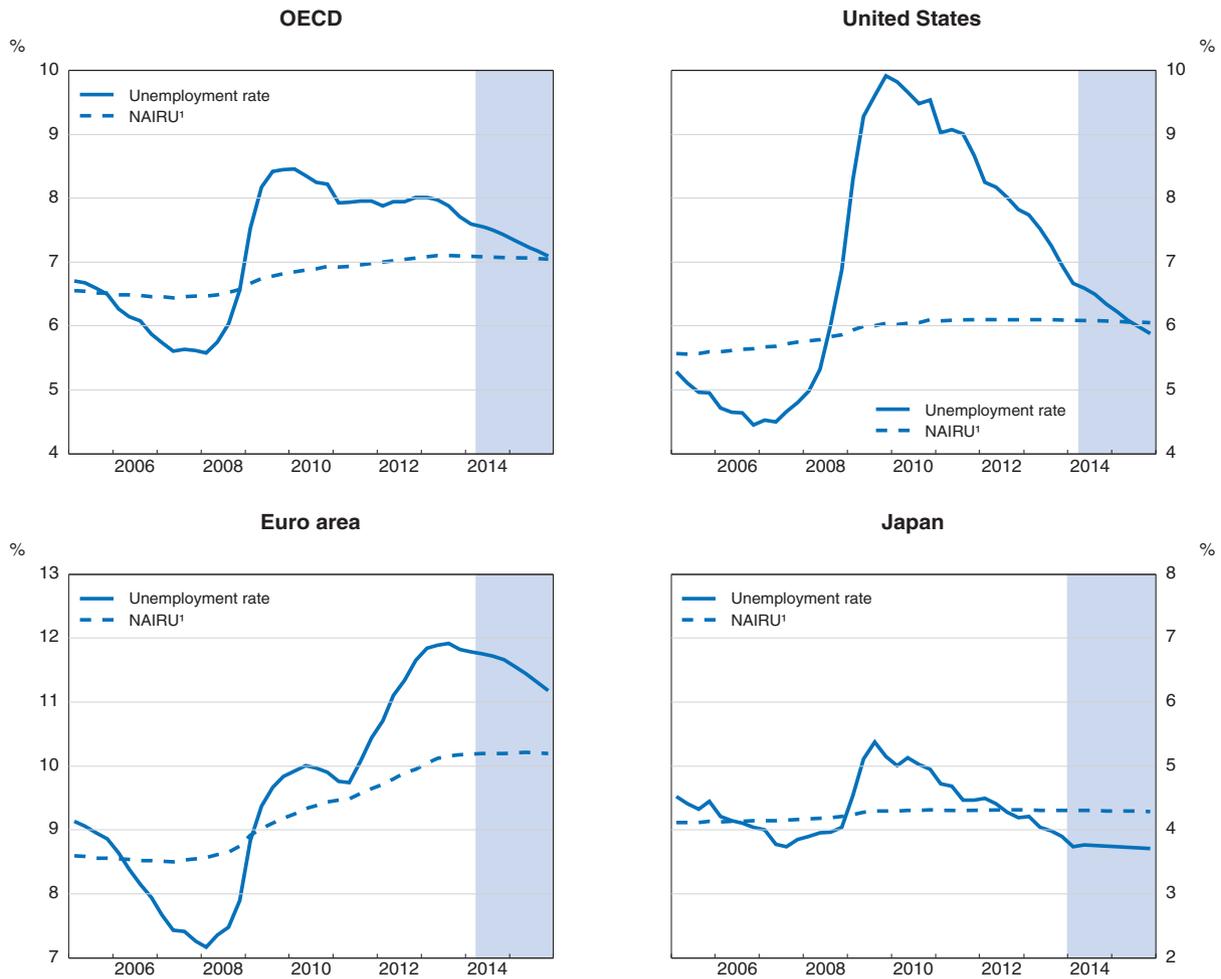
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050332>

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten verlief das Beschäftigungswachstum weiterhin stetig, wenn es auch in den letzten Monaten, teilweise infolge widriger Witterungsverhältnisse, leicht rückläufig war. Die Arbeitslosenquote blieb auf ihrem Abwärtspfad und sank im vergangenen Jahr um etwa 1¼ Prozentpunkte, was sich z.T. aus dem Auslaufen des verlängerten Transferprogramms für Arbeitslose im Januar erklärt. Die Langzeitarbeitslosigkeit (über 1 Jahr) verharrt auf hohem Niveau, wohingegen die Kurzzeitarbeitslosigkeit (weniger als 6 Monate) nahezu zu ihrem Vorkrisenniveau zurückgekehrt ist. Trotz der nach wie vor sehr niedrigen Arbeitslosenquote kam der Rückgang der Erwerbsbeteiligung jüngst zum Stillstand, da einige zuvor entmutigte Arbeitskräfte in die Erwerbsbevölkerung zurückkehrten. OECD-Schätzungen zufolge dürfte der gegenwärtige konjunkturbedingte Negativeffekt auf die Erwerbsbeteiligung (der über 15-Jährigen) nur etwa 1 Prozentpunkt betragen und angesichts des Wirtschaftswachstums sowie der demografischen Trends innerhalb der kommenden 18 Monate beseitigt werden. Angesichts der Tatsache, dass in den Projektionen von einem weiterhin stetigen Beschäftigungswachstum ausgegangen wird, könnte die Arbeitslosenquote bis zum Ende des kommenden Jahres weiter sinken und unter 6% erreichen. Der Lohndruck könnte weiter relativ rasch zunehmen, da einige empirische Studien den Schluss nahe legen, dass die Kurzzeitarbeitslosigkeit einen stärkeren Einfluss auf den Prozess der Lohnfindung hat als die Langzeitarbeitslosigkeit (Krueger et al., 2014), was möglicherweise auf Insider-Outsider-Effekte zurückzuführen ist. Allerdings besteht auch durch die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung ein umfassender zusätzlicher Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft fort, wobei der Anteil dieser Arbeitskräfte an der Erwerbs-

Figure 1.7. **Labour market slack is diminishing slowly**

Percentage of labour force



1. The NAIRU is based on OECD estimates.
Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048926>

bevölkerung gegenwärtig etwa 2 Prozentpunkte höher ist als in den Vorkrisenjahren (Abb. 1.9)⁶. Das kommt auch in den Projektionen zum Ausdruck, die für das zweite Halbjahr 2015 auf das Jahr hochgerechnet einen nur schrittweisen Anstieg der Arbeitsentgelte je Beschäftigten auf etwa 3¼% vorhersagen.

... in Japan ...

- In Japan ist die Arbeitslosenquote im vergangenen Jahr um etwa ¼ Prozentpunkt zurückgegangen, der langfristige Rückgang der Erwerbsbevölkerung zum Stillstand gekommen und das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und -bewerbern weiter stetig gestiegen, so dass letzteres seinen höchsten Stand seit über sechs Jahren erreichte. Auch die Frauenerwerbsbeteiligung hat sich um einen weiteren ½ Prozentpunkt erhöht, allerdings von einem niedrigen Niveau aus. Bisher wurde das Lohnwachstum weitgehend durch die starke Anhebung der Sonder- und Überstundenzahlungen angekurbelt.

Wenn aber das Produktionswachstum ausreichend bleibt, um die Arbeitslosenquote wie projiziert unter der von der OECD geschätzten langfristig tragfähigen Quote zu halten, dürfte das reguläre Lohnwachstum anziehen, da das Gesamtentgelt je Erwerbstätigen den Projektionen zufolge in diesem Jahr um etwa 1½% und 2015 um 2½% steigen wird. Ausstehende Reformen zur Steigerung des Produktmarktwettbewerbs und Erhöhung des Marktöffnungsgrads würden das mittelfristige Wachstum und die Beschäftigungsaussichten wahrscheinlich weiter ankurbeln bzw. aufhellen.

... und im Vereinigten Königreich ...

- Im Vereinigten Königreich ist die Arbeitslosenquote mit einem Rückgang um über ½ Prozentpunkt im vergangenen Jahr rascher gesunken als erwartet. Angesichts der nur begrenzten Steigerung der Arbeitsproduktivität ist die Beschäftigung in der Phase der Konjunkturerholung bisher weiterhin dynamisch gewachsen. Gleichwohl bleibt der Anteil der Langzeitarbeitslosen (über 1 Jahr) an der Erwerbsbevölkerung höher als vor der Krise. In Anbetracht der Wachstumsaussichten dürfte der solide Beschäftigungszuwachs anhalten (Abb. 1.8), wobei im zweiten Halbjahr 2015 mit einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf etwa 6½% gerechnet wird. Da der Anteil der unzureichend ausgelasteten Teilzeitkräfte an der Erwerbsbevölkerung im Vereinigten Königreich auf hohem Niveau verharrt (Abb. 1.9), dürfte sich das Lohnwachstum in der zweiten Jahreshälfte 2015 nur moderat auf 3¼-3½% (Jahresrate) beleben.

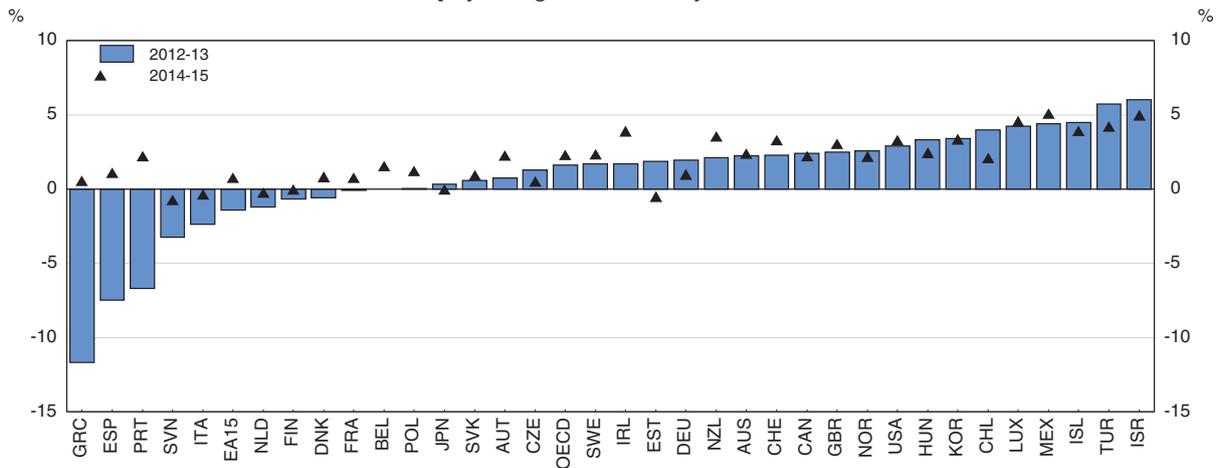
... doch dürfte der derzeitige Kapazitätsüberhang im Euroraum noch eine Weile fortbestehen

- Im Euroraum blieb die Arbeitslosenquote im vergangenen Jahr vor dem Hintergrund weiterer Arbeitsplatzverluste in Italien, einer stabilen Beschäftigungslage in Frankreich und des anhaltenden Beschäftigungswachstums in Deutschland unverändert bei knapp unter 12%. Die Rückkehr zum Beschäftigungswachstum in Irland und Portugal hat ebenfalls zum Rückgang der Arbeitslosenquoten in diesen Ländern um 1½-2 Prozentpunkte im vergangenen Jahr beigetragen. Die Langzeitarbeitslosigkeit (über 1 Jahr) verharrt mit einem Anteil von etwa 30% an der Gesamtarbeitslosigkeit auf hohem Niveau. Da im Euroraum nur mit einer leichten Erholung gerechnet wird, dürfte der derzeit enorme Überhang am Arbeitsmarkt nur langsam schwinden. Den Projektionen zufolge wird die Arbeitslosigkeit im gesamten Euroraum in den kommenden 18 Monaten um knapp über ½ Prozentpunkt sinken, wobei der Rückgang zum großen Teil auf die abnehmende Arbeitslosigkeit in den Krisenländern und einen weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit in Deutschland und Österreich zurückzuführen ist.

Arbeitsmarktreformen bleiben unerlässlich, um das Beschäftigungswachstum zu fördern

Arbeitsmarktreformen bleiben eine wesentliche Voraussetzung für die Stützung des Beschäftigungswachstums und verringern das Risiko, dass sich die anhaltende konjunkturell bedingte Arbeitslosigkeit strukturell verfestigt. Die Bemühungen zur Verbesserung des Arbeitseinsatzes durch eine Reform der Arbeitsmarktregulierung und der Sozialleistungssysteme wurden in jüngster Zeit in einer Reihe von OECD-Volkswirtschaften verstärkt (OECD, 2014), insbesondere in vielen unter Druck stehenden Ländern des Euroraums. Zusätzliche Reformen sind notwendig, um die aktive Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik so zu verstärken und umzugestalten, dass die kurzfristigen Effekte der hohen Arbeitslosigkeit abgefedert werden und der Matching-Prozess zur Zusammenführung von Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage verbessert wird, insbesondere in

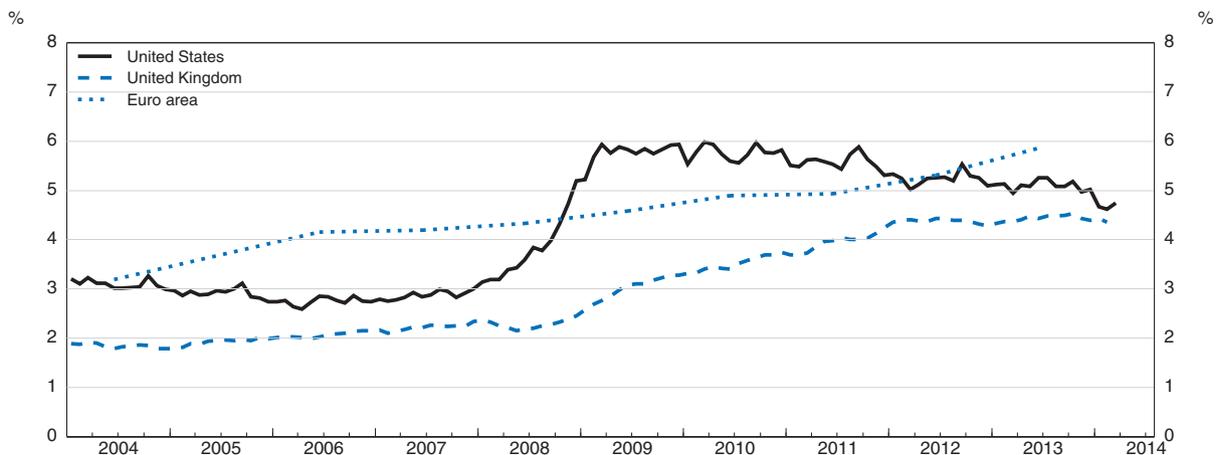
Figure 1.8. **Employment is projected to grow in almost all OECD countries**
Employment growth over two years shown



Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933048945>

Figure 1.9. **Considerable economic slack remains due to involuntary part-time workers**
Involuntary part-time workers as a percentage of the labour force



Note: US and UK data are for those aged 16 years and over; euro area data are for those aged 15-74 years. The US data are those working part-time for economic reasons, including those who could not find a full-time job and full-time workers working reduced hours. The UK and euro area data are part-time workers who could not find a full time job.

Source: Bureau of Labor Statistics; Eurostat; Office for National Statistics; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933048964>

vielen EU-Ländern sowie in den Vereinigten Staaten, wo sich der Bedarf an derartigen Maßnahmen mit dem Auslaufen des Transferprogramms für Arbeitslose im Januar 2014 noch verstärkt. Um den Rückgang der Erwerbsbeteiligung einzudämmen, bedarf es in den Vereinigten Staaten ferner Reformen der Leistungen bei Erwerbsunfähigkeit⁷. In mehreren Volkswirtschaften, insbesondere in Japan, würden Reformen zur Verbesserung der Kinderbetreuungsleistungen und Senkung der steuer- und transferpolitischen Fehlanreize für Zweitverdiener einer höheren Frauenerwerbsbeteiligung Vorschub leisten. Produktmarktreformen zur Lockerung regulatorischer Beschränkungen in Sektoren, in denen ein starkes Potenzial für neues Beschäftigungswachstum

besteht, könnten ebenfalls dazu beitragen, die Arbeitsmarktergebnisse – u.a. in Japan, Kanada, Deutschland und Frankreich – zu verbessern.

Die Inflation dürfte niedrig bleiben

Die Inflation dürfte langsam anziehen ...

Der derzeit verhaltene Inflationsdruck in den OECD-Volkswirtschaften wird wahrscheinlich noch einige Zeit lang andauern, weil die Kapazitätsüberhänge nur langsam abgebaut werden. Da die mittelfristigen Inflationserwartungen trotz einer gewissen Abschwächung der entsprechenden Messgrößen im Ein- bis Zweijahreshorizont gut verankert geblieben sind, dürfte die Inflation in den meisten Volkswirtschaften in den kommenden 18 Monaten zu steigen beginnen, auch wenn sich der projizierte Unterschied bei den Wachstumsergebnissen wahrscheinlich in unterschiedlichen Inflationsergebnissen niederschlagen wird.

... in den Vereinigten Staaten und in Japan, im Euroraum aber auf besonders niedrigem Niveau verharren

In den Vereinigten Staaten dürfte die Kerninflation unter dem Einfluss abnehmender Kapazitätsüberhänge und zunehmenden Kostendrucks langsam anziehen und sich bis Ende 2015 der Zielvorgabe von 2% nähern. Im Euroraum wird die Kerninflation in Anbetracht der antizipierten Wachstumsaussichten und des verhaltenen Wachstums der Lohnstückkosten wahrscheinlich eher schwach bleiben und bis zum zweiten Halbjahr 2015 nur auf 1,2% (Jahresrate) ansteigen, so dass sie wohl deutlich unter dem mit der EZB-Definition der Preisstabilität im Einklang stehenden Wert verharren wird. In Japan liegt die Kernrate der Verbraucherpreis-inflation gegenüber dem Vorjahr derzeit bei rd. ¾%, was u.a. dem kräftigen Importpreisanstieg zuzuschreiben ist, und die längerfristigen Inflationserwartungen sind gestiegen. Die Anhebung des Verbrauchsteuersatzes im Jahr 2014 und die für 2015 geplante Erhöhung werden das Verbraucherpreis-niveau ebenfalls um rd. 2 bzw. 1,4 Prozentpunkte erhöhen. Klammert man dies jedoch aus, muss sich das reguläre Lohnwachstum erheblich verstärken, damit die Inflation stetig ansteigt. Dies muss zwar erst noch eintreten, angesichts einer angespannteren Lage am Arbeitsmarkt, die in den kommenden 18 Monaten zu einer Stärkung des Lohnwachstums beiträgt, könnte die annualisierte Quartalsrate der Kerninflation bei Ausklammerung der Anhebungen der indirekten Steuern im letzten Quartal 2015 aber nahe bei 1½% liegen.

Der Inflationsdruck in den aufstrebenden Marktwirtschaften dürfte nachlassen, wenn sich die Währungen stabilisieren

Trotz des schleppenden Wachstums sind die tendenziellen inflationären Spannungen in vielen großen aufstrebenden Marktwirtschaften, darunter Indien und Brasilien, nach wie vor erheblich. Beträchtliche Wechselkursabwertungen haben die Importpreise deutlich in die Höhe getrieben, und die Inflationserwartungen sind nicht fest verankert. Diese Faktoren dürften nachzulassen beginnen, wenn die Straffung der Geldpolitik voll in der Wirtschaft zum Tragen kommt, sofern sich der Druck an den Finanzmärkten nicht erneut verschärft. In Indien ist die Verbraucherpreis-inflation bereits stark gesunken und liegt bei rd. 8%, da der Nahrungsmittelpreis-auftrieb nach einer Phase widriger Witterungsverhältnisse und einer Anpassung an die administrativ geregelten Preise auf normalere Niveaus nachgegeben hat. Den Projektionen zufolge wird sie in den kommenden 18 Monaten weiter nachlassen und 2015 dank der leicht negativen Produktionslücke etwas mehr als 6½% betragen. Ein ähnliches Ergebnis steht in Brasilien zu erwarten, obwohl die Inflation während eines Großteils des nächsten Jahres noch immer bei oder über 5¾% liegen könnte. In China hat die Gesamtinflation unter dem Einfluss des inzwischen zunehmenden

Preisdrucks bei den Nahrungsmittelpreisen auf rd. 2½% angezogen. Ohne Nahrungsmittelpreise verharrt die Verbraucherpreisinflation auf einem mäßigen Niveau von nahezu 1½%. Die geschätzte positive Produktionslücke ist mittlerweile gering, und dies dürfte angesichts der Projektionen für das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion auch so bleiben, so dass die Kerninflation gegenüber ihrem derzeitigen Niveau nur geringfügig anziehen dürfte.

Globale Ungleichgewichte

Die Leistungsbilanzungleichgewichte werden sich voraussichtlich ausweiten ...

Die globalen Ungleichgewichte haben zwar seit 2008 erheblich abgenommen, sie werden den Projektionen zufolge aber 2014 und 2015 zunehmen (Tabelle 1.4). Zusätzliche wachstumsfreundliche Strukturreformen würden dazu beitragen, die Ungleichgewichte zwischen Ersparnisbildung und Investitionen in vielen Ländern abzubauen, dasselbe gilt für weitere Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung in mehreren Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzdefiziten.

Table 1.4. **World trade will strengthen only gradually**

Goods and services trade

	2011	2012	2013	2014	2015
	Percentage change from previous period				
World trade¹	6.5	3.2	3.0	4.4	6.1
OECD exports	6.2	2.9	1.9	4.1	5.5
OECD imports	5.4	1.3	1.0	3.6	5.5
Trade prices²					
OECD exports	9.1	-3.8	0.4	2.4	1.5
OECD imports	10.7	-2.9	-0.4	2.3	1.5
Non-OECD exports	14.3	-0.1	-1.7	-0.1	2.7
Non-OECD imports	11.1	-0.4	-1.4	-0.9	2.3
Current account balances	Per cent of GDP				
United States	-2.9	-2.7	-2.3	-2.5	-2.9
Japan	2.0	1.1	0.7	0.2	0.7
Euro area	0.8	2.1	2.8	3.1	3.2
OECD	-0.6	-0.5	-0.1	0.0	0.0
China	1.9	2.6	2.0	1.2	1.5
	\$ billion				
OECD	-281	-213	-28	-6	-25
United States	-458	-440	-379	-436	-544
Japan	118	66	34	11	34
Euro area	106	251	362	416	444
Non-OECD	622	561	438	414	458
China	136	215	183	114	161
Major oil producers	580	568	451	446	486
Rest of the world	-94	-222	-195	-146	-188
World	341	349	411	409	433

Note: Regional aggregates include intra-regional trade.

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

2. Average unit values in dollars.

Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050351>

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten hat die relativ starke Inlandsnachfrage das Defizit außerhalb des Ölsektors im Jahresverlauf 2013 in die Höhe getrieben, dieser Effekt wurde aber durch die zunehmenden Ausfuhren von Dienstleistungen und die sinkenden Nettoeinfuhren von Mineralölprodukten kompensiert. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass sich das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten infolge des weiterhin starken Wachstums der Inlandsnachfrage bis Ende 2015 erneut auf 3% des BIP ausweiten wird. Zu einer positiveren Entwicklung könnte es kommen, wenn sich die Zusammensetzung des Ausgabenwachstums noch stärker hin zu den Unternehmensinvestitionen verschiebt, die importintensiver sind als andere Ausgabenkategorien. Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen sowie Reformen, mit denen die großzügige steuerliche Behandlung von Zinsaufwendungen eingeschränkt wird, könnten dazu beitragen, die Ersparnisbildung durch eine geringere Inanspruchnahme von Krediten zu erhöhen. Dies hätte eine Verbesserung der Ressourcenallokation sowie eine Verringerung des Haushalts- und des Leistungsbilanzdefizits zur Folge.

... im Euroraum ...

- Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums ist 2013 weiter angestiegen und erreichte etwas über 2¾% des BIP; er wird sich den Projektionen zufolge bis 2015 weiter auf rd. 3¼% des BIP erhöhen. Darin spiegelt sich eine Kombination aus den anhaltend großen Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands und der Niederlande sowie der deutlichen Verbesserung der Leistungsbilanzen der Krisenländer wider. Bedeutende Anpassungen sind in den letztgenannten Ländern erfolgt, da die Inlandsnachfrage stark komprimiert war und die Kapazitätsüberhänge und die Strukturreformen gemeinsam zu Verbesserungen der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit geführt haben. Irland, Spanien, Italien und seit kurzem auch Portugal und Griechenland weisen nun Leistungsbilanzüberschüsse auf, und alle werden den Projektionen zufolge dank Verbesserungen der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit im Zeitraum 2014-2015 einen wachsenden Überschuss verzeichnen. Dennoch sind weitere Fortschritte und Reformen erforderlich, um die hohe Nettoauslandsverschuldung in den meisten dieser Länder zu reduzieren und zu gewährleisten, dass die relativen Kosten Niveaus erreichen, die mit einer stabilen Auslandsverschuldung in einer normalen Konjunkturlage im Einklang stehen. Zu den Prioritäten zählen das Festhalten an bereits vereinbarten ehrgeizigen mittelfristigen Haushaltszielen sowie Arbeits- und Produktmarktreformen, die zur Steigerung der Produktivität und zur Verbesserung der preislichen und nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit beitragen. Reformen sind auch in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen notwendig, um ein ausgewogeneres und stärkeres Wachstum zu fördern, zu verhindern, dass der Ausgleichsprozess im Euroraum zu einseitig ausfällt, sowie das Risiko einer Intensivierung der disinflationären Tendenzen und eines weiteren Anstiegs des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums zu begrenzen. Im Einzelnen ist eine wesentliche Priorität die weitere Verbesserung des inländischen Investitionsumfelds durch Produktmarktreformen, um Sektoren zu öffnen, die gegen den Wettbewerb abgeschirmt sind (wie z.B. freiberufliche Dienstleistungen und Netzindustrien). Neben Reformen in einzelnen Volkswirtschaften würden

zusätzliche Initiativen im gesamten Euroraum zur Stärkung des Wettbewerbs (wie z.B. Schritte auf EU-Ebene zur Vertiefung des Binnenmarkts) und zur Verbesserung der Verfügbarkeit von Krediten für Unternehmen durch Stärkung des Bankensystems die Investitionstätigkeit fördern und dazu beitragen, den Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums zu verringern.

... und, in geringerem Maße, in Japan ...

- In Japan weist die Leistungsbilanz 2013 insgesamt einen Überschuss aus, obgleich sie im vierten Quartal ins Defizit abgerutscht ist. Die Abwertung des effektiven Wechselkurses des Yen hat dazu beigetragen, die Kapitalertragsbilanz zu erhöhen, sie hatte jedoch wenig Auswirkungen auf die Handelsbilanz, die weiter ins Defizit abgeglitten ist. Die Einfuhren sind in die Höhe geschneit, was sowohl einem stärkeren Wachstum der Inlandsnachfrage als auch dem hohen Niveau der Energieimporte geschuldet ist. Darüber hinaus ist die erwartete Verbesserung der Exportergebnisse infolge der Yen-Abwertung nicht eingetreten, weil es die Exporteure vorgezogen haben, an den in Fremdwährung festgesetzten Preisen festzuhalten und so ihre Rentabilität zu erhöhen. Da sich das Exportwachstum voraussichtlich belebt und die Haushaltskonsolidierung das Wachstum der Inlandsnachfrage ab dem zweiten Quartal 2014 dämpfen dürfte, wird sich die Handelsbilanz in den kommenden 18 Monaten voraussichtlich verbessern, womit es möglich wäre, dass sich der Gesamtleistungsbilanzüberschuss letztlich bei rd. $\frac{3}{4}$ % des BIP stabilisiert.

... in China jedoch geringer ausfallen ...

- In China ist der Gesamtleistungsbilanzüberschuss im Jahr 2013 auf rd. 2% des BIP zurückgegangen. Da die Expansion der Inlandsnachfrage im Verhältnis zum Nachfragewachstum der wichtigsten Handelspartner im Zeitraum 2014-2015 wahrscheinlich stark bleiben wird, werden weitere leichte Rückgänge des Leistungsbilanzüberschusses auf rd. $1\frac{1}{2}$ % des BIP im Jahr 2015 projiziert, vorausgesetzt der effektive Wechselkurs wertet nicht erheblich ab. Strukturreformen, die den Leistungsbilanzüberschuss weiter verringern könnten, indem die Notwendigkeit der inländischen Ersparnisbildung begrenzt wird, umfassen die Entwicklung des Finanzsektors und den Ausbau des sozialen Sicherungsnetzes. Weitere Fortschritte sind in diesen Bereichen infolge der auf dem dritten Plenum getroffenen Entscheidungen wahrscheinlich.

... ebenso wie in den aufstrebenden Marktwirtschaften mit hohen Leistungsbilanzdefiziten

- In den großen aufstrebenden Marktwirtschaften mit hohen Leistungsbilanzdefiziten ist es bereits zu gewissen Verbesserungen gekommen, was auf eine Kombination aus beträchtlichen Währungsabwertungen der jüngsten Zeit und restriktivere binnenwirtschaftliche geldpolitische und makroprudenzielle Maßnahmen zurückzuführen ist. Die Trendwende in der Handelsbilanz ist in Indien und Indonesien z.T. auf Grund von Einmalmaßnahmen, die u.U. keine dauerhafte Wirkung haben, besonders rasch vonstatten gegangen, während in Südafrika und Brasilien kleinere Anpassungen erfolgt sind. In diesen Volkswirtschaften wird das Leistungsbilanzdefizit den Projektionen zufolge 2015 mindestens um $\frac{3}{4}$ % des BIP oder mehr unter dem Wert von 2013 liegen. Kaum eine Verbesserung ist bislang in der Türkei eingetreten, wo das Leistungsbilanzdefizit 2013 auf 8% des BIP gestiegen ist. In Anbetracht der jüngsten Straffung der Geldpolitik, die dazu beiträgt, die Expansion der Inlandsnachfrage und die

verbesserte Exportleistung abzuschwächen, dürfte das Defizit dieses Jahr auf 6½% des BIP sinken, bevor es 2015 voraussichtlich auf 7% ansteigt, da das erforderliche Niveau der Außenfinanzierung das Land anfällig gegenüber Veränderungen der globalen Risikoneigung macht. In all diesen Ländern gehört zu den Politikprioritäten die Notwendigkeit, dort Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung umzusetzen, wo das Haushaltsdefizit hoch ist (wie z.B. in Indien), sowie Strukturreformen durchzuführen, um angebotsseitige Hemmnisse zu beseitigen, die inländischen Wachstumsaussichten zu stärken und die Anreize für langfristige Kapitalzuflüsse zu verbessern, um so die Abhängigkeit von volatileren, kurzfristigen Kapitalflüssen zu reduzieren.

Wirtschaftspolitische Erfordernisse in den großen Volkswirtschaften

Die Geldpolitik sollte im OECD-Raum konjunkturstützend bleiben, wenn auch in unterschiedlichem Umfang

Die gerade beginnende Konjunkturbelebung und der nach wie vor hohe geschätzte Kapazitätsüberhang erfordern eine akkommodierende makroökonomische Politik, wobei der geldpolitische Kurs in den großen OECD-Regionen allerdings zunehmend differenziert sein sollte. Die Staatsverschuldung ist in vielen Ländern nach wie vor hoch und dürfte sich im OECD-Raum im Verlauf der kommenden 18 Monate allenfalls stabilisieren (Tabelle 1.5), wodurch der fiskalpolitische Spielraum zur Stützung der Konjunktur begrenzt wird. Im Kontext immer noch großer geschätzter Produktionslücken, hoher Arbeitslosigkeit und einer unter dem Zielwert verharrenden Inflation bedeutet dies, dass die akkommodierende Geldpolitik fortgesetzt werden sollte. Da die Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich bereits weiter fortgeschritten ist, sollten die monetären Impulse in diesen Ländern jedoch allmählich zurückgenommen werden, im Gegensatz zu Japan, wo eine weitere Lockerung bereits geplant ist, und zum Euroraum, wo zusätzliche akkommodierende Maßnahmen erforderlich sind. In China muss die Geldpolitik gelockert werden, falls sich das Wachstum erheblich verlangsamen sollte. Außerdem sollten rechtzeitig prudenzielle Maßnahmen ergriffen werden, um das rasche Kreditwachstum allmählich zu verlangsamen, und den lokalen Gebietskörperschaften sollten härtere Budgetbeschränkungen auferlegt werden. In mehreren anderen aufstrebenden Marktwirtschaften kann es erforderlich sein, die Geldpolitik weiter zu verschärfen und die Haushaltspositionen zu verbessern.

Bei der Reduzierung des monetären Impulses ist Vorsicht geboten

Die Leitzinsen werden im Projektionszeitraum im historischen Vergleich und nach Maßgabe einfacher geldpolitischer Benchmark-Regeln voraussichtlich niedrig bleiben⁸. Dadurch entstehen Risiken für die künftige Preis- und Finanzstabilität. Beim Entzug des monetären Impulses ist jedoch Vorsicht geboten, da die Leitzinsen nach wie vor bei oder fast bei null Prozent liegen. Trotz der bei der Verbesserung der öffentlichen Finanzen erzielten Fortschritte werden in den kommenden Jahren in mehreren Ländern zusätzliche andauernde Konsolidierungsschritte erforderlich sein, die einen gewissen Ausgleich durch die Geldpolitik erfordern. Die Ungewissheit über das Nachkrisenniveau neutraler Zinssätze und die Möglichkeit, dass sie niedriger sein könnten als vor der Krise, liefert ein weiteres Argument dafür, die Leitzinsen niedrig zu halten. Aktualisierte OECD-Schätzungen neutraler Zinssätze (Bouis et al., 2013) deuten darauf hin, dass sie 2013 in realer Rechnung weiterhin im negativen Bereich lagen. Obwohl diese Schätzungen von Natur aus unsicher sind, lassen sie darauf schließen,

Table 1.5. **Fiscal positions will continue to improve**

Per cent of GDP / Potential GDP

	2011	2012	2013	2014	2015
United States					
Actual balance	-10.7	-9.3	-6.4	-5.8	-4.6
Underlying balance	-8.7	-7.8	-5.2	-4.9	-4.1
Underlying primary balance	-5.7	-4.8	-3.0	-2.4	-1.7
Gross financial liabilities	98.8	102.1	104.3	106.2	106.5
Euro area					
Actual balance	-4.1	-3.7	-3.0	-2.5	-1.8
Underlying balance	-3.6	-2.3	-1.5	-1.0	-0.6
Underlying primary balance	-1.0	0.3	0.9	1.4	1.8
Gross financial liabilities	95.9	104.4	106.7	107.7	106.9
Japan					
Actual balance	-8.8	-8.7	-9.3	-8.4	-6.7
Underlying balance	-8.0	-8.1	-8.8	-8.2	-6.8
Underlying primary balance	-7.2	-7.2	-7.9	-7.1	-5.4
Gross financial liabilities	209.5	216.5	224.6	229.6	232.5
OECD¹					
Actual balance ¹	-6.5	-5.9	-4.6	-3.9	-3.2
Underlying balance ²	-5.9	-5.1	-3.9	-3.5	-2.8
Underlying primary balance ²	-3.7	-2.9	-2.0	-1.5	-0.8
Gross financial liabilities ²	102.1	107.1	109.5	111.1	111.2

Note: Actual balances and liabilities are in per cent of nominal GDP. Underlying balances are in per cent of potential GDP and they refer to fiscal balances adjusted for the cycle and for one-offs. Underlying primary balance is the underlying balance excluding net debt interest payments.

1. Excludes Chile and Mexico.

2. Excludes Chile, Mexico and Turkey.

Source: OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933050370>

dass die Leitzinsen bei einer Produktionslücke von null und einer dem Zielwert entsprechenden Inflation länger als in der Vergangenheit auf einem niedrigeren Niveau verharren könnten.

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten ist eine schrittweise Rücknahme des geldpolitischen Impulses erforderlich ...

Die akkommodierende Geldpolitik ist nach wie vor gerechtfertigt, sollte jedoch schrittweise zurückgenommen werden. Wegen des derzeit noch hohen Kapazitätsüberhangs (die negative Produktionslücke wird für 2013 auf 3½% des BIP geschätzt), der niedrigen Inflation und der gut verankerten Inflationserwartungen ist eine akkommodierende Politik erforderlich. Da die Produktionslücke und die Arbeitslosigkeitslücke den Projektionen zufolge zurückgehen werden und die Inflation sich ihrem Zielwert annähern dürfte, wird jedoch eine Reduzierung der geldpolitischen Impulse erforderlich sein. Es besteht das Risiko, dass eine länger andauernde starke Lockerung der Geldpolitik die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung lösen und erneut Vermögenspreisblasen verursachen könnte. Der von der Federal Reserve verfolgte Kurs, die monatlichen Wertpapierkäufe, die sich im April auf 55 Mrd. US-\$ beliefen,

bis Ende dieses Jahres auf null zu senken, scheint angemessen zu sein und würde es ermöglichen, so wie derzeit von den Mitgliedern des Offenmarktausschusses (FOMC) vorgesehen und von den Märkten erwartet, 2015 mit der Anhebung der Leitzinsen zu beginnen. Angesichts des Rückgangs der Arbeitslosenquote auf fast 6½% hat die Federal Reserve ihre Forward Guidance im März zu Recht geändert, indem sie den Verweis auf die ursprünglich angekündigte Schwelle der Arbeitslosenquote für die Erwägung von Zinserhöhungen gestrichen und angezeigt hat, dass ein breiter Fächer an transparenten Indikatoren geprüft wird, einschließlich Indikatoren zu den Arbeits- und Finanzmärkten sowie zur Inflation. Sie ließ außerdem verlauten, dass es voraussichtlich angemessen ist, den derzeitigen Zielkorridor für Tagesgeld „für einen beträchtlichen Zeitraum“ nach Ablauf des Wertpapierankaufprogramms beizubehalten, insbesondere wenn die projizierte Inflation unter dem Zielwert von 2% verharrt und die längerfristigen Inflationserwartungen gut verankert bleiben. Dieser Übergang von bedingungsgebundenen zu qualitativen Kriterien spiegelt die Tatsache wider, dass die Orientierungen während einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik eingesetzt werden sollten, um die Markterwartungen zu glätten, anstatt einen zusätzlichen Impuls zu verleihen.

... und muss mit einer sorgfältigen Kommunikationsstrategie zur Vorbereitung der Investoren einhergehen

Ein Ausstieg der Vereinigten Staaten aus der sehr akkommodierenden Politik dürfte im Kontext der sich belebenden amerikanischen Konjunktur vorteilhaft für die Weltwirtschaft sein, kann kurzfristig jedoch auch unvermeidbare negative Ausstrahlungseffekte haben. Wenngleich die jüngsten Entscheidungen zur Reduzierung der Wertpapierkäufe der Federal Reserve nicht zu einem ähnlichen Ausverkauf an den Anleihemärkten führten, wie er Mitte 2013 zu beobachten war, und die Investoren die Risiken in den aufstrebenden Marktwirtschaften zunehmend differenziert betrachten (siehe weiter oben), besteht nach wie vor das Risiko eines abrupten Anstiegs der Renditen auf US-Staatsanleihen mit anschließenden Übergreifeffekten auf andere Länder, insbesondere aufstrebende Marktwirtschaften (Rawdanowicz et al., 2014). Um einen exzessiven Renditeanstieg und eine Verunsicherung der Finanzmärkte im In- und Ausland zu verhindern, muss die Federal Reserve ihre Zinssätze und Wertpapierbestände in einem moderaten Tempo normalisieren und die Anleger durch eine sorgfältig konzipierte Kommunikationsstrategie darauf vorbereiten. Die Federal Reserve könnte beispielsweise in Erwägung ziehen, Orientierungen über den Leitzinspfad zum mittelfristigen Niveau und den zeitlichen Ablauf einer Normalisierung ihrer Bilanz zu liefern. Der Normalisierungsprozess wird angesichts der andauernden, wenn auch nachlassenden Abwärtsrisiken und der haushaltspolitischen Belastungen und wegen der Ungewissheiten über die länger anhaltenden Auswirkungen der Krise auf die Produktionskapazitäten, die neutralen Zinssätze und den geldpolitischen Übertragungsmechanismus ein schwieriger Balanceakt sein.

Die Lockerung der Haushaltskonsolidierung ist angemessen, die langfristigen fiskalischen Fragen müssen jedoch noch angegangen werden

Die Verlangsamung der Haushaltskonsolidierung ist angesichts der erheblich verbesserten kurzfristigen Haushaltlage angemessen. Die Haushaltskonsolidierung verlangsamt sich in diesem Jahr deutlich, und die Unsicherheit über den kurzfristigen Pfad der öffentlichen Finanzen ist ebenfalls zurückgegangen. Die fiskalische Bremswirkung, die für 2013 auf 1¼% des BIP geschätzt wird, wird 2014 und 2015 den Projektionen zufolge jeweils lediglich etwa ¾% des BIP betragen (Tabelle 1.5). Dies ist teilweise auf das im Dezember 2013 verabschiedete parteiübergreifende Haushaltsgesetz (Bipartisan Budget Act)

zurückzuführen, mit dem die für 2014 vorgesehenen pauschalen automatischen Ausgabenkürzungen durch eine leichte Erhöhung der Ausgabenobergrenze für 2014 und 2015 ersetzt wurde. Das Gesetz verringerte darüber hinaus die Wahrscheinlichkeit, dass es beim mittelfristigen Pfad der Bundesausgaben zu Überraschungen kommt: Nach 2015 werden die diskretionären Ausgaben voraussichtlich dem für die automatischen Ausgabenkürzungen festgelegten Pfad folgen. Durch die Anfang Februar verabschiedete Erhöhung der Schuldenobergrenze wurde die letzte große Quelle fiskalpolitischer Unsicherheit zumindest für das kommende Jahr beseitigt, da die nächste Frist der Schuldenobergrenze wahrscheinlich Ende 2015 ausläuft. Die relative Leichtigkeit, mit der die Erhöhung gesetzlich verabschiedet wurde, gibt außerdem Anlass zur Hoffnung, dass künftige fiskalische Fristen weniger destabilisierend sein werden, als dies in den letzten Jahren der Fall war. Längerfristig müssen sich die gesetzgeberischen Organe noch auf ein Ausgabenkürzungsprogramm, einschließlich einer Reform der gesetzlich verankerten Leistungsansprüche, oder auf Einnahmenerhöhungen einigen, um dem Druck entgegenzuwirken, den die steigenden Gesundheitskosten und die alternde Bevölkerung auf die öffentlichen Finanzen ausüben werden.

Vereinigtes Königreich

**Im Vereinigten
Königreich sollte
die Geldpolitik
akkommodierend
bleiben, im nächsten
Jahr jedoch allmählich
verschärft werden ...**

Da die Arbeitslosenquote bis nahe an ihren Zielwert gesunken ist, hat die Bank von England im Februar eine weitere Orientierung gegeben, was – ebenso wie in den Vereinigten Staaten – angesichts der sich verändernden Ziele der Forward Guidance gerechtfertigt ist, wenn der Beginn der geldpolitischen Normalisierung näherrückt⁹. Der jüngste Rückgang der Inflation und der Inflationserwartungen, der fehlende unmittelbare Inflationsdruck, insbesondere im Kontext eines erheblichen Kapazitätsüberhangs (selbst wenn er schneller zurückgeht als erwartet) und eines schwachen Lohnwachstums, sowie die noch schleppend verlaufende Erholung lassen darauf schließen, dass der derzeitige Impuls 2014 aufrechterhalten werden kann. Ab dem kommenden Jahr sollte der Leitzins aber schrittweise angehoben werden, wie dies derzeit von den Märkten erwartet wird, um die Preis- und Finanzstabilität zu gewährleisten. Ende 2015 werden die Beschäftigungslücke und die Produktionslücke den Projektionen zufolge größtenteils geschlossen sein, und die Inflationsrate wird nahe an ihrem Zielwert liegen, während die Leitzinsen wahrscheinlich deutlich unter dem neutralen Niveau liegen werden, selbst wenn dieses Niveau niedriger sein könnte als vor der Krise. Die Verschärfung der Geldpolitik sollte mit zeitnahen prudenziellen Maßnahmen einhergehen, um den Risiken einer übermäßigen Hauspreisinflation zu begegnen. Bei Beginn der Leitzinserhöhungen wäre es wünschenswert, dass die Bank von England klare und transparente Informationen über den wahrscheinlichen Pfad der Zinssätze und das Zeitprofil einer letztendlichen Normalisierung ihrer Bilanz bereitstellt.

... und die Haushaltskonsolidierung sollte plangemäß beschleunigt werden

Die strukturelle Haushaltskonsolidierung wird in diesem Jahr in einem stetigen Tempo von rd. 1% des BIP fortgesetzt. Das nominale Defizit ist dagegen schneller gesunken als erwartet, dies dürfte jedoch hauptsächlich auf konjunkturelle Gründe zurückzuführen sein. Da die Erholung nunmehr Fahrt aufnimmt, sollte die Regierung wie geplant das Tempo der strukturellen Haushaltsanpassung beschleunigen und dabei den Schwerpunkt auf Ausgabenkürzungen legen. Um die Glaubwürdigkeit des Plans zu stärken, sollten alle für die Umsetzung des geplanten Konsolidierungspfads erforderlichen Maßnahmen festgelegt werden.

Japan

In Japan wird die dreigleisige politische Strategie derzeit umgesetzt

Die Behörden treiben ihr dreigleisiges Maßnahmenpaket voran: eine sehr expansive Geldpolitik, um die Deflation zu beenden und ein Inflationsziel von 2% zu erreichen, eine flexible Fiskalpolitik, um die Konjunktur vorübergehend zu stützen, und Strukturreformen, um das Potenzialwachstum der Wirtschaft zu steigern. Bisher sind die Fortschritte im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik am sichtbarsten, es muss jedoch noch viel getan werden, um die strukturpolitischen Weichenstellungen rasch zu verbessern.

Mutige Strukturreformen werden für den Erfolg der Strategie entscheidend sein

Strukturreformen sind jetzt von grundlegender Bedeutung, um das Wirtschaftswachstum zu beleben und so dazu beizutragen, den fiskalischen Herausforderungen zu begegnen. Die Behörden haben in der neuen Wachstumsstrategie numerische Ziele festgelegt, die darauf zielen, Japans Potenzialwachstumsrate auf 2% zu erhöhen (OECD-Schätzungen zufolge liegt die derzeitige Rate bei rd. ¾%), es ist jedoch nicht klar, wie diese Ziele erreicht werden sollen¹⁰. Die Strategien zur Reform der Landwirtschaft und des Energiesektors stehen in Einklang mit den OECD-Empfehlungen (OECD, 2013d), es sind jedoch dringend mutigere Reformen erforderlich. Dazu gehören grundlegende Änderungen auf den Produktmärkten, darunter eine größere internationale Offenheit, zur Stärkung des Wettbewerbs und zur Förderung von Effizienzsteigerungen und Innovationen, insbesondere im Dienstleistungssektor, wo die Produktivität sich weniger gut entwickelt hat. Die OECD-Indikatoren der Produktmarktregulierung zeigen, dass Japans Wettbewerbshemmnisse in einigen Netzindustrien zu den höchsten im OECD-Raum gehören und dass die Beschränkungen im Dienstleistungssektor weit von den besten Ergebnissen entfernt sind, selbst wenn sie nahe am OECD-Durchschnitt liegen, was einen erheblichen Spielraum für Verbesserungen eröffnet, die den Lebensstandard erhöhen und dazu beitragen würden, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Japan wiederherzustellen.

Die Haushaltskonsolidierung sollte stetig voranschreiten, um das Risiko von Finanzmarkturbulenzen zu verringern

Japans Fiskalpolitik vollzieht eine scharfe Kurskorrektur von einer fiskalischen Lockerung von rd. ¾% des BIP im letzten Jahr hin zu einer Haushaltskonsolidierung in ähnlicher Höhe im Jahr 2014. Da die fiskalische Straffung in diesem Jahr hauptsächlich auf die Erhöhung des Verbrauchsteuersatzes zurückzuführen ist und angesichts des Zeitplans und der Zusammensetzung des Konjunkturpakets, das deren negative Auswirkungen auf die Konjunktur teilweise ausgleichen soll, sowie anderer Maßnahmen, wie z.B. die Senkung der Unternehmensteuer, dürfte die Bremswirkung auf das BIP-Wachstum in diesem Jahr relativ gering sein. Sie wird 2015 wesentlich größer

ausfallen, weil dann eine Haushaltskonsolidierung in Höhe von fast 1¼% des BIP geplant ist, einschließlich einer starken Senkung der Investitionsausgaben, die tendenziell einen hohen fiskalischen Multiplikator haben. Die Regierung hat im August letzten Jahres einen neuen mittelfristigen Haushaltsplan verabschiedet und ihr Ziel bekräftigt, das Defizit im Primärhaushalt (bezogen auf das BIP) der Zentralregierung und der lokalen Gebietskörperschaften von geschätzten 6,7% im gerade abgelaufenen Finanzjahr auf 3,3% im Finanzjahr 2015 zu senken, bis zum Finanzjahr 2020 einen Primärüberschuss zu erzielen und anschließend die Schuldenquote stetig abzubauen. Mit den derzeit beschlossenen Politikmaßnahmen wird es selbst unter optimistischen Wachstumsannahmen schwierig sein, das für 2015 gesteckte Ziel zu erreichen. Die Einhaltung nominaler Defizitziele dürfte für das Vertrauen an den Märkten jedoch weniger wichtig sein als stetige Fortschritte hin zu tragfähigen öffentlichen Finanzen. Die oberste Priorität sollte deshalb darin bestehen, einen detaillierten und glaubwürdigen langfristigen Maßnahmenplan zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen vorzulegen. Der Plan sollte Reformen des Sozialversicherungssystems zur Begrenzung der Ausgabensteigerungen, insbesondere im Gesundheits- und Pflegebereich, sowie Einnahmenerhöhungen enthalten. Ein solcher Plan wird dazu beitragen, das Risiko von plötzlichen Stimmungsumschwüngen an den Märkten, die eine Spirale schädlicher Marktreaktionen verursachen könnten, zu reduzieren (OECD, 2013b). Angesichts der bereits jetzt sehr hohen Staatsverschuldung würden ein Anstieg der realen Staatsanleiherenditen oder enttäuschende Wachstumsergebnisse die Schuldendynamik massiv verschärfen.

**Eine zunehmend
akkommodierend
ausgerichtete Geld-
politik ist erforderlich**

Die Inflationsergebnisse und -erwartungen sind seit Beginn der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung im April 2013 erheblich angestiegen. Die Inflation verharrt jedoch weiterhin unter ihrem Zielwert, und die OECD geht davon aus, dass dies bis wenigstens Ende 2015 so bleiben wird (bereinigt um die Effekte der Verbrauchsteuererhöhung). Es ist also angemessen, den bereits großen geldpolitischen Impuls wie vorgesehen auf mittlere Sicht weiter zu verstärken. Wenn die Inflation ihr Ziel dauerhaft unterschreiten und der Konjunkturabschwung größer als erwartet ausfallen sollte, könnte es gerechtfertigt sein, die quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung trotz der damit verbundenen Risiken noch stärker auszuweiten, als derzeit vorgesehen ist (d.h. eine Verdoppelung der Geldbasis von Ende 2012 bis Ende 2015). Dies könnte größere Ankäufe längerfristiger Staats- und Unternehmensanleihen bedeuten, anstatt, wie vor kurzem geschehen, die beiden Kreditförderprogramme auszuweiten. Diese Kreditprogramme können Ineffizienzen mit sich bringen, da hohe Finanzierungskosten und ein fehlender Zugang zu Finanzmitteln die Kreditgewährung der Banken nicht zu behindern scheinen und die gezielte Kreditvergabe an ausgewählte Sektoren in einem der Programme Bedenken über die Fehlallokation von Ressourcen und ungleiche Wettbewerbsbedingungen aufwirft.

Euroraum

**Im Euroraum sind
weitere geldpolitische
Impulse erforderlich**

Die sehr niedrige Grundtendenz der Inflation und die großen Kapazitätsüberhänge in der Wirtschaft dürften den Erwartungen zufolge noch mehrere Quartale lang andauern¹¹. Daher sollten der Hauptrefinanzierungssatz auf null und möglicherweise der Einlagensatz auf ein leicht negatives Niveau gesenkt

und bis mindestens Ende 2015 auf diesem Niveau belassen werden. Dies dürfte in Verbindung mit den jüngsten Verbesserungen an den Finanzmärkten dazu beitragen, die Interbanken-Tagesgeldsätze und letztlich die Kreditzinsen der Banken (Kasten 1.4) zu verringern und somit das Wachstum anzukurbeln und den Disinflationsdruck umzukehren. Zusätzliche unkonventionelle Maßnahmen wären erforderlich, wenn sich keine eindeutigen Anzeichen einer Rückkehr der Inflation in Richtung des Zielwerts der EZB abzeichnen, oder mehr noch, wenn ein deflationäres Szenario einzutreten droht. Derartige Maßnahmen sollten rasch eingeführt werden, selbst wenn die Inflationserwartungen noch verankert scheinen, da stabile Erwartungen u.U. auf der Annahme beruhen, dass Korrekturmaßnahmen ergriffen werden, und sich folglich abrupt ändern können, wenn die Geldpolitik als untätig betrachtet wird. Die EZB hat daher zu Recht erklärt, dass sie bereit ist, schnell und entschlossen zu handeln, und dass alle Optionen zur Verfügung stehen. Dazu könnten unter anderem die Beendigung der Sterilisierung im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte¹² sowie die Bereitstellung von Finanzierung über neue längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit längeren Laufzeiten, möglicherweise zu konstant bei nahezu null liegenden Leitzinsen, zählen. Ankäufe von Staats- oder Unternehmensanleihen oder Programme zur Förderung der Kreditvergabe der Banken an den privaten Nichtfinanzsektor wären ebenfalls denkbar.

Die Risiken neuerlicher Spannungen an den Finanzmärkten verlangen nach weiteren Maßnahmen ...

Angesichts einer lediglich moderaten Erholung, disinflationärer Tendenzen und unvollendeter Strukturreformen besteht nach wie vor das Risiko, dass erneute Spannungen an den Finanzmärkten auftreten und die Erholung untergraben könnten. Es ist daher nach wie vor dringend notwendig, den Bankensektor weiter zu sanieren, den Aufbau leistungsfähiger Institutionen fortzusetzen und die Reformdynamik in Gang zu halten.

... einschließlich einer umfassenden und glaubwürdigen Bewertung der Eigenkapitalausstattung der Banken ...

- Die umfassende Bewertung von Banken im Euroraum durch die EZB und die EBA in diesem Jahr ist von entscheidender Bedeutung, um das Vertrauen in das Bankensystem wiederherzustellen und das Risiko destabilisierender Spannungen an den Finanzmärkten zu minimieren. Die Bankbilanzen verbessern sich allmählich, und die Banken haben ihre Eigenkapitalausstattung erhöht (EBA, 2013), was zu einem Rückgang der CDS-Spreads und einem Anstieg der Aktienkurse geführt hat. Der Fremdkapitalabbau und die Rekapitalisierungen sind jedoch noch nicht abgeschlossen, und der Bestand an wertgeminderten Vermögenswerten nimmt weiter zu. Die umfassende Bewertung sollte als Gelegenheit genutzt werden, um verlässliche Schätzungen des Kapitalbedarfs zu erhalten, worauf dann rasch die erforderlichen Rekapitalisierungen bzw. – wo nötig – Abwicklungen folgen sollten. Wenn das der Fall wäre, könnten die Kreditvergabebedingungen der Banken gelockert werden (Kasten 1.4), was eine günstigere Entwicklung der Erholungsdynamik bewirken könnte. Die für die Beurteilung der Kapitaladäquanz festgelegten Schwellenwerte für das harte Kernkapital liegen im Basisszenario bei 8% der risikogewichteten Aktiva und im adversen Szenario bei 5,5% (EZB, 2014c). Diese Schwellenwerte stehen im Einklang mit den geltenden regulatorischen Mindestanforderungen und scheinen in Anbetracht der verwendeten anspruchsvollen makroökonomischen Szenarien (EZB, 2014d) angemessen¹³. Angesichts der Anzeichen dafür, dass die

Leverage Ratio eine höhere Prognosefähigkeit für Spannungen an den Finanzmärkten besitzt als die risikogewichteten Eigenkapitalquoten, wäre allerdings eine Erfassung der Leverage Ratios unter dem adversen Szenario wünschenswert¹⁴. Die Verwendung einer einheitlichen Definition von notleidenden Aktiva ist zu begrüßen, da sie dazu beitragen wird, dass die Aktiva und die Angemessenheit der Rückstellungen für Kreditverluste länderübergreifend konsistent bewertet werden. Um das Risiko erneuter Spannungen zu minimieren, ist es entscheidend zu klären, wie bei existenzfähigen Banken festgestellte Kapitallücken zu decken sind¹⁵. Im Fall einer schnellen und erfolgreichen Rekapitalisierung könnte sich auch eine günstigere Entwicklung einstellen als erwartet, da hierdurch das Vertrauen gestärkt und das Erholungstempo beschleunigt werden könnte.

... einer möglichst raschen Vollendung einer vollständigen Bankenunion ...

- Nach Abschluss der Errichtung des einheitlichen Aufsichtsmechanismus im November 2014 und der kürzlichen Verabschiedung eines einheitlichen Bankenabwicklungsmechanismus sollten ein angemessenes gemeinsames fiskalisches Sicherungssystem („Backstop“) und möglicherweise eine gemeinsame Einlagensicherung eingerichtet werden. Auf die Einrichtung eines einheitlichen Bankenabwicklungsfonds und eines entsprechenden Sicherungssystems sollten Entscheidungen folgen, die dafür sorgen, dass eine angemessene Finanzierung für den Abwicklungsfonds und das fiskalische Sicherungssystem zur Verfügung steht, sowohl während der achtjährigen Übergangsphase, in der der gemeinsame Abwicklungsfonds aufgebaut wird, als auch danach. Dies sollte auch angemessene Vorkehrungen umfassen, um eine grenzüberschreitende Abwicklung in Schieflage geratener Banken zu ermöglichen¹⁶. Gleichzeitig müssen solche Mechanismen auch mit Anreizen versehen werden, um Moral-Hazard-Risiken bei Politikentscheidungen oder im Marktverhalten zu unterbinden.

... sowie einer Fortsetzung der Strukturreformen und der Haushaltskonsolidierung

- Die verbesserte Lage an den Finanzmärkten und der Konjunkturaufschwung sollten nicht als Vorwand genutzt werden, um Strukturreformen und die weitere Konsolidierung der öffentlichen Haushalte aufzuschieben. Ohne Strukturreformen besteht ein hohes Risiko einer anhaltenden Konjunkturschwäche, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Erfüllung der mittelfristigen Haushaltsziele, die von Wachstumssteigerungen abhängen. Wenn stetige Fortschritte bei der Haushaltsanpassung und beim Schuldenabbau im öffentlichen Sektor ausbleiben, könnte dies die Spannungen an den Finanzmärkten, insbesondere in den Krisenländern, wieder anfachen und negative Rückkopplungen zwischen Finanzierungskosten, Wachstum und Staatshaushalten in Gang setzen.

Bei der strukturellen Haushaltsanpassung ist eine leichte Drosselung der Geschwindigkeit angemessen

In Anbetracht der bereits erzielten Fortschritte und der immer noch schwachen Wirtschaftsentwicklung ist eine leichte Verlangsamung des Tempos der strukturellen fiskalischen Anpassung im Euroraum angemessen. Gleichzeitig bringen die geringeren Spannungen an den Finanzmärkten das Risiko mit sich, dass sich die Konsolidierungsbemühungen nur noch auf eine Stabilisierung der Schuldenlast der öffentlichen Haushalte beschränken, anstatt wieder Spielräume für eine aktive Finanzpolitik zu erarbeiten, um künftigen Schocks entgegenwirken zu können. Nach einer strukturellen Haushaltskonsolidierung von knapp über ½% des BIP im Jahr 2013 wird sowohl für dieses als auch für

nächstes Jahr im Euroraum ein Konsolidierungsumfang von etwas weniger als ½% des BIP erwartet. In Deutschland wird im Projektionszeitraum mit einer leicht expansiven Finanzpolitik gerechnet. In Frankreich verringert sich das Konsolidierungstempo geringfügig auf ungefähr ¾% des BIP sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr. In Italien wird die Fiskalpolitik 2014 und 2015 nur leicht kontraktiv ausgerichtet sein. Spanien, Portugal und Irland planen umfangreichere fiskalische Anpassungen (zwischen 1% und 1¾% des BIP) und haben keinen Spielraum für einen gemäßigeren Konsolidierungsprozess. Griechenland drosselt derzeit, da es nun über einen Primärüberschuss verfügt, das Tempo der Haushaltskonsolidierung erheblich. Einige Länder haben den Großteil der erforderlichen strukturellen fiskalischen Anpassung nun abgeschlossen, während andere, wie Spanien, Irland und Frankreich, die Konsolidierung noch weit über 2014 hinaus fortsetzen müssen. In diesen Ländern sollte das Wirken der automatischen Stabilisatoren entlang des geplanten strukturellen Konsolidierungspfads in vollem Umfang zugelassen werden. Die Regierungen sollten es zudem selbst bei einer überraschend positiven Wachstumsentwicklung oder geringeren Spannungen an den Finanzmärkten vermeiden, ihre fiskalischen Anpassungsmaßnahmen im Hinblick auf die von ihnen eingegangenen Verpflichtungen zur strukturellen Haushaltskonsolidierung zu lockern. Vor allem sollten große Länder die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, die aus den fiskalischen Anpassungsmaßnahmen kleinerer Länder resultiert, nicht als Vorwand nutzen, um ihre eigenen fiskalischen Anpassungen zu lockern, da nach wie vor ein hohes Risiko erneuter Spannungen an den Finanzmärkten besteht.

China

In China ist der gegenwärtige geldpolitische Kurs angemessen, bei einer drastischen Wachstumsverlangsamung wären jedoch gewisse Impulse erforderlich

Der derzeit weitgehend neutrale geldpolitische Kurs steht im Einklang mit einer niedrigen Inflation und einem gedämpften zukünftigen Inflationsdruck auf Grund von Anzeichen einer gemäßigeren Wachstumsentwicklung. Sollte sich das Wachstum aber deutlich abschwächen oder eine drastische Verschärfung der inländischen Liquiditätsbedingungen eintreten, wären geldpolitische Impulse durch eine Senkung des Mindestreservesatzes gerechtfertigt. Parallel dazu sollte den zunehmenden Sorgen über die Finanzmarktstabilität (Kasten 1.1) durch Finanzmarktregulierung und makroprudenzielle Maßnahmen begegnet werden, um eine Verringerung des außerbilanziellen Kreditwachstums sicherzustellen und zugleich eine deutliche Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität zu vermeiden. Die Deregulierung der Zinssätze dürfte den Erwartungen zufolge innerhalb von zwei Jahren abgeschlossen sein; die Abschaffung der Obergrenze für die Einlagenzinsen in diesem Jahr wird die Kredit- und Einlagenzinsen näher an ein markträumendes Niveau heranführen und die Attraktivität der Schattenbankenprodukte schmälern. Verstärkt werden könnte dieser Effekt durch eine Senkung des gegenwärtig hohen Mindestreservesatzes (20% für große und 16,5% für kleine und mittlere Finanzinstitute), der normale Geschäftsbanken benachteiligt. Wie von den zuständigen Stellen kürzlich vorgeschlagen, wird der vollständigen Liberalisierung die Einrichtung eines Einlagensicherungs- und Abwicklungssystems für Finanzinstitute vorangehen. Darüber hinaus ist eine bessere Überwachung und Kontrolle der Risiken im Schattenbankensektor erforderlich.

**Der weitgehend neutrale
finanzpolitische Kurs
ist angemessen**

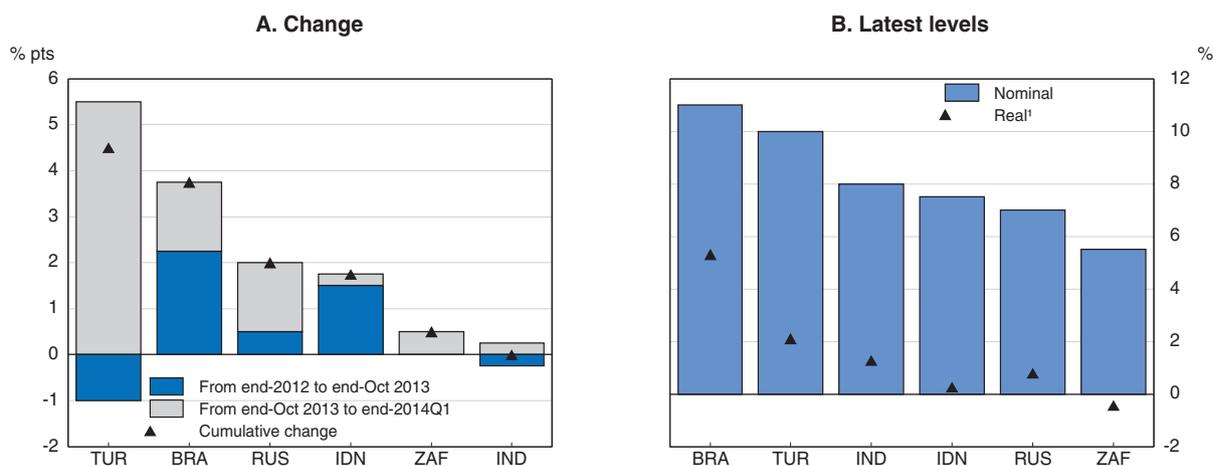
Den Projektionen der Zentralregierung zufolge wird das Haushaltsdefizit im Jahr 2014 bei ungefähr 2,1% des BIP und damit geringfügig höher liegen als der geschätzte Vorjahreswert von 1,9%. Im April kündigte der Staatsrat ein kleines zielgerichtetes Konjunkturpaket zur kurzfristigen Wachstumsstützung an. Wenn der Wachstumsmotor weiter stottert, könnten weitere Feinsteuerungsmaßnahmen folgen. Der jüngsten Erhebung zufolge lag die Verschuldung der nachgeordneten Gebietskörperschaften im Juni 2013 bei 33,2% des BIP, was einem Anstieg um 6½ Prozentpunkte in 2½ Jahren entspricht¹⁷. Rechnet man die Schulden der Zentralregierung hinzu, so belief sich die gesamtstaatliche Verschuldung Chinas im Juni 2013 auf rd. 56% des BIP. Wenngleich dies für das Land als Ganzes ein nach wie vor tragbares Niveau darstellt, befinden sich einige nachgeordnete Gebietskörperschaften in einer problematischen finanziellen Lage und werden Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zurückzuzahlen. Die Zentralregierung hat noch kein explizites Abwicklungssystem für den Fall von Problemen eingerichtet. Wie im Bericht zum Dritten Plenum des Zentralkomitees dargelegt und beim Nationalen Volkskongress im letzten März vorgeschlagen, sollte die Zentralregierung den nachgeordneten Gebietskörperschaften strengere Budgetrestriktionen auferlegen, die Transparenz erhöhen und die Ausgaben der nachgeordneten Gebietskörperschaften besser überwachen.

Andere aufstrebende Marktwirtschaften

**In anderen auf-
strebenden Marktwirt-
schaften hängt der
richtige geldpolitische
Kurs von den Inflations-
und Wechselkurs-
entwicklungen ab**

Mehrere aufstrebende Marktwirtschaften haben ihre Leitzinsen erhöht (Abb. 1.10), was zur Verringerung der Kapitalabflüsse und des Inflationsdrucks beiträgt. Die unterschiedlichen Trends bei der Inflationsentwicklung und beim BIP-Wachstum erfordern differenzierte geldpolitische Reaktionen. In Russland ist der gegenwärtige geldpolitische Kurs angemessen, während er in Indonesien sowie möglicherweise in Indien und Südafrika allmählich gelockert werden sollte; in Brasilien hingegen, wo in der näheren Zukunft nicht mit einem Inflationsrückgang zu rechnen ist, wäre eine weitere geldpolitische Straffung wünschenswert. Falls aber die Währungen weiter abwerten und die Inflation sowie die Inflationserwartungen steigen, wären zusätzliche Leitzinserhöhungen erforderlich. Dies würde jedoch ein Dilemma verursachen, da das Wachstum in vielen aufstrebenden Marktwirtschaften ohnehin schon geschwächt ist und nur begrenzter Spielraum für einen Ausgleich durch fiskalpolitische Impulse besteht – insbesondere in Indien, wo die hohen Defizite des Staatssektors reduziert werden müssen, und in Brasilien, wo eine dauerhafte Verbesserung der öffentlichen Finanzlage erforderlich ist, um die Glaubwürdigkeit der fiskalpolitischen Ankündigungen zu stärken. Allerdings könnten schwächere Währungen und höhere Leitzinsen zu einer stärkeren Exportorientierung der Volkswirtschaft und einer Verbesserung der Leistungsbilanzsalden beitragen, wie es zuletzt in Indien und Indonesien zu beobachten war. Daher sollte zugelassen werden, dass sich die Wechselkurse flexibel an Veränderungen der Fundamentaldaten anpassen, wenngleich transparente und vorübergehende Interventionen möglicherweise eine gewisse Rolle bei der Verringerung kurzfristiger Währungsschwankungen und finanzieller Instabilität spielen könnten.

Figure 1.10. Policy interest rates in many EMEs have been increased



Note: The policy interest rates are: the Selic rate target for Brazil; the repo rate for India; the main Bank Indonesia policy rate for Indonesia; the target interest rate for overnight funding operations for Mexico; the one-week liquidity provision and absorption open market operations for Russia; the repo rate at which the private banks borrow rands from the Reserve Bank for South Africa; the one-week repo rate for Turkey.

1. Real policy interest rates are calculated based on the latest available year-on-year change in the overall consumer price index.

Source: OECD, Main Economic Indicators; and OECD Economic Outlook 95 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933048983>

Es sind weitere Politikmaßnahmen erforderlich, um die Risiken von Finanzmarkturbulenzen und einer verfestigten Wachstumsschwäche zu minimieren

Möglicherweise sind bessere Regulierung und Aufsicht erforderlich, um eine angemessene Ausstattung der Finanzinstitute mit Eigenkapital- und Liquiditätspuffern sicherzustellen und Währungsinkongruenzen zu verringern. Ein Abbau der regulatorischen Belastungen für ausländische Direktinvestitionen und Produktmärkte sowie die Abschaffung von Steueranreizen für die Finanzierung über Fremd- anstatt Eigenkapital dürften dazu beitragen, dass die Struktur der Auslandsverbindlichkeiten sicherer wird und das Risiko volatiler Kapitalflüsse abnimmt (Ahrend und Goujard, 2012). Die aufstrebenden Marktwirtschaften sollten außerdem wieder wachstumsfördernde Strukturreformen einleiten, um eine generelle Verbesserung ihrer Wirtschaftsaussichten und eine Stärkung des Anlegervertrauens zu erreichen. Insbesondere könnten sie die vergleichsweise niedrige Arbeitsproduktivität steigern, indem sie die nach wie vor hohen regulatorischen Wettbewerbshemmnisse und Restriktionen für ausländische Direktinvestitionen sowie Handelsbeschränkungen abbauen, die Infrastrukturentwicklung vorantreiben und den Zugang zu Bildung sowie die Unterrichtsqualität verbessern (OECD, 2014).

Anmerkungen

1. Mit dem globalen makroökonomischen NiGEM-Modell durchgeführte Simulationen ergeben, dass ein Rückgang des Wachstums der inländischen Nachfrage in den großen aufstrebenden Marktwirtschaften, einschließlich China, um 2 Prozentpunkte während eines Jahres zu einer Abnahme des BIP-Wachstums im OECD-Raum um rd. ½ Prozentpunkt im ersten Jahr führen könnte, wobei der Effekt für die US-Wirtschaft im Vergleich zu Japan relativ gering wäre, was sich aus der relativen Handelsintegration dieser Länder mit den Nicht-OECD-Volkswirtschaften erklärt (Ollivaud et al., 2014).
2. Von den seit Oktober 2008 durch die G20-Länder eingeführten handelsbeschränkenden Maßnahmen sind gegenwärtig rd. 5% der Warenimporte der G20-Länder betroffen. Nur etwa ein Fünftel der seit Beginn der Krise eingeführten Maßnahmen ist in der Folge wieder aufgehoben worden (OECD/WTO/UNCTAD, 2013).

3. Daten aus den Input-Output-Tabellen und empirische Studien lassen darauf schließen, dass Investitionen und Exporte die importintensivsten Komponenten der Inlandsnachfrage darstellen (Pain et al., 2005; Bussière et al., 2013).
4. Die langfristigen Vorteile des Abkommens für Handelserleichterungen belaufen sich Schätzungen von Hufbauer und Schott (2013) zufolge auf knapp 1 Bill. US-\$ (was 1,3% des weltweiten BIP im Jahr 2013 entspricht).
5. In den Vereinigten Staaten ist das jüngste Wachstum des Verbrauchs der privaten Haushalte auch durch höhere Ausgaben für die medizinische Versorgung nach der Verabschiedung des Affordable Care Act angekurbelt worden.
6. Hierunter fallen sowohl Arbeitskräfte, die keine Vollzeitbeschäftigung finden als auch Kräfte, die auf Grund des bereits vorhandenen Kapazitätsüberhangs oder der flauen Wirtschaftslage keine höhere Stundenzahl arbeiten können. Die letztgenannte Kategorie ist im vergangenen Jahr um etwa ½ Million Personen geschrumpft.
7. Der in den vergangenen Jahren beobachtete Rückgang der Erwerbsquote in den Vereinigten Staaten ging mit einer deutlichen Ausweitung der Inanspruchnahme von Leistungen bei Erwerbsunfähigkeit einher, so dass der Anteil der 20- bis 64-Jährigen, die Erwerbsunfähigkeitsleistungen beziehen, auf etwa 7¼% stieg, womit er fast dem Niveau in vielen europäischen Volkswirtschaften entspricht. Daraus lässt sich schließen, dass die Anspruchskriterien gestrafft und die Rehabilitationsleistungen verstärkt werden müssen.
8. Insbesondere einige Varianten der Taylor-Regel.
9. Die Bank von England gab eine Orientierung, nachdem der Schwellenwert in Bezug auf die Arbeitslosigkeit erreicht worden war, und kündigte an, dass noch Spielraum besteht, vor einer Leitzinserhöhung weitere Kapazitätsüberhänge zu absorbieren, und dass der angemessene Pfad zu einem normalen Zinssatz (der mittelfristig wahrscheinlich niedriger ist als vor der Krise) wahrscheinlich schrittweise verlaufen wird, wobei der tatsächliche Pfad jedoch von den wirtschaftlichen Entwicklungen abhängt.
10. Selbst wenn die Ziele erreicht werden sollten, reichen sie möglicherweise nicht aus, um das Potenzialwachstum deutlich anzuheben. So wird das Ziel, die Beschäftigungsquote von Frauen im Alter von 25-44 Jahren bis 2020 von 68% auf 73% zu erhöhen, was z.T. durch den Abbau der Wartelisten für Kinderbetreuungseinrichtungen bis 2017 erreicht werden soll, relativ geringe Gesamteffekte haben. Unter der Annahme, dass die Anpassung acht Jahre dauert, würde die Wachstumsrate der Beschäftigung insgesamt pro Jahr im Durchschnitt um 0,2 Prozentpunkte erhöht, und der damit zusammenhängende Anstieg der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate des Produktionspotenzials würde 0,1 Prozentpunkte betragen.
11. Die OECD-Schätzung der negativen Produktionslücke im Jahr 2013 wurde infolge einer Abwärtskorrektur des potenziellen realen BIP-Wachstums (Kapitel 4) auf 3½% des BIP gesenkt.
12. Dadurch könnte sich die Liquidität um rd. 175 Mrd. Euro erhöhen, wodurch sich die Überschussliquidität mehr oder weniger verdoppeln würde.
13. Die regulatorischen Anforderungen werden jedoch mit der vollständigen Umsetzung der CRD-IV-Richtlinie (Capital Requirements Directive) und der CRR-Verordnung (Capital Requirements Regulation) der EU verschärft. Ab 2019 müssen Banken in der Europäischen Union eine restriktivere Definition des harten Kernkapitals anwenden und Mindestanforderungen im Hinblick auf das harte Kernkapital erfüllen, die zwischen 7% und 14,5% der risikogewichteten Aktiva liegen (4,5% harte Kernkapitalquote + 2,5% Kapitalerhaltungspuffer + 0-2,5% antizyklischer Kapitalpuffer + 0-5% makroprudenzieller systemischer Risikopuffer einschließlich des Kapitalpuffers von 1-3,5% für global systemrelevante Finanzinstitute).
14. Vgl. Blundell-Wignall und Roulet (2012 und 2013) sowie Haldane und Madouros (2012). Der EZB (2013b) zufolge wird die Leverage Ratio als Zusatzinformation in die Prüfung der Aktiva-Qualität (Asset Quality Review – AQR) einfließen.
15. In ihrer Mitteilung zur umfassenden Bewertung wies die EZB darauf hin, dass möglicherweise öffentliche Sicherungsmechanismen erforderlich sein würden, betonte jedoch auch, dass die Mittel zur Deckung von Kapitallücken in erster Linie über den privaten Sektor beschafft werden sollten (EZB, 2013b). Kapitallücken, die im Stresstest-Basisszenario ermittelt werden, sollen innerhalb von sechs Monaten nach Veröffentlichung der Ergebnisse gedeckt werden; im adversen Szenario zu Tage tretende Kapitallücken sind innerhalb von neun Monaten zu schließen (EZB, 2014c).
16. Der einheitliche Abwicklungsmechanismus wird durch einen über Bankenabgaben finanzierten Abwicklungsfonds von 55 Mrd. Euro unterlegt. Gegenüber dem ursprünglichen Vorschlag wurde die Aufbauphase für den gemeinsamen Fonds von zehn auf acht Jahre verkürzt und die Vergemeinschaftung vorgezogen (es ist eine Vergemeinschaftung von 40% der eingezahlten Mittel ab dem ersten Jahr und 60% ab dem zweiten Jahr vorgesehen).
17. Der Anstieg könnte auf Grund einer detaillierteren Erfassung in der neuesten Erhebung möglicherweise leicht überzeichnet sein.

Literaturverzeichnis

- Ahrend, R. und A. Goujard (2012), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3. How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk?: Evidence from Past Crises Across OECD and Emerging Economies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 966, OECD Publishing.
- Al-Eyd, A. und S. P. Berkmen (2013), "Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area", *IMF Working Papers*, No. 208.
- Blundell-Wignall, A. und C. Roulet (2012), "Business Models of Banks, Leverage and the Distance-to-Default", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2012/2.
- Blundell-Wignall, A. und C. Roulet (2013), "Bank Business Models, Capital Rules and Structural Separation Policies: An Evidence-based Critique of Current Policy Trends", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 5(4).
- Bouis, R., L. Rawdanowicz, J-P. Renne, S. Watanabe und A.K. Christensen (2013), "The Effectiveness of Monetary Policy since the Onset of the Financial Crisis", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1081, OECD Publishing.
- Bussière, M., G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano. (2013), "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5(3).
- CBRC (2013), *CBRC 2012 Annual Report*, China Banking Regulatory Commission, Mai.
- Cohen, B. und M. Scatigna (2014), "Banks and Capital Requirements: Channels of Adjustment", *BIS Working Papers*, No. 443.
- EBA (2013), "EU-wide Transparency Exercise 2013 Summary Report", European Banking Authority, Dezember.
- Europäische Kommission (2014), "Box 1.4: Analysing current disinflationary trends in the euro area", *European Economic Forecast – Winter 2014*, European Economy, No. 2/2014, Europäische Kommission, März.
- EZB (2013a), "Beurteilung der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet in Zeiten fragmentierter Finanzmärkte", *Monatsbericht der EZB*, August.
- EZB (2013b), *Mitteilung: Umfassende Bewertung*, Oktober.
- EZB (2013c), *Banking Structures Report*, November.
- EZB (2014a), "Kasten 5: Einfluss der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie auf den jüngsten Rückgang der HVPI-Inflation", *Monatsbericht der EZB*, März.
- EZB (2014b), "The Euro Area Bank Lending Survey. 4th Quarter 2013", Januar.
- EZB (2014c), *Mitteilung: Umfassende Bewertung*, Februar.
- EZB (2014d), "EZB gewährt Banken sechs bis neun Monate für Deckung von Kapitallücken nach umfassender Bewertung", *Pressemitteilung*, 29. April.
- FSB (2013), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, Financial Stability Board, 14. November.
- Girouard, N. et al. (2006), "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 475, OECD Publishing.
- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), "Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and the United States", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677, OECD Publishing.

- Haldane, A.G. und V. Madouros (2012), "The Dog and the Frisbee", Vortrag vor dem 36. Economic Policy Symposium, "The Changing Policy Landscape" der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 31. August 2012.
- Hufbauer, G. und J. Schott (2013), *Payoff From The World Trade Agenda 2013*, Bericht des Petersen Institute for International Economics für die ICC Research Foundation.
- Illes, A. und M. Lombardi (2013), "Interest Rate Pass-Through since the Financial Crisis", *BIS Quarterly Review*, September.
- IWF (2012a), *2012 Spillover Report – Background Papers*, Juli.
- IWF (2012b), *Global Financial Stability Report*, Oktober.
- IWF (2013), *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, April.
- Krueger, A.B., J. Cramer und D. Cho (2014), "Are the Long-Term Unemployed on the Margin of the Labour Market?", Vortrag vor dem Brookings Panel on Economic Activity, März 2014.
- Kwan, C.H. (2014), "Shadow Banking in China: Current Situation and Challenges", *China in Transition*, Research Institute of Economy, Trade & Industry.
- National Audit Office of the People's Republic of China (2013), *Report of Auditing Results of Nationwide Government Debt*, No. 32, 30. Dezember.
- OECD (2013a), *OECD Economic Surveys: China 2013*, OECD Publishing.
- OECD (2013b), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Ausgabe 2013/1, OECD Publishing.
- OECD (2013c), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Ausgabe 2013/2, OECD Publishing.
- OECD (2013d), *OECD Economic Surveys: Japan 2013*, OECD Publishing.
- OECD (2014), *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, OECD Publishing.
- OECD/WTO/UNCTAD (2013), *Report on G20 Trade and Investment Measures (Mid-May 2013 – Mid-November 2013)*.
- Ollivaud, P., E. Rusticelli und C. Schweltnus (2014), "Would a Growth Slowdown in Emerging Markets Spill over to High-income Countries? A Quantitative Assessment", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 1110, OECD Publishing.
- Pain, N., L. Le Foulher, A. Mourougane und F. Sédillot, (2005), "The New International Trade Model", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 440, OECD Publishing.
- PBOC (2013), *China Financial Stability Report 2013*, People's Bank of China.
- PBOC (2014a), *Financial Statistics*, 2013, People's Bank of China, 16. Januar.
- PBOC (2014b), *Statistical Report on Uses of Loans by Financial Institutions*, 2013, People's Bank of China, 8. Februar.
- Ryan, R.M., C.M. O'Toole, F. McCann (2014), "Does Bank Market Power Affect SME Financing Constraints?", *Journal of Banking & Finance*, im Internet verfügbar ab 17. Januar.
- Rawdanowicz, L., R. Bouis, J. Brezillon, A.K. Christensen und K. Inaba (2014), "Spillover Effects from Exiting Highly Expansionary Monetary Policy", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 1116, OECD Publishing.
- Standard & Poor's (2013), "Why Shadow Banking is yet to Destabilize China's Financial System", *Credit FAQ*, 27. März.
- Tao, D. und W. Deng (2013), "China: Shadow Banking – Road to Heightened Risks", *Economics Research*, Credit Suisse, 22. Februar.

Ueda, K. und Y. Gomi (2013), "Shadow Banking in China and Expanding Debts of Local Governments", *Newsletter*, No. 23, Institute for International Monetary Affairs.

Zhang, Z., H. Changchun und W. Chen (2013), "China's Heavy LGFV Debt Burden", *Asia Special Report*, Nomura Global Markets Research, Nomura International (Hongkong), 24. September.

Zhang, Z. und W. Chen (2013), "China: Rising Risks of Financial Crisis", *Asia Special Report*, Nomura Global Economics, Nomura International (Hongkong), 15. März.

Zhu, H. G. Ng, und L. Jiang (2013), "Economic Research Note: Shadow Banking in China", *Economic Research Global Data Watch*, J. P. Morgan Chase Bank Hong Kong, 3. Mai.

ANHANG 1.1

Indikatoren der potenziellen Finanzmarktrisiken

In der nachfolgenden Tabelle und Abbildungsserie ist die Position der OECD-Länder sowie einiger Nicht-OECD-Länder nach einer Reihe von Indikatoren dargestellt, die Aufschluss über die potenzielle Gefährdung im Fall von Finanzmarkturbulenzen geben können. Das Hauptaugenmerk der Tabelle liegt auf den binnenwirtschaftlichen Schwächen der OECD-Länder und der BRIICS, während bei den Abbildungen die Risiken in den Finanzierungsrechnungen der OECD-Länder und der G20-Länder, die nicht Mitglied der OECD sind, im Mittelpunkt stehen.

In der Tabelle sind Indikatoren dargestellt, die gewöhnlich mit Finanzmarktrisiken in Verbindung gebracht werden (z.B. IWF, 2012; Europäische Kommission, 2012) und die in erster Linie in vier großen Unterbereichen in der Inlandswirtschaft entstehen: in der Realwirtschaft, im Nichtfinanzsektor, im Finanzsektor und im Bereich der Staatsfinanzen. Mögliche Schwächen der Realwirtschaft werden an der Differenz zwischen der Potenzialrate des BIP-Wachstums und dem tatsächlichen BIP-Wachstum, am Abstand zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenquote und der natürlichen Arbeitslosenquote (bzw. NAIRU), am Leistungsbilanzdefizit und an der Entwicklung der relativen Lohnstückkosten gemessen. Indikatoren für Übertreibungen auf den Finanzmärkten im Zusammenhang mit dem Nichtfinanzsektor sind die Verschuldung der privaten Haushalte, die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen und der Anstieg der Wohnimmobilienpreise. Zur Berücksichtigung der unmittelbaren Risikoexposition des Finanzsektors wurden ferner die erforderliche Aufstockung des harten Kernkapitals zur Erreichung eines (nicht normativen) Zielwerts von 5% der Bilanzsumme der jeweils ausgewählten Banken der Länder, die notleidenden Kredite sowie die Verschuldung der Finanzunternehmen aufgenommen. Die Berechnungen der Kernkapitalaufstockungen (Core Tier 1) stützen sich auf über 1 200 Geschäftsbanken, darunter 915 in den Vereinigten Staaten, 197 in den OECD-Ländern, die dem Euroraum angehören, 23 im Vereinigten Königreich, 11 in Kanada und 7 in Japan. Die vom Staatssektor ausgehenden Risiken werden anhand von drei Elementen quantifiziert: der staatlichen Nettokreditaufnahme, der Bruttostaatsverschuldung sowie der Differenz zwischen den realen Renditen von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit und der Potenzialrate des realen BIP-Wachstums.

Die vier jeweils schwächsten Ergebnisse der OECD-Länder sind dunkelgrau unterlegt, die vier nächstschwächsten Ergebnisse der OECD-Länder hellgrau. Höhere Werte lassen auf eine stärkere Gefährdung schließen. Die Tabelle enthält darüber hinaus die derzeitigen Kreditratings der Länder laut Standard and Poor's.

In den Abbildungen (Aktualisierung nach Ahrend und Valdivia, 2012) sind die Risikofaktoren für die Finanzstabilität in den OECD- und den nicht der OECD angehörenden G20-Ländern im Zusammenhang mit den Finanzierungsrechnungen dargestellt. Die Grundlage hierfür bilden frühere empirische Untersuchungen der OECD (Ahrend und Goujard, 2012a, 2012b). Diese zeigen, dass ein höherer Anteil der Verschuldung, insbesondere der Bankschulden, an den Bruttoauslandsverbindlichkeiten das Risiko von Finanzkrisen beträchtlich erhöht (wobei Bankschulden als Schulden bei einer ausländischen Bank definiert sind). Dagegen verringert ein hoher Anteil von Direktinvestitionen an den Bruttoauslandsverbindlichkeiten dieses Risiko. Kürzere Laufzeiten der Bankschulden haben sich ebenfalls als ein Faktor erwiesen, der das Risiko von Krisen erhöht, hauptsächlich weil sie die Gefahren einer Ansteckung über die Finanzmärkte vergrößern. Hohe

Reserveguthaben scheinen die Wahrscheinlichkeit von Krisen zu verringern, wohingegen offenbar weder die Auslandsaktiva (ohne Reserven) noch die Verbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP das Krisenrisiko beeinflussen, sofern sie nicht außergewöhnlich umfangreich sind.

Die Abbildungen zeigen a) die Position der einzelnen Länder im dritten Quartal 2013 (oder im letzten verfügbaren Zeitraum) nach verschiedenen Aspekten der Struktur ihrer Finanzierungsrechnungen im Verhältnis zum OECD-Medianwert und b) die länderspezifische Veränderung bei jedem dieser Aspekte von 2007 bis zum dritten Quartal 2013 im Verhältnis zum OECD-Medianwert von 2007 (zur Vereinfachung und ohne normativen Charakter). Die Indikatoren werden für die betreffende Variable in Vielfachen der Standardabweichung im Ländervergleich gemessen. Größere Werte lassen auf eine Finanzierungsrechnungsstruktur schließen, die verglichen mit dem OECD-Medianwert ein größeres Risiko für die Finanzstabilität darstellt.

Als wichtigste Ergebnisse der Untersuchung sind zu nennen:

- Zu den am wenigsten gefährdeten OECD-Ländern zählen Österreich, Deutschland und Polen.
- Die Krisenländer des Euroraums (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Slowenien) schneiden nach verschiedenen Indikatoren schlecht ab, darunter Wachstum und Arbeitslosenquote, notleidende Kredite, Staatsverschuldung und Staatsanleiherenditen. In vielen dieser Länder sind die Auslandsverbindlichkeiten durch eine systematisch schiefe Verteilung gekennzeichnet, bei der die Verschuldung über dem Medianwert der OECD-Länder liegt.
- Es gibt Hinweise darauf, dass einige OECD-Länder (Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen und Schweden), die relativ wenig unter der weltweiten Finanzkrise und der Krise im Euroraum gelitten hatten, Risiken aus dem Nichtfinanzsektor gegenüber anfällig sind (die meisten oder sogar alle auf Grund der Verschuldung der privaten Haushalte, der Wohnimmobilienpreise und der relativen Lohnstückkosten). Andererseits scheint der Finanzsektor dieser Länder keine große Anfälligkeit gegenüber externen Schocks aufzuweisen, wie die Abbildungen zeigen.
- Länder mit einem großen Finanzsektor – gemessen beispielsweise an der Höhe der Bruttoverschuldung der Finanzunternehmen im Verhältnis zum BIP in Tabelle A1 – weisen in der Tendenz die größten an die Finanzierungsrechnung geknüpften Risiken für die Finanzstabilität auf (vgl. Abbildungen). Hierzu zählen Dänemark, Island, Irland, Luxemburg, die Niederlande, die Schweiz und das Vereinigte Königreich.
- Insgesamt deuten die Abbildungen auf einen lediglich moderaten Anstieg der externen Finanzstabilitätsrisiken in den nicht in der OECD vertretenen G20-Ländern seit dem Jahr 2007 hin. Die allgemeine Ausnahme von diesem Muster ist die relativ kurze Laufzeit der Verbindlichkeiten dieser Länder gegenüber ausländischen Banken. Dieser Faktor hat sich seit 2007 verstärkt, was möglicherweise mit erhöhten Zuflüssen an ausländischem Kapital und einer gewissen Abnahme der Devisenreserven zusammenhängt, durch die sich das Risiko erhöht, dass es auf Grund von Kapitalabflüssen zu stärkeren Turbulenzen kommen könnte.

Literaturverzeichnis

- Ahrend, R., und A. Goujard (2012a), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 1: Drivers of Systemic Banking Crises: the Role of Bank-Balance-Sheet Contagion and Financial Account Structure", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 902.
- Ahrend, R., und A. Goujard (2012b), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 966.
- Ahrend, R., und C. Valdivia (2012), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 7: Enhancing Financial Stability: Country-Specific Evidence on Financial Account and Structural Policy Positions", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 970.
- Europäische Kommission (2012), *Warnmechanismus-Bericht – 2013*, Brüssel.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2012), *Global Financial Stability Report October 2012*, Washington, DC.

Table A1a. Indicators of potential financial vulnerabilities

	Real economy				Non-financial sector		
	Potential GDP growth rate-actual GDP growth rate differential	Actual unemployment rate-NAIRU differential	Current account deficit ¹	Relative unit labour cost	Household gross debt ^{2,3}	Non-financial corporation gross debt ^{1,3}	Real house prices
	2013	2013Q4 or latest available	2013	% change 2000Q1-13Q4	2012 or latest available	2012 or latest available	% change 2000Q1-14Q1
United States	0.1	0.9	2.3	-25.9	111.0	109.2	14.6
Japan	-0.9	-0.4	-0.7	-46.1	132.2	160.5	..
Germany	0.6	-1.3	-7.6	-11.9	93.2	72.7	-3.0
France	1.0	0.6	1.6	7.2	107.8	106.2	73.8
Italy	1.4	2.9	-0.6	15.8	81.5	94.5	16.3
United Kingdom	-0.4	0.4	4.4	-18.6	150.9	96.0	62.5
Canada	-0.1	-0.2	3.2	43.7	168.8	140.4	89.6
Australia	0.7	0.5	2.9	47.3	187.9	76.9	84.4
Austria	1.3	0.8	-2.7	-0.4	92.8	101.1	19.7
Belgium	1.0	0.5	1.7	12.9	98.4	96.8	62.5
Chile	0.3	-2.5	3.4	28.8	70.4	132.4	..
Czech Republic	2.4	0.6	1.5	34.4	66.6	64.8	..
Denmark	0.2	1.3	-7.3	16.7	324.8	112.7	23.4
Estonia	1.8	-1.3	0.5	43.4	94.5	103.9	..
Finland	2.1	1.3	0.8	7.0	123.0	101.8	29.6
Greece	1.1	11.1	-0.7	-1.1	115.9	74.7	0.2
Hungary	-0.7	-0.6	-3.0	33.8	62.6	112.4	..
Iceland	-2.3	0.3	-3.9	-23.6	..	338.3	..
Ireland	1.2	1.5	-6.6	16.3	230.4	248.5	-5.7
Israel	0.4	-0.8	-2.6	-12.3	..	75.0	28.9
Korea	0.6	-0.2	-5.4	0.6	160.0	151.3	24.6
Luxembourg	0.1	1.3	-5.2	34.0	153.4	318.8	..
Mexico	1.5	0.0	1.8	3.7	..	..	..
Netherlands	1.7	3.1	-10.4	7.0	311.5	107.4	-3.2
New Zealand	-0.4	-0.4	3.3	61.4	..	..	97.1
Norway ⁶	1.8	0.2	-10.8	52.1	213.9	104.6	79.9
Poland	1.4	-0.1	1.3	-5.9	58.8	53.5	..
Portugal	0.9	3.2	-0.5	3.4	148.8	156.5	-11.1
Slovak Republic	1.9	1.1	-2.1	31.0	54.9	77.7	..
Slovenia	1.3	1.5	-6.5	-0.6	57.8	106.5	..
Spain	1.6	4.7	-0.7	4.2	140.8	125.5	21.2
Sweden	0.8	1.0	-6.2	-7.9	171.5	149.3	83.7
Switzerland	-0.1	0.1	-13.4	28.5	203.7	100.5	43.7
Turkey	1.0	0.4	7.9	-19.7	..	3.1	..
Brazil	0.8	..	3.6	20.4	..	..	..
China	0.4	..	-2.0	97.7	..	..	..
India	1.7	..	2.5	-45.7	..	..	..
Indonesia	0.4	..	3.7	-13.3	..	..	..
Russian Federation	1.5	..	-1.6	194.5	..	..	..
South Africa	1.5	..	5.8	-17.9	..	..	..

1. In per cent of GDP.

2. In per cent of gross household disposable income.

3. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated for most countries.

4. Long-term foreign balance sheets currency rating.

5. Economic Outlook 95 estimates.

6. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable.

■ Labels the 4 OECD countries with the weakest scores.

■ Labels the 4 OECD countries with the next weakest scores.

Source: OECD Economic Outlook 95 database; OECD National Accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank; European Commission; OECD Housing Prices database; Standards & Poors; and OECD calculations.

Table A1b. Indicators of potential financial vulnerabilities (*cont'd*)

Core Tier-1 capital required to reach 5% of assets in selected banks ¹	Financial sector		Public finance			Sovereign credit rating S&P ⁴	Latest
	Non-performing loans to total loans	Financial corporation gross debt ^{1,3}	Headline government budget deficit ¹	Gross government debt ¹	Real 10-year sovereign bond yield-potential GDP growth rate differential		
0.7	2.6	326.4	6.4	104.3	- 1.0	AA+	United States
2.4	2.3	568.9	9.3	224.6	0.7	AA-	Japan
3.1	2.9	331.1	0.0	85.9	- 1.2	AAA	Germany
5.7	4.3	286.1	4.3	112.6	- 0.4	AA	France
0.4	15.1	214.3	2.8	145.5	2.7	BBB	Italy
3.2	3.7	721.4	5.9	99.3	- 0.6	AAA	United Kingdom
3.2	0.6	328.9	3.0	93.6	- 1.2	AAA	Canada
3.1	1.4	312.3	1.4	33.1	- 0.3	AAA	Australia
0.3	2.9	248.5	1.5	83.4	- 1.2	AA+	Austria
1.6	3.8	316.2	2.7	106.7	- 0.2	AA	Belgium
..	2.1	197.2	..	..	- 0.7	AA-	Chile
..	5.2	127.1	1.5	57.1	- 0.9	AA-	Czech Republic
3.2	4.8	460.6	0.9	55.2	- 0.3	AAA	Denmark
..	1.5	119.0	0.2	13.1	..	AA-	Estonia
3.6	..	250.5	2.5	66.4	- 1.6	AAA	Finland
1.6	31.3	213.0	12.7	186.0	11.5	B-	Greece
..	17.6	107.0	2.3	89.4	2.3	BB	Hungary
..	..	1 037.5	2.1	97.9	2.2	BBB-	Iceland
1.9	24.6	1 010.1	7.0	134.6	1.1	BBB+	Ireland
..	2.4	206.4	4.3	67.8	- 3.3	A+	Israel
..	..	353.9	0.4	36.5	- 0.7	A+	Korea
..	0.2	5 151.6	- 0.1	30.3	- 3.7	AAA	Luxembourg
..	3.2	..	- 0.2	..	0.2	BBB+	Mexico
3.0	3.0	703.3	2.4	86.2	- 0.1	AA+	Netherlands
..	..	..	0.3	40.6	1.1	AA	New Zealand
0.0	1.3	208.6	- 11.1	35.6	- 2.8	AAA	Norway ⁶
..	5.2	100.4	4.3	63.8	- 0.3	A-	Poland
0.0	11.0	276.3	5.0	139.4	5.0	BB	Portugal
..	5.3	120.4	2.8	59.3	- 0.8	A	Slovak Republic
..	18.0	144.1	14.7	80.5	4.2	A-	Slovenia
0.5	8.2	245.6	7.1	104.0	3.3	BBB-	Spain
3.9	0.6	285.1	1.3	47.1	- 0.9	AAA	Sweden
6.2	0.8	577.3	- 0.1	46.2	- 1.0	..	Switzerland
..	2.6	99.7	..	..	- 3.4	BB+	Turkey
..	2.9	..	3.3	..	7.7	BBB	Brazil
..	..	..	0.7	..	- 3.8	AA-	China
..	3.8	..	7.1	..	1.6	BBB-	India
..	1.7	..	2.2	..	0.2	BB+	Indonesia
..	6.0	..	0.5	..	3.2	BBB	Russian Federation
..	3.6	..	6.1	..	3.2	BBB	South Africa

1. In per cent of GDP.

2. In per cent of gross household disposable income.

3. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated for most countries.

4. Long-term foreign balance sheets currency rating.

5. Economic Outlook 95 estimates.

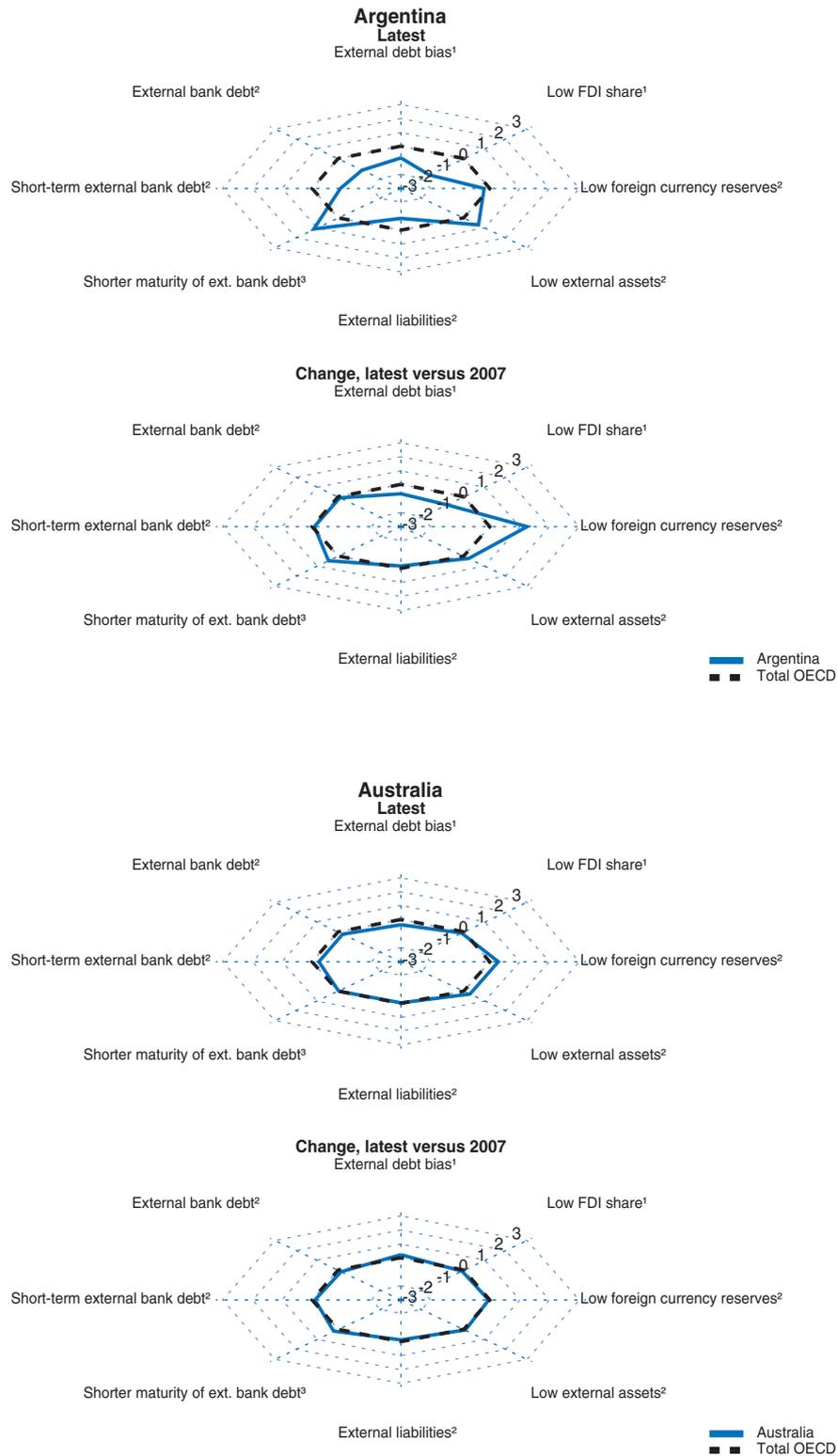
6. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable.

■ Labels the 4 OECD countries with the weakest scores.

■ Labels the 4 OECD countries with the next weakest scores.

Source: OECD Economic Outlook 95 database; OECD National Accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank; European Commission; OECD Housng Prices database; Standards & Poors; and OECD calculations.

Financial-accounts-related risk factors to financial stability

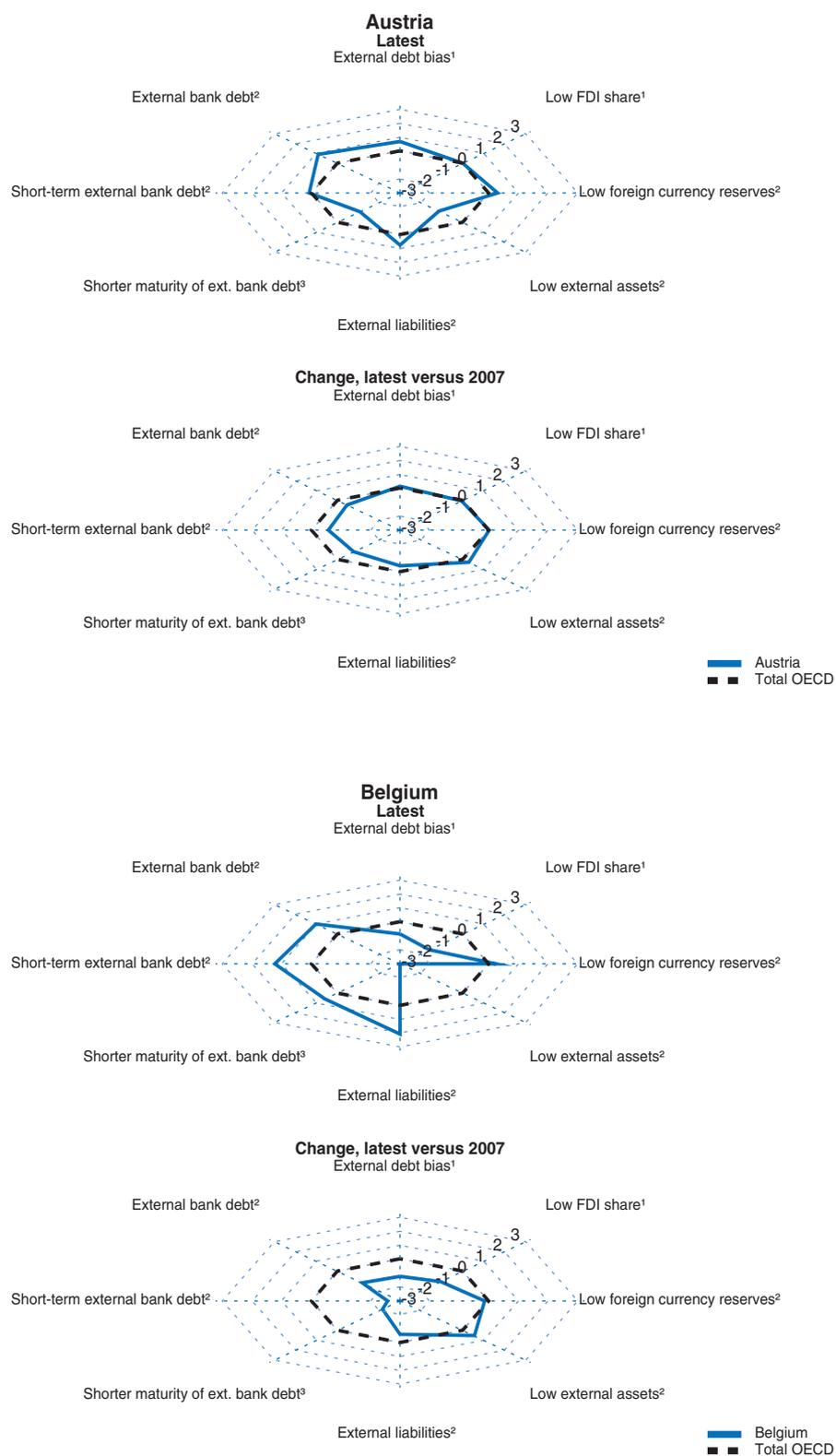


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

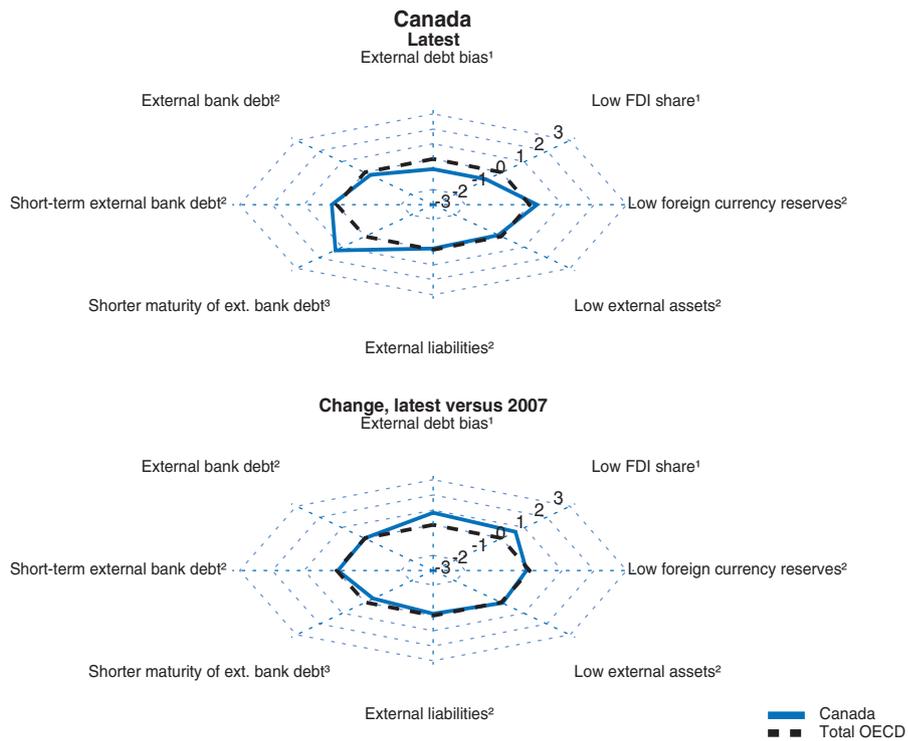
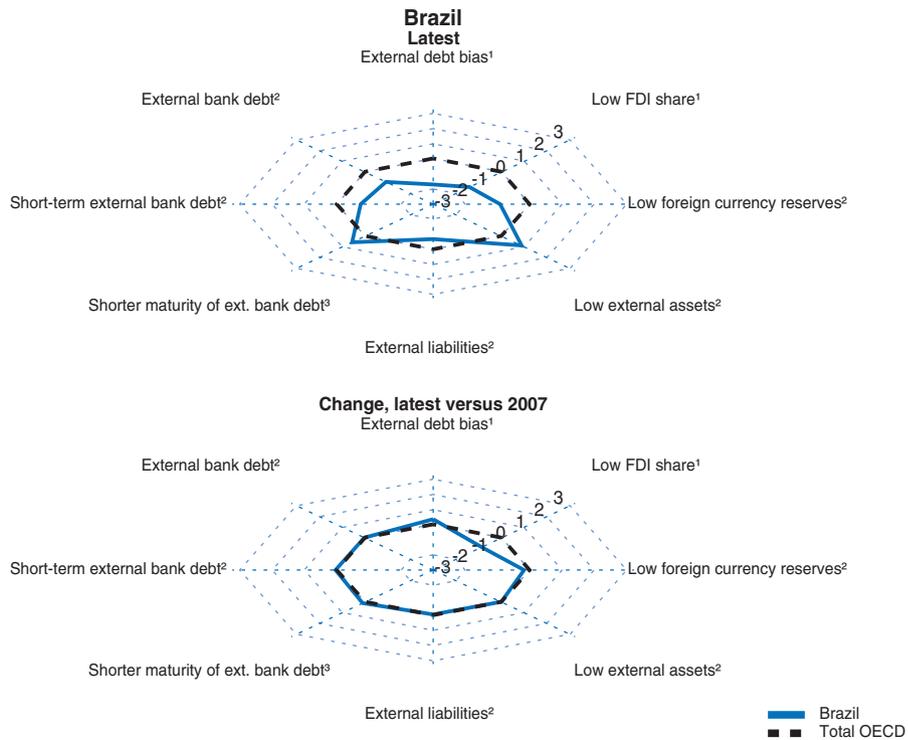


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

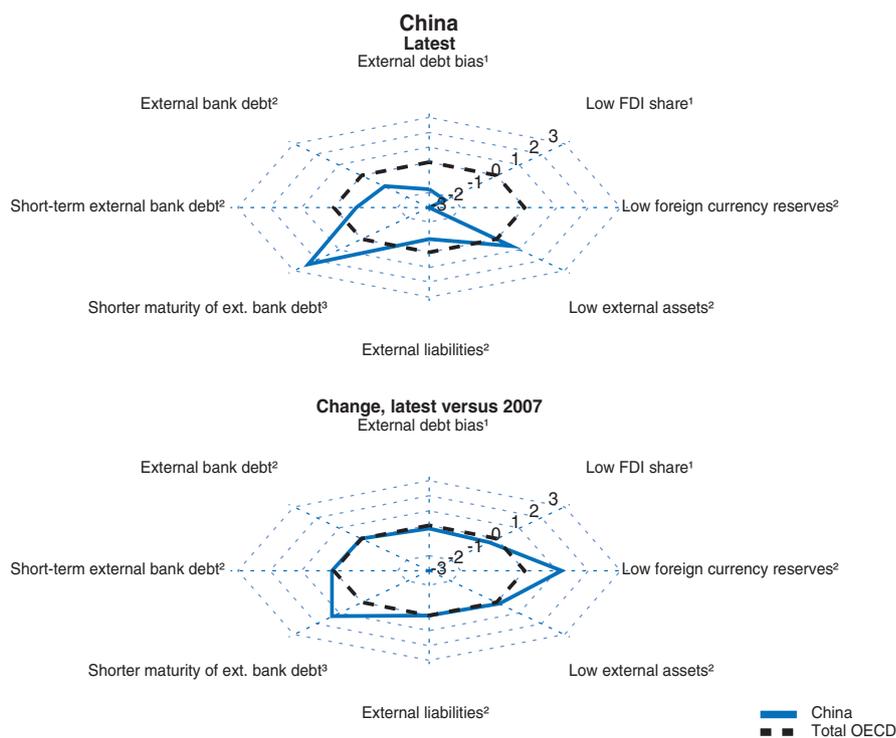
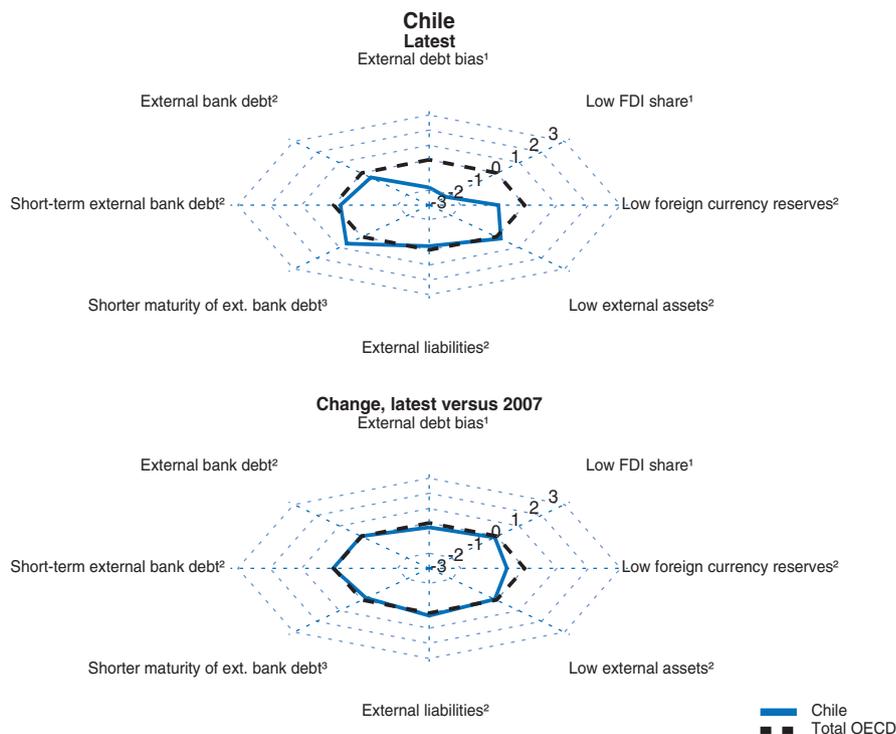


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

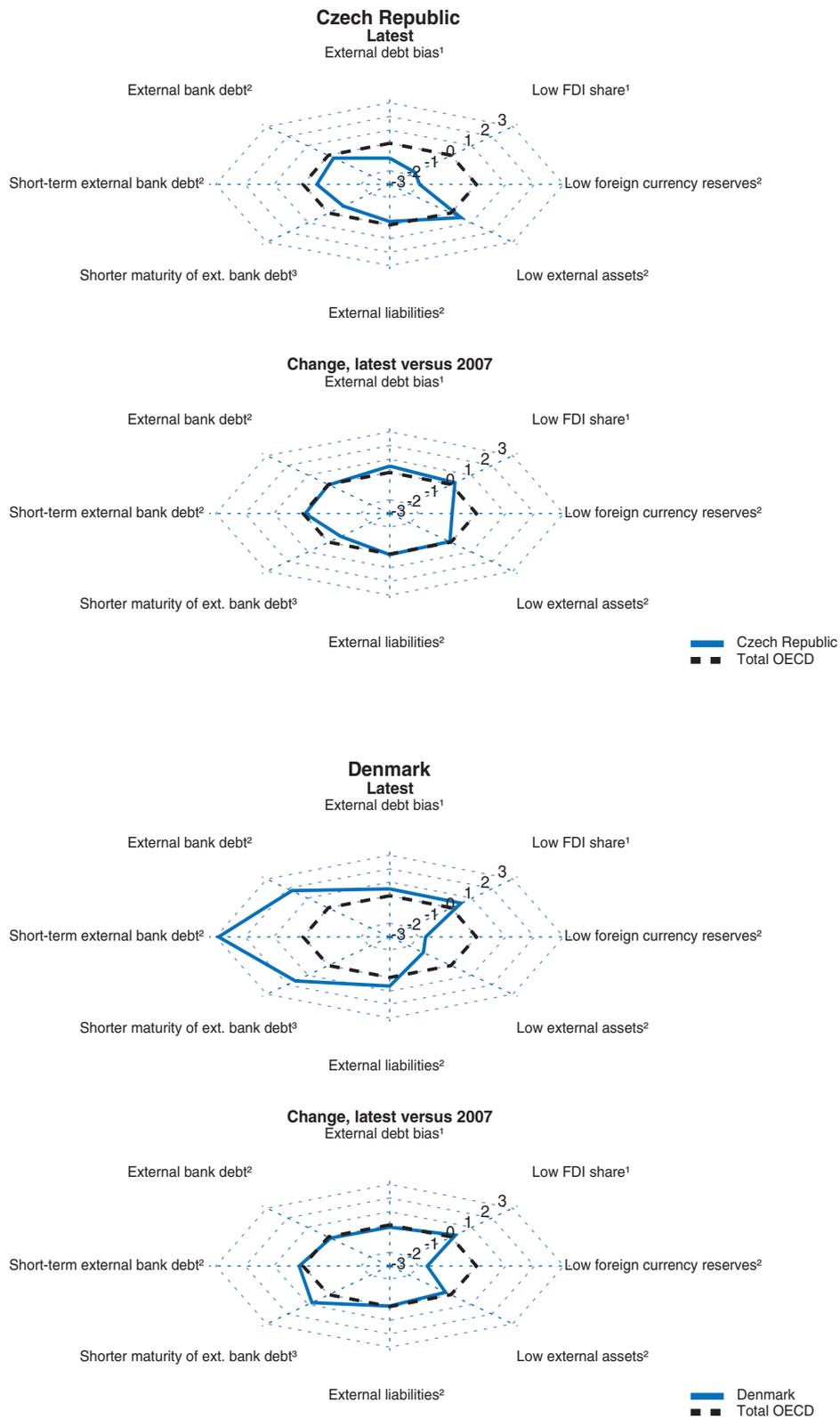


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

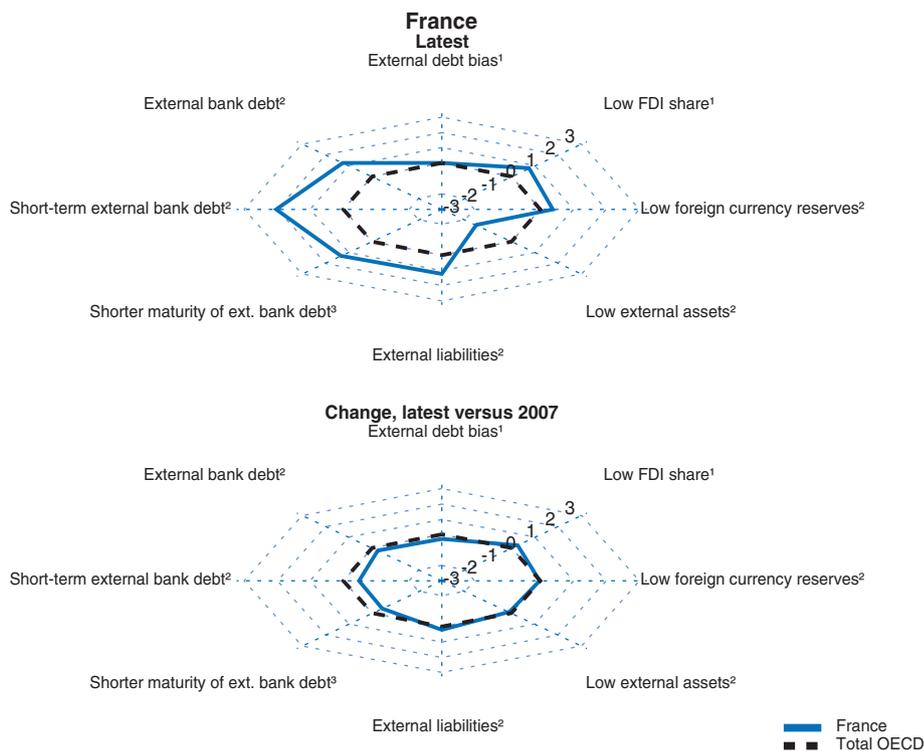
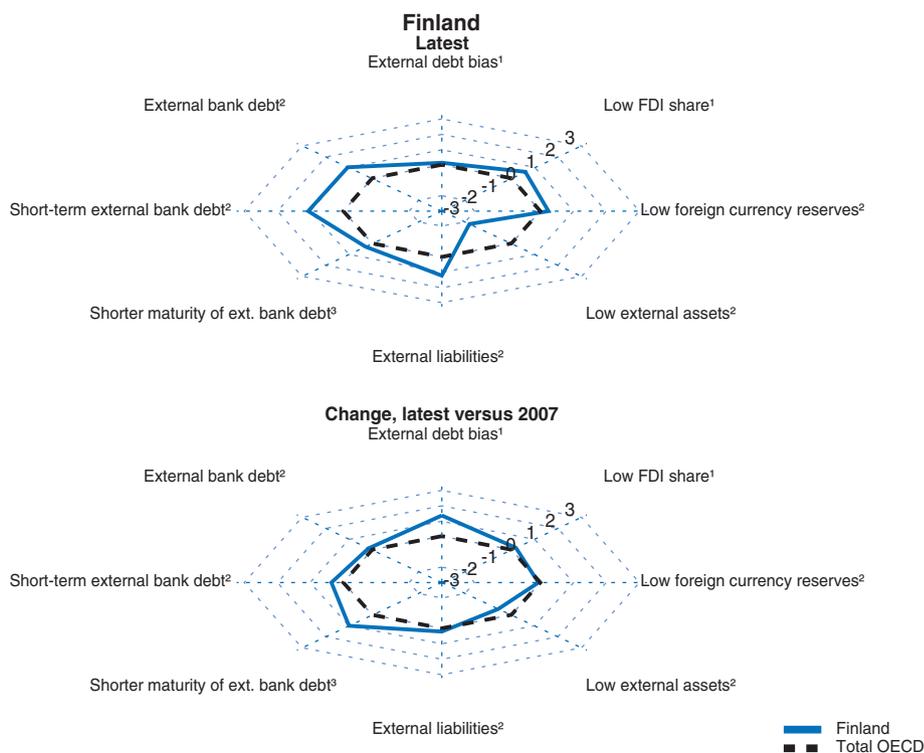


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

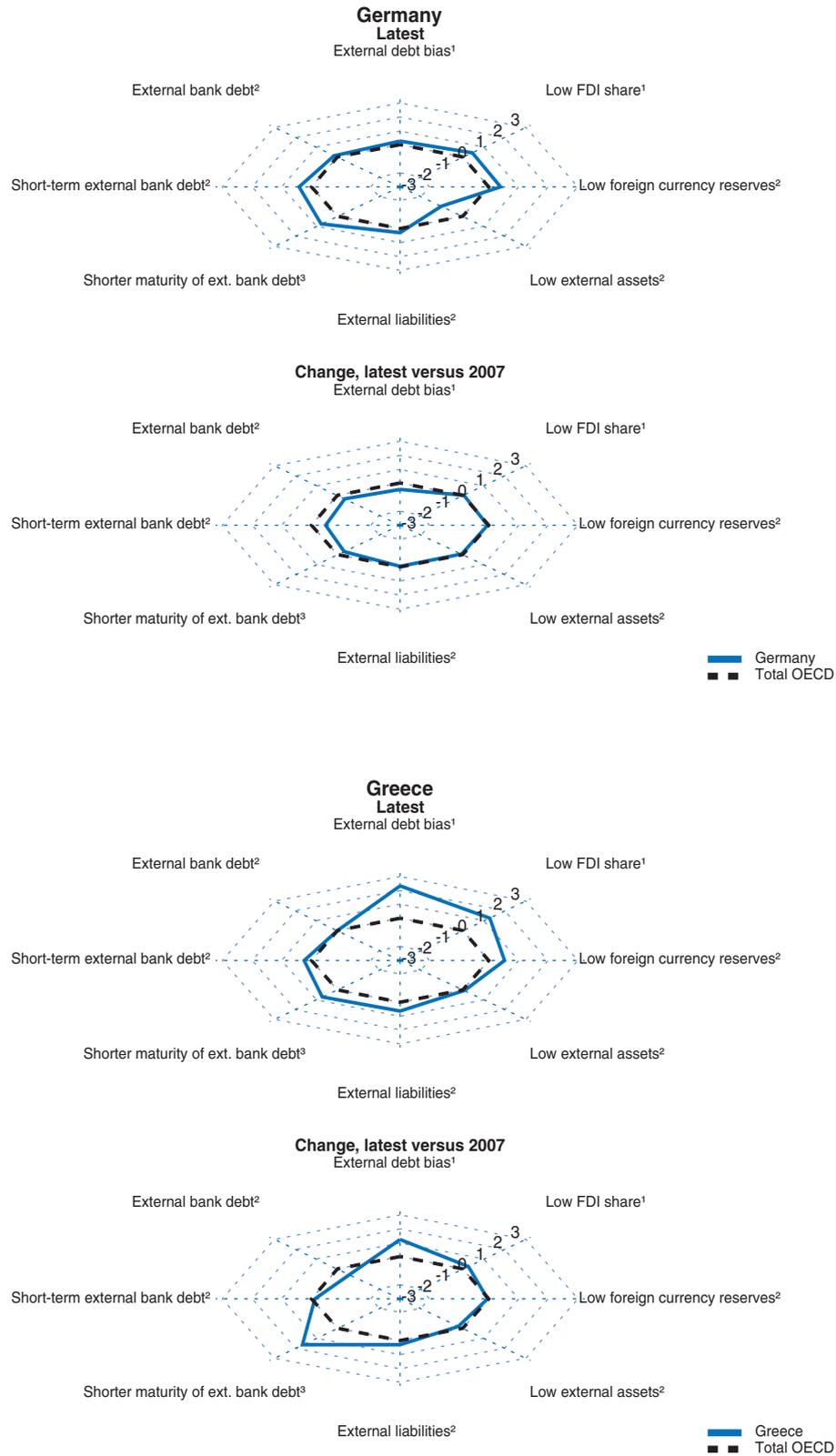


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

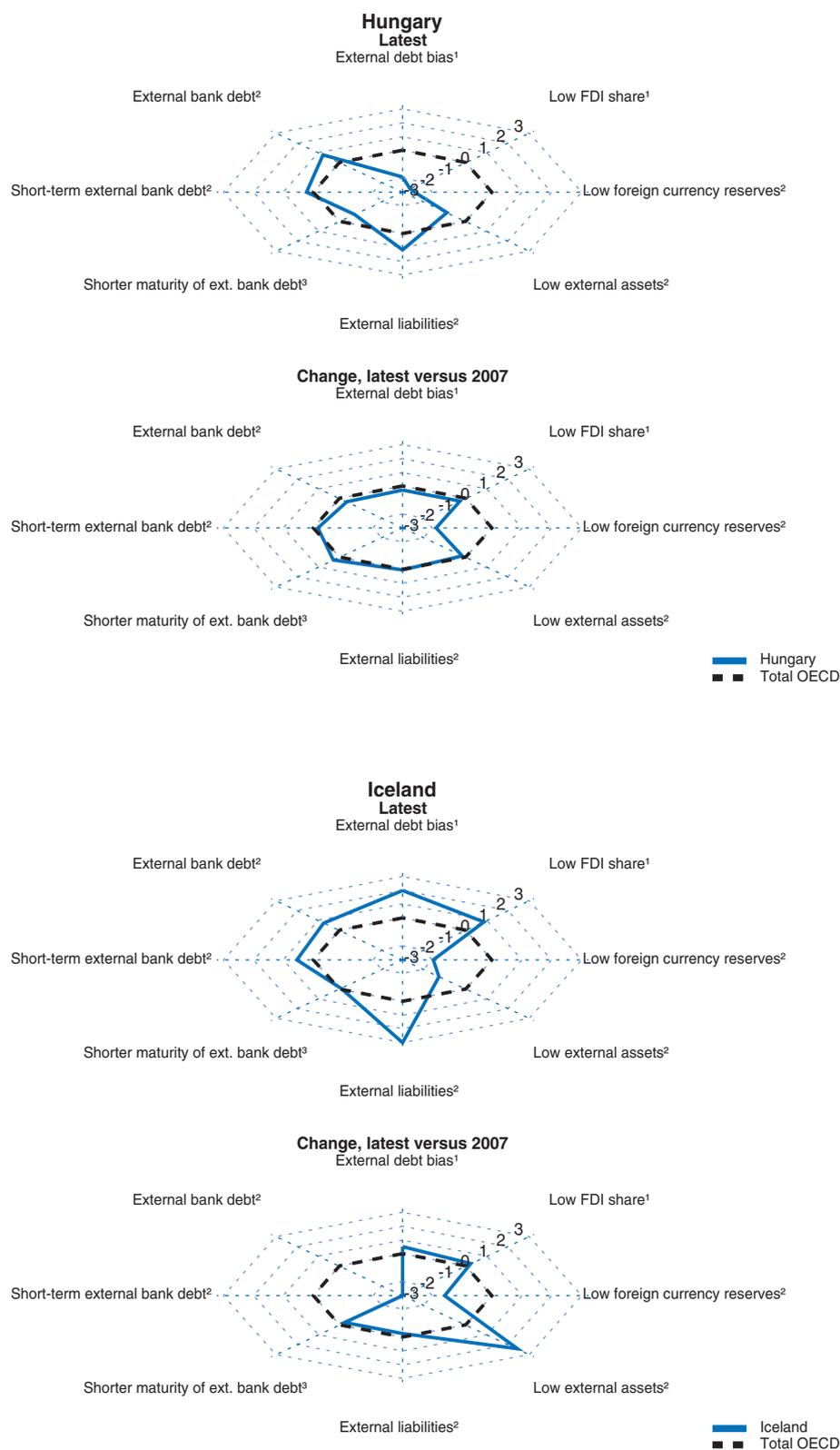


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

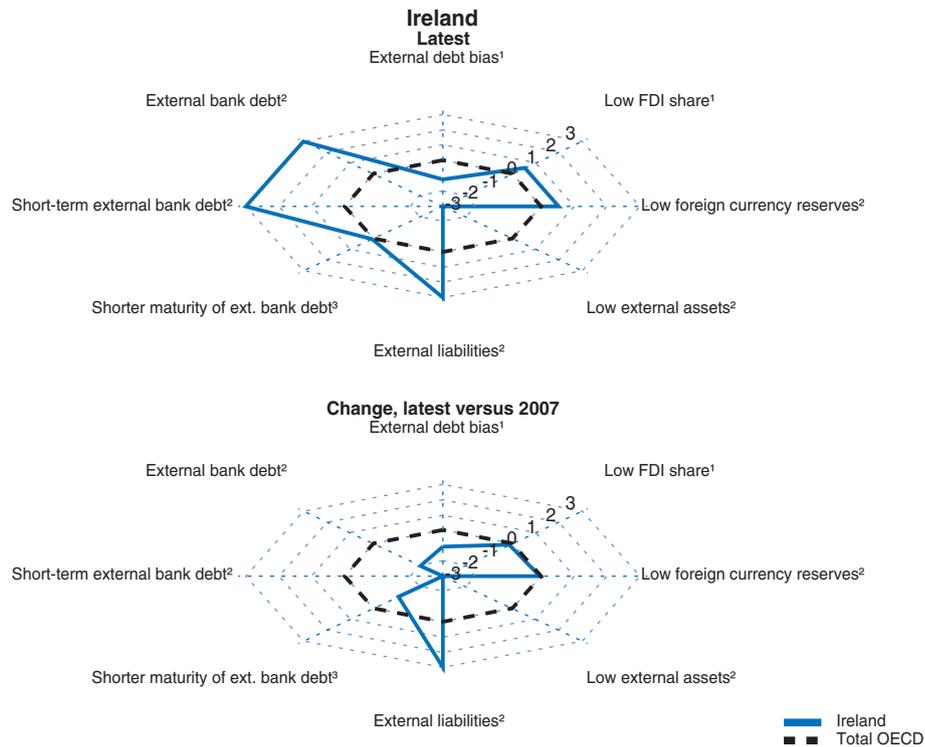
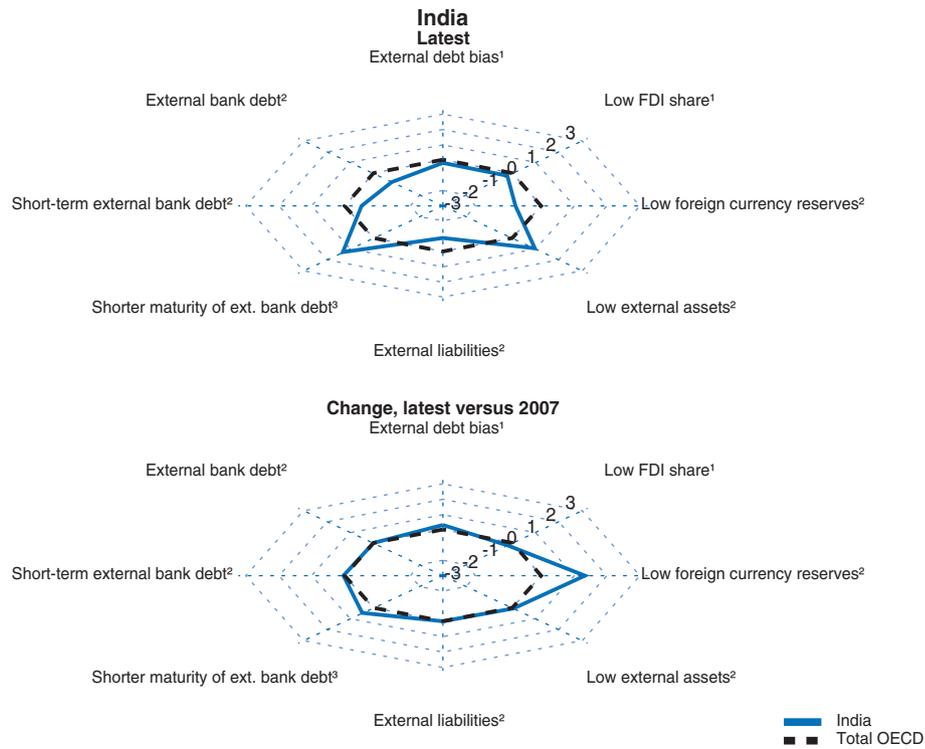


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

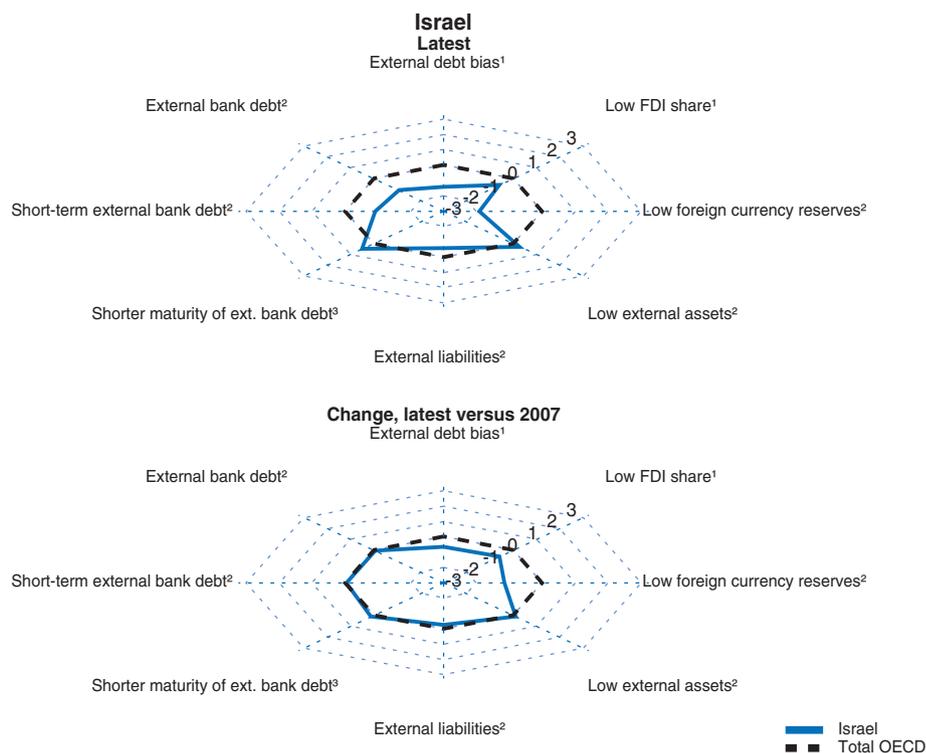
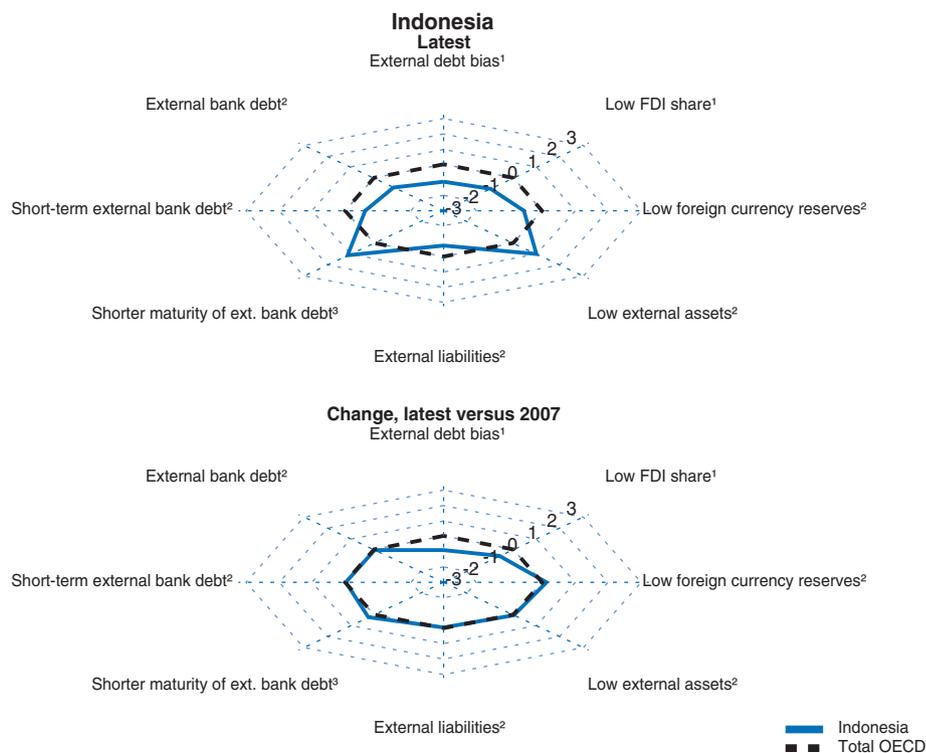


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

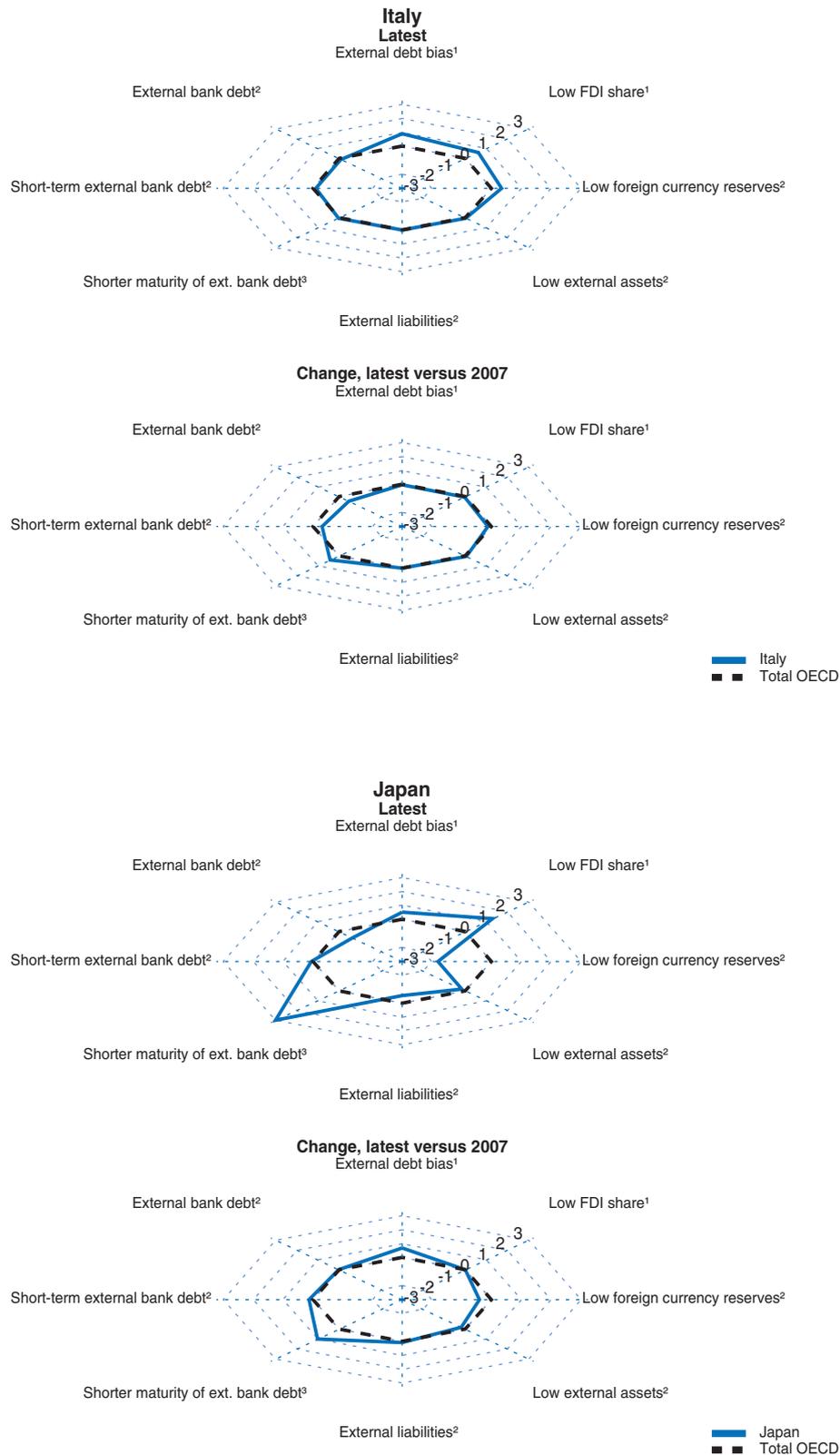


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

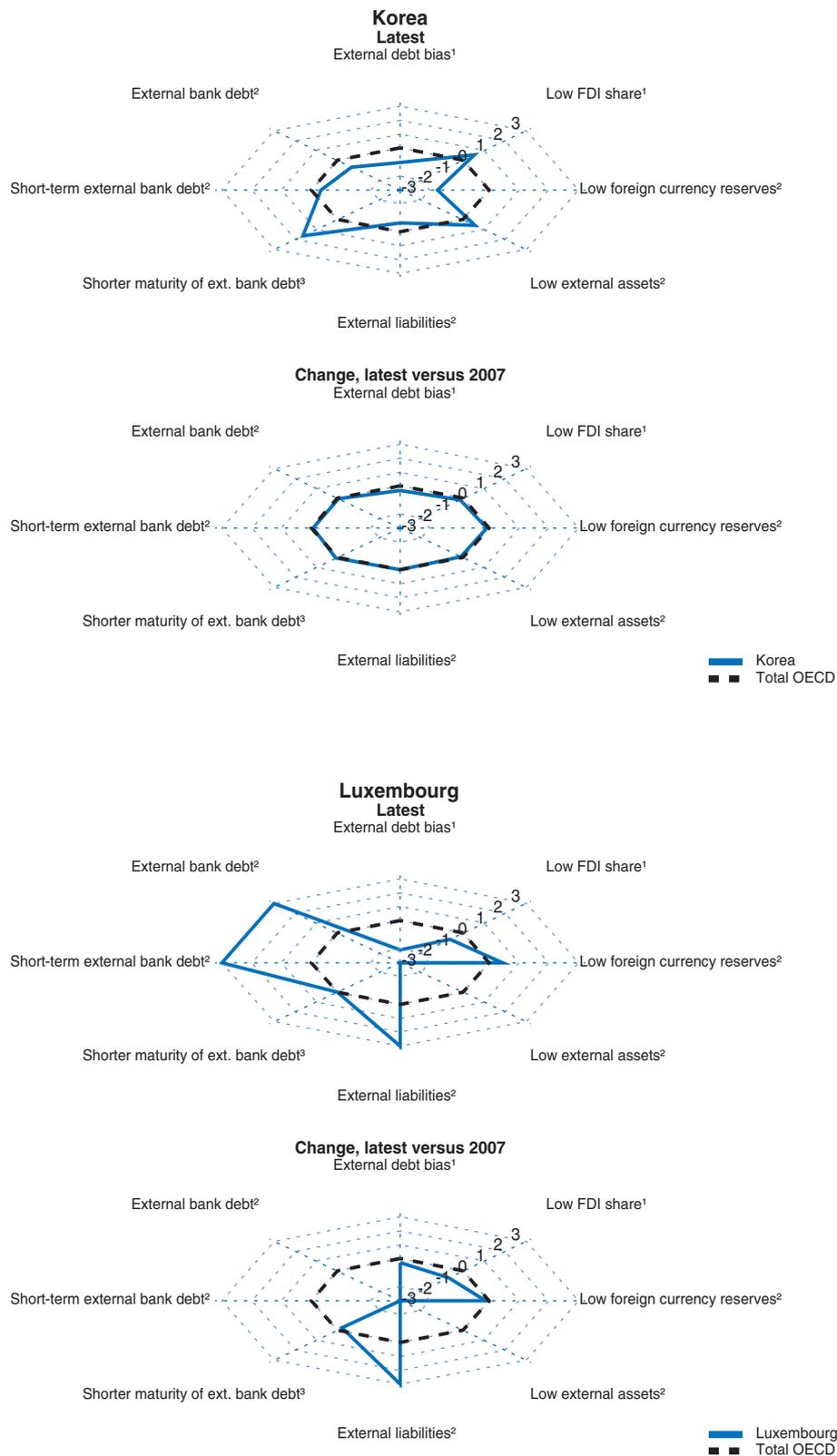


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

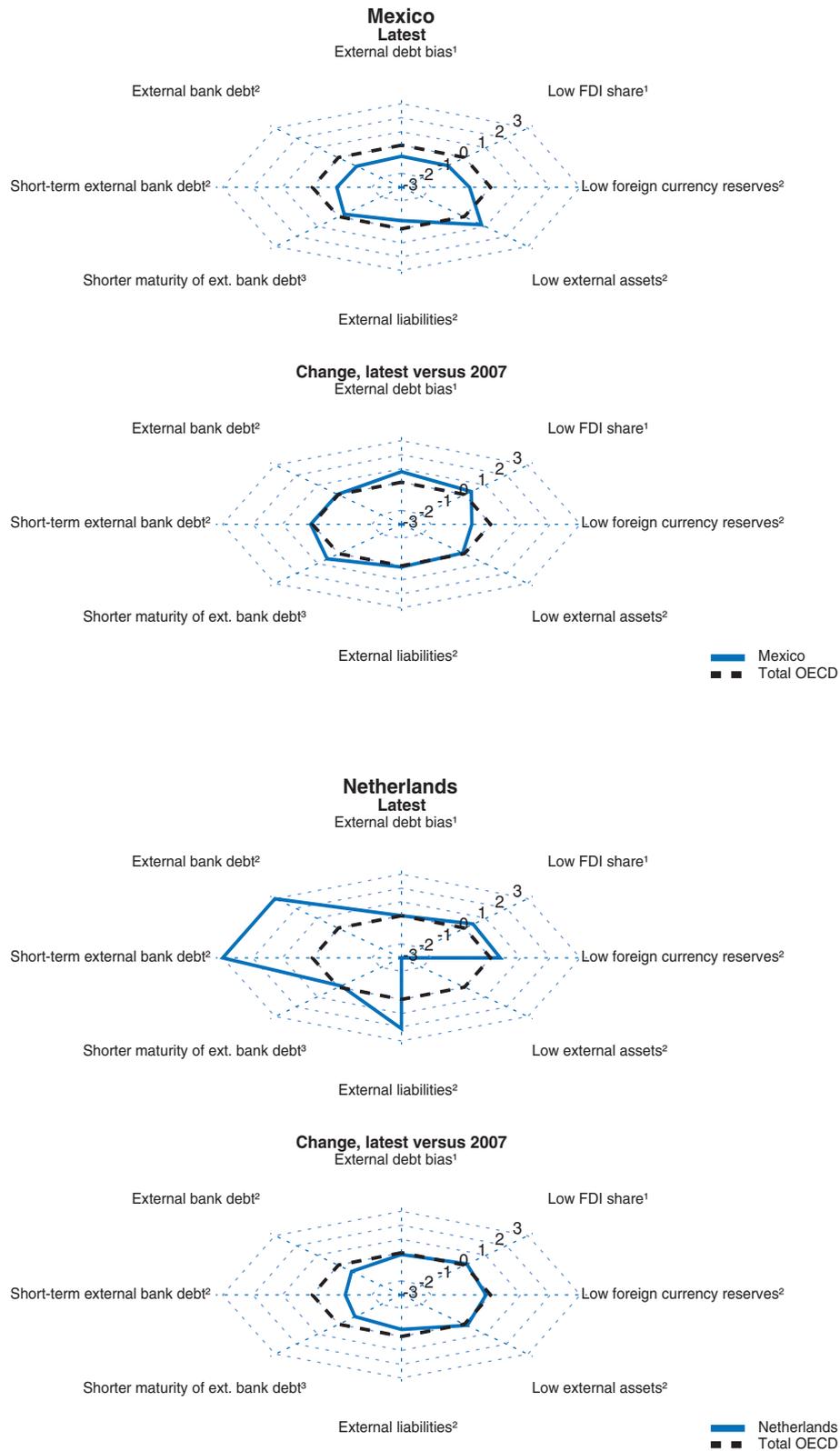


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

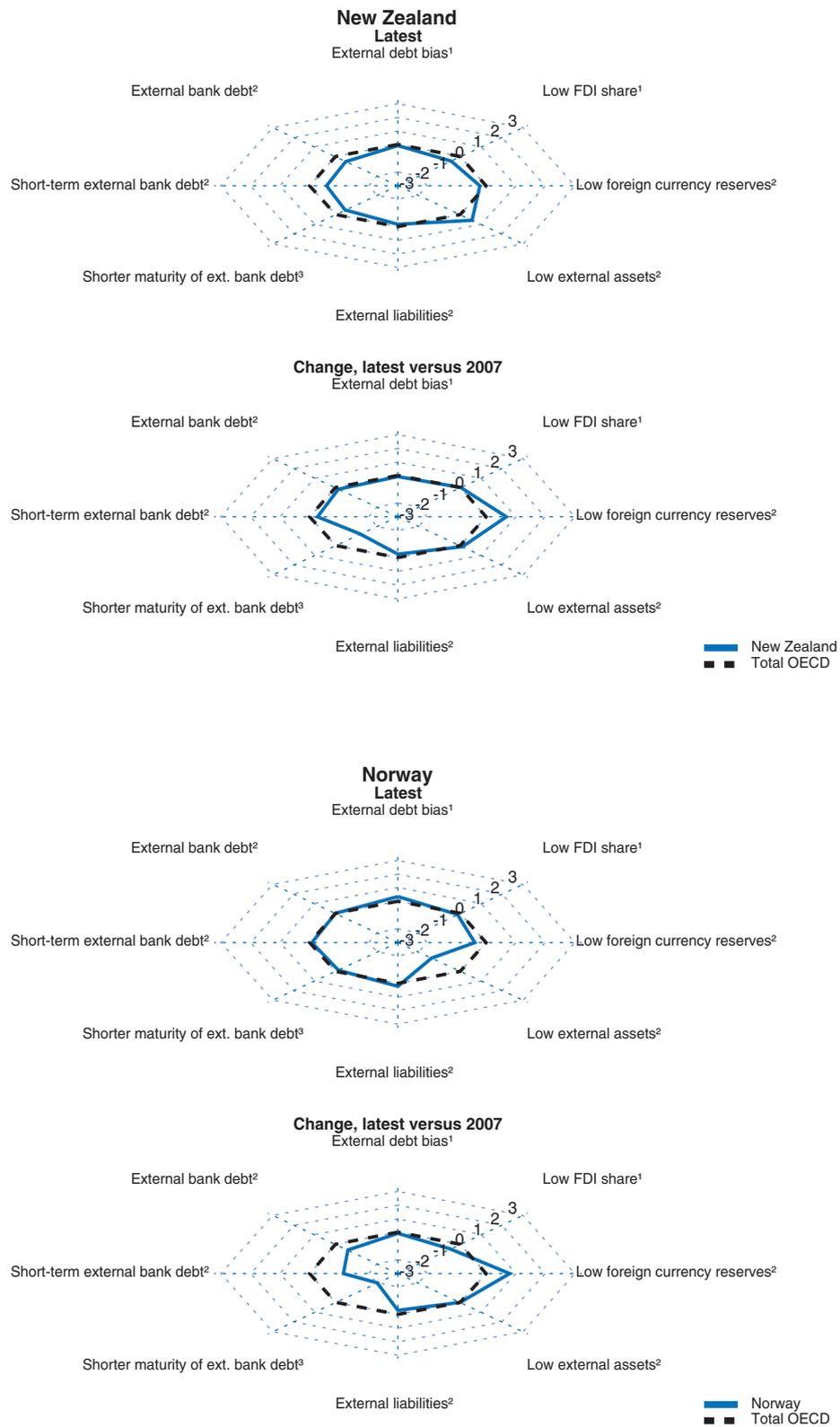


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

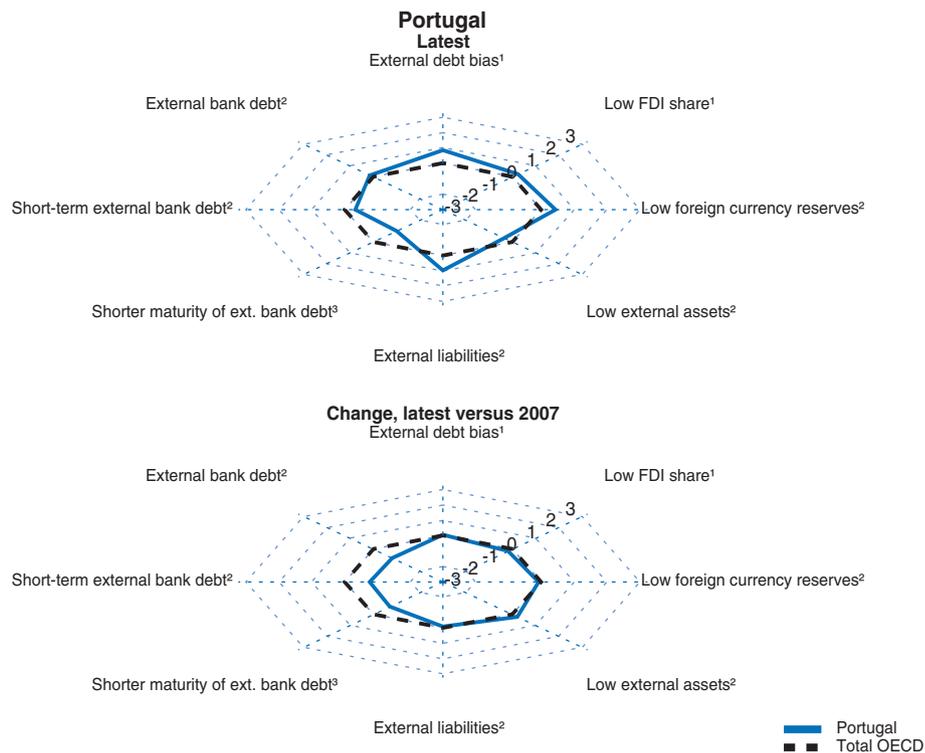
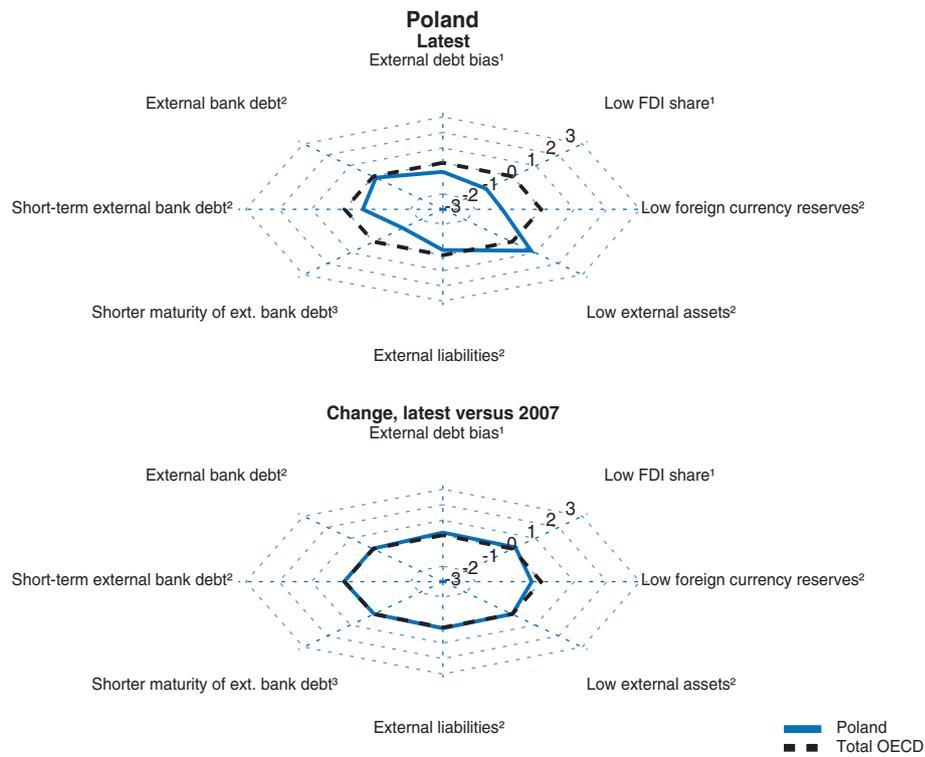


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

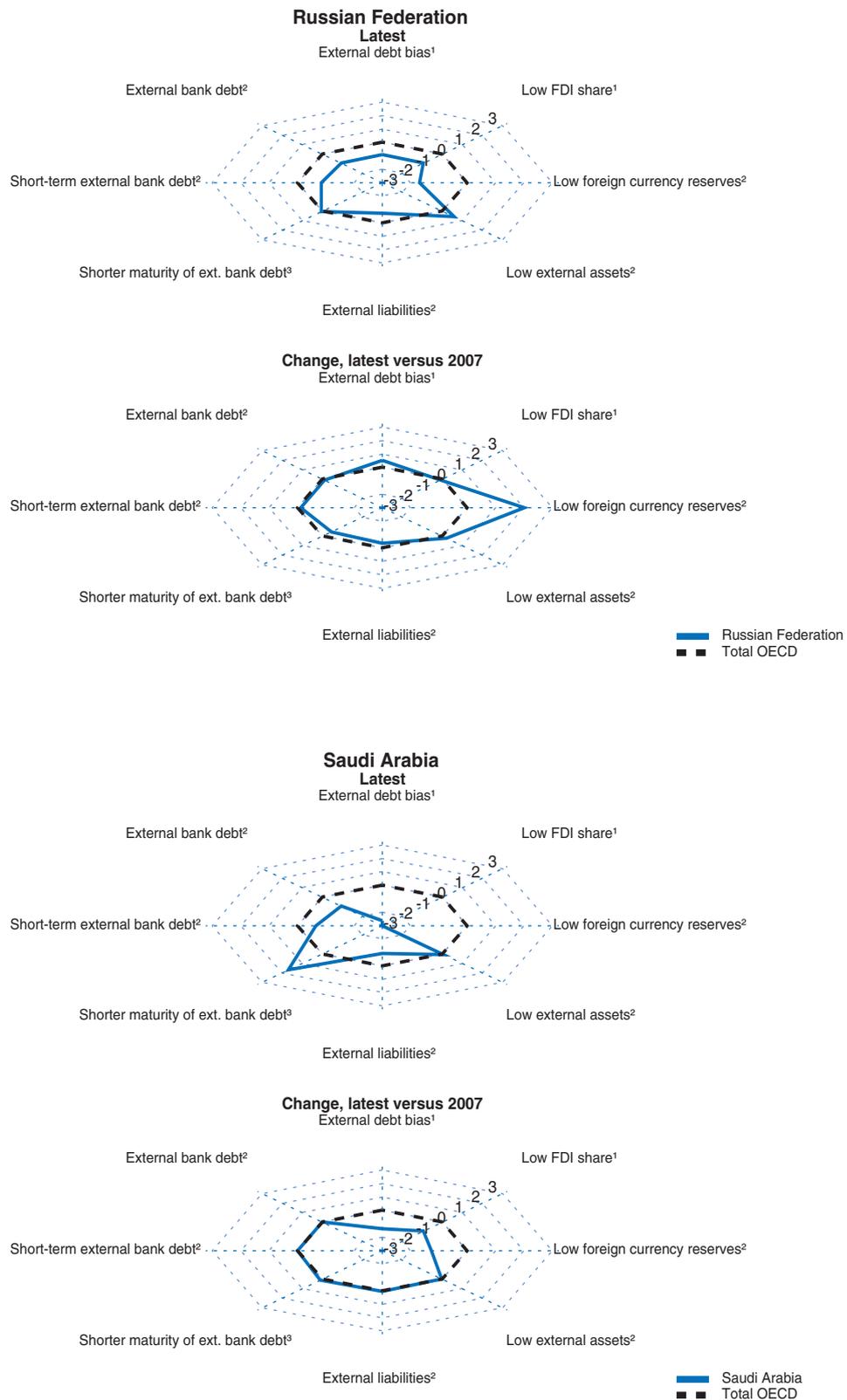


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

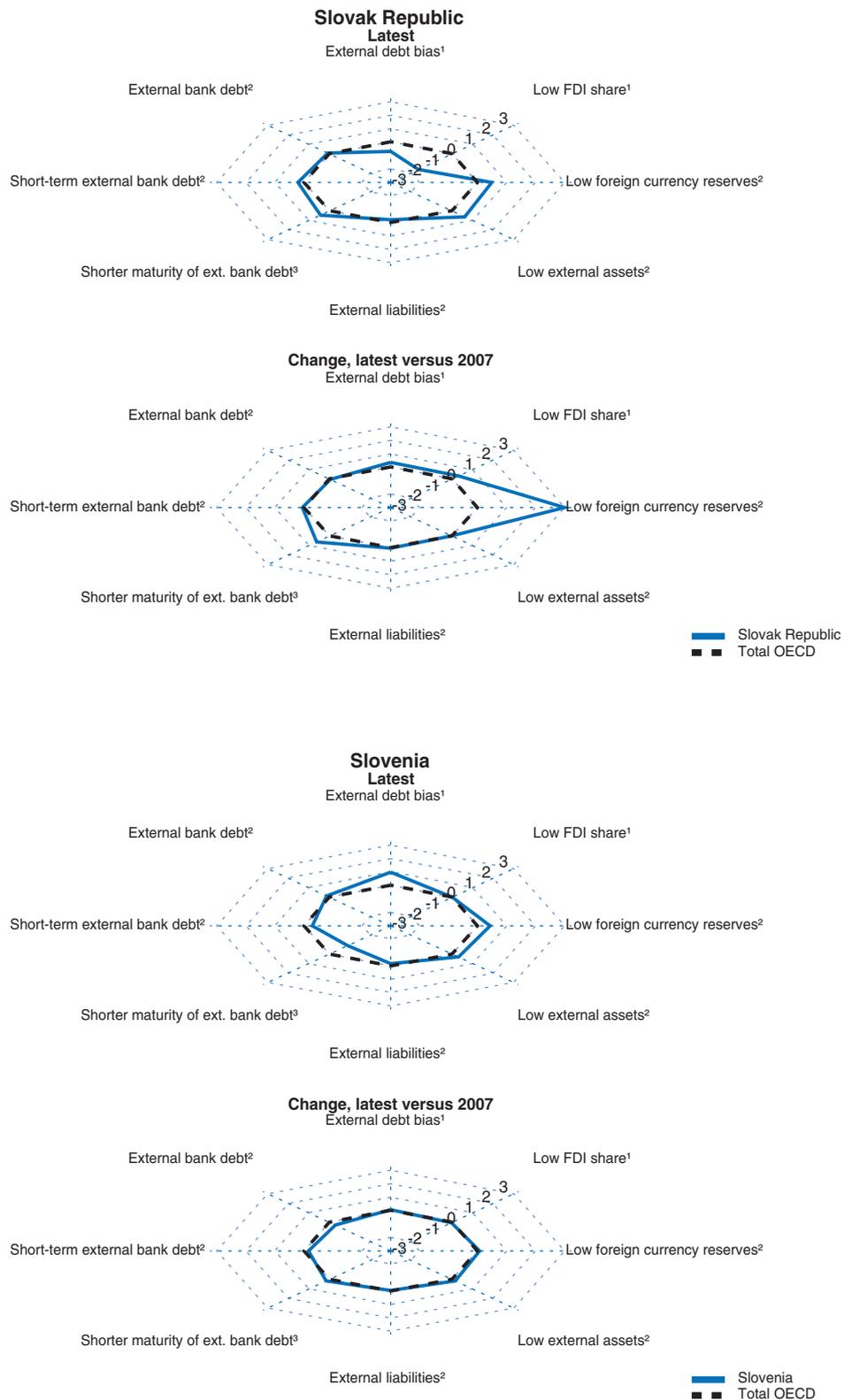


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

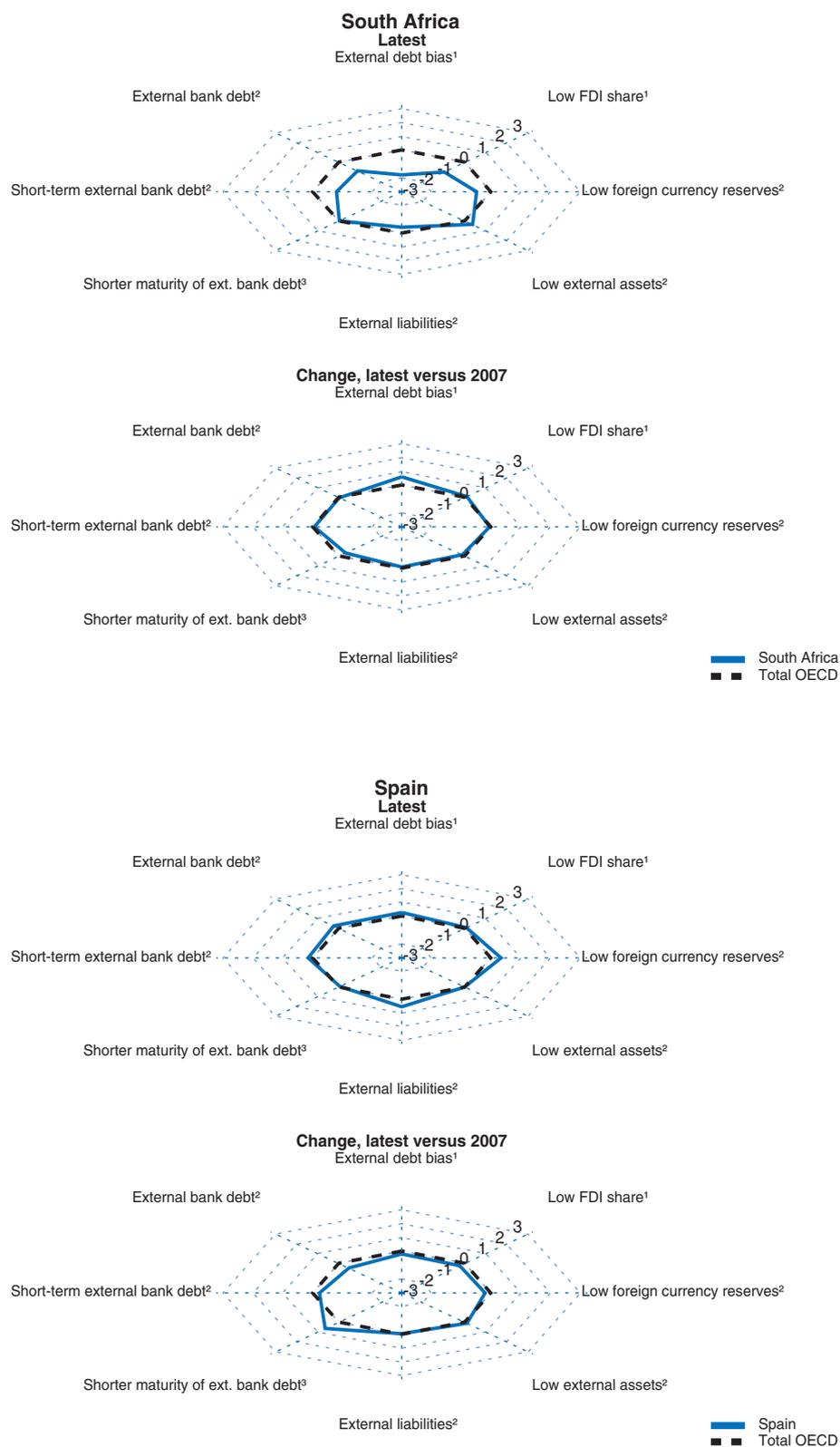


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

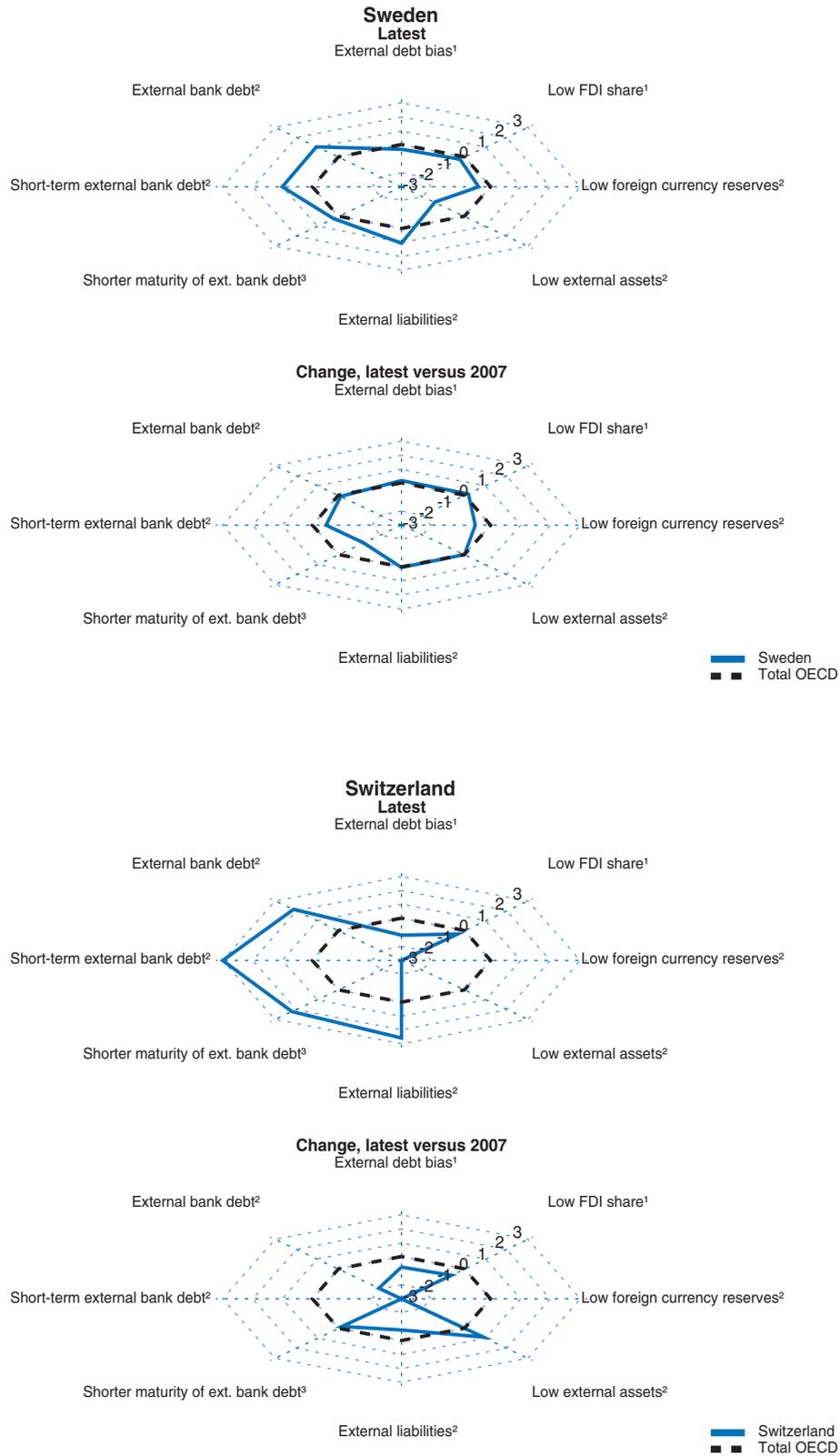


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

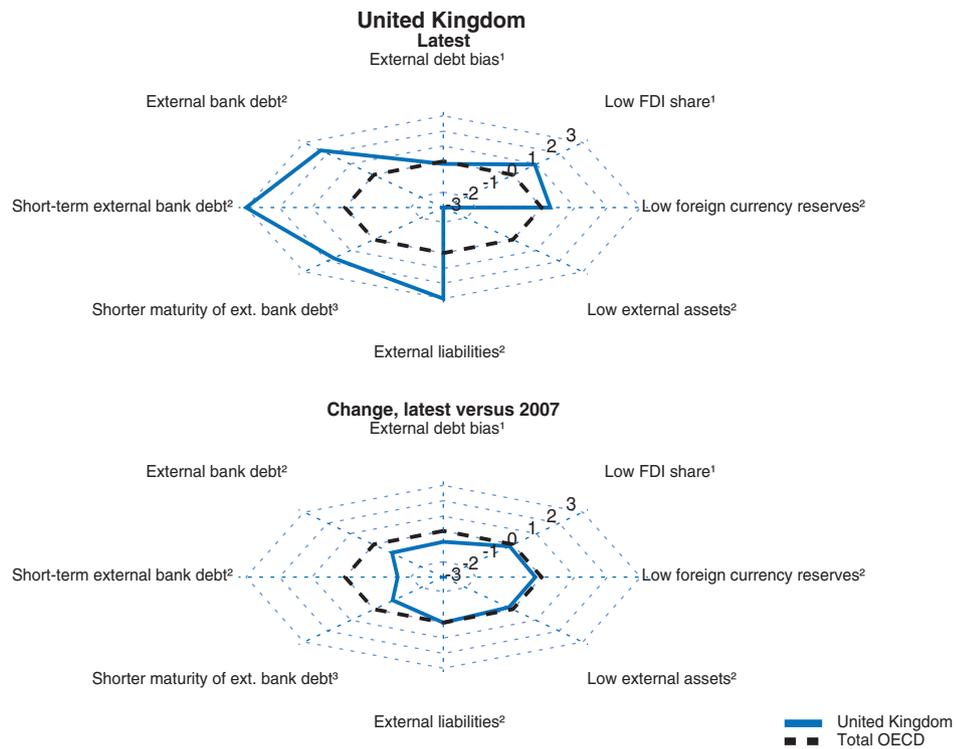
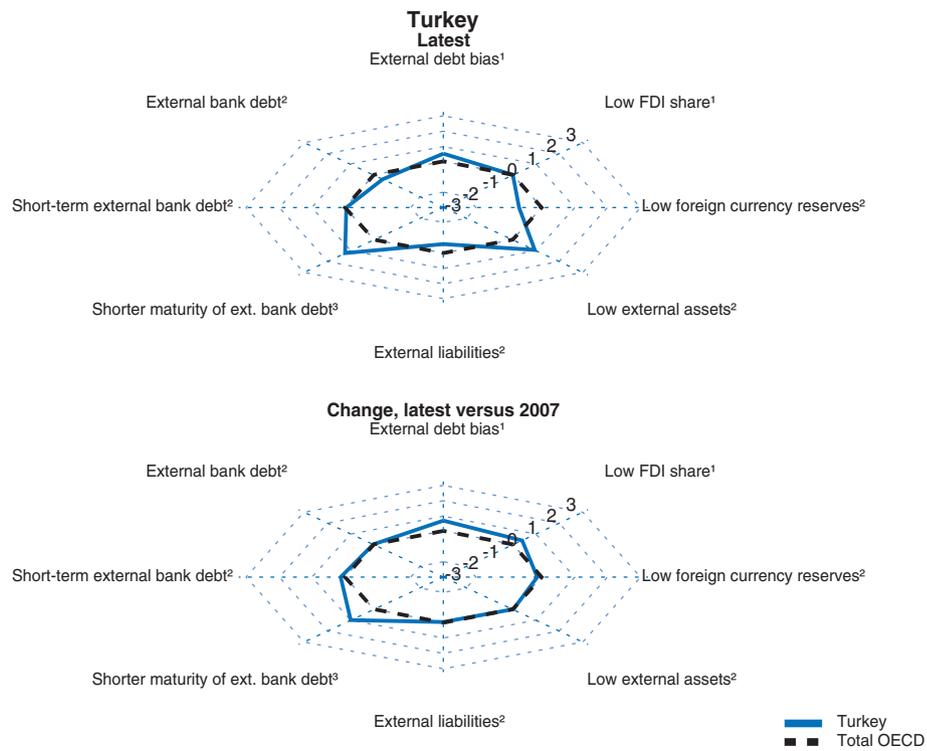


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>

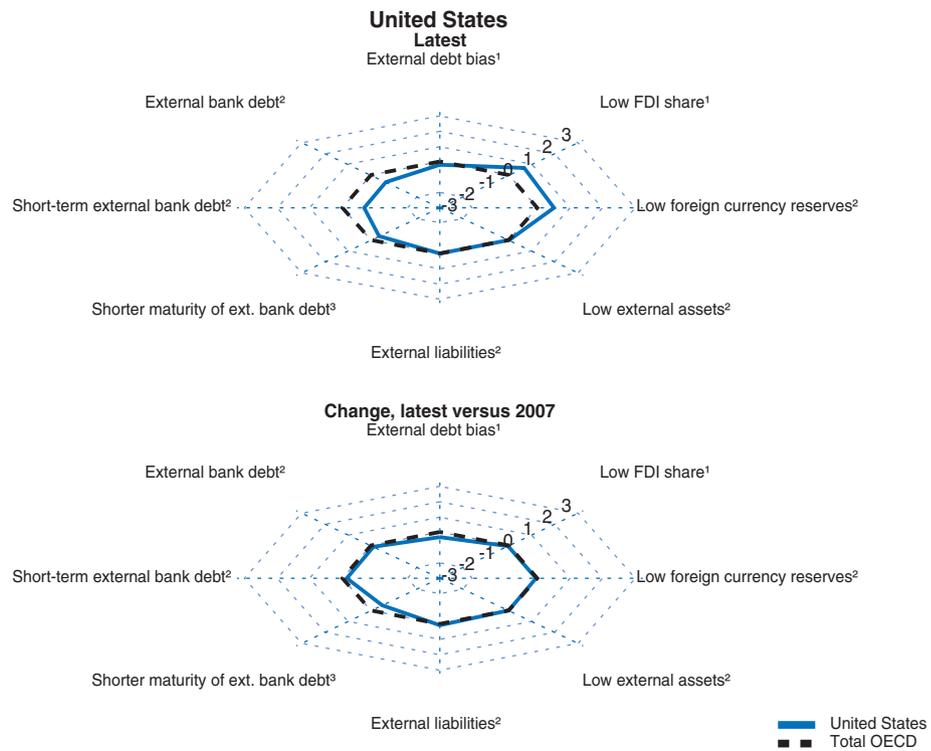


Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>



Note: The diamond charts are explained in the introduction to the annex.

(1) As a per cent of external liabilities. (2) As a per cent of GDP. (3) As a per cent of external bank debt.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933049002>



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 1

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2014-1-en

Please cite this chapter as:

OECD (2014), "Gesamtbeurteilung der wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2014-1-2-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.