

## *Kapitel 1*

# **GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE**

## Zusammenfassung

- Für die nächsten zwei Jahre wird mit einer zögerlichen und ungleichmäßigen Erholung gerechnet. Das Wachstum im OECD-Raum dürfte sich auf kurze Sicht verhalten entwickeln, wobei der Euroraum wohl bis weit in das Jahr 2013 in der Rezession bzw. in der Nähe einer Rezession verharren wird. Bremseffekte dürften von der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, dem in vielen Ländern zu beobachtenden Schuldenabbau der privaten Haushalte und dem geringen Vertrauen ausgehen. Außerhalb des OECD-Raums ist – auch wenn sich die Lage in den einzelnen Ländern unterscheidet – eine raschere Erholung zu erwarten, was z.T. darauf zurückzuführen ist, dass dort mehr Spielraum für politikinduzierte Konjunkturimpulse besteht.
- Angesichts der hohen Abwärtsrisiken wäre auch eine deutlich ungünstigere Entwicklung möglich. Es wird unterstellt, dass destabilisierende Entwicklungen im Euroraum und eine zu drastische Haushaltskonsolidierung in den Vereinigten Staaten durch Politikmaßnahmen vermieden werden. Des Weiteren wird davon ausgegangen, dass es nicht zu größeren Störungen mit Auswirkungen auf die Ölpreise kommt und dass eine längere Phase unterdurchschnittlichen Wachstums nicht in einen Zusammenbruch der Konjunktur unter dem Druck von Vertrauensverlusten, einer zunehmenden Unsicherheit und abnehmenden Ausgaben mündet.
- Die Arbeitsmarktbedingungen werden sich im OECD-Raum insgesamt wahrscheinlich weiter verschlechtern. Auf Grund von Unterschieden zwischen den Ländern bei der Wirtschaftstätigkeit ist mit einer uneinheitlichen Entwicklung zu rechnen, wobei die Arbeitslosigkeit im Euroraum weiter steigen, in den Vereinigten Staaten jedoch sinken wird. Strukturreformen sind unerlässlich, um das Beschäftigungswachstum zu fördern und zu verhindern, dass sich konjunkturelle Arbeitslosigkeit strukturell verfestigt.
- Von großen und weiter wachsenden Kapazitätsüberhängen dürften inflationsdämpfende Effekte ausgehen, allerdings werden die gut verankerten Inflationserwartungen voraussichtlich dafür sorgen, dass die Inflation im OECD-Raum insgesamt weitgehend unverändert auf niedrigem Niveau verharrt; dahinter verbirgt sich jedoch ein gewisser Rückgang im Euroraum und ein durch fiskalische Maßnahmen induzierter Anstieg der Teuerung in Japan.
- Angesichts der schwachen Wirtschaftsaussichten ist eine akkommodierende Geldpolitik angezeigt. Die in den Vereinigten Staaten derzeit verfolgte Politik ist angemessen, im Euroraum, in Japan sowie in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, darunter China, ist jedoch eine zusätzliche Lockerung notwendig.
- Die öffentlichen Haushalte müssen in vielen Ländern konsolidiert werden, eine zu starke Straffung könnte in Anbetracht der derzeit hohen fiskalischen Multiplikatoren jedoch kostspielig werden. In den Vereinigten Staaten sollte die Haushaltskonsolidierung – im Kontext eines detaillierten mittelfristigen Haushaltskonsolidierungsplans – mit gemäßigerem Tempo durchgeführt werden, als der gegenwärtige Gesetzesrahmen dies vorsieht. Im Euroraum sollte sich die strukturelle Haushaltskonsolidierung auf das beschränken, was in den aktuellen Haushaltsverpflichtungen enthalten ist, wobei das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden sollte. Um einen Glaubwürdigkeitsverlust zu verhindern, zu dem es kommen könnte, wenn einzelne Länder allein handeln, sollte eine entsprechende Politik konzertiert festgelegt und kommuniziert werden.

- Sollten schwerwiegende Abwärtsrisiken eintreten, wären weitere Konjunkturmaßnahmen unerlässlich. In allen Volkswirtschaften wären dann niedrigere Zinsen – sofern dies möglich ist – sowie eine wesentlich stärkere quantitative Lockerung angebracht. Länder mit solider Haushaltslage (wie Deutschland und China) sollten für vorübergehende fiskalische Konjunkturimpulse sorgen. Die meisten anderen Länder sollten die geplante Haushaltskonsolidierung entweder verlangsamen oder – falls sie sehr hoch verschuldet sind oder unter sehr starkem Druck von Seiten der Märkte stehen – das Wirken der automatischen Stabilisatoren in vollem Umfang zulassen.
- Die Krise im Euroraum ist derzeit immer noch die größte Bedrohung für die Weltwirtschaft – trotz der jüngsten Maßnahmen, die den kurzfristigen Druck verringert haben. Der Ausgleich der tiefsitzenden Ungleichgewichte im Euroraum hat begonnen, es muss jedoch noch wesentlich mehr geschehen, um langfristige Tragfähigkeit zu sichern, was durch Strukturreformen sowohl in den Defizit- als auch den Überschussländern unterstützt werden muss. Mehr muss auch getan werden, um negativen Rückkopplungsbeziehungen zwischen öffentlicher Haushaltslage, Bankensolvenz und Austrittsrisiken entgegenzuwirken. Längerfristig bedarf es dazu einer echten Bankenunion mit einer gemeinsamen finanziellen Absicherung. Auf kurze Sicht sollte, wo dies notwendig ist, eine direkte Bankenrekapitalisierung durch den ESM erfolgen; gefährdete Länder sollten dazu ein EFSF/ESM-Programm in Anspruch nehmen, was dann nötigenfalls Staatsanleihekäufe durch die EZB ermöglichen würde.

## Einführung

### **Die Erholung der Weltwirtschaft ist ins Stocken geraten ...**

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich im vergangenen Jahr deutlich verlangsamt, und die Anfälligkeiten, die sich Ende 2011 bemerkbar gemacht hatten, wurden durch die Rezession im Euroraum und die unerwartet starke Konjunkturabschwächung in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zusätzlich verstärkt. Zu den dafür verantwortlichen Faktoren gehören die negativen Ausstrahlungseffekte der Eurokrise auf die Weltwirtschaft und das Vertrauen, der sich weiter fortsetzende Schuldenabbau im Anschluss an die Finanzkrise, stärkere Nebeneffekte der bisherigen Haushaltskonsolidierung als erwartet sowie die allgemeine Unsicherheit, nicht nur über den künftigen Kurs in der Geldpolitik, sondern auch über den Umfang der in einigen Nicht-OECD-Ländern verzeichneten Verlangsamung des Trendwachstums. In den OECD-Ländern außerhalb des Euroraums hat das Wachstum – nach einem in den letzten Jahren einheitlichen Muster – um einen moderat steigenden Trend herum fluktuiert. In einigen dieser Länder besteht nach wie vor das Risiko, dass endogene dynamische Kräfte, die von der hohen Arbeitslosigkeit, überschüssigen Lagerbeständen sowie einem geringen Vertrauen ausgehen, die Wirtschaftstätigkeit weiter bremsen. Trotz gewisser Zeichen einer Stabilisierung in der jüngsten Zeit bleiben die weltweiten Aussichten prekär – es bestehen starke Abwärtsrisiken – und sind sehr vom Tempo und von der Entschlossenheit der Aktionen der Politik abhängig.

### **... und das Wachstum dürfte noch einige Zeit verhalten bleiben**

Das hier dargestellte Basisszenario beruht auf der Annahme, dass ausreichende Politikmaßnahmen ergriffen werden, um große Negativrisiken auszuschalten. Doch auch unter diesen Voraussetzungen ist nur mit einer zögerlichen und ungleichmäßigen Erholung zu rechnen, und so dürfte das Wachstum 2013 Mühe haben, wieder in Fahrt zu kommen, während zugleich eine weitere unerfreuliche Verschlechterung der ohnehin schon ungünstigen Arbeitsmarktbedingungen zu erwarten ist (Tabelle 1.1). Im OECD-Raum dürfte das Wachstum auf kurze Sicht nur bescheiden ausfallen, wobei es sich in den Vereinigten Staaten wohl besser behaupten wird als in Japan, wo die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Halbjahr 2012 gesunken ist und die zu erwartende Wachstumsbelebung verhalten bleiben dürfte, da die von den Wiederaufbauanstrengungen ausgehende Schubwirkung allmählich nachlässt. Der Euroraum wird den Projektionen zufolge bis weit in das Jahr 2013 in der Rezession bzw. in der Nähe einer Rezession verharren, und es wird mit erheblichen fiskalischen Belastungsfaktoren und einem starken Schuldenabbau im privaten Sektor gerechnet. Vor diesem Hintergrund könnte die Arbeitslosigkeit im OECD-Raum bis Mitte 2013 weiter steigen und anschließend nur langsam abnehmen. Von zunehmenden Kapazitätsüberhängen geht im Euroraum Abwärtsdruck auf die Inflation aus, allerdings werden gut verankerte Inflationserwartungen, wie in anderen Ländern auch, dafür sorgen, dass sich die Inflation nur wenig ändert. In den großen Volkswirtschaften außerhalb des OECD-Raums wird die Erholung – wenn auch in den einzelnen Ländern mit unterschiedlichem Tempo

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

OECD area, unless noted otherwise

	Average 2000-2009	2010	2011	2012	2013	2014	2012 Q4 / Q4	2013 Q4 / Q4	2014
	Per cent								
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>	1.7	3.0	1.8	1.4	1.4	2.3	1.0	1.9	2.5
United States	1.7	2.4	1.8	2.2	2.0	2.8	1.8	2.2	3.2
Euro area	1.3	1.9	1.5	-0.4	-0.1	1.3	-0.5	0.6	1.6
Japan	0.5	4.5	-0.7	1.6	0.7	0.8	0.3	2.0	-0.1
<b>Output gap<sup>2</sup></b>	0.8	-2.7	-2.5	-2.9	-3.3	-2.9			
<b>Unemployment rate<sup>3</sup></b>	6.5	8.3	8.0	8.0	8.2	8.0	8.1	8.1	7.9
<b>Inflation<sup>4</sup></b>	2.5	1.9	2.6	2.1	1.7	1.9	2.0	1.7	2.0
<b>Fiscal balance<sup>5</sup></b>	-2.8	-7.7	-6.5	-5.5	-4.6	-3.6			
<i>Memorandum Items</i>									
<b>World real trade growth</b>	4.9	12.8	6.0	2.8	4.7	6.8	3.2	5.9	7.2
<b>World real GDP growth<sup>6</sup></b>	3.3	4.9	3.7	2.9	3.4	4.2	2.9	3.9	4.4

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

2. Per cent of potential GDP.

3. Per cent of labour force.

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

5. Per cent of GDP.

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

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744109>

und in unterschiedlichem Umfang – voraussichtlich etwas rascher voranschreiten als im OECD-Raum, was z.T. darauf zurückzuführen ist, dass in vielen dieser Länder mehr Spielraum für Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur vorhanden ist. Falls sich entscheidende Negativrisiken nicht ausschalten lassen und – vor allem – falls sich die Krise im Euroraum deutlich verstärken sollte, wäre mit einer wesentlich ungünstigeren Entwicklung zu rechnen, die die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession und Deflation stürzen könnte, was mit einem starken zusätzlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit verbunden wäre.

Dieses Kapitel ist wie folgt aufgebaut: Nach einer Beschreibung der wichtigsten real- und finanzwirtschaftlichen Kräfte, die die gegenwärtige Situation bestimmen, werden die Projektionen dargestellt und die Auswirkungen auf Inflation, Arbeitsmärkte und Leistungsbilanzen erörtert. Danach werden die Risiken untersucht, die auf den Projektionen lasten, und die nötigen Politikmaßnahmen zur Bewältigung der Krise im Euroraum erörtert. Zum Schluss werden dann die angesichts dieser Projektionen bestehenden Haupterfordernisse für die makroökonomische und die Finanzmarktpolitik dargelegt, wobei auch auf die zusätzlichen Maßnahmen eingegangen wird, die notwendig würden, falls schwerwiegende Abwärtsrisiken eintreten sollten.

## Wesentliche Bestimmungsfaktoren

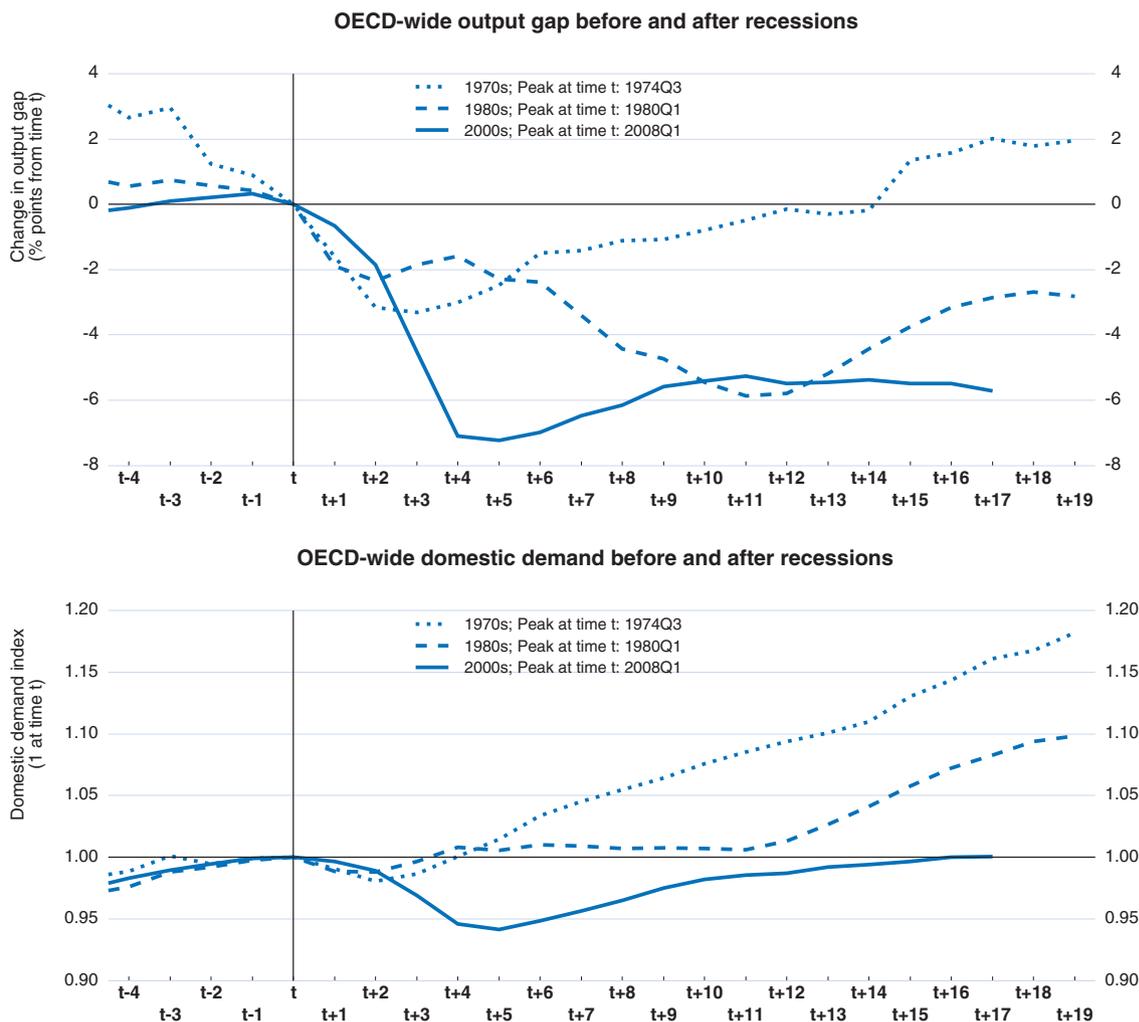
### Nachfrage- und Konjunkturentwicklung

#### Die Wirtschaftslage ist sehr unsicher

Das Tempo der Erholung ist im OECD-Raum insgesamt nach wie vor äußerst gemäßigt. Tatsächlich entwickelt sich die Wirtschaftstätigkeit bei weitem nicht so, wie dies im OECD-Raum in der Vergangenheit in Erholungsphasen

nach Rezessionen zu beobachten war (Abb. 1.1). In vielen OECD- und Nicht-OECD-Ländern hat sich eine unerwartete Konjunkturschwäche eingestellt, und im Kontext eines eingetrübten Konsum- und Geschäftsklimas drückt die gesunkene Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern und Investitionsgütern auf die Auftragsbücher der Unternehmen. Die Faktoren, die für diese simultane Konjunkturverlangsamung verantwortlich sind, lassen sich zwar schwer in vollem Umfang identifizieren, die Krise im Euroraum und die langsamen und ungleichmäßigen Fortschritte, die bei notwendigen Politikmaßnahmen erzielt wurden, haben aber zweifellos negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft, da dadurch über Handels-, Finanzmarkt- und Vertrauenseffekte auch andere Volkswirtschaften innerhalb und außerhalb des OECD-Raums beeinträchtigt werden (Kasten 1.1). Weitere wichtige Faktoren sind die allgemeinen Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sowie die

Figure 1.1. **OECD recoveries compared**  
Quarters; GDP peak at time t



Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742741>

### Kasten 1.1 Ausstrahlungseffekte der Eurokrise auf aufstrebende Volkswirtschaften

Das Produktionswachstum war in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften 2012 wesentlich schwächer als im Vorjahr. Zu dieser Verlangsamung kam es vor dem Hintergrund einer erheblichen Straffung der inländischen geldpolitischen Bedingungen in mehreren Ländern, die bis Anfang 2012 andauerte, sowie der sich verschärfenden Krise im Euroraum. Dieser Kasten soll einen Überblick darüber geben, inwieweit die Eurokrise das Wachstum in aufstrebenden Volkswirtschaften beeinträchtigt haben könnte, wobei der Reihe nach die Ausstrahlungseffekte über Handel, Finanzmärkte und Geschäftsklima untersucht werden, was durch eine Betrachtung von Schätzungen der Ausstrahlungseffekte in makroökonomischen Modellsimulationen ergänzt wird.

Die verschiedenen Länder sind Risiken, die vom Euroraum über den Handel ausgehen, in sehr unterschiedlichem Ausmaß ausgesetzt. Die Exponiertheit vieler mittel- und osteuropäischer Länder ist in der Regel relativ hoch, was sowohl auf den hohen Anteil der in den Euroraum gehenden Exporte dieser Länder an deren gesamten Ausfuhren als auch auf ihren insgesamt hohen Exportanteil am BIP zurückzuführen ist. Außerhalb Europas sind Südafrika und viele asiatische Länder, einschließlich Chinas, einem vergleichsweise größeren Risiko ausgesetzt als Länder anderer Regionen. Im Zuge der Verschärfung der Krise ist das Gesamtvolumen der Einfuhren der Euroländer aus Ländern außerhalb des Euroraums gesunken, wobei zwischen dem ersten und dem zweiten Halbjahr 2011 ein Rückgang um 3¼% (Jahresrate) verzeichnet wurde, an den sich eine weitere Abnahme um 2¼% (Jahresrate) im ersten Halbjahr 2012 anschloss. Das Volumen der Wareneinfuhren des Euroraums aus Indien und Südafrika war im ersten Halbjahr 2012 rd. 13-14% geringer als im Vorjahreszeitraum; bei den Einfuhrvolumen aus Russland und Indonesien war ein Rückgang um etwa 8-9% und bei den Einfuhrvolumen aus China und Brasilien ein Rückgang um 6% bzw. 3% zu verzeichnen. Demgegenüber hatten die Einfuhrvolumen aus allen diesen Ländern (mit Ausnahme von Russland) in den zwölf Monaten bis zum ersten Halbjahr 2011 kontinuierlich zugenommen.

Der direkte Effekt des Exportrückgangs in den zwölf Monaten bis zum ersten Halbjahr 2012 schlägt sich in einer Einbuße beim BIP-Wachstum im gleichen Zeitraum um rd. ¼ Prozentpunkt in Indien, China und Indonesien, um 0,1 Prozentpunkt in Brasilien und um ½-¾ Prozentpunkte in Russland und Südafrika nieder<sup>1</sup>. Bei Berücksichtigung des Importgehalts der Exporte würden diese geschätzten Effekte schwächer ausfallen; in einem Land wie China, das stark in globale Lieferketten integriert ist, könnten sie um bis zu 50% geringer sein. Andererseits ist es aber auch wahrscheinlich, dass von der Beeinträchtigung der Exporte negative Multiplikatoreffekte ausgehen, insbesondere auf die Investitionstätigkeit. Eine schwächere Nachfrage im Euroraum dürfte auch zu einem Rückgang der Dienstleistungsexporte dieser Länder in den Euroraum geführt haben – was in Indien relativ schwer ins Gewicht fallen dürfte – und könnte zudem über den Rückgang der Nachfrage von Drittländern nach Exporten aus diesen Ländern noch einen indirekten Effekt gehabt haben.

Führt man die Untersuchungen weiter und nimmt das Wachstum der Ausfuhrvolumen in den zwölf Monaten bis zum ersten Halbjahr 2011 als Vergleichsmaßstab (vgl. Tabelle), so zeigt sich, dass der direkte Effekt der Veränderung der Einfuhrvolumen des Euroraums etwa drei Viertel der Verlangsamung des

#### The estimated direct impact of exports to the euro area on GDP growth

	Growth in exports to euro area (yr-on-yr, % of national GDP)		Change in growth contribution (% pts)	Change in annual GDP growth between 2011H1 and 2012H1 (% pts)
	2011H1	2012H1		
China	0.3	-0.2	-0.5	-1.9
India	0.2	-0.3	-0.5	-4.3
Russia	0	-0.7	-0.7	0.7
Brazil	0.1	-0.1	-0.2	-3.1
Indonesia	0.1	-0.2	-0.3	-0.1
South Africa	0.2	-0.6	-0.8	-1.1

Sources: Eurostat, IMF Direction of Trade Statistics and OECD Analytical Database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744204>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Produktionswachstums in Südafrika (Vergleich des BIP-Wachstums in den zwölf Monaten bis zum ersten Halbjahr 2012 mit dem BIP-Wachstum in den zwölf Monaten bis zum ersten Halbjahr 2011), aber nur etwa einem Viertel der Verlangsamung des Produktionswachstums in China entspricht und für die Wachstumsverlangsamung in Brasilien und Indien so gut wie gar nicht ins Gewicht fällt.

Die Finanzmärkte spielen ebenfalls eine relativ wichtige Rolle bei der Ausbreitung von Schocks. Eine generell steigende Risikoaversion in Phasen erhöhter Spannungen im Euroraum hat einen senkenden Effekt auf die weltweiten Aktienkurse und lässt die Kreditspreads steigen, was negative Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen insgesamt hat. Der auf den europäischen Banken lastende Druck, Einsparungen vorzunehmen und den Fremdkapitalanteil möglicherweise zu verringern, kann sich negativ auf das Kreditwachstum und die Wirtschaftstätigkeit in vielen Ländern auswirken, vor allem in Mittel- und Osteuropa, wo die Banken aus dem Euroraum einen großen Teil des gesamten Bankgeschäfts auf sich vereinen<sup>2</sup>. Laut den Statistiken der BIZ zu den grenzüberschreitenden Forderungen der Banken des Euroraums (die nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung vorliegen) waren die Entwicklungen seit Mitte 2011 uneinheitlich. Im zweiten Halbjahr 2011, als die Lage an den Finanzmärkten im Euroraum besonders angespannt war, ging die grenzüberschreitende Kreditvergabe der Banken des Euroraums an aufstrebende Volkswirtschaften drastisch zurück, im ersten Quartal 2012 waren allerdings kaum weitere Veränderungen festzustellen. Die grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber China und Brasilien stiegen, dies wurde aber durch einen weiteren Rückgang der Forderungen gegenüber aufstrebenden europäischen Volkswirtschaften, darunter Russland, ausgeglichen. Relativ starke Einschnitte haben die Banken des Euroraums bei Krediten mit hohem Risikogehalt vorgenommen, z.B. Krediten für Unternehmen mit Rating unter Anlagequalität und Projektfinanzierungen, sowie bei Krediten, bei denen oft eine Dollar-Finanzierung erforderlich ist, z.B. Flugzeug- und Schiffsleasinggeschäfte sowie Handelsfinanzierungen (BIZ, 2012). Da die Banken des Euroraums einen großen Teil der weltweiten Handelsfinanzierungen stellen, könnte eine Verringerung ihrer Kreditvergabe einen negativen Effekt auf das diesjährige Handelswachstum haben, auch wenn es Anzeichen dafür gibt, dass nichteuropäische Banken in einigen Regionen, vor allem in Asien, einen erheblichen Teil der ausbleibenden Kredite europäischer Banken ausgleichen (Vause et al., 2012a).

Die Krise im Euroraum könnte die Wirtschaftstätigkeit auch beeinträchtigen, indem sie das Geschäftsklima in aller Welt zeitgleich eintrübt, allerdings lässt sich dieser Transmissionsmechanismus schwer von den über den Handel und die Finanzmärkte laufenden Ausstrahlungseffekten der Krise trennen. Es liegt wenig empirische Evidenz zu möglichen Ausstrahlungseffekten vor, die die Krise über das Geschäftsklima auf aufstrebende Volkswirtschaften haben könnte. Um solche Effekte zu schätzen, wurde ein vektorautoregressives Modell auf Monatsbasis entwickelt, in dem die Werte des Einkaufsmanagerindex (EMI) für das Verarbeitende Gewerbe in Brasilien, China, Indien und Russland mit den EMI-Werten für den Euroraum insgesamt in Bezug gesetzt werden, wobei die EMI-Werte der Vereinigten Staaten und Japan als zusätzliche Kontrollvariablen dienen. Diese Modellrechnungen ergeben, dass die Eintrübung des Geschäftsklimas im Euroraum mit negativen Effekten auf das Geschäftsklima in anderen Teilen der Welt assoziiert ist (worin sich Handels- und Finanzmarktbeeinflüsse widerspiegeln können):

- Ein negativer Schock im Umfang von 1 Standardabweichung des normalisierten Einkaufsmanagerindex des Euroraums (was in etwa einem Rückgang um 6 Punkte im Gesamtindex entspricht, wie er seit Mitte 2011 zu beobachten war) ist mit einem negativen Effekt auf die EMI-Werte in jeder der vier aufstrebenden Volkswirtschaften verbunden, der bei sonst gleichen Bedingungen 7-9 Monate anhält<sup>3</sup>.
- Rückkopplungseffekte infolge einer Eintrübung des Klimas in anderen Ländern (einschließlich der Vereinigten Staaten und Japans) lassen den ursprünglichen Abwärtsschock des Geschäftsklimas im Euroraum während einiger Monate um bis zu 50% steigen.
- Im dritten Monat nach dem ursprünglichen Abwärtsschock des Geschäftsklimas im Euroraum hat sich das Geschäftsklima in Russland und China im gleichen Umfang verschlechtert. In Indien und Brasilien hat es sich bis dahin im Umfang von etwa vier Fünfteln bzw. zwei Dritteln der im Euroraum verzeichneten Verschlechterung eingetrübt. In allen diesen Ländern entspricht ein Rückgang des normalisierten EMI des Verarbeitenden Gewerbes um 1 Standardabweichung einem Rückgang um 3½-4 Punkte im Einkaufsmanagergesamtindex.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

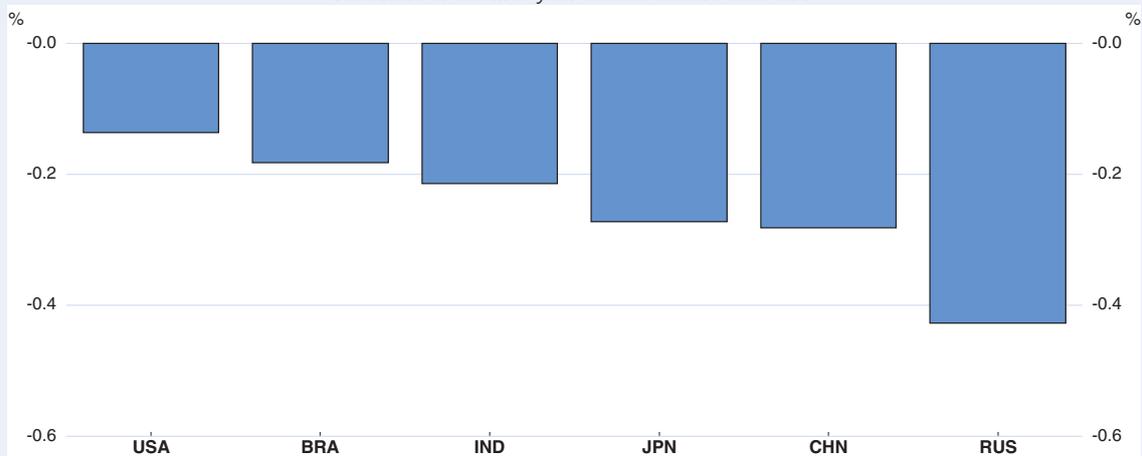
Analysen auf der Grundlage geschätzter makroökonomischer Modelle liefern integrierte Schätzungen des Umfangs, in dem sich Schocks in einem Land über Handels- und Finanzbeziehungen auf andere Länder übertragen. In solche Modelle sind Variablen des Geschäftsklimas üblicherweise nicht direkt einbezogen, allerdings dürften diese Effekte durch die geschätzten Modellparameter indirekt erfasst werden. Der Umfang der Ausstrahlungseffekte, der in solchen Modellen ermittelt wird, variiert im Allgemeinen je nach der Art der untersuchten Schocks, der Spezifikation des Modells und der berücksichtigten Politikmaßnahmen. In der Regel werden für Schocks im Euroraum jedoch starke Ausstrahlungseffekte festgestellt (IWF, 2012)<sup>4</sup>, vor allem wenn globale Finanzmarktfaktoren eingerechnet werden. Innerhalb der Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften sind diese Schocks für die mittel- und osteuropäischen Länder vergleichsweise hoch.

Dieses Muster zeigt sich auch in der für den Euroraum allein durchgeführten Krisensimulation in Kasten 1.6, in der das BIP-Wachstum im Euroraum im ersten Jahr der Simulation um 2¼ Prozentpunkte zurückgeht. In der nachstehenden Tabelle sind die entsprechenden BIP-Einbußen im ersten Jahr in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften (sowie in den Vereinigten Staaten und Japan) im Verhältnis zum Rückgang des BIP im Euroraum dargestellt. Am stärksten sind die negativen Effekte in Russland – was sich aus den intensiven bilateralen Handelsbeziehungen erklärt – sowie in den asiatischen Volkswirtschaften; am schwächsten sind sie in Brasilien und den Vereinigten Staaten.

Insgesamt lässt die Evidenz darauf schließen, dass die Krise im Euroraum einen negativen Effekt auf das Wachstum in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften hat, dass dieser Effekt ab dem ersten Halbjahr 2012 aber für weniger als die Hälfte der in China, Indien und Brasilien beobachteten Wachstumsverlangsamung verantwortlich war, die zum größeren Teil auf inländische Entwicklungen zurückzuführen war. Es ist allerdings möglich, dass von der Eurokrise jetzt ein vergleichsweise stärkerer Bremseffekt auf das Wachstum ausgeht, da die Schwäche der Binnen- und folglich auch der Importnachfrage wohl bis in das Jahr 2013 hinein andauern wird und die makroökonomische Politik in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften allmählich expansiver wird, so dass diese weniger als Wachstumsbremse wirken wird.

### First year decline in GDP in euro-only adverse shock

As a ratio of the first-year decline in euro area GDP



Note: Based on the euro-only simulation in Box 1.6 below.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742665>

1. Diese Berechnungen beruhen auf der Annahme, dass die von Eurostat verzeichnete Abnahme der Einfuhrvolumen ihre Entsprechung in einem ebenso großen Rückgang der Ausfuhrvolumen dieser Länder findet, wie sie in deren Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen verbucht sind; die dabei verwendeten Gewichtungen beruhen auf dem nominalen Anteil der Exporte in den Euroraum an den gesamten Warenexporten sowie dem nominalen Anteil der Warenexporte am BIP.
2. Im ersten Quartal 2012 entsprachen die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken aus dem Euroraum in Mittel- und Osteuropa etwa 29% des regionalen BIP, wohingegen sie sich in Lateinamerika und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nur auf rd. 11% bzw. 2% des dortigen BIP beliefen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

3. Es wird ein vektorautoregressives Modell verwendet, das mit Monatsdaten aus dem Zeitraum 2006-2012 geschätzt wird, wobei die Verzögerungen mit Hilfe von Standardtests ausgewählt wurden. Es wurden verallgemeinerte Impuls-Antworten berechnet wie in Pesaran und Shin (1998), um sicherzustellen, dass die Antworten auf einen Schock in einem gegebenen Land invariant gegenüber der Reihenfolge der Variablen im Modell sind. Zunächst wurden in das Modell auch Variablen wie die Ölpreise und die Unsicherheit an den Aktienmärkten aufgenommen, um den Effekt allgemeiner Schocks auszuklammern, allerdings hat sich gezeigt, dass dieser Effekt nicht signifikant ist.
4. In einer Simulation eines fiskalischen Schocks im Euroraum gelangen Hervé et al. (2010) zu dem Ergebnis, dass der Effekt auf das BIP-Wachstum im Euroraum im ersten Jahr 0,8 Prozentpunkte beträgt (im Vergleich zum Basisszenario), was Auswirkungen auf das BIP-Wachstum in aufstrebenden Volkswirtschaften im Umfang von 0,1-0,3 Prozentpunkten hat.

geldpolitische Straffung, zu der es in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften in der vergangenen Zeit gekommen ist. Unter den wesentlichen Aspekten der Konjunktur- und Nachfrageentwicklung sind zu nennen:

**Das Geschäftsklima hat sich merklich eingetrübt ...**

- Geschäftsklima und Auftragslage sind in vielen großen Volkswirtschaften schwach (Abb. 1.2), auch wenn sich die Situation in den Vereinigten Staaten und Kanada deutlich besser darstellt als in Japan und im Euroraum, worin sich die unterschiedliche Konjunktorentwicklung widerspiegelt. Im Euroraum hat sich das Klima in allen Ländern deutlich eingetrübt, und diese Entwicklung setzte sich auch nach der Ankündigung des neuen EZB-Programms der „Outright Monetary Transactions“ (OMT) fort. Die Ergebnisse von Einkaufsmanagerumfragen in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften ergeben ein uneinheitliches Bild, deuten aber im Allgemeinen auf eine Stabilisierung der Konjunktur hin. Die Lagerbestände an Fertigfabrikaten sind in einigen Ländern immer noch hoch, womit das Risiko einer auf kurze Sicht weiterhin schwachen Industrieproduktion steigt, falls die Unternehmen versuchen sollten, bei der Umschlaghäufigkeit des Lagerbestands wieder normalere Niveaus zu erzielen.

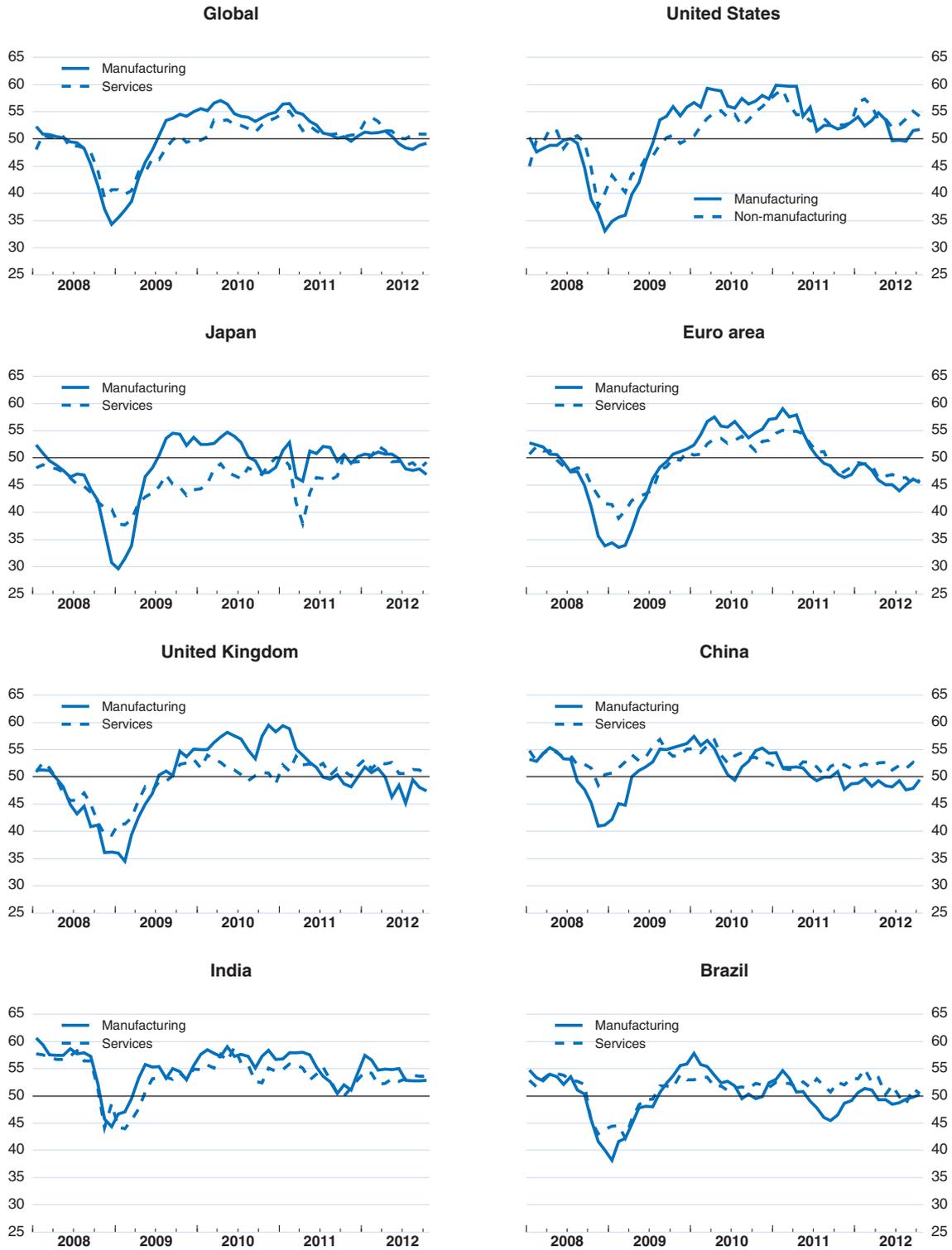
**... und das Welthandelswachstum ist schwach**

- Das Welthandelswachstum hat sich auf ein sehr niedriges Niveau abgeschwächt, was sich aus der nachlassenden Nachfrage nach Gebrauchs- und Investitionsgütern sowie einer flauen Konjunktur in dem sehr handelsabhängigen weltweiten Hightechsektor erklärt. Die Einfuhrvolumen im Euroraum haben dieses Jahr nachgegeben, und das Ausfuhrwachstum hat sich weltweit verlangsamt, vor allem in vielen Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa sowie in Asien; für einige asiatische Volkswirtschaften zeichnet sich in den jüngsten monatlichen Handelsdaten allerdings eine leichte Verbesserung ab. Indikatoren wie die Exportauftragseingänge und die Frachtraten lassen auf kurze Sicht jedoch bestenfalls auf ein schleppendes Welthandelswachstum schließen.

**Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte lastet auf der Wirtschaftstätigkeit ...**

- Die (weiter unten im Abschnitt zur makroökonomischen Politik erörterten) starken Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die im ganzen OECD-Raum unternommen werden, könnten das Wachstum im OECD-Raum 2012 insgesamt um etwa 1-1½ Prozentpunkte verringern, wobei im Euroraum eine noch stärkere Einbuße zu erwarten ist. Der Umfang dieser Bremswirkung erklärt sich aus den Ausstrahlungseffekten, die von den in vielen Ländern, insbesondere im Euroraum, gleichzeitig durchgeführten Haushaltskonsolidierungen ausgehen, durch die sich die

Figure 1.2. **Business sentiment is weak in many economies**  
PMI indicators



Source: Markit.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932742760>

normalen fiskalischen Multiplikatoren den Modellrechnungen zufolge um etwa ein Drittel erhöhen, wobei sich auch der begrenzte Spielraum der Geldpolitik bemerkbar macht, durch den sich die Multiplikatoren möglicherweise nochmals um ein Drittel erhöhen. Darin spiegelt sich auch die Tatsache wider, dass der Großteil der Haushaltskonsolidierungen in den meisten Ländern üblicherweise über Ausgabenkürzungen erfolgt. Dies dürfte sich zwar positiv auf die langfristigen Wachstumsaussichten auswirken, ist aber mit einem stärkeren Bremseffekt beim kurzfristigen Wachstum verbunden. Unter den gegenwärtigen Umständen könnte der negative Effekt der Haushaltskonsolidierungen auf kurze Sicht sogar stärker sein als oben erwähnt. Dies gilt insbesondere für einige Euroländer, wo bereits zuvor bestehende Schwachstellen und schlecht funktionierende Finanzsysteme die Fähigkeit der privaten Haushalte und der Unternehmen zur Glättung ihrer Ausgaben vor dem Hintergrund einer weiteren fiskalischen Straffung schmälern könnten.

**... wobei Konjunkturschwäche und Unsicherheit die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen ...**

- Die schleppende Wachstumsentwicklung und die herrschende Ungewissheit bremsen inzwischen die Unternehmensinvestitionen im OECD-Raum. Die neuesten Indikatoren der Auftragseingänge für Investitionsgüter und der Frachtraten sind in den großen Volkswirtschaften besonders schwach ausgefallen und lassen auf kurze Sicht eine verhaltene Entwicklung erwarten. Dies hängt z.T. mit der tendenziellen Schwäche der Endnachfrage, dem sinkenden Vertrauen sowie – im Euroraum – den sich verschärfenden finanziellen Engpässen zusammen (Abb. 1.3). Punktuelle Beobachtungen deuten auch darauf hin, dass wirtschaftspolitische Unsicherheit, z.B. über die „fiskalische Klippe“ („Fiscal Cliff“) und die Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten, zurzeit ebenfalls Investitionsprojekte verzögern könnte, auch wenn marktbasierende Messgrößen der Unsicherheit, z.B. die Aktienkursvolatilität, anders als im zweiten Halbjahr 2011 auf sehr

Figure 1.3. **Financial constraints on euro area business activity are elevated**

Normalised survey indicator, units of standard deviations



Note: Weighted average, based on average gross value-added shares in 2009 and 2010, of companies in industry, services and construction stating that financial constraints are limiting activity. All figures taken from January, April, July and October surveys, and normalised over 2004Q1-2012Q4. The series shown is a two-quarter moving average of the normalised measure. Values above zero signify financial constraints tighter than the period average.

Source: European Commission business survey and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742779>

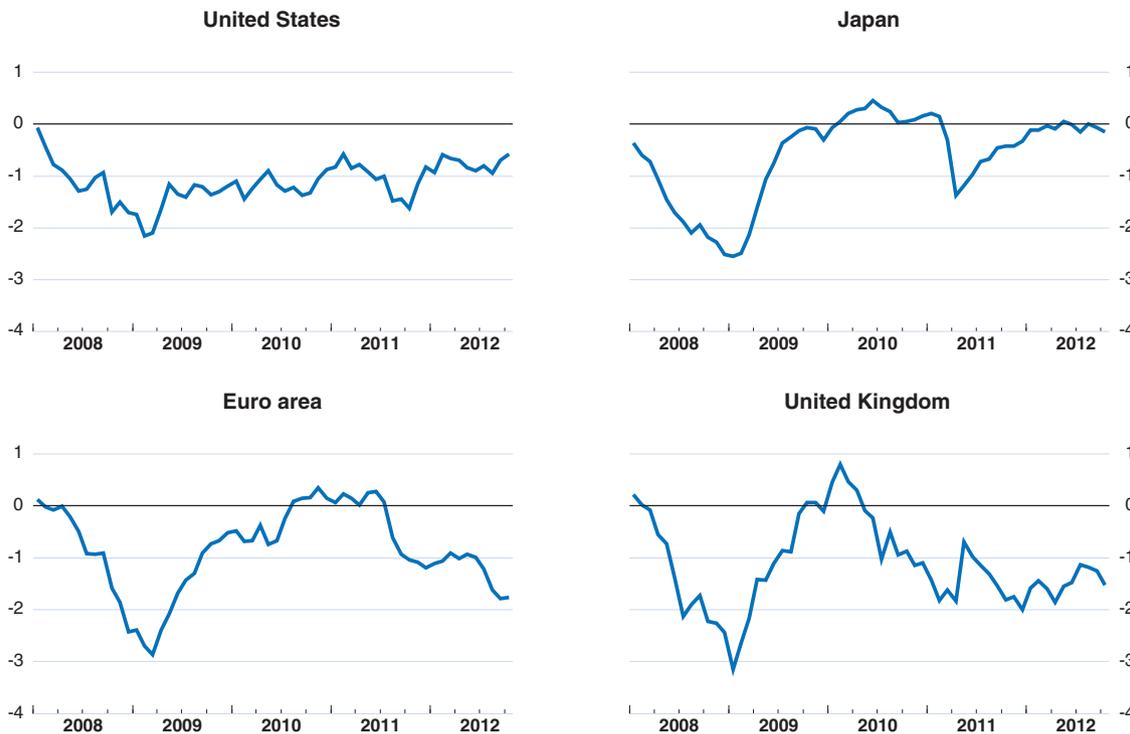
niedrigem Niveau verharren. Das Investitionswachstum wird voraussichtlich gedämpft bleiben, bis ein klarer Konjunkturaufschwung bei der Nachfrage einsetzt und die Finanzierungsbedingungen sich verbessern. Im Euroraum könnten die Investitionen unter dem Einfluss einer geringen Bankkreditvergabe schwächer ausfallen als andernorts. Außerhalb des OECD-Raums beflügeln die Infrastrukturausgaben in China die öffentlichen Investitionen, das sich verlangsamende Trendwachstum hat jedoch die Unsicherheit über die Stärke der Unternehmensinvestitionen erhöht.

**... die Ausgaben durch die Anstrengungen der privaten Haushalte zur Sanierung ihrer Finanzen gebremst werden ...**

- Die Nachfrage der privaten Haushalte ist in vielen OECD-Ländern nach wie vor flau, was auf die Entwicklung der realen verfügbaren Einkommen zurückzuführen ist, die durch die sich verschlechternden Arbeitsmarktbedingungen sowie die Notwendigkeit einer Sanierung der Finanzen der privaten Haushalte beeinträchtigt werden. Die Nachfrage nach Gebrauchsgütern hat deutlich nachgelassen, vor allem im Euroraum, wo die Pkw-Verkäufe im dritten Quartal (auf das Jahr hochgerechnet) um 23% eingebrochen sind, konnte sich aber in China, Indonesien sowie einigen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften relativ gut behaupten. Das Konsumklima hat sich im Euroraum dieses Jahr weiter verschlechtert und verharrt in vielen anderen OECD-Ländern im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau (Abb. 1.4). Trotz einiger Rückschläge in jüngster Zeit verbessern gestiegene Aktienkurse jedoch die Finanzlage der privaten

Figure 1.4. **Consumer confidence is soft**

Normalised survey indicators, units of standard deviations



Note: Data for United States is provided by the Conference Board. Normalised figures over the period 1999M1-2012M10. Values above zero signify levels of consumer confidence above the historical average.

Source: Datastream and European Commission.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742798>

Haushalte. Außerdem tragen anziehende Wohnimmobilienpreise und Fortschritte beim Schuldenabbau in einigen Ländern – darunter die Vereinigten Staaten – zu einer weiteren Erhöhung des Nettovermögens bei. In diesen Ländern wird es möglich sein, zusätzliche Anstrengungen zur finanziellen Sanierung vorzunehmen, während die Sparquote bei ihrem derzeitigen Niveau bzw. knapp darunter verharrt und der Verbrauch weiterhin leicht steigt. Im Zeitraum 2013-2014 wird die Sparquote in den Vereinigten Staaten den Projektionen zufolge 1 Prozentpunkt niedriger liegen als 2012. Im Euroraum insgesamt, wo der Schuldenabbau erst noch richtig anlaufen muss und die Wohnimmobilienpreise im Durchschnitt sinken, werden die Sparquoten wohl eher steigen und wird der Verbrauch auf kurze Sicht wahrscheinlich schwach bleiben, ganz besonders in den Ländern mit stark steigender Arbeitslosigkeit. Deutschland könnte eine Ausnahme bilden: Die gute finanzielle Lage der privaten Haushalte und die angespannten Arbeitsmarktbedingungen dürften dort die Nachfrage stützen. In Japan werden die künftigen Verbrauchsmuster vermutlich die vorangekündigten Erhöhungen der indirekten Steuern widerspiegeln, so dass die Ausgaben kurz vor der Steueranhebung steigen und unmittelbar danach sinken dürften.

**... und die Entwicklungen an den Wohnimmobilienmärkten uneinheitlich sind**

- Die Entwicklungen an den Wohnimmobilienmärkten im OECD-Raum waren in jüngster Zeit im Allgemeinen weiterhin durch Schwäche gekennzeichnet (Tabelle 1.2), und in vielen Ländern gingen die realen Preise zurück, während die Wohnungsbautätigkeit verhalten blieb<sup>1</sup>. Im Euroraum hat bei den Wohnungsbauinvestitionen jetzt eine rückläufige Entwicklung eingesetzt, und der starke Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise in Deutschland wird durch den erheblichen Preisrückgang in den Ländern, die unter dem Druck der Märkte stehen, sowie die Preissenkungen in den Niederlanden wie auch – in jüngerer Zeit – in Belgien und Frankreich (wo das Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und Mieten immer noch hoch ist) mehr als aufgewogen (Abb. 1.5). In den Vereinigten Staaten hingegen verbessern sich die Bedingungen an den Wohnimmobilienmärkten jetzt allmählich: Das Verhältnis Wohnimmobilienpreise/Mieten ist dort wieder auf seine langfristigen Durchschnittswerte gesunken, die Bauunternehmer zeigen sich wieder optimistischer, und die Kaufpreise, Verkaufszahlen und Baubeginne steigen. Die realen Wohnungsbauinvestitionen leisten inzwischen einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Mit weiteren Verbesserungen wird gerechnet, da sich die nominalen Hypothekenzinsen auf sehr niedrigem Niveau bewegen, auch wenn die Vergabebedingungen für Hypothekenkredite nach wie vor streng sind und immer noch ein Bestand an Wohnimmobilien existiert, die noch nicht auf den Markt gebracht wurden, bei denen die Zwangsversteigerung aber schon eingeleitet wurde bzw. kurz bevorsteht. In anderen Ländern wie Kanada, Australien, Norwegen und Schweden sind die Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zu den Mieten und den Einkommen nach wie vor sehr hoch. In China hat der in jüngster Zeit vielerorts verzeichnete Rückgang der Wohnimmobilienpreise inzwischen geendet, was der Konjunktur Auftrieb geben dürfte.

Table 1.2. **Housing market developments remain mixed**

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average <sup>1</sup>		
	2004-2010	2011	2012 <sup>2</sup>	Latest quarter <sup>3</sup>	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	Latest available quarter
United States	-2.3	-6.6	0.4	1.4	97	84	Q2 2012
Japan	-2.1	-2.1	-1.6	-2.3	63	65	Q1 2012
Germany	-0.8	3.3	8.0	8.4	89	84	Q3 2012
France	3.6	3.8	-1.4	-2.0	139	133	Q2 2012
Italy	0.5	-4.6	-4.0	-6.2	99	112	Q1 2012
United Kingdom	0.6	-5.4	-1.2	-1.0	132	126	Q3 2012
Canada	5.6	2.8	3.3	2.9	160	135	Q3 2012
Australia	3.7	-5.0	-2.6	-1.9	139	121	Q3 2012
Belgium	4.9	0.0	-0.1	0.2	163	152	Q2 2012
Denmark	2.4	-5.1	-5.6	-7.9	112	109	Q2 2012
Finland	2.8	-0.6	-1.4	-1.7	135	99	Q3 2012
Greece	0.4	-8.6	-9.4	-12.0	87	98	Q2 2012
Ireland	-1.7	-14.4	-14.2	-13.2	90	91	Q3 2012
Korea	1.1	1.3	1.0	0.1	108	64	Q3 2012
Netherlands	0.3	-4.5	-7.0	-10.2	116	125	Q3 2012
Norway	5.0	6.7	4.9	6.4	172	128	Q3 2012
New Zealand	2.4	-2.2	1.7	2.6	150	119	Q2 2012
Spain	0.4	-8.8	-9.5	-11.8	112	118	Q3 2012
Sweden	5.5	-0.5	-3.4	-2.9	130	122	Q3 2012
Switzerland	1.8	4.0	3.5	3.8	97	93	Q3 2012
Total of above euro area <sup>4,5</sup>	0.9	-1.1	-1.0	-2.0	111	111	Q2 2012
Total of above countries <sup>5</sup>	-0.4	-3.4	-0.3	-0.3	104	95	

Note: House prices deflated by the private consumption deflator.

1. Average from 1980 (or earliest available date) to latest quarter available = 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. Germany, France, Italy, Belgium, Finland, Greece, Ireland, Netherlands and Spain.

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

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

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744128>

### Die Rohstoffpreise haben nachgegeben

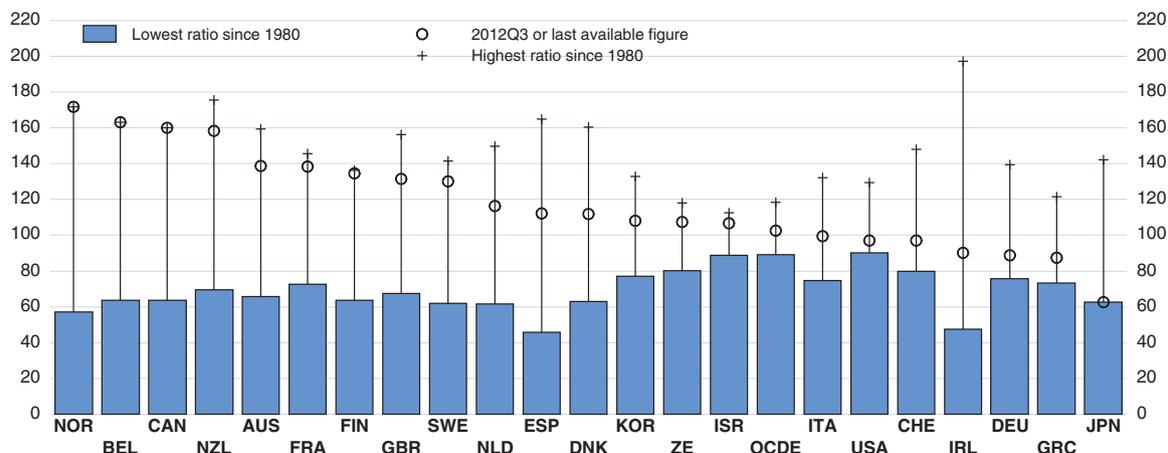
Die jüngsten Rohstoffpreisentwicklungen waren uneinheitlich, allerdings sind die Ölpreise und die Preise für andere Rohstoffe insgesamt seit Anfang des Jahres gesunken.

### Geopolitische Spannungen erhöhen die Volatilität der Ölpreise

- Dennoch blieben die Ölpreise vor dem Hintergrund einer schwachen Konjunktur und einer gewissen Angebotsverstärkung relativ stabil. Dies dürfte auf Risikoaufschläge zurückzuführen sein, hauptsächlich wegen der geopolitischen Unsicherheit, obwohl das tendenzielle Angebots-/Nachfrageverhältnis ebenfalls eine Rolle gespielt haben könnte. Während die Weltölnachfrage infolge des schleppenden Wirtschaftswachstums vorübergehend nachgegeben hat, wird die Ölnachfrage in China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften unter dem Einfluss der sich belebenden Wirtschaftstätigkeit in der nächsten Zeit wieder zunehmen. In den Projektionen wird von einem moderaten Preisanstieg um nominal 5 \$ pro Jahr ausgegangen.

Figure 1.5. **House price-to-rent ratios differ considerably across countries**

Long term average = 100



Note: Countries are ranked according to their price-to-rent ratio in 2012Q3 or last available figure.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

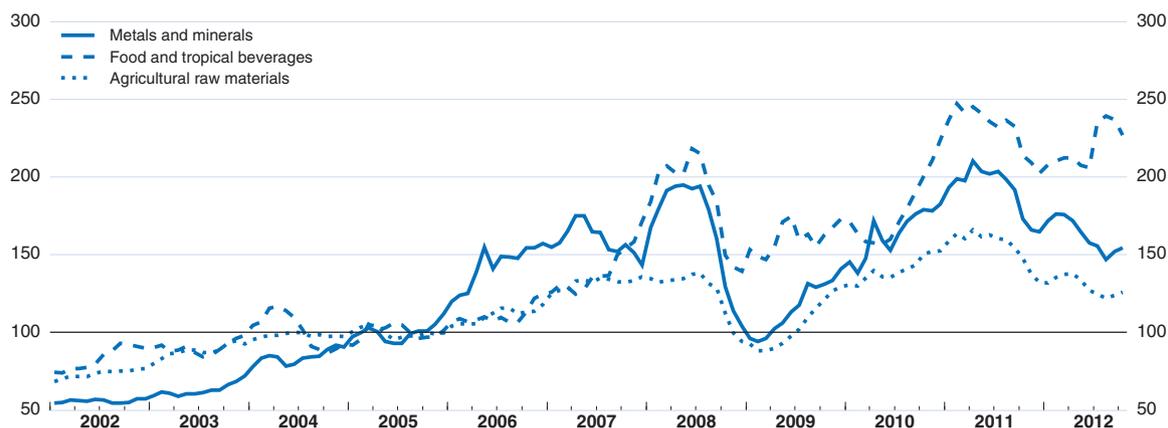
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932742817>

**Die internationalen Nahrungsmittelpreise sind gestiegen, das schwache Wachstum hat jedoch die Preise für Industrierohstoffe gedrückt**

- Die Getreidepreise auf den Weltmärkten sind seit Mitte 2012 gestiegen, was auf schwerwiegende Angebotsausfälle infolge der Dürre in den Vereinigten Staaten sowie ungünstiger Witterungsbedingungen in anderen Teilen der Welt zurückzuführen ist (Abb. 1.6). Sie haben vor kurzem etwas nachgegeben, werden aber voraussichtlich in der kommenden Zeit auf hohem Niveau verharren – was sich auch in den Preisen für Fleisch und andere Nahrungsmittel niederschlagen könnte – und erst danach wieder zurückgehen, wenn sich die Angebotsbedingungen normalisieren. Die Preise für sonstige Agrarprodukte sowie für Mineralien und Metalle liegen niedriger als 2011 und Anfang 2012, was vor allem der trägen Konjunktur zuzuschreiben ist. Insgesamt werden die Rohstoffpreise (ohne Öl) im Projektionszeitraum voraussichtlich stabil auf den jüngst erreichten Niveaus verharren.

Figure 1.6. **Non-oil commodity price developments have diverged**

2005 = 100



Source: OECD Economic Outlook database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932742836>

## Finanzierungsbedingungen

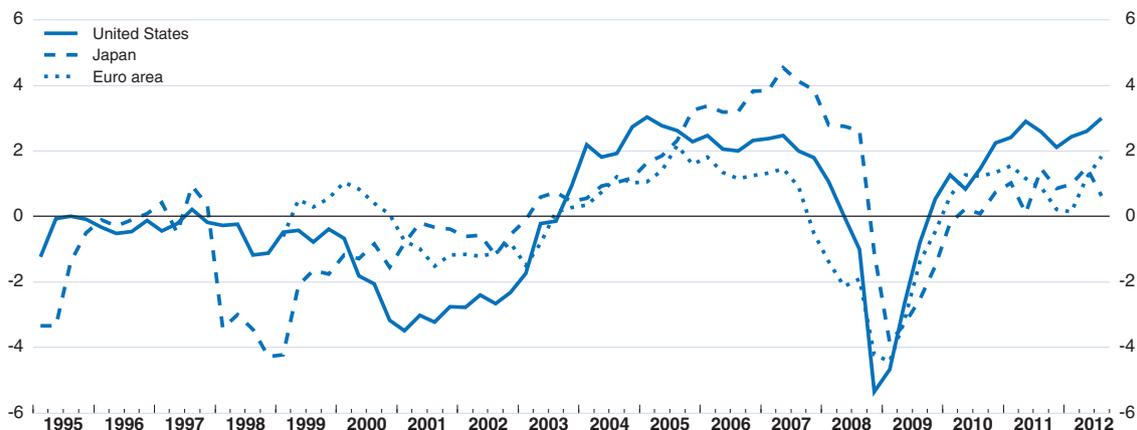
**Die Finanzierungsbedingungen sind günstig, ihr Effekt auf das Wachstum wird sich jedoch verzögern**

In deutlichem Kontrast zu den eher gedrückten Konjunkturindikatoren lassen die OECD-Indikatoren für die Finanzierungsbedingungen, die sich großenteils auf preisbasierte Messgrößen stützen, auf ein zunehmend günstiges Umfeld in den großen OECD-Volkswirtschaften schließen (Abb. 1.7). Der Wachstumsschub, der von dieser Entwicklung zu erwarten ist, dürfte sich jedoch verzögern und könnte schwächer ausfallen als in der Vergangenheit, vor allem im Euroraum. Dies erklärt sich daraus, dass die Transmissionsmechanismen zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft nicht richtig funktionieren, bedingt vor allem durch die fortgesetzten Bilanzbereinigungen und die Unsicherheit in Zusammenhang mit sogenannten „Tail Risks“ (selten eintretenden Extremrisiken). Zudem wird das Wachstum, wie weiter oben erläutert, noch durch eine Reihe anderer Faktoren gebremst. Außerhalb des OECD-Raums haben sich die Finanzierungsbedingungen ebenfalls verbessert, aber in unterschiedlichem Umfang. Dies erklärt sich aus divergierenden wirtschaftspolitischen Weichenstellungen: Der expansiven Politik in Brasilien steht ein weniger expansiver Kurs in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber. Unter den wichtigsten Entwicklungen in verschiedenen Volkswirtschaften sind zu nennen:

**Im Euroraum haben sich Finanzierungsbedingungen insgesamt verbessert, es bestehen aber große Unterschiede zwischen den einzelnen Euroländern**

- Im Euroraum haben sich die Indikatoren der Finanzmarktbedingungen insgesamt verbessert, dahinter verbergen sich jedoch große Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten, und so kontrastieren die lockeren Finanzierungsbedingungen in den Kernländern mit sehr angespannten Bedingungen in den Krisenländern. Positiv ist zu vermerken, dass die Geldmarktsätze, die Preise für Kreditausfallswaps ebenso wie die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen seit Mai nachgegeben haben, während die Aktienkurse anzogen (Abb. 1.8). Diese Entwicklungen sind den Maßnahmen zur Bewältigung der Krise im Euroraum (siehe weiter unten) zuzuschreiben,

Figure 1.7. **Aggregate financial conditions have improved**



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). Estimation done with available information up to 15 November 2012.

Source: Datastream; OECD Economic Outlook 92 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742855>

Figure 1.8. **The degree of stock market rebound differs**

2009 Q1 = 100



Note: Stock indices are based on: US Dow Jones (total) for the United States, FTSE Eurotop 100 for the euro area, Nikkei 225 for Japan, Shanghai composite for China, Emerging MSCI EM for Latin America, and MSCI EM for Emerging Europe, Middle East and Africa (the latter includes: the Czech Republic, Egypt, Hungary, Morocco, Poland, Russia, South Africa and Turkey).  
Source: Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742874>

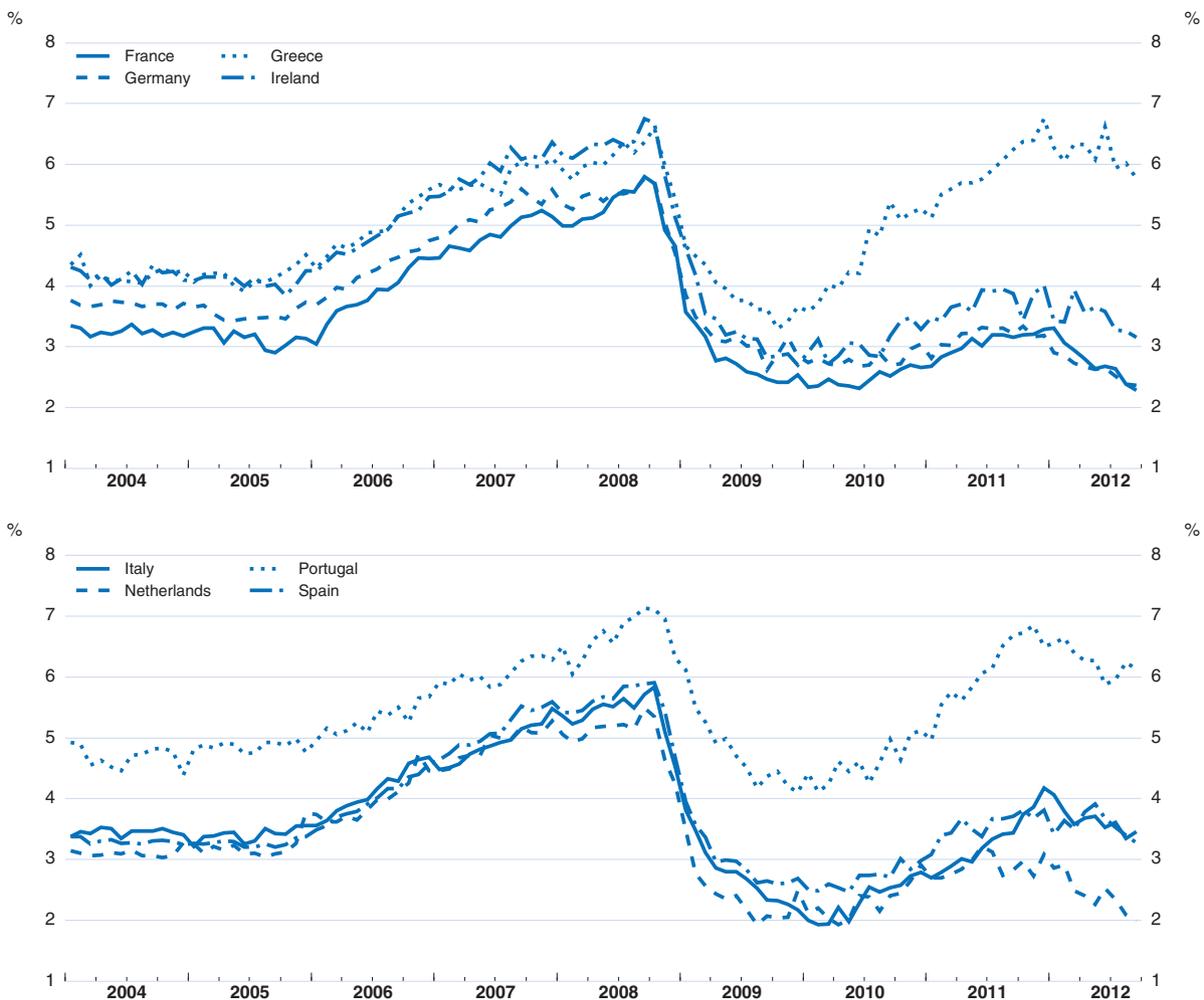
die das Risiko eines Auseinanderbrechens des Euroraums zumindest anfangs kleiner erscheinen ließen. Zudem nahmen die Spannungen an den Bankenfinanzierungsmärkten im zweiten Quartal 2012 ab, nachdem die EZB im früheren Jahresverlauf langfristige Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit aufgelegt hatte. Allerdings ist der Anteil der Banken, der laut eigenen Angaben die Kreditbedingungen verschärft hat, im dritten Quartal nicht weiter gesunken, während im Bankensystem schwerwiegende Probleme bestehen bleiben bzw. – in einigen Fällen – weiter zunehmen und das jährliche Kreditwachstum für fast alle Arten von Kreditnehmern erneut in den negativen Bereich abgleitet. Die Gesamtfinanzierungskosten der großen Banken in den Kernländern des Euroraums haben einen historischen Tiefstand erreicht, zahlreiche Banken in Ländern mit prekärer Haushaltslage

– wo einige Finanzinstitute vom Markt ausgeschlossen sind – sehen sich jedoch mit hohen Finanzierungskosten konfrontiert, während die finanziellen Bedingungen insgesamt nach wie vor angespannt sind. Auch die Divergenz der Bankkreditzinsen für Nichtfinanzunternehmen bewegt sich weiterhin auf einem sehr hohen Niveau (Abb. 1.9).

**In den Vereinigten Staaten haben sich die Finanzierungsbedingungen weiter verbessert ...**

- In den Vereinigten Staaten haben sich die Finanzmarktbedingungen dieses Jahr in fast allen Segmenten verbessert. Im Zuge der Aktienrally, die bis September andauerte, erreichten die Kurse ihr höchstes Niveau seit fünf Jahren (Abb. 1.8), auch wenn sie jüngst wieder gefallen sind. Um das nominale Trendwachstum bereinigt, liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis immer noch unter seinem historischen Durchschnitt. Die Unsicherheit an den Aktienmärkten, die an der impliziten Volatilität gemessen wird,

Figure 1.9. The cost of credit among euro area countries has diverged



Note: Cost of credit is defined as interest rates on new loans to non-financial corporations (all maturities) with the exception of Greece where it refers to new loans with maturity of up to one year. Last observation refers to August 2012.

Source: European Central Bank.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742893>

bewegt sich weiterhin auf einem Niveau, das angesichts der großen politischen Unsicherheit und der Risiken für die Weltwirtschaft erstaunlich niedrig ist. Die Renditen auf US-Staatsanleihen sind im historischen Vergleich weiterhin sehr niedrig, was eher auf die reichliche Liquidität als auf eine im Vergleich zu anderen Ländern höhere Kreditwürdigkeit zurückzuführen ist<sup>2</sup>, und die Hypothekenzinsen sind weiter gesunken. Die Kreditvergabestandards für kleine und mittlere Unternehmen werden günstiger, und die Bankkreditzinsen sind nach wie vor niedrig.

**... in Japan sind sie jedoch ungünstiger geworden**

- In Japan wirken die Finanzierungsbedingungen weiterhin konjunkturstützend, haben sich seit Mai aber etwas verschlechtert, was sich aus dem jüngsten Anstieg des effektiven Wechselkurses des Yen sowie höheren Spreads auf Unternehmensanleihen erklärt. Die Kreditbedingungen sind hingegen lockerer geworden.

**In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen im Allgemeinen verbessert**

- In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen unter dem Einfluss steigender Aktienkurse, sinkender Spreads auf Staatsanleihen und niedrigerer Leitzinsen (vor allem in Brasilien, siehe weiter unten) in jüngster Zeit verbessert. Die Entwicklungen in China sind uneinheitlich. Die Aktienmärkte haben nachgegeben und schlechter abgeschnitten als in anderen Volkswirtschaften, was mit Besorgnis über die Dauer der Konjunkturverlangsamung, Unsicherheit über die Geldpolitik und Zweifel an der Stärke des Wachstumspotenzials zusammenhängt. Die Liquiditätszufuhr wurde jedoch verlangsamt, das Kreditwachstum ist gestiegen, und der Renminbi tendiert in effektiver Rechnung seit Mai stabil.

## Kurzfristige Projektionen und Risiken

**Die Wirtschaftsaussichten sind sehr ungewiss ...**

Die Wirtschaftsaussichten sind sehr ungewiss und stark von den Risiken in Verbindung mit Art und Zeitpunkt der Politikentscheidungen hinsichtlich der Krise des Euroraums sowie der fiskalischen Klippe und der Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten abhängig; eine wichtige Rolle spielt ferner die Frage, inwieweit sich das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften angesichts der Ungewissheit über das Wachstum des Produktionspotenzials beleben kann, wie auch die Möglichkeit, dass eine sich selbst verstärkende endogene Dynamik die Nachfrage noch weiter schwächen könnte. Durch die enormen Schwierigkeiten einiger Länder des Euroraums, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu sichern, entsteht darüber hinaus ein Ereignisrisiko. Die hier vorgestellten Projektionen beruhen auf der Annahme, dass die oben identifizierten Hauptrisikofaktoren erfolgreich verringert werden können und dass keine anderen Abwärtsrisiken eintreten, wenngleich die Fortschritte bei der Umsetzung der für die Erreichung dieses Ergebnisses erforderlichen Politikmaßnahmen insbesondere im Euroraum weiterhin schleppend und zögerlich verlaufen können.

**... und das Wachstum belebt sich voraussichtlich nur langsam ...**

Auf der Grundlage dieser Annahmen wird in den großen OECD-Volkswirtschaften bis 2013-2014 nur mit einem verhaltenen und ungleichmäßigen Konjunkturaufschwung gerechnet, in dem sich das Wachstum nach sehr schwachen kurzfristigen Ergebnissen, insbesondere im Euroraum, wo die

rezessiven Bedingungen den Projektionen zufolge bis in das Jahr 2013 hinein anhalten werden, nur langsam belebt. Die konjunkturstützende Wirkung der akkommodierend ausgerichteten Geldpolitik (Kasten 1.2), das steigende Vertrauen und die leicht stützend wirkenden Finanzmarktbedingungen dürften trotz der andauernden, von der Haushaltskonsolidierung ausgehenden Bremswirkung und der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit letztlich das Wachstum in den meisten großen Volkswirtschaften fördern. Die Hauptmerkmale der Wirtschaftsaussichten für die großen Volkswirtschaften stellen sich folgendermaßen dar:

### Kasten 1.2 **Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen**

Die fiskalpolitischen Hypothesen für 2013-2014 basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen. Wo Pläne der Regierungen für 2013-2014 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. Ansonsten wird in Ländern, deren Haushaltslage beeinträchtigt ist, eine normative Annahme zu Grunde gelegt, die für 2013 und 2014 einen Rückgang des strukturellen Primärsaldos um wenigstens 1% des BIP unterstellt. Wo nicht genügend Informationen vorliegen, um die Verteilung der 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.

In den Ländern des Euroraums wird davon ausgegangen, dass die Haushaltskonsolidierung 2013 und 2014 den Umfang der strukturellen Konsolidierung erreicht (gemessen an der Veränderung des strukturellen Primärsaldos), der durch die in den Konsolidierungsplänen des Defizitverfahrens und der Stabilitätsprogramme aufgeführten Ziele vorgesehen ist. Ein uneingeschränktes Wirken der automatischen Stabilisatoren entlang dem strukturellen Anpassungspfad wird zugelassen. Demgemäß wurden die folgenden Annahmen zu Grunde gelegt (mit Anpassungen, falls die Projektionen der OECD und der Regierungen für die Wirtschaftstätigkeit voneinander abweichen):

- Für die Vereinigten Staaten wird angesichts der auf legislativer Ebene herrschenden Ungewissheit bezüglich der Haushaltspolitik davon ausgegangen, dass der strukturelle Primärsaldo sich in den kommenden zwei Jahren jeweils um 1½% des BIP verbessern wird, was einem langsameren Tempo entspricht als es der derzeitige Gesetzesrahmen vorsieht.
- Für Japan basieren die Projektionen auf dem im August 2012 angekündigten überarbeiteten mittelfristigen Haushaltsrahmen. In die Projektionen sind ferner die Ausgaben für den Wiederaufbau im Umfang von insgesamt rd. 1¼% des BIP in den Jahren 2013 und 2014 sowie die über einen längeren Zeitraum zur Finanzierung dieser Ausgaben geplanten Steuererhöhungen einbezogen. Darüber hinaus wird in den Projektionen unterstellt, dass die geplante Anhebung des Verbrauchsteuersatzes von derzeit 5% auf 8% im April 2014 umgesetzt wird.
- In den großen Ländern der Europäischen Union wird von folgender Entwicklung der strukturellen Haushaltspositionen ausgegangen: Für Deutschland berücksichtigen die Projektionen die im März 2012 von der Bundesregierung angekündigten und im Stabilitätsprogramm vorgestellten mittelfristigen Haushaltspläne ebenso wie die verabschiedeten und angekündigten Haushaltsmaßnahmen. Für Frankreich ist das Konsolidierungsprogramm der Regierung von insgesamt 2,6% des BIP in struktureller Hinsicht im Zeitraum 2013-2014 in die Projektionen einbezogen, die 2013 auf der Steuerseite und 2014 vorwiegend auf der Ausgabenseite erzielt werden. In den Projektionen für Italien sind die von der Regierung im September 2012 in der aktuellen Wirtschafts- und Finanzplanung vorgestellten mittelfristigen Haushaltspläne berücksichtigt. Für das Vereinigte Königreich basieren die Projektionen auf den steuerlichen Maßnahmen und Ausgabenplänen, die im Haushalt von März 2012 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.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

- In den Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die obere Grenze des Richtsatzes für Tagesgeld der Federal Reserve im ganzen Projektionszeitraum konstant bei ¼% verharret. Es wird unterstellt, dass die derzeitige Zinsorientierung der Federal Reserve (*forward guidance*) beibehalten wird.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass der Refinanzierungssatz bis Ende 2012 auf ½% reduziert wird und bis Ende 2014 auf diesem Niveau verharret. Es wird davon ausgegangen, dass der Tagesgeldsatz im ganzen Projektionszeitraum nahe null liegt. Darüber hinaus wird angenommen, dass die Europäische Zentralbank eine Zinsorientierung vorgibt, die an den niedrigen Leitzinsen über den Ablauf des Projektionszeitraums hinaus festhält.
- In Japan wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins im ganzen Projektionszeitraum bei 0,1% verharret.

Es wird davon ausgegangen, dass die Politik der quantitativen Lockerung und andere unkonventionelle Maßnahmen in all diesen Volkswirtschaften wie geplant durchgeführt werden.

Für die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland und andere Länder außerhalb des Euroraums wird davon ausgegangen, dass die Renditen für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit langsam gegen einen Referenzsatz konvergieren werden (der erst relativ spät nach Ablauf des Projektionszeitraums erreicht wird); dieser wird durch die künftig projizierten kurzfristigen Sätze, 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 2014 um ein Drittel gegenüber ihrem gegenwärtigen Niveau zurückgehen.

Die Projektionen gehen von unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 13. November 2012 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 79,42 Yen, 0,787 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,27 US-\$) und 6,23 Renminbi.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für ein Barrel der Rohölsorte Brent ab dem ersten Quartal 2013 ausgehend von einem im letzten Quartal 2012 angenommenen Preis von 110 \$ pro Jahr um 5 \$ steigt. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf dem Durchschnittsniveau von Oktober 2012 liegen werden.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 15. November 2012. Einzelheiten zu den spezifischen Annahmen für einzelne Länder sind Kapitel 2 und 3 zu entnehmen.

### ... in den Vereinigten Staaten ...

- Das Wachstum hat sich in den Vereinigten Staaten in diesem Jahr trotz der vorübergehenden Bremswirkung behauptet, die von den dürrebedingten Ernteaussfällen und den durch den Wirbelsturm Sandy verursachten Zerstörungen ausging, und es wird angenommen, dass es sich während des Projektionszeitraums allmählich beschleunigt. Das Wachstum des privaten Konsums dürfte durch sich verbessernde Arbeitsmarktbedingungen und einen auf die bisher erfolgte Sanierung der Bilanzen zurückzuführenden Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte gestützt werden. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen wird sich mit dem Abklingen der politikinduzierten Unsicherheit wahrscheinlich beleben, und die Wohnungsbauinvestitionen dürften angesichts der Erholung auf dem Wohnimmobilienmarkt weiterhin rasch gegenüber ihrem derzeit niedrigen Stand ansteigen. Da die Auslandsnachfrage weniger schnell wächst als die Inlandsnachfrage, werden die Nettoexporte bis 2013-2014 voraussichtlich eine leichte Bremswirkung auf den Aufschwung ausüben. Das Beschäftigungswachstum wird sich den Projektionen zufolge in den

nächsten zwei Jahren beschleunigen, und die Arbeitslosenquote dürfte bis Ende 2014 auf knapp 7½% zurückgehen, was bedeutet, dass ein beträchtlicher, wenn auch abnehmender Arbeitskräfteüberhang fortbesteht.

**... im Euroraum ...**

- Die Wirtschaft des Euroraums befindet sich nach wie vor in einer sehr schwachen Verfassung, die euroraumweiten Konjunkturindikatoren liegen auf einem sehr niedrigen Niveau, und von den allgemeinen Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung und dem sich eintrübenden Vertrauen geht eine erhebliche konjunkturelle Bremswirkung aus. Die finanziellen Bedingungen insgesamt haben sich etwas verbessert, und die Geldpolitik ist zunehmend akkommodierend ausgerichtet, die Auswirkungen dieser Faktoren auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum werden auf Grund des gestörten Transmissionsmechanismus jedoch nur langsam sichtbar werden. In den Mitgliedsländern, in denen die Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen sehr hoch ist, dürfte es zu einem Schuldenabbau kommen, wodurch die Sparquoten der privaten Haushalte erhöht und Investitionen gebremst werden. Sofern die Politikmaßnahmen ausreichen, um das Risiko destabilisierender Entwicklungen im Euroraum zu mindern, dürfte sich unter dem Einfluss einer Verringerung des Umfangs der euroraumweiten Haushaltskonsolidierung das Vertrauen aufhellen und die Wirtschaftstätigkeit allmählich erholen. Das Wachstum wird den Projektionen zufolge das Trendniveau jedoch nicht vor Ende 2014 erreichen, was bedeutet, dass sich die große negative Produktionslücke noch stärker ausweiten und die ohnehin schon schlechte Arbeitsmarktlage noch weiter verschlechtern dürfte, so dass die Arbeitslosigkeit auf knapp über 12% ansteigt.

**... in Japan ...**

- Auf das robuste Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2012 folgten in Japan in der zweiten Jahreshälfte Produktionsrückgänge. Die Ausfuhrvolumen sind stark gesunken, und die Binnennachfrage hat sich eingetrübt, was teilweise auf das Auslaufen der Subventionen für den Kauf umweltfreundlicher Autos zurückzuführen war. Das BIP-Wachstum dürfte sich Anfang 2013 wieder beleben, allerdings nur moderat. Die Binnennachfrage wird durch das Abklingen der Ausgaben für den Wiederaufbau nach der Katastrophe und die Bremswirkung infolge der Haushaltskonsolidierung, die im nächsten Jahr in Gang kommt und 2014 mit der Umsetzung der geplanten Erhöhung des Verbrauchsteuersatzes beträchtlich verschärft wird, gedämpft werden. Den Projektionen zufolge ist 2014 mit Ausgabenumschichtungen zu rechnen, da der private Verbrauch angesichts der Steuererhöhung vorgezogen wird, wobei allerdings ausgleichende Änderungen in der Sparquote der privaten Haushalte und der Lagerhaltung helfen könnten, das Konjunkturprofil insgesamt zu glätten. Bei anziehender Auslandsnachfrage dürfte der Aufschwung hauptsächlich durch eine Belebung des Exportwachstums und eine damit einhergehende Verbesserung der Unternehmensinvestitionen gestützt werden, was während des Projektionszeitraums einen geringfügigen Rückgang der Arbeitslosenquote zur Folge hat.

**... und in den aufstrebenden Volkswirtschaften**

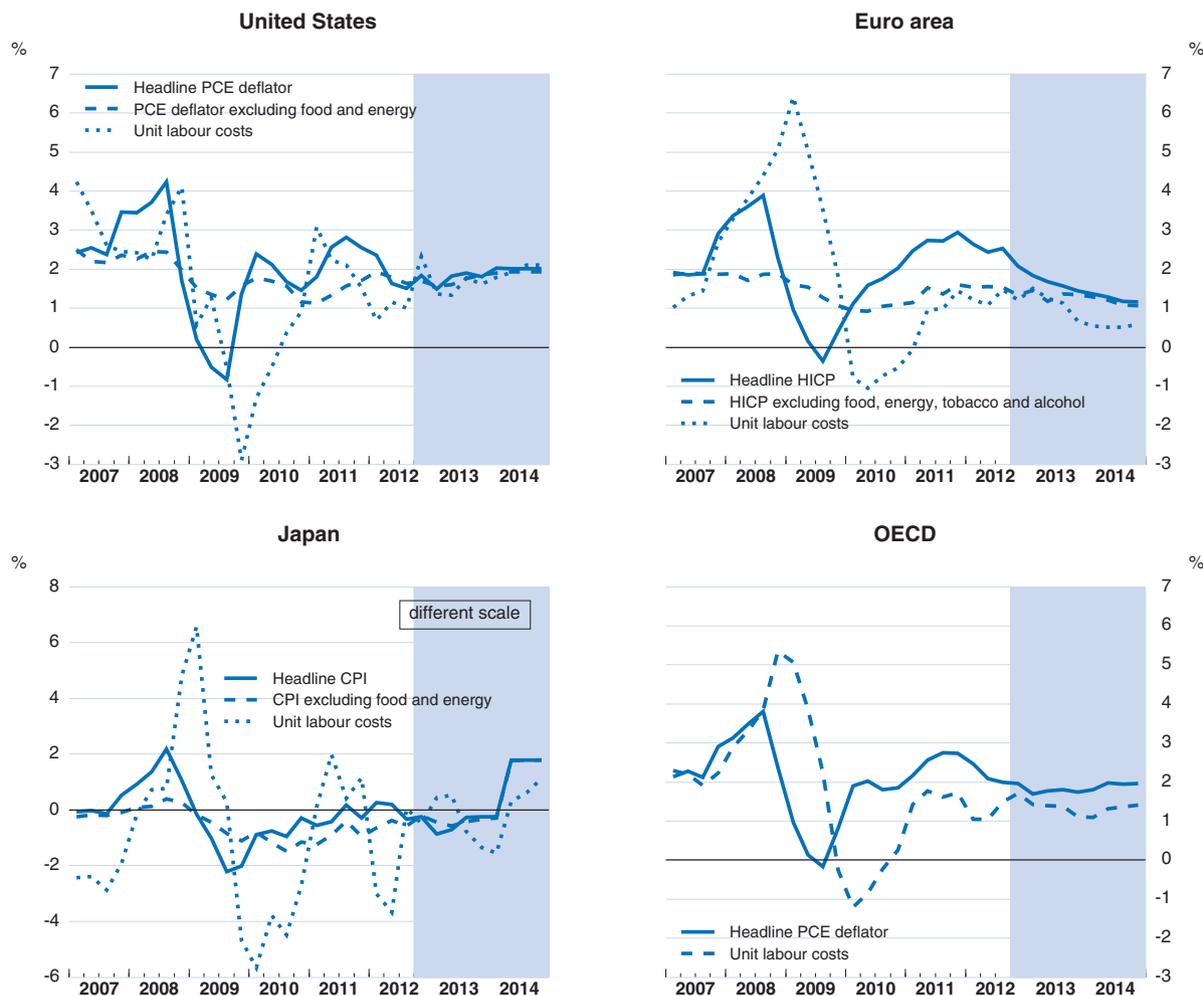
- Nach einer Periode über Erwarten großer Schwäche setzt in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften eine allmähliche Belebung des gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums ein, wobei eine zunehmend konjunkturstützende Geld- und Fiskalpolitik die von der schwachen

Auslandsnachfrage ausgehende Bremswirkung kompensiert. In China hat auf Quartalsbasis unter dem Einfluss der Beschleunigung der öffentlichen Infrastrukturausgaben eine Belebung des Produktionswachstums eingesetzt. Das Wachstum dürfte sich 2014 angesichts einer Lockerung der makroökonomischen Politik, eines sich verbessernden Wohnimmobilienmarkts und einer die Binnennachfrage ankurbelnden Steigerung der Sozialausgaben bei knapp unter 9% stabilisieren. In Indien wird das jährliche BIP-Wachstum wohl allmählich anziehen, 2013 bei etwa 6% liegen und 2014 einen Wert von 7% erreichen, wobei die sich verbessernden Finanzierungsbedingungen und eine Normalisierung der Agrarproduktion die Wirtschaftstätigkeit stimulieren und der abnehmende Inflationsdruck den Spielraum für eine monetäre Lockerung erhöht und die Bremswirkung auf die realen Haushaltseinkommen reduziert. In Brasilien scheint die Periode schwachen Wachstums dank starker und zum rechten Zeitpunkt geschaffener geldpolitischer und fiskalischer Impulse zu Ende gegangen zu sein, und das BIP-Wachstum wird den Projektionen zufolge sowohl 2013 als auch 2014 mit einer Jahresrate von etwa 4% in der Nähe der Potenzialrate liegen. Die Inlandsnachfrage dürfte angesichts des starken Investitionswachstums und eines angespannten Arbeitsmarkts robust bleiben, was teilweise durch einen leichten Rückgang der Nettoexporte ausgeglichen wird. In Russland dürfte das BIP-Wachstum 2013-2014 unter dem Einfluss der kurzfristigen Auswirkungen der fiskalischen Lockerung, des hohen Ölpreisniveaus und des allmählichen Abklingens der von der Krise des Euroraums ausgehenden Belastungen auf eine Jahresrate von etwa 4% steigen.

### **Der Inflationsdruck bleibt schwach ...**

Der Inflationsdruck ist derzeit schwach, und in den meisten großen Volkswirtschaften verharren die Kerninflationen entweder auf niedrigem Niveau oder gehen zurück. Höhere Nahrungsmittelpreise werden die Gesamtinflation bis Anfang 2013 weiter leicht in die Höhe treiben, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die langfristigen Inflationserwartungen in den OECD-Volkswirtschaften bleiben relativ fest verankert, obwohl die marktbasierenden Maßnahmen in den Vereinigten Staaten seit der Einführung des dritten Programms der quantitativen Lockerung (QE3) leicht zugenommen haben. Die Verankerung der Inflationserwartungen dürfte dazu beitragen, die inflationsdämpfenden Tendenzen zu begrenzen, wenngleich die in vielen OECD-Volkswirtschaften verzeichneten enormen Kapazitätsüberhänge dazu führen, dass der Preisauftrieb in den kommenden Jahren unter den amtlichen Inflationszielen bleibt (Abb. 1.10), wenn auch in der derzeitigen Situation Unsicherheit in Bezug auf das genaue Ausmaß der Kapazitätsüberhänge besteht. Die Kerninflation wird in den Vereinigten Staaten voraussichtlich verhalten bleiben und im Lauf des Jahres 2014 schließlich auf etwa 2% anziehen, was weitgehend dem projizierten Wachstum der Lohnstückkosten entspricht. Im Euroraum könnte die Kerninflation durch die Ausweitung der Kapazitätsüberhänge bis 2014 auf etwa 1¼% sinken<sup>3</sup>. In Japan wird die Deflation im Projektionszeitraum voraussichtlich nach und nach zurückgehen, da das Preisniveau während des Jahres 2014 auf Grund der ersten der geplanten Erhöhungen des Verbrauchsteuersatzes um etwa 2% ansteigen wird. In den großen aufstrebenden Volkswirtschaften hat eine Phase unter der Trendrate liegenden Wachstums voraussichtlich zu negativen Produktionslücken

Figure 1.10. **Inflation pressures are likely to remain moderate**  
12-month percentage change



Note: PCE deflator refers to the deflator of personal consumption expenditures, HICP to the harmonised index of consumer prices and CPI to the consumer price index. Unit labour costs are economy-wide measures.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742912>

geführt, wovon zusätzlicher Abwärtsdruck auf die Inflation ausgeht. Der Umfang der Produktionslücken ist angesichts der Unsicherheitsfaktoren in Bezug auf die Potenzialwachstumsraten jedoch unklar, der zu erwartende Konjunkturaufschwung wird den Projektionen zufolge jedoch nicht so stark ausfallen, dass die Kerninflation beträchtlich erhöht würde.

**... da verschiedene Messgrößen der Kapazitätsüberhänge auf inflationsdämpfende Tendenzen hindeuten**

Die Beurteilung des Umfangs der derzeitigen Kapazitätsüberhänge und folglich der Stärke der inflationsdämpfenden Tendenzen ist mit großer Unsicherheit behaftet. Im OECD-Raum ist dies teilweise auf die Ungewissheit über die Auswirkungen der Krise und des darauf folgenden längeren Zeitraums unterdurchschnittlichen Wachstums auf das Potenzialwachstum zurückzuführen, so dass die kurzfristige Entwicklung der Produktionslücke möglicherweise negativer eingeschätzt wird, als sie tatsächlich ist. Unter solchen

Umständen muss bei der Beurteilung des zu erwartenden Inflationsdrucks auf Erhebungen basierenden Messgrößen des Kapazitätsüberhangs und der Lücke zwischen dem tatsächlichen und dem Potenzialwachstum mehr Beachtung geschenkt werden (Orphanides, 2003; Pain und Röhn, 2011)<sup>4</sup>. Diese alternativen Indikatoren lassen derzeit ferner darauf schließen, dass die inflationsdämpfenden Tendenzen im Euroraum stärker ausgeprägt sind als in den Vereinigten Staaten oder in Japan.

**Die Arbeitsmarktbedingungen haben sich verschlechtert ...**

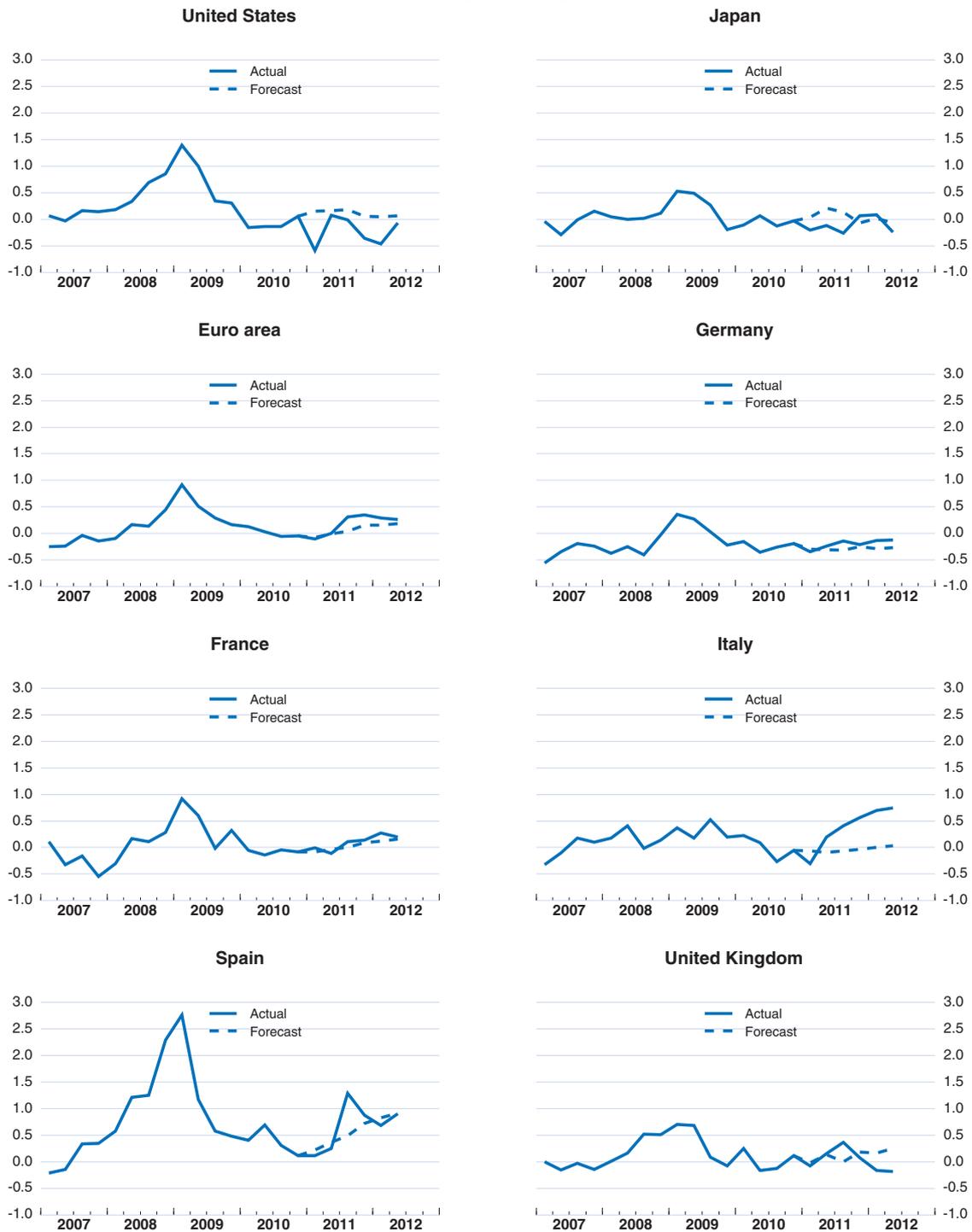
Die Arbeitsmarktbedingungen sind im Allgemeinen nach wie vor schlecht, insbesondere in den unter dem Druck der Märkte stehenden Ländern des Euroraums. Zu den anderen Ländern ist zu sagen, dass der allmähliche Rückgang der Arbeitslosigkeit in Deutschland im Zuge der Wachstumsverlangsamung zum Stillstand gekommen ist, während die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten trotz eines nur moderat verlaufenden Beschäftigungswachstums weiter rückläufig war, wobei die Erwerbsbeteiligungsquote auf ihren niedrigsten Stand seit 1980 gefallen ist. Schätzungen auf der Basis einfacher Gleichungen, die die Veränderung der Arbeitslosenquote im Verhältnis zum gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstum betrachten (Abb. 1.11), lassen darauf schließen, dass die Arbeitslosenzahlen in den letzten Quartalen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich ständig besser waren, als auf der Basis der früheren Relation zum gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstum zu erwarten gewesen wäre. Eine Folge ist, dass die Arbeitslosigkeit in diesen Ländern schnell steigen könnte, wenn das Wachstum sich abschwächen sollte. Im Euroraum stieg die Arbeitslosenquote dagegen etwas stärker an, als angesichts des gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums zu erwarten gewesen wäre, was darauf hindeutet, dass die Unternehmen eine längere Schwächephase antizipieren und möglicherweise auch darauf zurückzuführen ist, dass die Arbeitslosigkeit zu Beginn der Krise nur langsam reagiert hat.

**... und werden sich in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich nur geringfügig verbessern ...**

Die Arbeitslosigkeit wird in vielen Ländern voraussichtlich weiter auf hohem Niveau verharren oder sogar noch weiter ansteigen. Tatsächlich deuten schwache Erhebungsergebnisse zu den Einstellungsabsichten und die Tatsache, dass es wahrscheinlich zu einer erneuten Periode unterdurchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums kommt und Einstellungsentscheidungen auf Grund der bestehenden Ungewissheit möglicherweise verschoben werden (Leduc und Liu, 2012), auf schlechte Beschäftigungsaussichten hin, mit negativen Auswirkungen auf das Einkommenswachstum, das Vertrauen und die Wirtschaftstätigkeit. Den Projektionen zufolge wird die Gesamtbeschäftigung im OECD-Raum 2013 um etwa ¾% und 2014 um 1% steigen (Tabelle 1.3), wobei das Beschäftigungswachstum in den Vereinigten Staaten und vielen anderen nichteuropäischen Volkswirtschaften z.T. durch Arbeitsplatzverluste im Euroraum und in Japan, wo die Bevölkerung im Erwerbsalter zurückgeht, kompensiert wird. Die ohnehin bereits hohe OECD-weite Arbeitslosenquote wird den Projektionen zufolge im nächsten Jahr weiter zunehmen, bevor sie 2014 wieder zurückgeht, so dass die Zahl der Arbeitslosen Ende 2014 nur geringfügig niedriger sein wird, als dies derzeit der Fall ist (Abb. 1.12).

Figure 1.11. **Actual and predicted changes in unemployment rates**

Quarterly change, percentage points



Note: Predicted change is a dynamic forecast of the change in the unemployment rate from 2011Q1, using an equation estimated over 1994Q1-2010Q4 in which the change in the unemployment rate is regressed on lagged changes in the unemployment rate and current and lagged output growth.

Source: OECD Economic Outlook 92 database and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742931>

Table 1.3. **OECD labour market conditions are diverging**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Percentage change from previous period						
<b>Employment</b>						
United States	-3.8	-0.6	0.6	1.9	1.6	1.5
Euro area	-1.8	-0.5	0.1	-0.5	-0.8	0.0
Japan	-1.6	-0.4	-0.2	0.3	-0.2	-0.1
OECD	-1.8	0.3	1.0	1.0	0.7	1.0
<b>Labour force</b>						
United States	-0.1	-0.2	-0.2	0.9	1.3	1.2
Euro area	0.3	0.1	0.2	0.7	0.1	0.1
Japan	-0.5	-0.4	-0.7	0.1	-0.3	-0.2
OECD	0.6	0.5	0.6	1.0	0.9	0.8
<b>Unemployment rate</b>						
	Per cent of labour force					
United States	9.3	9.6	8.9	8.1	7.8	7.5
Euro area	9.4	9.9	10.0	11.1	11.9	12.0
Japan	5.1	5.1	4.6	4.4	4.4	4.3
OECD	8.2	8.3	8.0	8.0	8.2	8.0

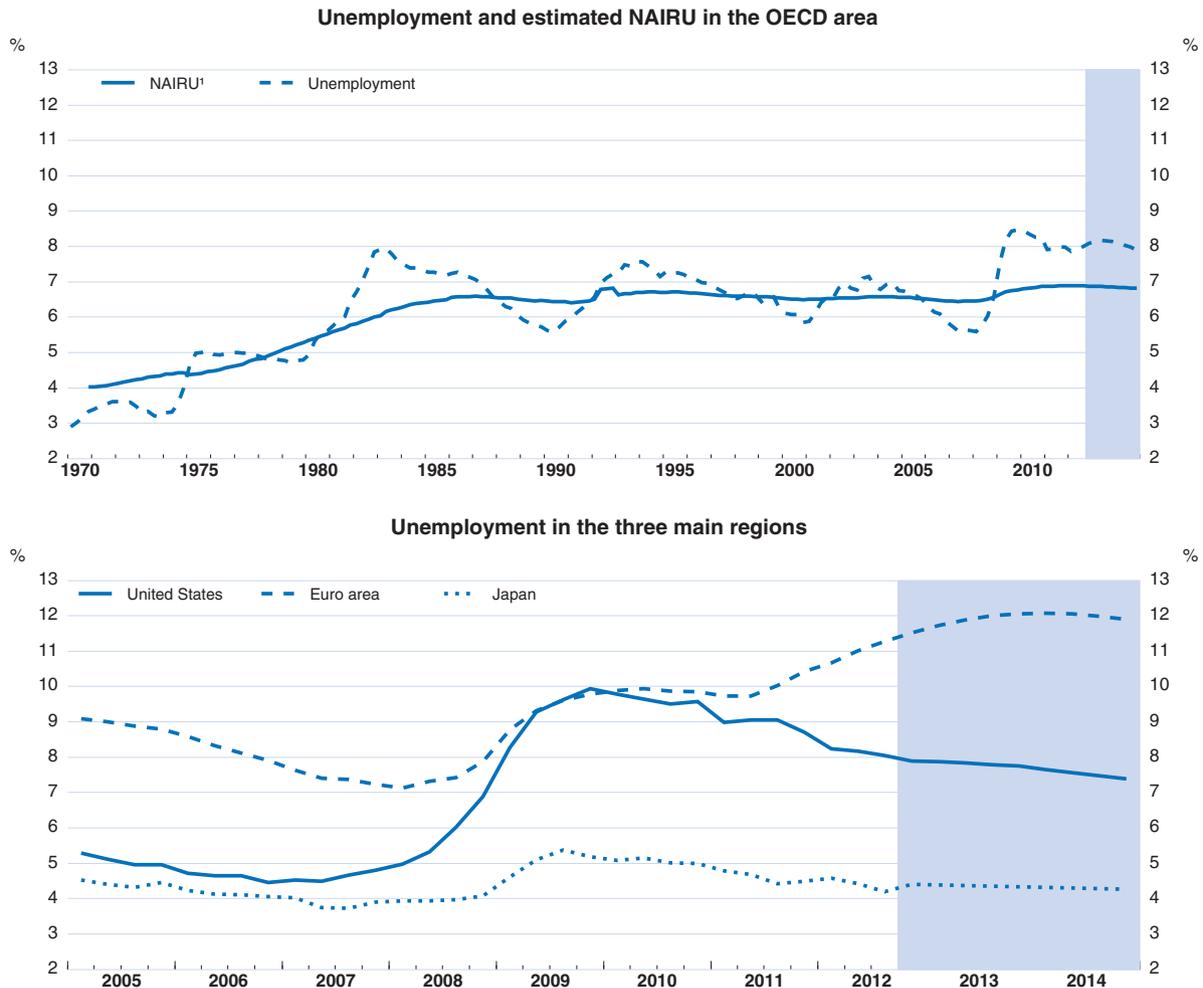
Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744147>

**... falls keine  
Strukturmaßnahmen  
ergriffen werden,  
um das Beschäftigungs-  
wachstum auf kurze  
Sicht anzukurbeln**

Im OECD-Raum insgesamt sind fast 16 Millionen mehr Menschen arbeitslos als Ende 2007, kurz vor Beginn der Krise. Darüber hinaus lässt die in einigen Ländern zu verzeichnende hohe Langzeitarbeitslosigkeit Besorgnis darüber aufkommen, dass der anhaltende konjunkturell bedingte Anstieg der Arbeitslosigkeit zu einer Erhöhung der strukturellen Arbeitslosigkeit führen könnte. Eine damit zusammenhängende Sorge ist, dass sich der Anstieg der Zahl der entmutigten Arbeitskräfte als dauerhaft erweisen könnte. In einigen Ländern, darunter die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Schweden, hat sich die Beveridge-Kurve (ein Indikator für die Effizienz des Ausgleichsprozesses zwischen Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage auf dem Arbeitsmarkt, der die Arbeitslosenquote mit der Vakanzquote in Relation setzt) in letzter Zeit nach rechts verschoben (was bedeutet, dass die Arbeitslosenquote im Verhältnis zur Vakanzquote gestiegen ist), und dies könnte darauf hindeuten, dass dieser Ausgleichsprozess nicht mehr reibungslos funktioniert (OECD, 2012c; Hobijn und Sahin, 2012)<sup>5</sup>. Es könnte jedoch auch auf einen normalen Konjunkturzyklus zurückzuführen sein (Daly et al., 2012), in dem die Vakanzquoten schneller auf die konjunkturellen Bedingungen reagieren als die Arbeitslosenquote. Arbeitsmarktreformen sind, wie in OECD (2012a, b) ausführlich erörtert wird, nach wie vor eine wesentliche Voraussetzung für die Stützung des kurzfristigen Beschäftigungswachstums, erleichtern die Lohnanpassung, insbesondere im Euroraum, und reduzieren das Risiko, dass sich der Anstieg der Arbeitslosigkeit verfestigt. Produktmarktreformen zur Lockerung regulatorischer Beschränkungen in Bereichen, in denen ein starkes Potenzial für neues Beschäftigungswachstum besteht, wie im Einzelhandel und bei den freiberuflichen Dienstleistungen, könnten ebenfalls dazu dienen, die Arbeitsmarktergebnisse relativ rasch zu verbessern<sup>6</sup>. Eine ermutigende Entwicklung besteht darin, dass die Intensität der in letzter Zeit vorgenommenen strukturellen Arbeitsmarktreformen in den Ländern am größten ist, in denen eine massive Haushaltskonsolidierung durchgeführt wird und in denen solche Reformen häufig am dringlichsten erforderlich sind und den größten

Figure 1.12. **Considerable labour market slack is set to persist**  
Percentage of labour force



1. NAIRU is based on OECD estimates. For the United States, it has not been adjusted for the effect of extended unemployment benefit duration.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742950>

potenziellen Nutzen bieten – selbst wenn dies möglicherweise auch mit den größten kurzfristigen Kosten verbunden ist, weil die Reformen in einem besonders trüben Konjunkturklima durchgeführt werden (Bouis und Duval, 2011).

### **Die Leistungsbilanzungleichgewichte bleiben groß ...**

Die Summe aller Leistungsbilanzsalden liegt zurzeit in absoluter Rechnung zwischen 3¼% und 4% des weltweiten BIP und damit deutlich unter dem unmittelbar vor der Finanzkrise verzeichneten Niveau. In den kommenden zwei Jahren wird sie den Projektionen zufolge, gestützt durch die relativ robuste Importnachfrage in China und die verzögerten Effekte früherer Bewegungen der effektiven Wechselkurse in den Vereinigten Staaten, China und Japan, um ½ Prozentpunkt zurückgehen (Tabelle 1.4; Abb. 1.13). Unter den wichtigsten Entwicklungen in den großen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen und den großen Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten sind zu nennen:

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

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Goods and services trade volume</b>					
Percentage change from previous period					
<b>World trade<sup>1</sup></b>	12.8	6.0	2.8	4.7	6.8
<i>of which:</i> OECD	11.3	5.3	2.2	3.5	5.8
OECD America	12.6	5.8	3.3	4.0	6.1
OECD Asia-Pacific	15.9	5.0	3.8	5.0	8.1
OECD Europe	9.8	5.2	1.4	2.9	5.1
China	24.4	9.2	5.9	9.9	11.8
Other industrialised Asia <sup>2</sup>	18.3	7.7	3.1	6.3	8.0
Russia	14.6	9.3	2.9	6.6	6.6
Brazil	24.5	7.7	2.6	6.6	8.2
Other oil producers	3.3	2.5	3.8	5.9	8.1
Rest of the world	9.2	7.1	2.6	3.8	5.9
OECD exports	11.3	5.7	2.8	3.6	6.0
OECD imports	11.3	4.9	1.7	3.4	5.6
<b>Trade prices<sup>3</sup></b>					
OECD exports	2.7	9.0	-3.7	0.8	1.5
OECD imports	3.6	10.5	-2.6	1.0	1.7
Non-OECD exports	9.7	13.7	2.6	2.0	3.2
Non-OECD imports	8.3	10.3	1.9	2.0	3.0
<b>Current account balances</b>					
Per cent of GDP					
United States	-3.0	-3.1	-3.0	-3.0	-3.2
Japan	3.7	2.1	1.1	1.2	1.5
Euro area	0.5	0.5	1.4	1.9	2.2
OECD	-0.4	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
China	4.0	2.8	2.9	2.9	2.2
\$ billion					
United States	-442	-466	-470	-482	-540
Japan	205	120	63	69	91
Euro area	55	66	173	234	269
OECD	-189	-317	-300	-296	-300
China	238	202	238	265	220
Other industrialised Asia <sup>2</sup>	96	84	35	52	53
Russia	71	99	91	57	42
Brazil	-47	-52	-57	-64	-72
Other oil producers	242	464	425	435	524
Rest of the world	-107	-150	-152	-104	-72
Non-OECD	492	646	579	641	696
World	303	329	279	346	396

Note: Regional aggregates include intra-regional trade.

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

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

3. Average unit values in dollars.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

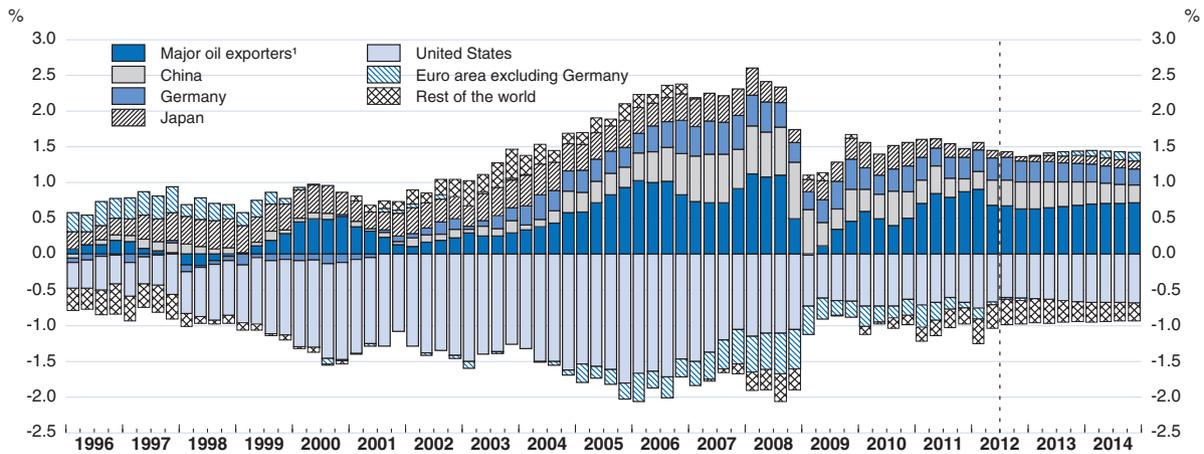
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744166>

**... wobei der Überschuss des Euroraums voraussichtlich noch weiter steigt ...**

- Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums ist angesichts der Tatsache, dass die schwache Binnennachfrage in den Peripherieländern, die nicht zuletzt auf die laufende Haushaltskonsolidierung zurückzuführen ist, nicht durch eine stärkere Nachfrage in den Kernländern kompensiert wird, in diesem Jahr um etwas weniger als 1 Prozentpunkt des BIP angestiegen. In den nächsten zwei Jahren wird sich der Überschuss des Euroraums voraussichtlich um einen weiteren  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkt erhöhen, da das Wachstum der Binnennachfrage im Verhältnis zu anderen Regionen verhalten bleibt. Die Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums werden weiter unten erörtert.

Figure 1.13. **Little further progress in reducing global imbalances is foreseen**

Current account balance, in per cent of world GDP



Note: The vertical dotted line separates actual data from forecasts.

1. Include Azerbaijan, Kazakhstan, Turkmenistan, Brunei, Timor-Leste, Bahrain, Iran, Iraq, Kuwait, Libya, Oman, Qatar, Russian Federation, Saudi Arabia, United Arab Emirates, Yemen, Ecuador, Trinidad and Tobago, Venezuela, Algeria, Angola, Chad, Republic of Congo, Equatorial Guinea, Gabon, Nigeria and Sudan.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742969>

**... das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten sich voraussichtlich weitgehend stabilisiert ...**

- In den Vereinigten Staaten hielt sich der Handelssaldo in diesem Jahr weitgehend unverändert, da das zunehmende Defizit bei Ausklammerung der Öleinnahmen, das die relative Stärke der Binnennachfrage widerspiegelt, durch die auf die Entwicklung des Inlandsangebots zurückzuführenden steigenden Exporte von Mineralölprodukten kompensiert wird. Eine Verschlechterung der Terms of Trade und das relativ robuste Wachstum der Inlandsnachfrage werden im Zeitraum 2013-2014 den Projektionen zufolge zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten um rd. ¼% des BIP führen.

**... der japanische Überschuss bestehen bleibt ...**

- In Japan ist der Leistungsbilanzüberschuss in diesem Jahr weiter zurückgegangen, und zwar um fast 1% des BIP, was auf steigende Energieimporte und rückläufige Exporte in der Folge des starken effektiven Wechselkurses und der schleppenden Auslandsnachfrage zurückzuführen ist. Es ist zwar möglich, dass einige dieser Faktoren anhalten, insbesondere der Rückgriff auf Energieeinfuhren, um die inländische Kernenergie zu ersetzen, die Leistungsbilanz insgesamt wird den Projektionen zufolge jedoch im Zeitraum 2013-2014 mit etwa 1¼-1½% des BIP positiv bleiben, was auf die hohen und steigenden Einkommensströme aus Japans Nettoforderungen gegenüber dem Ausland zurückzuführen ist.

**... der chinesische Leistungsbilanzüberschuss zurückgeht ...**

- In China wird der Gesamtleistungsbilanzüberschuss 2012 den Projektionen zufolge bei knapp über 2¾% des BIP liegen, etwa ½% des BIP mehr als in der zweiten Jahreshälfte 2011, da die Preise einiger importierter Rohstoffe gesunken sind und das Wachstum der Binnennachfrage nachgelassen hat, wenngleich es im Vergleich zu Chinas Handelspartnern robust bleibt. Danach wird für 2014 angesichts des soliden Wachstums der Binnennachfrage und einer Verschlechterung der Terms of Trade, die sich daraus ergibt, dass die chinesischen Exporteure die Preise an die relativen Kosten

auf dem Weltmarkt anpassen, ein moderater weiterer Rückgang des Überschusses auf etwa 2¼% des BIP projiziert.

**... der Leistungsbilanzüberschuss der Ölförderländer jedoch hoch bleibt**

- Die ölfördernden Länder mit hoher Sparquote erwirtschaften weiterhin große Leistungsbilanzüberschüsse in einer Höhe von knapp ¾% des Welt-BIP. In der kommenden Zeit werden die Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer angesichts des begrenzten Recyclings der Öleinnahmen den Projektionen zufolge hoch bleiben. Durch die daraus resultierenden Finanzinvestitionen im Ausland geraten die Renditen als sicher geltender Vermögenswerte in anderen Ländern, insbesondere Staatsanleihen, unter Abwärtsdruck.

**Strukturreformen würden zur Verringerung der Ungleichgewichte beitragen**

Die Leistungsbilanzprojektionen für die nächsten zwei Jahre spiegeln zum großen Teil Konjunktorentwicklungen wider. Dauerhafte Reduzierungen der globalen Ungleichgewichte (einschließlich Chinas) sowie der Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums erfordern eine stärkere Anpassung der realen Wechselkurse sowie Strukturreformen und Haushaltsanpassungen, wobei sowohl in Ländern mit Leistungsbilanzdefizit als auch in Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss Maßnahmen ergriffen werden müssen (OECD, 2012b).

**Die Risiken sind hoch und vorwiegend abwärts gerichtet ...**

Das Basisszenario ist nach wie vor mit erheblichen Risiken behaftet, die überwiegend abwärts gerichtet sind. Das Hauptrisiko geht, wie weiter unten noch erörtert, nach wie vor vom Euroraum aus, da die Krise durch eine negative Schuldendynamik, Stress im Bankensektor (einschließlich der Gefahr von Bankinsolvenzen), ein schwaches Wachstum und einen Vertrauenseinbruch oder den Austritt eines Mitgliedstaats verschärft werden könnte. Darüber hinaus besteht eine Reihe anderer konkreter Risiken, die die Wachstumsergebnisse im Eintrittsfall beeinträchtigen könnten:

**... selbstverstärkende dynamische Kräfte könnten zu einer deutlichen Konjunkturverlangsamung führen ...**

- In einigen Volkswirtschaften liegt das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum inzwischen nahe bei oder unter den geschätzten Grenzwerten der kritischen Geschwindigkeit (Abb. 1.14; Kasten 1.3), bei der das Risiko besteht, dass diese Volkswirtschaften durch selbstverstärkende endogene dynamische Kräfte in eine Rezession getrieben werden. Hohe und steigende Arbeitslosigkeit, überschüssige Lagerbestände und schwaches Vertrauen könnten in einigen Ländern zu höheren Sparquoten der privaten Haushalte

### Kasten 1.3 Kritische Geschwindigkeiten

Wie im Haupttext erörtert und in Abbildung 1.14 verdeutlicht wird, könnten sich die BIP-Wachstumsraten in vielen OECD-Ländern im Anschluss an eine lange Phase langsamer Erholung inzwischen den geschätzten Grenzwerten der kritischen Geschwindigkeit genähert haben. Auf der Grundlage früherer in solchen Fällen festgestellter Ergebnisse besteht das Risiko, dass die Volkswirtschaften im nächsten Jahr ein schwächeres Wachstum aufweisen und möglicherweise sogar in eine Rezession abrutschen werden. Dieser Kasten gibt einen Überblick über das Konzept der kritischen Geschwindigkeit und jüngste Versuche, die Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit zu schätzen.

Das Konzept der kritischen Geschwindigkeit bezieht sich in der jüngsten Fachliteratur auf eine Wachstumsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion, unterhalb derer ein Konjunkturaufschwung sich in eine Periode langsamen Wachstums und dann möglicherweise in eine Rezession verwandelt (Sheets und Sockin, 2011 und 2012). Hier lässt sich eine Parallele zur Lücke zwischen dem effektiven Wachstum und dem Wachstumspotenzial

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

der gesamtwirtschaftlichen Produktion ziehen, wobei die kritische Geschwindigkeit des Wachstums einem Zeitraum mit unter der Trendrate liegendem positivem Produktionswachstum entspricht. Eine Variante des Konzepts der kritischen Geschwindigkeit zufolge ist es ab einer bestimmten Dauer einer längeren Phase niedrigen Produktionswachstums wahrscheinlicher, dass auf das schwache Wachstum eine Rezession folgt, als dass sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion beschleunigt. Sich selbst erfüllende Kräfte, namentlich steigende Arbeitslosigkeit und sinkendes Vertrauen, führen über höhere Sparquoten der privaten Haushalte und Verringerungen der Investitionen des privaten Sektors zu einer weiteren Konjunkturabschwächung und die Wirtschaft wird anfälliger gegenüber negativen Schocks.

In letzter Zeit wurde in mehreren Studien versucht, empirische Schätzungen der kritischen Geschwindigkeiten zu erstellen:

- Die von der Federal Reserve durchgeführten Analysen legen den Schluss nahe, dass unter Zugrundelegung des zwischen 1947 und 2007 in den Vereinigten Staaten verzeichneten BIP eine 48%ige Wahrscheinlichkeit besteht, dass auf zwei Quartale, in denen die auf das Jahr hochgerechnete reale BIP-Wachstumsrate auf unter 2% fällt, innerhalb eines Jahres eine Rezession folgt. Die Wahrscheinlichkeit einer anschließenden Rezession steigt auf 70%, wenn das reale BIP-Wachstum im Vorjahresvergleich unter 2% fällt (Nalewaik, 2011).
- Die Schätzungen von Sheets und Sockin (2012), die auf dem Jahresvergleich der BIP-Wachstumsraten basieren, beziehen sich auf die Bandbreiten des Produktionswachstums (Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit), unterhalb derer eine statistisch signifikante Wahrscheinlichkeit besteht, dass das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum innerhalb des folgenden Jahres um eine Rate zurückgeht, die genauso hoch oder höher ist, als die derzeitige Wachstumsrate. In den Vereinigten Staaten liegen die Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit den Schätzungen zufolge bei Wachstumsraten zwischen 1½% und 2%. Die entsprechenden Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit liegen im Euroraum, in Japan und dem Vereinigten Königreich den Schätzungen zufolge bei Wachstumsraten von 1-1½%, ½-1% bzw. ½-1½%. Für Kanada und Australien scheint das Konzept weniger nützlich zu sein, da signifikante kritische Geschwindigkeiten erst auftreten, wenn das Wachstum auf einen Wert nahe null gesunken ist.
- Schätzungen von Ho und Yetman (2012) lassen darauf schließen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Periode schnelleren Wachstums im Anschluss an eine Periode niedrigen positiven BIP-Wachstums in den Vereinigten Staaten genauso hoch ist wie die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Wachstumsverlangsamung, einschließlich einer Rezession. Wenn die Periode langsamen positiven BIP-Wachstums auf eine Periode schnelleren Wachstums folgt, besteht gemäß Sheets und Sockin (2012) dagegen eine signifikante Wahrscheinlichkeit, dass im Anschluss auf diese Phase eine Rezession folgt. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine auf eine Rezession folgende Periode niedrigen Wachstums in eine Periode höheren Wachstums mündet, ist den Erkenntnissen zufolge mehr als doppelt so hoch wie die Wahrscheinlichkeit eines Rückfalls in die Rezession.

Da sich die empirischen Studien über kritische Geschwindigkeiten zum großen Teil auf Perioden beziehen, in denen niedriges Wachstum auf hohes Wachstum folgte, ist nicht klar, wie relevant sie für die gegenwärtige von niedrigem Wachstum gekennzeichnete Situation sind, da ihr keine anhaltende Periode starken Wachstums vorausging. Wenn das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum über einen längeren Zeitraum schwach ist, bleibt das Risiko einer erneuten Verlangsamung durch sich selbst erfüllende endogene dynamische Kräfte jedoch bestehen.

Generell ist festzustellen, dass sich die relevanten Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit und der Zeitraum, in dem sich das Wachstum verlangsamt, auf Grund von Änderungen in der Wirtschaftsstruktur im Lauf der Zeit ändern können. So decken sich z.B. die von Sheets und Sockin (2012) auf der Grundlage früherer Daten für Japan und den Euroraum geschätzten Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit in beiden Volkswirtschaften weitgehend mit den OECD-Schätzungen in Bezug auf das derzeitige Wachstumspotenzial der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Das deutet darauf hin, dass die Schätzungen der Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit endogen sein sollten und sich angesichts der unterschiedlichen Schätzungen des gesamtwirtschaftlichen Potenzialwachstums im Lauf der Zeit ändern. Darüber hinaus werden bei der Auswahl der für die Berechnung der kritischen Geschwindigkeiten relevanten BIP-Wachstumsperiode wahrscheinlich Schwierigkeiten auftreten, wenn frühzeitig vor einer Rezession gewarnt werden soll. So lag z.B. das jährliche

(Fortsetzung nächste Seite)

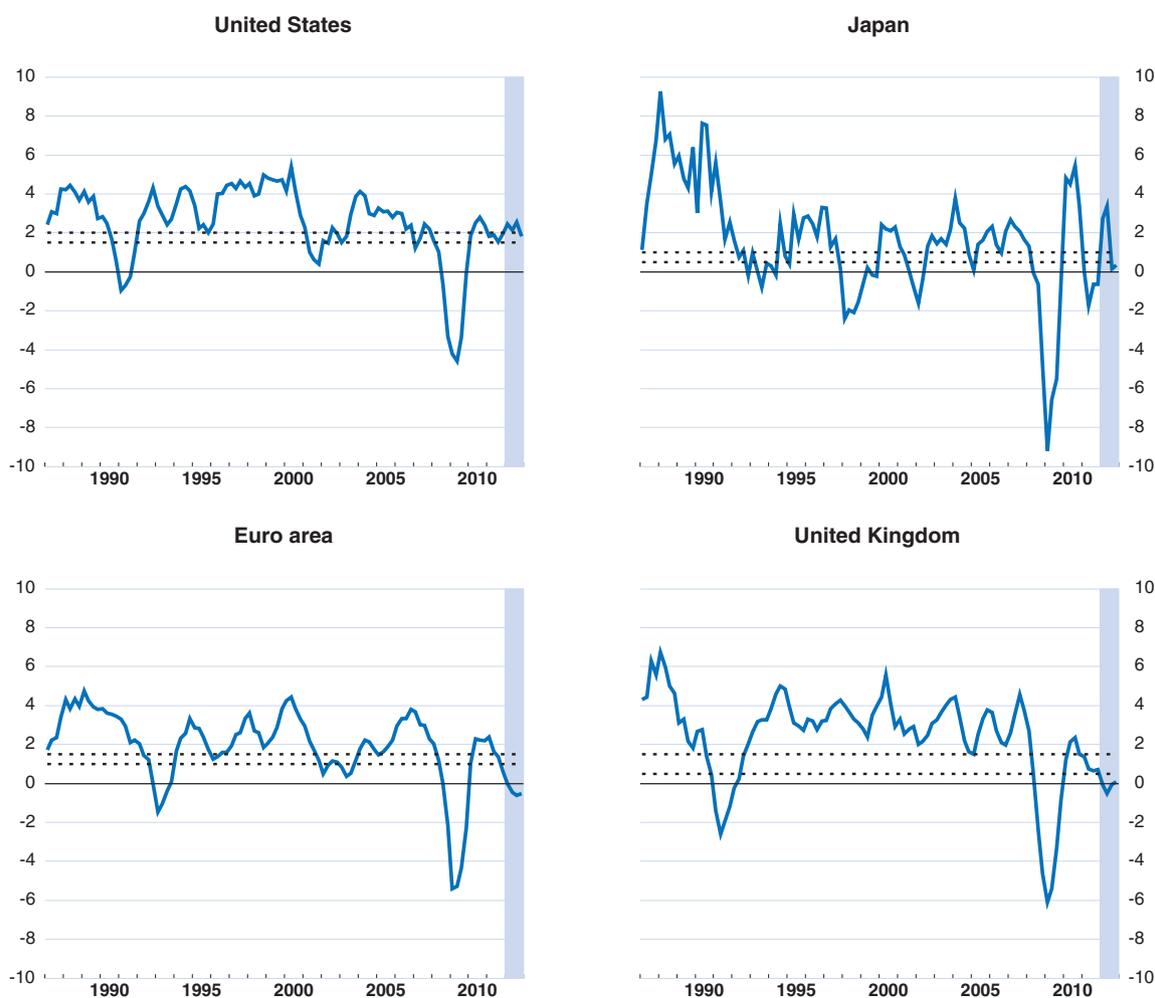
(Fortsetzung)

BIP-Wachstum in der Rezession 2008-2009 in den Vereinigten Staaten, in Japan, im Euroraum und im Vereinigten Königreich unter Heranziehung von im Vorjahresvergleich aufgeführten BIP-Wachstumsraten nur in dem Quartal, in dem das BIP zu sinken begann, innerhalb der von Sheets und Sockin (2012) geschätzten Grenzwerte der kritischen Geschwindigkeit.

Darüber hinaus muss der allgemeine wirtschaftliche Kontext, in dem sich das Wachstum verlangsamt, berücksichtigt werden. Wenn es wirtschaftliche Gründe dafür gibt, dass die Erholungen im Anschluss an eine Finanzkrise einige Zeit schwächer verlaufen – namentlich der erforderliche Schuldenabbau –, sollte langsames Wachstum bei gleichzeitigem Schuldenabbau nicht zwangsläufig als ein Signal für eine bevorstehende Rezession betrachtet werden, wenngleich das Risiko eines solchen Ergebnisses besteht.

Figure 1.14. **GDP growth and estimated stall speeds**

Year-on-year percentage changes



Note: The dotted lines represent the upper and lower stall speed thresholds from Sheets and Sockin (2012). If GDP growth over a rolling 4-quarter period is within these thresholds there is a statistically significant chance of an outright decline in GDP over the following 4-quarter period. The series are shown for 1987Q1 - 2012Q4. Values for 2012Q3 and 2012Q4 are projections.

Source: OECD Economic Outlook 92 database, and Sheets and Sockin (2012).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742988>

und einem starken Rückgang der Produktion und der Neuinvestitionen führen. Im Euroraum schrumpft die gesamtwirtschaftliche Produktion bereits, und in den Vereinigten Staaten und Japan wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge im Jahresverlauf bis zum vierten Quartal 2012 einem Niveau annähern bzw. ein Niveau erreichen, bei dem das BIP gemäß den von Sheets und Sockin (2012) für die kritische Geschwindigkeit geschätzten Grenzwerten mit hoher Wahrscheinlichkeit im Lauf des folgenden Jahres sinken wird.

**... und die gleichen Folgen hätten eine massive finanzpolitische Straffung oder die Erreichung der Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten ...**

- Wie weiter unten erörtert wird, impliziert die gegenwärtige Gesetzgebung, dass es bei Ausbleiben einer parteiübergreifenden Einigung 2013 in den Vereinigten Staaten zu einer massiven fiskalischen Straffung in Höhe von fast 4% des BIP kommen wird und dass es darüber hinaus zu großen Verwerfungen kommen könnte, wenn die Schuldenobergrenze nicht rechtzeitig erhöht wird. Die jüngsten Schätzungen der Multiplikatoren in einem Umfeld mit Zinsen an der Nullgrenze (CBO, 2012; DeLong und Summers, 2012), lassen darauf schließen, dass die zusätzliche Konsolidierung in Höhe von etwa 2½% des BIP im Vergleich zum Basisszenario die amerikanische Wirtschaft 2013 in eine Rezession oder an den Rand einer Rezession treiben könnte.

**... eine massive Störung der Ölversorgung ...**

- Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen besteht nach wie vor die Gefahr, dass eine vorübergehende Versorgungsstörung zu einem erheblichen Anstieg der Ölpreise und des allgemeinen Preisniveaus führt. Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind diesem Risiko angesichts der vergleichsweise hohen Energieintensität ihrer Produktion besonders stark ausgesetzt. Ein Ölpreisanstieg um 10 \$ pro Barrel gegenüber dem in den Projektionen unterstellten Preis könnte das BIP-Wachstum im OECD-Raum 2013-2014 um rd. ¼ Prozentpunkt reduzieren und die Gesamtinflation in beiden Jahren um knapp ¼ Prozentpunkt erhöhen.

**... eine scharfe Korrektur der Aktienkurse ...**

- Auch wenn die Aktienkurse in jüngster Zeit gefallen sind, entwickeln sie sich weiterhin relativ dynamisch, was insbesondere im Euroraum im Widerspruch zu den allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen zu stehen scheint, wie sie sich in den Wachstumsaussichten und der sehr schlechten Stimmungslage ausdrücken. Dadurch entsteht das Risiko einer plötzlichen Eintrübung der Stimmung auf den Finanzmärkten und einer massiven Verschärfung der Finanzierungsbedingungen durch sinkende Aktienkurse mit der Folge einer Verlangsamung der Erholung.

**... und eine langsamer als erwartet verlaufende Belebung in den aufstrebenden Volkswirtschaften**

- Es gibt mehrere Faktoren, die gemeinsam dazu führen können, dass sich das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften langsamer belebt als projiziert. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, mit der nennenswerten Ausnahme Brasiliens, muss eine energische Lockerung der Geldpolitik erst noch vorgenommen werden, weil die Wachstumsraten unter die jüngsten Trendraten gefallen sind. Ein möglicher Grund für diese Entwicklung ist die Ungewissheit in Bezug auf den wahren Umfang des Kapazitätsüberhangs und die Abwärtskorrektur der Schätzungen des in der jüngsten Vergangenheit beobachteten und des künftigen Produktionspotenzials. In China ist der Arbeitsmarkt trotz der

Wachstumsabschwächung weiterhin angespannt, wodurch es schwieriger wird, die für das künftige Wachstum erforderlichen zusätzlichen Einstellungen zu gewährleisten. Darüber hinaus wurden die Potenzialwachstumsraten möglicherweise ebenso wie in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften überschätzt, weil unverhältnismäßig hohe Investitionsraten durch starkes Kreditwachstum angetrieben wurden, was Investitionen mit sehr niedrigen wirtschaftlichen Renditen zur Folge hatte. Ein weiteres Abwärtsrisiko mit negativen Ausstrahlungseffekten auf andere Länder (Ahuja und Nabar, 2012) ergibt sich für China aus der Tatsache, dass der laufende Prozess, der darauf zielt, den Anteil der Anlageinvestitionen an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu verringern und den Anteil des Konsums der privaten Haushalte erheblich zu erhöhen, nur schwer mit der Aufrechterhaltung einer stabilen und hohen BIP-Wachstumsrate in Einklang gebracht werden kann.

**Aufwärtsrisiken ergeben sich aus raschen Politikmaßnahmen zur Lösung der Eurokrise und zur Überwindung der fiskalischen Klippe ...**

**... dem aufgestauten Nachfragedruck ...**

**... und Struktur-reformen, durch die die Wachstumsaussichten früher als erwartet verbessert werden**

**Von der Krise im Euro-raum geht weiterhin das größte Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft aus**

Aufwärtsrisiken ergeben sich aus der Möglichkeit, dass rasch Politikmaßnahmen ergriffen werden, um die Krise im Euroraum zu lösen und in den Vereinigten Staaten eine Einigung über Haushaltspläne zu erzielen, mit denen sowohl den kurzfristigen Auswirkungen der fiskalischen Klippe begegnet als auch die mittelfristig erforderliche Haushaltskonsolidierung gewährleistet wird. Weitere konkrete Aufwärtsrisiken ergeben sich aus:

- Angesichts der relativ günstigen Finanzierungsbedingungen besteht die Möglichkeit, dass der aufgestaute Nachfragedruck in den Vereinigten Staaten zu einer kräftigeren Konjunkturerholung führt. Der Automobilabsatz hat in den letzten Monaten stetig zugenommen, verharrt aber nach wie vor weit unter der Trendrate, und der alternde Pkw-Bestand muss erneuert werden. Dieser Prozess könnte während des Projektionszeitraums an Fahrt gewinnen. Generell ist festzustellen, dass der Konsum von Gebrauchsgütern im Verhältnis zum BIP im historischen Vergleich nach wie vor extrem niedrig ist. Darüber hinaus lag die Zahl der Familiengründungen in den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren eindeutig unter dem Normalniveau, und eine Normalisierung würde dem Wohnimmobilienmarkt Impulse verleihen.
- Die Umsetzung von Struktur-reformen auf den Arbeits- und Produktmärkten hat sich in den letzten Jahren in mehreren OECD-Volkswirtschaften beschleunigt, insbesondere in den von den Märkten unter Druck gesetzten Ländern des Euroraums (OECD, 2012a). Diese Reformen dürften im Zeitverlauf dazu beitragen, die Konjunktur anzukurbeln (OECD, 2012d, f), wobei der Impuls möglicherweise früher greift, als in der Projektion angenommen wurde, sofern die Bedingungen auf den Finanzmärkten sich rascher verbessern, als derzeit wahrscheinlich erscheint, und so dazu beitragen, dass die Reformen sich früher auf die gesamtwirtschaftliche Produktion auswirken.

## **Anfälligkeiten im Euroraum**

Angesichts der Rezession im Euroraum, die über Handels-, Finanz- und Vertrauenseffekte eine Belastung für das weltweite Wachstum darstellt, muss die Krise in der Währungsunion dringend bewältigt werden. Dies erfordert letzten Endes weitere Fortschritte bei der Überwindung der Ungleichgewichte, die sich im Vorfeld der Krise gebildet haben. Auf kurze Sicht muss aber zunächst

verschiedenen negativen Rückkopplungsmechanismen zwischen öffentlicher Haushaltslage, Bankensolvenz und Austrittsrisiken, die das Überleben des Währungsgebiets gefährden, begegnet werden. Geschieht dies nicht, könnten die Ergebnisse noch sehr viel schlechter ausfallen als in den Basisprojektionen unterstellt. Zudem ist die Währungsunion mit potenziellen Herausforderungen konfrontiert, die sich zu einem Zeitpunkt, an dem die Konjunktur wesentlich schwächer ist als ursprünglich angenommen, aus den Schwierigkeiten einiger EU/IWF-Programmländer bei der Einhaltung der Auflagen ergeben.

### **Fortschritte bei der Beseitigung der Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums**

#### **Der Ausgleichsprozess setzt Veränderungen bei der Binnennachfrage und den realen Wechselkursen voraus ...**

Ihren Ursprung hat die gegenwärtige Krise in den wirtschaftlichen und finanziellen Ungleichgewichten, die in den Volkswirtschaften des Euroraums mit der Zeit immer weiter gewachsen sind (OECD, 2012e). Zur dauerhaften Reduzierung dieser Ungleichgewichte sind sowohl in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen als auch in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten wachstumsfördernde Anpassungen und Reformen erforderlich. Inwieweit Strukturreformen und eine mittelfristige Haushaltskonsolidierung einen Beitrag zu dem erforderlichen Umschichtungsprozess leisten könnten, wird in den indikativen Schätzungen in Kasten 1.4 erörtert.

#### **Kasten 1.4 Maßnahmen zur Erleichterung des Umschichtungsprozesses im Euroraum**

Die großen Ungleichgewichte, die in den zehn Jahren vor Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise – bei den relativen Preisen, den Leistungsbilanzen, der Auslandsverschuldung, den Haushaltsdefiziten sowie der öffentlichen und privaten Verschuldung – im Euroraum entstanden sind, haben sich seither nur z.T. zurückgebildet. Dieser Kasten enthält Hinweise zum Ausmaß der Herausforderungen, die es zur Erreichung der notwendigen Anpassungen und Umschichtungen zu bewältigen gilt, sowie zu den Maßnahmen, die die weitere Reduzierung der Ungleichgewichte erleichtern könnten (vgl. Guillemette und Turner, 2013, wegen der Methodik).

In der Analyse werden die Leistungsbilanzsalden der Länder des Euroraums in einem einfachen ökonomischen Modell mit den Positionen der Volkswirtschaften im Konjunkturzyklus, den gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften des Euroraums sowie separat gegenüber den Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums, den strukturellen Haushaltssalden und dem Ölpreis in Verbindung gesetzt. Anhand dieses Modells durchgeführte Berechnungen legen den Schluss nahe, dass die Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen dem Zeitpunkt der Einführung der gemeinsamen Währung und dem Beginn der Krise zum größten Teil auf Unterschiede in der relativen kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums zurückzuführen ist. In einer Simulation, in der die relativen Lohnstückkosten auf ihrem Niveau von 1998 gehalten werden, steigen die aggregierten Leistungsbilanzungleichgewichte (gemessen als die Summe der Leistungsbilanzsalden der einzelnen Länder des Euroraums in absoluter Rechnung dividiert durch zwei) von 1% des BIP im Euroraum 1998 auf höchstens 1,8% im Jahr 2007 kurz vor Ausbruch der Krise, im Vergleich zu dem tatsächlich erreichten Höchststand von 2,6%. Diese Berechnungen dienen insofern lediglich der Veranschaulichung, als der Kausalzusammenhang zwischen Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsbilanzsalden in beide Richtungen geht.

Seit 2007 sind die gesamtwirtschaftlichen relativen Lohnstückkosten der Länder des Euroraums, deren Finanzmärkte unter starkem Druck stehen, gesunken, was eine Verringerung der Leistungsbilanzdefizite zur Folge hatte. Griechenland und Irland haben gegenüber den übrigen Ländern des Euroraums bereits wieder das Niveau der Wettbewerbsfähigkeit von 1998 erreicht – d.h. sie sind zu dem Niveau zurückgekehrt, das zu Beginn der Währungsunion herrschte. Portugal und Spanien benötigen nur noch eine zusätzliche 5-7%ige Senkung der relativen Lohnstückkosten, um diesen Referenzwert zu erreichen. Italien hat seine relativen Lohnstückkosten seit

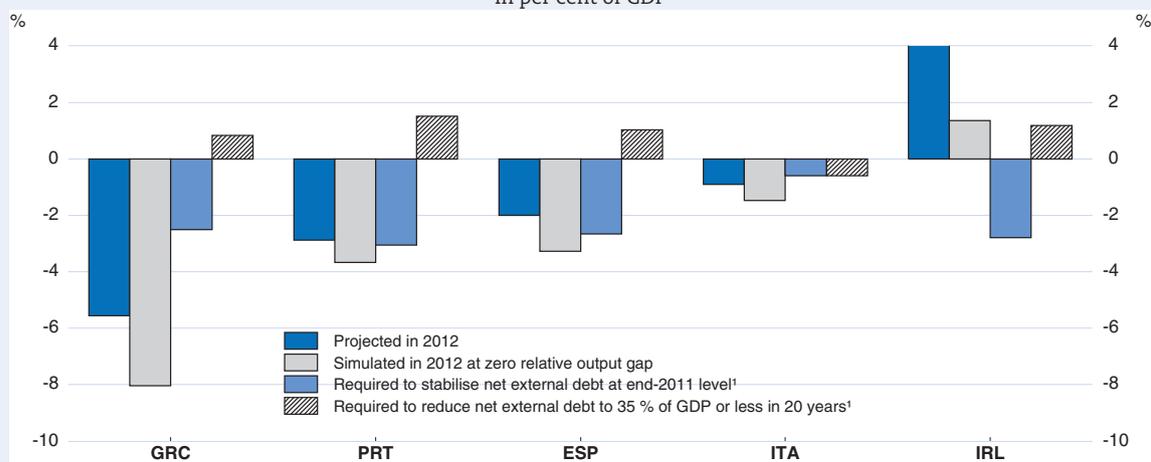
(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

der Krise nicht gesenkt, sie liegen noch immer 15% über dem Niveau von 1998, wenngleich 2014 den Projektionen zufolge mit einem leichten Rückgang der absoluten Lohnstückkosten zu rechnen ist. Bedingt ist der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten möglicherweise zum Großteil durch einen Stellenabbau und Gehaltskürzungen im öffentlichen Sektor sowie kleinere Anpassungen in den Exportsektoren und mithin der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit. Zugleich hängt die Verbesserung bei den Leistungsbilanzsalden in diesen Ländern des Euroraums seit 2007 auch in beachtlichem Maß mit dem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit zusammen. Im Fall Spaniens wird das konjunkturbereinigte Leistungsbilanzdefizit nach Berücksichtigung der wesentlich schwächeren Position des Landes im Konjunkturzyklus im Vergleich zu seinen Handelspartnern 2012 auf 3,3% des BIP geschätzt (gegenüber den projizierten 2%), wobei ähnliche Anpassungen in Griechenland, Irland, Italien und Portugal gelten (vgl. Abbildung). Eine breiter fundierte Erholung im Euroraum ohne weitere Veränderungen bei den Wettbewerbspositionen und der relativen inländischen Nachfrage würde daher in gewissem Umfang eine Wiederkehr der Leistungsbilanzungleichgewichte zur Folge haben.

### Current account balances in euro area countries under financial market pressure

In per cent of GDP



1. Under the hypothesis of 3% nominal GDP growth.

Source: OECD Economic Outlook 92 database and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742684>

Obwohl sich die relative Wettbewerbsfähigkeit der an den Finanzmärkten unter starkem Druck stehenden Länder dem Niveau von 1998 nähert, bestehen in diesen Ländern nicht nur konjunkturbereinigte Ungleichgewichte fort, auch ihre Auslandsverschuldung ist erheblich gestiegen. Daher würde eine einfache Aufrechterhaltung der relativen Wettbewerbspositionen innerhalb des Euroraums auf dem Niveau von 1998 wahrscheinlich nicht ausreichen, um nachhaltige außenwirtschaftliche Positionen wiederherzustellen. Nur in Irland befindet sich der Leistungsbilanzsaldo auf einem Niveau, das bei Berücksichtigung der Position des Landes im Konjunkturzyklus und unter der Annahme eines nominalen BIP-Wachstums von 3% mit einer Reduzierung der Nettoauslandsverschuldung auf 35% des BIP in den kommenden zwanzig Jahren vereinbar ist. Da diese Beurteilung auf einem „einfachen“ Modell fußt, bleiben andere wichtige Erwägungen bezüglich der Tragfähigkeit der außenwirtschaftlichen Positionen unberücksichtigt, wie die Entwicklung der relativen Wettbewerbsfähigkeit außerhalb des Euroraums, der auf Auslandsverbindlichkeiten gezahlte Zinssatz oder der Einfluss der nicht preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Ausgeklammert ist ferner der Beitrag, den die Haushaltskonsolidierung zur Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte leisten kann, der in den betroffenen Ländern groß sein dürfte. Dennoch veranschaulichen die Berechnungen, dass die Anpassungskosten wahrscheinlich erheblich sein werden, bis die Leistungsbilanzpositionen tragfähig sind, selbst wenn ein Großteil der Anpassungen bereits vorgenommen wurde.

Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu Ländern außerhalb des Euroraums mittels einer Abwertung des Euro-Wechselkurses leisten wahrscheinlich nur einen geringen Beitrag zur Minderung der Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums, da sie die in den Überschussländern bereits bestehenden Ungleich-

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

gewichte stärker ausweiten als sie die Ungleichgewichte in den Defizitländern reduzieren würden. Dennoch würde eine Euro-Abwertung die Tragfähigkeit der außenwirtschaftlichen Position in Griechenland, Portugal und Spanien erhöhen, wenngleich in diesem Modell durchgeführte Schätzungen den Schluss nahe legen, dass der Impuls, der von einer Verbesserung der Wettbewerbsposition gegenüber Ländern außerhalb des Euroraums auf die Leistungsbilanz ausgeht, nur etwa ein Drittel des Effekts ausmacht, der sich aus einer entsprechenden prozentualen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Ländern des Euroraums ergibt.

Da es sich um „relative“ Anpassungen handelt, könnten Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums in Ländern, die an den Finanzmärkten unter starkem Druck stehen, über weitere Senkungen der Lohnstückkosten erfolgen, sich aber auch genauso gut über einen Anstieg der Lohnstückkosten in den übrigen Ländern des Euroraums oder in Form einer Kombination aus beidem vollziehen. Eine höhere Inflation in Überschussländern würde im Verein mit einer Verschiebung der Ausgaben in Richtung Binnennachfrage in der Tat dazu beitragen, die Ungleichgewichte im Euroraum mit oder ohne einen weiteren Rückgang der Lohnstückkosten in den Defizitländern zu reduzieren. Beispielsweise wäre in Deutschland ein 23%iger Anstieg der relativen Lohnstückkosten im Vergleich zu den übrigen Ländern des Euroraums erforderlich, um das Niveau der relativen Wettbewerbsfähigkeit von 1998 wiederherzustellen. Findet die Neuaustarierung nur in Ländern statt, die an den Finanzmärkten unter starkem Druck stehen, würden die Kosten sehr hoch ausfallen, da in diesen Ländern auf Grund der Konjunkturflaute und der hohen Arbeitslosigkeit derzeit Abwärtsanpassungen bei den relativen Löhnen und Preisen stattfinden.

Die Länder des Euroraums, die Druck seitens der Finanzmärkte ausgesetzt sind, können diese Anpassungskosten durch eine flexiblere Gestaltung der Arbeitsmärkte reduzieren. Untersuchungen ergeben in der Tat, dass die Produktions-/Beschäftigungskosten des Inflationsabbaus in Ländern mit flexibleren Arbeitsmärkten in der Tendenz niedriger ausfallen, wo beispielsweise die Beschäftigungsschutzbestimmungen weniger restriktiv sind. In Griechenland, Portugal und Spanien sind die Arbeitsmärkte vergleichsweise unflexibel (Venn, 2009), so dass die in diesen Ländern laufenden Anstrengungen zur Erhöhung der Flexibilität an den Arbeitsmärkten Schritte in die richtige Richtung darstellen, wenngleich eine stärkere Arbeitsmarktdynamik auf kurze Sicht umfassendere Beschäftigungsverluste nach sich ziehen könnte.

Generell können auch andere Strukturreformen, die auf eine Steigerung der Produktivität abzielen, einen Beitrag zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit leisten. So könnten Reformen der Beschäftigungsschutzbestimmungen zusätzlich zur Senkung der mit der Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit einhergehenden Beschäftigungskosten in Italien, Spanien, Griechenland, Portugal und Irland in den kommenden zehn Jahren auch die Produktivität um ½-1¼% erhöhen (Bouis und Duval, 2011). Darüber hinaus ist auch der Spielraum für Produktmarktreformen in vielen Ländern des Euroraums, in denen die Wettbewerbsfähigkeit weiter gesteigert werden muss, erheblich. OECD-Schätzungen zufolge könnte eine rasche Umsetzung von Produktmarktreformen in Italien, Spanien, Griechenland und Portugal die Produktivität in den kommenden fünf Jahren um 3-4% und in den kommenden zehn Jahren um 7-8% steigern. Damit sich die Produktivitätssteigerungen in niedrigeren Lohnstückkosten niederschlagen, müssten die Löhne weniger stark steigen als die Produktivität, was aber eher auf Volkswirtschaften zutrifft, in denen sich die Nachfragebedingungen in einer sehr schwachen Verfassung befinden und die Arbeitslosigkeit hoch ist, wie dies derzeit für Länder gilt, in denen der Druck seitens der Finanzmärkte am stärksten ist.

Schließlich sind die Länder mit den größten Leistungsbilanzdefiziten, wie oben bereits erwähnt, in der Regel auch die mit den größten Haushaltsdefiziten. Die laufende Haushaltskonsolidierung hat in diesen Ländern bereits für einen erheblichen Abbau der Leistungsbilanzdefizite gesorgt. Wenngleich die Haushaltskonsolidierungsanstrengungen auf kurze Sicht mit den Wachstumsbelangen ausbalanciert werden müssen, würde die Festsetzung ehrgeiziger mittelfristiger Haushaltsziele, sobald eine Erholung eingesetzt hat, zur Gewährleistung einer anhaltenden Reduzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen. Im Vergleich zu einem Szenario, in dem alle Länder jährlich Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen in einer Größenordnung von bis zu ½ Prozentpunkt des BIP zur Stabilisierung der Schuldenquoten ergreifen, könnte ein alternatives Szenario, in dem die Schuldenquoten nach und nach auf 60% reduziert werden – bei einer Konsolidierung von bis zu 1 Prozentpunkt des BIP jährlich – die Leistungsbilanzsalden in Spanien um 1½ Prozentpunkte, in Italien um 2 Prozentpunkte, in Irland um 4 Prozentpunkte, in Portugal um 4½ Prozentpunkte und in Griechenland um 7½ Prozentpunkte

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

des BIP verbessern. Diese Verbesserungen der Leistungsbilanzpositionen würden zwar nur schrittweise eintreten, aber dennoch einen erheblichen Beitrag zur Förderung einer tragfähigen außenwirtschaftlichen Position leisten und den Bedarf an weiteren Anpassungen der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit verringern.

Auch wenn das hier verwendete einfache Modell keine Untersuchung der zu erwartenden Interaktionen zwischen den Politikinstrumenten ermöglicht, legt es doch den Schluss nahe, dass eine Kombination von Reformen zur Steigerung der Flexibilität an den Produkt- und Arbeitsmärkten in Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien, zusammen mit einer über mehrere Jahre hinweg deutlich über 2% liegenden Inflation in den übrigen Ländern des Euroraums und einer ehrgeizigen Haushaltskonsolidierung den Umschichtungsprozess erheblich erleichtern und dadurch das Ausmaß reduzieren könnte, in dem die mit den Anpassungen einhergehenden Belastungen von einer weiteren länger anhaltenden Nachfrageschwäche abhängen.

**... sowohl in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten**

- In den Ländern, in denen sich große Leistungsbilanzdefizite gebildet haben, sind für eine dauerhafte Anpassung sowohl eine Reduzierung der inländischen Ausgaben als auch eine Abwertung des realen Wechselkurses erforderlich. Vor dem Hintergrund der geringen Inflation im Euroraum insgesamt werden die nötigen relativen Preisänderungen und die Ausgabenumschichtung wahrscheinlich eine gewisse Zeit dauern, können aber durch Strukturreformen beschleunigt werden, die die Flexibilität an den Produkt- und Arbeitsmärkten steigern sowie die notwendige Ressourcenreallokation und Anpassung der Preise und Löhne erleichtern, die erforderlich sind, um die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Strukturreformen sind zudem unerlässlich, um das Produktivitätswachstum zu steigern sowie die Qualität und Angebotsbreite der Exportgüter und -dienstleistungen zu erhöhen. Außerdem wird ein höheres Trendwachstum den von der Schuldendynamik ausgehenden Druck mildern helfen.

**... als auch in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen**

- In den Ländern, die seit langem Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, müssen über eine Aufwertung des realen Wechselkurses und eine durch Strukturreformen bedingte höhere relative Verzinsung des eingesetzten Kapitals in den Dienstleistungssektoren die inländischen Ausgaben steigen und die Ressourcen vom Exportsektor in nicht exportorientierte Sektoren umgelenkt werden. Die Anpassungen werden wahrscheinlich mit einem Anstieg der Löhne, des privaten Verbrauchs und der Wohnungsbauinvestitionen im Inland verbunden sein. Sie werden angesichts der Notwendigkeit einer besseren Wettbewerbsfähigkeit in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten und einer in der Nähe des Zielwerts liegenden EU-weiten Inflation auch einen höheren Preisauftrieb als im Vorfeld der Krise implizieren.

**Die erforderliche wirtschaftliche Anpassung hat angefangen ...**

In den meisten Defizitländern ist der erforderliche Anpassungsprozess im Gange, wobei die Ausgaben durch eine Erhöhung der Ersparnisse der privaten Haushalte, geringere Wohnungsbauinvestitionen und die Haushaltskonsolidierung verringert werden. Dieser Prozess wird von einer Beschleunigung der Strukturreformen flankiert<sup>7</sup>. In den Überschussländern wurden weitaus weniger Politikanpassungen zur Förderung des Umschichtungsprozesses und nur wenige Strukturreformen zur Erleichterung des Ressourcentransfers in geschützte Sektoren vorgenommen. Insbesondere stehen noch immer Reformen aus, die dem Wachstum Impulse verleihen könnten, indem sie

Hindernisse für Investitionen beseitigen und die Effizienz in Dienstleistungssektoren steigern, was z.B. mit einer Lockerung der Marktzugangsbestimmungen und der Vorschriften für den Geschäftsablauf möglich wäre.

**... mit Anpassungen  
der kostenmäßigen  
Wettbewerbsfähigkeit ...**

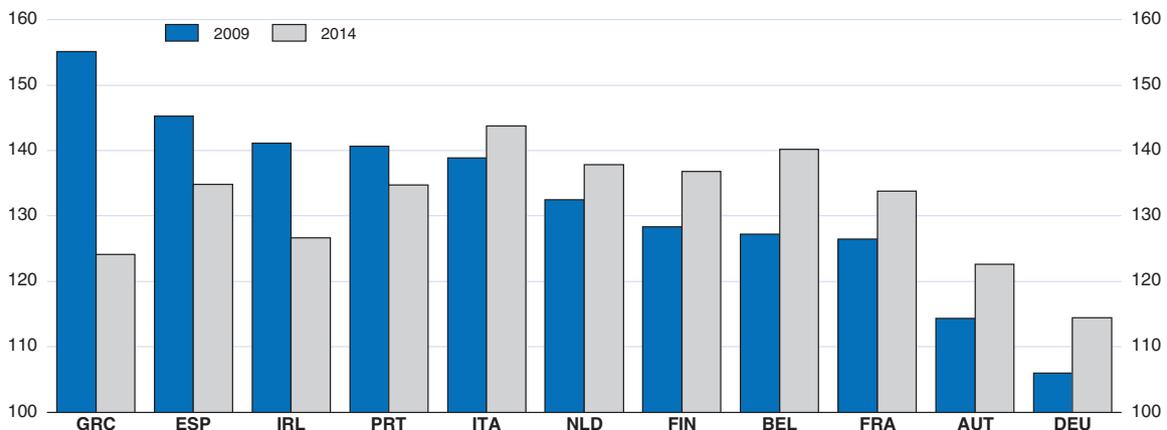
Der notwendige Anpassungsprozess im Bereich der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum hat zwar ebenfalls eingesetzt, ist aber noch nicht abgeschlossen. In vielen Ländern mit Leistungsbilanzdefizit haben die Lohnstückkosten zu sinken begonnen, und bis 2014 werden sich die relativen Kosten innerhalb des Euroraums den Projektionen zufolge stärker der Situation von 1998 nähern, als zwischen dem Wert der nationalen Währungen und dem Euro ein fester Wechselkurs festgelegt wurde (Abb. 1.15). Um die relativen Kosten in Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten auf ein mit einer stabilen Auslandsverschuldung in einer normalen Konjunkturlage im Einklang stehendes Niveau zu bringen (Kasten 1.4), sind in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten dennoch weitere Anpassungen bei den relativen Kosten notwendig – entweder über binnenwirtschaftliche Entwicklungen oder über Entwicklungen in den Überschussländern –, um gegenüber anderen Ländern des Euroraums sowie zunehmend wichtigen Konkurrenten unter den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder an Wettbewerbsfähigkeit zu gewinnen (Chen et al., 2012).

**... und einem  
beginnenden Abbau  
der Ungleichgewichte**

Die bei den relativen Kosten erreichten Anpassungen haben dazu beigetragen, dass sich nunmehr Anzeichen für Fortschritte beim Abbau der Ungleichgewichte zwischen den Ländern zeigen. Die Handelsungleichgewichte innerhalb des Euroraums haben sich im ersten Halbjahr 2012 weiter verringert, wobei die Inlandsnachfrage in den EU/IWF-Programmländern und Spanien drastisch gesunken ist – was zu einer deutlichen Verbesserung ihrer aggregierten

Figure 1.15. Euro area unit labour costs are adjusting

1998 = 100



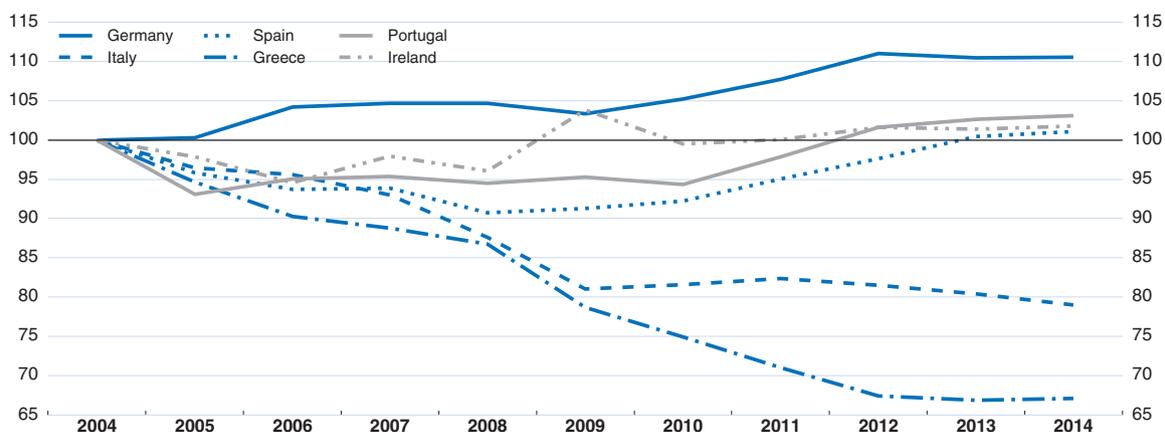
Note: The figures shown are for whole economy unit labour costs. If wage developments in the public sector diverge from those in the rest of the economy, changes in private sector costs may differ from those shown. This may mean that economy-wide labour costs are falling more sharply than private sector costs in the EU/IMF programme countries.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932743007>

Figure 1.16. **Export market performance is improving in some countries**

2004 = 100



Note: Export performance refers to the ratio of export volumes and export market growth.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932743026>

Handelsbilanzsalden beitrug – und die Beteiligung des privaten Sektors an der Schuldenumstrukturierung in Griechenland den Saldo der empfangenen Primäreinkommen im Ausland reduziert hat. Zurückzuführen sind einige dieser Entwicklungen auf strukturelle Faktoren. So haben Irland, Spanien und Portugal ihren Exportmarktanteil zwischen 2009 und 2014 mehr oder minder aufrechterhalten oder verbessert, und in Italien und Griechenland war nach vielen Jahren mit Marktanteilsverlusten eine allmähliche Stabilisierung der Exportergebnisse zu beobachten (Abb. 1.16). Gleichwohl sind die strukturellen Leistungsbilanzsalden der traditionellen Länder mit langjährigem Leistungsbilanzdefizit angesichts der gedrückten Stimmung der Binnennachfrage in diesen Volkswirtschaften im Vergleich zu ihren Handelspartnern etwas schwächer als ihre Gesamtsalden (vgl. Kasten 1.4).

### Stärkung der Wachstumsaussichten im Euroraum

#### EU-weite Initiativen könnten wachstumsstützend wirken

Die mit dem Anpassungsprozess einhergehenden politischen und sozialen Herausforderungen wären leichter zu bewältigen, wenn die Anpassung vor dem Hintergrund eines dynamischeren Wachstums im Euroraum erfolgen könnte. Die in einigen der Defizitländer auf den Weg gebrachten Strukturreformen könnten die gesamtwirtschaftliche Produktion bedeutend erhöhen; OECD-Schätzungen zufolge könnte sich der reformbedingte Anstieg des BIP in Italien und Griechenland insgesamt auf etwa 4½% bzw. 10% belaufen (OECD, 2011, 2012f). Auf europäischer Ebene zur Steigerung des EU-weiten Potenzialwachstums ergriffene Maßnahmen könnten den Umschichtungsprozess beschleunigen helfen und ein insgesamt günstigeres Umfeld für die Durchführung von Strukturreformen schaffen. Auf der Tagung des Europäischen Rats Ende Juni wurden diesbezüglich im Rahmen des „Pakts für Wachstum und Beschäftigung“ mehrere Initiativen angekündigt. Die im Maßnahmenpaket vorgesehene zusätzliche finanzielle Unterstützung<sup>8</sup> in Höhe von bis zu 1¼% des BIP ist zwar zu

begrüßen, dürfte die kurzfristigen Wachstumsaussichten aber nur geringfügig beeinflussen. Die geplanten strukturpolitischen Initiativen zur Vertiefung des Binnenmarkts, Verringerung des Regelungsaufwands, Stärkung des Europäischen Forschungsraums und Erleichterung der Arbeitskräftemobilität werden voraussichtlich einen weitaus größeren Beitrag zur Verbesserung der mittelfristigen Wachstumsaussichten leisten (OECD, 2012g), auch wenn es wahrscheinlich einige Zeit lang dauern wird, bis sie ihre volle Wirkung entfalten.

### **Den destabilisierenden Rückkopplungsbeziehungen muss ein Ende gesetzt werden**

**Die negativen Rückkopplungsbeziehungen müssen blockiert werden**

Starke Ungleichgewichte im Euroraum und Schwachstellen in seinem institutionellen Aufbau führten zu mehreren negativen Rückkopplungsbeziehungen, die für das Überleben der Währungsunion eine Gefahr darstellen. Erstens haben sich die Befürchtungen bezüglich der Solvenz der Banken einerseits und bezüglich der Solvenz der Länder, in denen sie beheimatet sind, andererseits auf Grund impliziter oder expliziter Staatsgarantien für die Banken und die von den Banken gehaltenen Staatsanleihen gegenseitig verstärkt. Zweitens hat die Besorgnis über die Möglichkeit von Austritten aus dem Euroraum die Staatsanleiherenditen in die Höhe getrieben, was wiederum die Furcht vor einem Auseinanderbrechen des Euroraums vergrößerte und den Renditen weiteren Auftrieb gab. Drittens hat die Beunruhigung über die hohe Staatsverschuldung die Renditen steigen lassen und das Wachstum gedrückt, was die Schuldendynamik weiter verschärfte. Um die Krise zu beenden, kommt es entscheidend darauf an, alle drei Wechselwirkungen zu überwinden.

### **Die Rückkopplung zwischen Banken und Staatsfinanzen durchbrechen**

**Die Rückkopplung zwischen Banken und Staatsfinanzen kann gestoppt werden ...**

In der negativen Rückkopplung zwischen Banken und Staatsfinanzen drückt sich eine Reihe gravierender Schwachstellen im Finanzsystem des Euroraums sowie im Hinblick auf dessen Robustheit aus. Insbesondere sind die europäischen Banken oft stark von anderen Finanzierungsquellen als Einlagen abhängig und nicht mit genügend Kapital ausgestattet, um auf massive negative Schocks reagieren zu können, auch wenn sich die Situation in diesem Jahr dank der EU-weiten erfolgreichen Maßnahmen zur Stärkung der Kapitalpolster im Bankensektor etwas verbessert hat. Die Banken sind daher auf explizite und implizite Garantien der nationalen Behörden angewiesen. Dies zwingt die Regierungen der einzelnen Staaten, ihren Banken Kapital zuzuführen, um bei Auftreten starker negativer Schocks das Bankensystem zu stützen; die damit einhergehende Schwächung der öffentlichen Finanzen resultiert jedoch in einem Anstieg der Staatsanleiherenditen, was wiederum mit Verlusten bei den von den Banken gehaltenen Staatsschuldtiteln verbunden ist, die noch zu den Betriebsverlusten im Zusammenhang mit der schwächeren Konjunktur hinzukommen.

**... durch eine Stärkung der Bankbilanzen ...**

Die Rückkopplung zwischen Staatsfinanzen und Bankenbilanzen würde im Prinzip nicht mehr zum Tragen kommen, wenn sich die Auffassung durchsetzen würde, dass die Banken so gut mit Kapital ausgestattet sind, dass sie einer weiter anhaltenden Schwäche der Staatsfinanzen gegenüber standhalten könnten. Obwohl die Banken in der EU ihre Kernkapitalquote, wie vom Europäischen Rat im Oktober 2011 verlangt, auf 9% der risikogewichteten Aktiva erhöht haben,

ist das Vertrauen in das Bankensystem des Euroraums nach wie vor schwach. Tatsächlich liegt das Verhältnis zwischen dem harten Kernkapital und den nicht risikogewichteten Gesamtaktiva der Banken im Euroraum ganz erheblich unter den als Maßstab für eine gute Kapitalausstattung geltenden 5% (vgl. z.B. Blundell-Wignall und Atkinson, 2012). Wenn die Großbanken im Euroraum einen solchen Mindeststandard einhalten müssten, der anspruchsvoller ist als die Mindest-Leverage-Ratio von Basel III, die ab 2018 verbindlich werden soll, müssten sie früher oder später zusätzliches Kapital aufnehmen. Gegenwärtig beläuft sich der Kapitalfehlbetrag im Verhältnis zu einer Quote von 5% auf schätzungsweise rd. 400 Mrd. Euro (4¼% des Euroraum-BIP), womit sowohl in den Kernländern als auch in den Krisenländern eine massive Aufstockung des Kapitals der Banken erforderlich wäre (vgl. Kasten 1.5). Eine Kapitalzuführung durch einbehaltene Gewinne könnte durch die Verluste infolge von notleidenden Krediten erschwert werden, die sich gegenüber ihrem derzeitigen Niveau, das in einigen Ländern erstaunlich niedrig ist, ganz erheblich erhöhen könnten. Die Regierungen der einzelnen Länder müssten daher wahrscheinlich einen Teil des zusätzlich erforderlichen Kapitals bereitstellen, wenn solch eine Eigenkapitalanforderung erfüllt werden müsste, vor allem wenn dies schnell geschehen müsste. Im derzeitigen Umfeld sind solche Kapitalaufstockungen durch die nationalen Regierungen in Ländern mit hohem Haushaltsdefizit und Schuldenstand jedoch u.U. nicht durchführbar, so dass die Möglichkeiten, auf solche Maßnahmen zurückzugreifen, um die Rückkopplung zwischen Banken und Staatsschulden auf kurze Sicht zu stoppen, begrenzt sind. Dennoch ist es nach wie vor unerlässlich, dem Kapitalmangel der Banken im Euroraum in den kommenden Jahren zu begegnen.

**... doch wird hierzu höchstwahrscheinlich eine vollständige, aus mehreren Säulen bestehende Bankenunion erforderlich sein**

Eine Bankenunion der Euroländer wäre auch bei einer besseren Kapitalausstattung der Banken erstrebenswert. Angesichts der gegenwärtigen Niveaus der Kapitalausstattung ist sie unverzichtbar, um die Rückkopplung zwischen Banken und Staatsfinanzen auf nationaler Ebene zu beseitigen. Um hierzu in der Lage zu sein, müsste diese Bankenunion aus vier Säulen bestehen und weit über die derzeit erörterten Schritte hinausgehen:

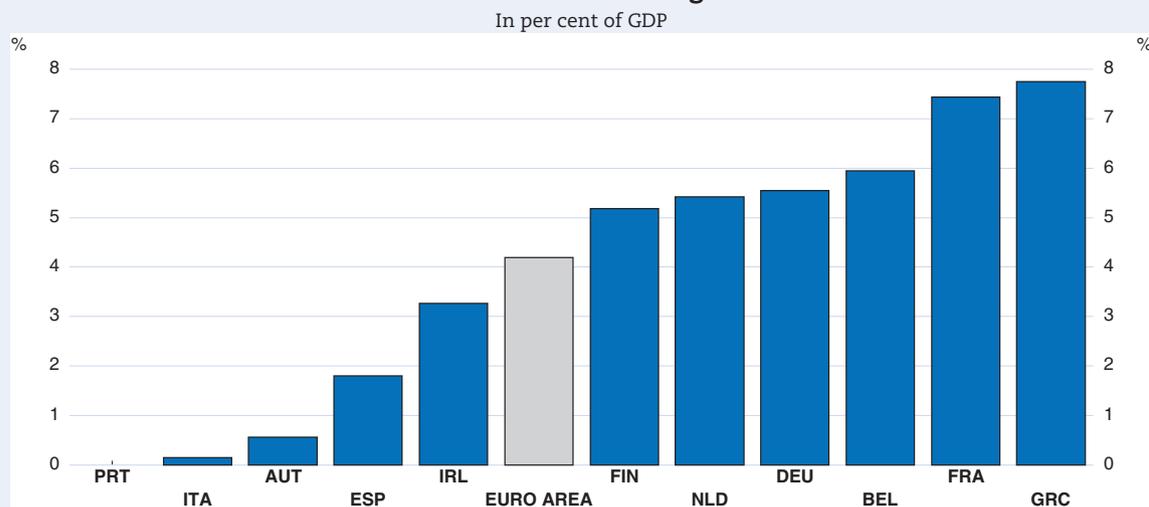
- Eine gemeinsame Bankenaufsicht, um dem Moral Hazard zu begegnen, der bei einer gemeinsamen finanziellen Absicherung gegeben ist, und die Gefahr einer überhöhten Risikobereitschaft im gesamten Bankensystem zu reduzieren.
- Ein gemeinsamer Rahmen für die Liquidation insolventer Banken, so dass für die Abwicklung oder Sanierung insolventer Banken im gesamten Euroraum dieselben Regeln und Verfahrensweisen gelten, sobald die Aufsichtsbehörde eines Landes beschließt, dass Korrekturmaßnahmen erforderlich sind.
- Ein gemeinsames Einlagensicherungssystem, um das Risiko eines Banken-Runs in einzelnen Ländern zu begrenzen.
- Eine gemeinsame finanzielle Absicherung, damit die bei notwendig werden den Korrekturmaßnahmen potenziell entstehenden fiskalischen Kosten von allen Mitgliedsländern gemeinsam getragen werden und nicht allein

### Kasten 1.5 Geschätzter zusätzlicher Kapitalbedarf der großen Banken des Euroraums

Dieser Kasten präsentiert Schätzungen dazu, in welchem Umfang die großen Banken des Euroraums zusätzliches Kapital benötigen, um eine Leverage Ratio von mindestens 5% (bezogen auf die einzelnen Institute) zu erreichen, was bedeutet, dass ihr hartes Kernkapital (Core Tier 1) mindestens 5% der gesamten – nicht risikogewichteten – Bilanzsumme ausmachen muss. Eine Leverage Ratio von 5% wurde von der OECD empfohlen und liegt in der Nähe des Medianwerts der Leverage Ratios der größten US-amerikanischen und europäischen Banken (Blundell-Wignall und Atkinson, 2012; Blundell-Wignall und Roulet, 2012). Zur Erstellung der Schätzungen wird ein Bottom-up-Ansatz verwendet, bei dem zunächst die Höhe des zusätzlichen Kapitals ermittelt wird, das die einzelnen Banken benötigen, um eine Leverage Ratio von 5% zu erreichen; anschließend wird dann der Kapitalbedarf der Banken addiert, die nach diesem Maßstab derzeit unterkapitalisiert sind, um zu Schätzungen des zusätzlichen Kapitalbedarfs auf nationaler Ebene sowie für den Euroraum insgesamt zu gelangen. Die Schätzungen beruhen auf konsolidierten Bankbilanzen, die auf IFRS-Basis erstellt wurden, und beziehen sich auf die letzten vorliegenden Daten. Es gilt zu betonen, dass eine Leverage Ratio von 5% derzeit nicht Bestandteil des international vereinbarten Regulierungsrahmens Basel III ist, in dem die Eigenkapitalanforderungen im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva definiert sind und in dem eine Leverage Ratio – in Höhe von 3% – erst ab 2018 als Korrektiv zu den risikobasierten Eigenkapitalmessgrößen eingeführt werden soll<sup>1</sup>.

Bei Zugrundelegung der Leverage Ratio von 5% beläuft sich der Kapitalfehlbetrag der großen europäischen Banken auf rd. 400 Mrd. Euro bzw. 4¼% des BIP des Euroraums (vgl. Abbildung). In Griechenland, Frankreich und Belgien sind im Verhältnis zum BIP Kapitalspritzen in Höhe von mindestens 6% erforderlich, wohingegen der zusätzliche Kapitalbedarf in Portugal, Italien, Österreich und Spanien weniger als 2% des BIP beträgt.

#### The euro area banking system: Core Tier-1 capital additions required to reach 5% of total assets in each large bank



Note: Based on around 200 euro area banks. The number of banks in the sample for each country displayed and the corresponding number of banks with less than 5% leverage ratio (in brackets) are as follows: Austria 19 (8), Belgium 9 (4), Finland 5 (3), France 8 (8), Germany 60 (30), Greece 9 (4), Ireland 10 (2), Italy 33 (8), Netherlands 9 (5), Portugal 8 (0) and Spain 27 (8). The euro area refers to the countries displayed.

Source: Company Reports, OECD.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742703>

Diese Schätzungen weisen einige Mängel auf. Beispielsweise ist eine auf IFRS-Basis berechnete Leverage Ratio von 5% für die Banken im Euroraum ein schwieriger zu erreichender Richtwert als die von der US Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) als Maßstab für gut kapitalisierte Banken verwendete Leverage Ratio von 5%, weil die Derivatepositionen im Euroraum auf Bruttobasis verbucht werden, während sie in den Vereinigten Staaten aufgerechnet werden. Außerdem ist in diesen Schätzungen weder der zusätzliche Kapitalbedarf zur Deckung potenzieller künftiger Verluste noch der zusätzliche Bedarf berücksichtigt, der infolge der Änderungen der Definition des harten Kernkapitals gemäß Basel III entstehen wird, die ab 2018 greifen sollen.

1. Die Leverage Ratio von Basel III bezieht sich auf das gesamte Kernkapital, nicht nur auf das harte Kernkapital.

von dem Staat, in dem sich die betreffende Bank befindet. Für eine Absicherung dieser Art bieten sich mehrere Optionen, z.B. vorfinanzierte Systeme, Ex-ante-Vereinbarungen über die Lastenteilung und eine ausgleichende Besteuerung. Die Möglichkeit einer direkten Rekapitalisierung der Banken durch den ESM ist eine Vorstufe einer solchen Absicherung (siehe unten).

**Der geplante einheitliche Aufsichtsmechanismus wird die Rückkopplung nicht stoppen ...**

Die im Juni getroffene Entscheidung, für die Euroländer einen gemeinsamen Aufsichtsmechanismus zu schaffen, ist ein erster Schritt auf dem Weg zu einer Bankenunion. Der im September von der Europäischen Kommission unterbreitete Vorschlag bestand in der Übertragung der wichtigsten Aufsichtsbefugnisse auf einen „Einheitlichen Aufsichtsmechanismus“, der am 1. Januar 2013 beginnen und bis Anfang 2014 alle Banken des Euroraums umfassen sollte, wobei die oberste Entscheidungsgewalt letztlich bei der EZB liegt. Der anschließende Beschluss des Europäischen Rats vom 18. Oktober sah vor, den entsprechenden rechtlichen Rahmen bis Anfang 2013 zu vereinbaren und die Arbeiten an der operativen Umsetzung, die erforderlich sind, um eine zentralisierte Aufsicht sicherzustellen, im Jahresverlauf 2013 durchzuführen. Obwohl weiter ungewiss ist, wie dieses System – insbesondere im Hinblick auf die Interaktion zwischen der EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden – in der Praxis funktionieren würde und wie schnell eine wirksame zentrale Aufsicht ausgeübt werden kann, dürfte es die Effizienz der Bankenaufsicht u.a. deshalb verbessern, weil sich das Risiko einer zu nachsichtigen Bankenaufsicht auf nationaler Ebene verringern würde. Mit der Zentralisierung der Aufsichtsbefugnisse allein dürfte es jedoch kaum gelingen, die Rückkopplung zwischen schwachen Banken und schwachen Staatsschuldnern völlig zu stoppen.

**... und die direkte Rekapitalisierung der Banken durch den ESM muss erst noch in Kraft gesetzt werden**

Demgegenüber könnte der im Juni gefasste – und bei der Tagung des Europäischen Rats im Oktober bestätigte – Beschluss über eine mögliche direkt durch den ESM (anstatt staatlicherseits) erfolgende Rekapitalisierung der Banken, sobald „ein wirksamer einheitlicher Aufsichtsmechanismus geschaffen ist“, diesen Wirkungszusammenhang aufheben. In der Praxis bestehen auf Grund potenzieller verfahrenstechnischer Hürden – z.B. der bei jeder Maßnahme erforderlichen Einstimmigkeit aller Mitglieder der Eurogruppe –, der Ungewissheit bezüglich der Interpretation – z.B. ob die Vereinbarung nur für neue Bankenprobleme oder auch für Probleme aus der Vergangenheit gilt –, und der Frage, wann ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus als vollendet betrachtet werden kann, gewisse Zweifel daran, ob dies tatsächlich geschehen wird.

**Langfristig bedarf es einer vollständigen Bankenunion; kurzfristig ist es erforderlich, dass der ESM den Banken direkt Kapital zuführt**

Das einheitliche Aufsichtssystem und eine wirksame gemeinsame finanzielle Absicherung müssen durch die Errichtung eines gemeinsamen Bankenabwicklungsmechanismus und eines gemeinsamen Einlagensicherungssystems ergänzt werden. Der Aufbau dieser Institutionen sollte zügig erfolgen, wird aber zwangsläufig Zeit in Anspruch nehmen. Um die negative Rückkopplung zwischen den Staatsfinanzen der Länder und den Bankbilanzen zu stoppen, ist es nunmehr erforderlich, den Beschluss über die direkte Zuführung von Kapital für die Banken durch den ESM rasch und in einer Art und Weise umzusetzen, die sicherstellt, dass die aus der Vergangenheit übernommenen Probleme angegangen werden können. Doch selbst dann bestehen angesichts der übrigen Verpflichtungen des ESM gewisse Zweifel daran, ob die ihm für die Rekapitalisierung der Banken zur Verfügung stehenden Mittel auch ausreichend sind.

## Die Rückkopplung zwischen Austrittsrisiko und Staatsanleiherenditen durchbrechen

**Die Rückkopplung zwischen Austrittsrisiko und Staatsanleiherenditen kann gestoppt werden ...**

Solange die Investoren davon ausgehen, dass ein Austritt möglich oder sogar wahrscheinlich ist, werden die Staatsanleiherenditen eine Prämie für das Währungsumrechnungsrisiko enthalten, die mit zunehmender Austrittswahrscheinlichkeit steigt und diese Wahrscheinlichkeit ihrerseits erhöhen wird. Diese Instabilität dürfte einer der Hauptgründe dafür sein, dass sich die Renditeaufschläge auf Anleihen von Euroländern mit stark angespannter Haushaltsslage erheblich stärker ausgeweitet haben, als angesichts der vergangenen Relationen zwischen Staatsverschuldung und Risikoprämien anzunehmen wäre. Wie die – trotz eines sehr niedrigen Leitzinsniveaus – sehr hohen Bankkreditzinsen in einigen der Krisenländer deutlich machen (vgl. Abb. 1.9), wirkte dies in den finanzschwachen Ländern zudem dem geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegen.

**... durch die Outright Monetary Transactions (OMT) der EZB ...**

Diese schädlichen Effekte der Austrittsrisiken veranlassten die EZB, das Anleihekaufprogramm Outright Monetary Transactions (OMT) einzuführen. Für die teilnahmeberechtigten Länder sieht dieses Programm einen unter Aufgabe von Senioritätsansprüchen erfolgenden unbegrenzten Ankauf von Staatsschuldtiteln mit kurzfristiger Laufzeit (bis zu drei Jahre) vor, durch den die in den Staatsanleiherenditen enthaltenen Austrittsrisikoprämien beseitigt werden sollen. Teilnahmeberechtigt sind an dem Programm nur Länder, die mit EFSF oder EMS ein makroökonomisches Anpassungsprogramm oder eine vorsorgliche Kreditlinie (*precautionary programme*) eingerichtet haben; in beiden Fällen könnte das Programm Anleihekäufe durch EFSF/ESM am Primärmarkt implizieren. Ob die EZB die Anleihekäufe am Sekundärmarkt fortsetzt, würde davon abhängen, ob die Länder die an das Programm geknüpften Bedingungen uneingeschränkt erfüllen. Es muss noch geklärt werden, wie der Mechanismus in dem Fall funktionieren würde, dass die Programmauflagen nicht eingehalten werden, da ein Aussetzen der Unterstützung finanzielle Instabilität auf dem Staatsanleihemarkt mit möglichen Ansteckungseffekten auslösen würde.

**... die ihre Wirkung jedoch nur voll entfalten können, wenn sich die gefährdeten Länder zur Durchführung eines Programms verpflichten**

Die Staatsanleiherenditen in Spanien und Italien sanken nach Ankündigung der OMT Anfang August ganz erheblich, besonders bei kürzeren Laufzeiten. Obwohl sich die Vorteile einer Programmteilnahme durch die OMT vergrößert haben dürften, haben die italienischen und spanischen Behörden nicht die Absicht bekundet, einen entsprechenden Antrag zu stellen, wenn gleich es im Fall Spaniens hierzu kommen dürfte, falls die Renditen wieder deutlich steigen sollten. Von möglichen Stigmatisierungseffekten und den politischen Kosten abgesehen, könnte die mangelnde Bereitschaft zur Programmteilnahme auf Besorgnis über eine möglicherweise härtere Haltung potenzieller Gläubiger sowie anspruchsvollere Bedingungen, die im Fall der Inanspruchnahme eines Programms u.U. zu erfüllen sind, zurückzuführen sein. Die für ein EFSF/ESM-Programm erforderliche Einstimmigkeit gibt den Befürwortern strenger Bedingungen erhebliche Verhandlungsmacht. Die Programm Bewerber befinden sich dagegen insofern in einer schwachen Position, als sie eine öffentliche Debatte in Gang setzen müssen. Doch auch wenn de facto kein Programm in Anspruch genommen wird, hat sich durch die OMT insofern das Austrittsrisiko reduziert, als mit ihnen die Option der

Programmteilnahme geschaffen wurde. Sie haben demzufolge Grenzen dafür gesetzt, wie weit die Rückkopplung zwischen dem Austrittsrisiko und den Anleiherenditen gehen kann; solange die Krisenländer kein Programm in Anspruch nehmen, werden ihre Anleiherenditen allerdings weiterhin höher liegen. Die Vorteile der Programmteilnahme – insbesondere eine spürbare Verringerung der Kreditaufnahmekosten für den öffentlichen wie auch für den privaten Sektor – und die Kosten eines Programmabbruchs dürften die Glaubwürdigkeit dieser Regelungen erhöhen. Der Entscheidungsprozess über die Inanspruchnahme eines Programms sollte zudem möglichst schnell und reibungslos erfolgen, um zu vermeiden, dass noch mehr Ungewissheit entsteht und negative Marktreaktionen ausgelöst werden.

### ***Die Rückkopplung zwischen den Anleiherenditen und der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung durchbrechen***

***Die Rückkopplung mit der hohen Verschuldung und den Anleiherenditen kann durch den Fiskalpakt gestoppt werden***

Eine hohe Verschuldung, von der angenommen wird, dass sie weiter steigen wird, schlägt sich in der Regel in höheren Anleiherenditen nieder. Unter normalen Bedingungen bieten Marktreaktionen dieser Art ein nützliches Instrument zur Disziplinierung, doch kann diese Rückkopplung auch destabilisierend wirken, da höhere Anleiherenditen in der Regel dazu führen, dass die Schuldendynamik noch unhaltbarer wird. Im Kontext des Euroraums kann dies zu Spillover-Effekten im gesamten Währungsraum führen. Eine Destabilisierung ist besonders deshalb wahrscheinlich, weil es viele Jahre lang größtenteils an Disziplin fehlte, was dazu führte, dass in einigen Ländern hohe Schulden aufliefen, bis sich dies schließlich rächte. Tatsächlich könnten die Märkte in jüngster Zeit bei der Risikobewertung überreagiert haben. Langfristig gesehen dürften explizite Koordinierungsmechanismen wie der Fiskalpakt und der aktualisierte Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) im Prinzip sicherstellen, dass der Schuldenstand nicht ein Niveau erreicht, das Zweifel an der Tragfähigkeit aufkommen lässt – wenngleich angesichts der vergangenen Erfahrungen mit dem SWP Vorsicht geboten ist. Kurzfristig könnte die an Auflagen geknüpfte befristete Vergemeinschaftung von Schulden, wenn eine bestimmte Höhe überschritten ist, angesichts des hohen Niveaus der Schulden aus der Vergangenheit und der begrenzten Ressourcen, die über EFSF/ESM verfügbar sind, ein Weg sein, diese Rückkopplung zu verhindern (Sachverständigenrat, 2012).

### ***Die Kosten des Nichthandelns: das Risiko einer tiefen Rezession***

***Die Kosten des Nichthandelns sind hoch***

Untätigkeit oder unzureichende und wechselhafte Fortschritte bei der Umsetzung der Maßnahmen, die notwendig sind, um das Vertrauen in die Überlebensfähigkeit der Währungsunion zu stärken, würde die eingangs beschriebenen negativen Rückkopplungsmechanismen verstärken. Die hieraus resultierende höhere Belastung für Staatsfinanzen und Bankensystem könnte den Euroraum in eine tiefe, lang anhaltende Rezession stürzen, die gravierende Folgen für die Weltwirtschaft hätte. Diese Entwicklungen werden nachstehend vor dem Hintergrund eines vereinfachten Szenarios untersucht.

***Die Anleiherenditen würden in vielen Ländern erheblich steigen ...***

- Die zunehmende Besorgnis über die Tragfähigkeit der Staatsschulden in den Ländern, die bereits dem Druck der Märkte ausgesetzt sind, hätte potenziell gravierende Folgen für die öffentlichen Finanzen und den Bankensektor. Das nachstehende vereinfachte Szenario enthält einen

Anstieg der Renditen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit gegenüber der Basisprojektion um 300 Basispunkte in den Ländern, die im Euroraum dem stärksten Marktdruck ausgesetzt sind. Dies entspricht mehr oder minder der Größenordnung des Renditeanstiegs, der in den jüngsten Phasen starker Eintrübung der Stimmung auf den Märkten zu beobachten war<sup>9</sup>, könnte jedoch zu hoch angesetzt sein, wenn ein solches Ergebnis von den Marktteilnehmern – und somit in den Marktpreisen – bereits mit einer Wahrscheinlichkeit bewertet wird, die nicht bei null liegt<sup>10</sup>.

**... was negative Effekte auf die Schuldendynamik, das Kreditwachstum, die gesamtwirtschaftliche Produktion und das Vertrauen hätte ...**

- Verstärkter Stress bei den Staatsanleihen würde die Schuldendynamik im Euroraum verschärfen und das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen und die Wachstumsaussichten weiter schwächen. Die Bankbilanzen würden durch den starken Marktwertverlust der von den betroffenen Ländern emittierten Staatsanleihen in Mitleidenschaft gezogen, was wahrscheinlich zu einem weitreichenden Schuldenabbau der Banken und somit zu sehr restriktiven Kreditvergabebedingungen führen würde. Das Wirtschaftswachstum würde sich weiter abschwächen, was den Anstieg der bereits ganz erheblichen sozialen Kosten der hohen und steigenden Arbeitslosigkeit im Euroraum noch verstärken würde und das Vertrauen des privaten Sektors einbrechen ließe. Die wiederholten Wechselwirkungen zwischen diesen Faktoren würden in der Wirtschaft des Euroraums eine tiefe Abwärtsspirale zur Folge haben.

**... und weltweit ähnliche Effekte hervorrufen würde**

- Eine ernste Krise im Euroraum würde über Handel, Vertrauen und Finanzmärkte weltweit beträchtliche negative Ausstrahlungseffekte haben (vgl. auch Kasten 1.1). Was die Finanzmärkte betrifft, so würden die Aktienkurse in anderen Ländern sinken, insbesondere die von Unternehmen mit hohem Umsatzvolumen im Euroraum und von Finanzinstituten, die Verluste bei ihren Investitionen im Euroraum zu verzeichnen haben. Dies würde in anderen Regionen wiederum das Kreditwachstum dämpfen und die Risikoaversion verstärken, wodurch Abwärtsdruck auf alle Vermögenswerte entstehen würde, die als relativ risikoreich betrachtet werden, was zu sinkender Bereitschaft führen würde, Engagements gegenüber Kontrahenten einzugehen, die nicht als absolut sicher gelten.

**Die weltweiten Folgen wären ganz erheblich**

Die in Kasten 1.6 aufgeführten Schätzungen veranschaulichen einige mögliche Effekte eines besonderen Szenarios für den Euroraum. Obwohl dieses stark stilisierte Szenario nur der Veranschaulichung dient und zahlreiche vereinfachende Annahmen enthält, macht es doch den potenziellen Umfang der Gegenmaßnahmen deutlich, die erforderlich sind, wenn das Szenario eintreten sollte (diese Maßnahmen sind im Szenario nicht enthalten), sowie die Dringlichkeit, die notwendigen Politikmaßnahmen in vollem Umfang durchzuführen, um die Möglichkeit, dass das Szenario eintritt, auf ein Mindestmaß zu begrenzen. Die wichtigsten Merkmale des stilisierten Szenarios sind u.a.: ein starker Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den OECD-Volkswirtschaften im Vergleich zur Basisprojektion (Abb. 1.17), insbesondere im Euroraum, wo das BIP-Niveau um über 6% sinken könnte, und in den Vereinigten Staaten und Japan, wo ein Rückgang um rd. 5% möglich wäre, falls es zu Spannungen an den weltweiten Finanzmärkten käme; ein weiterer starker

### Kasten 1.6 Vereinfachtes Abwärtsszenario im Euroraum

Das in diesem Kasten beschriebene Szenario veranschaulicht die wirtschaftlichen Effekte, die sich aus einem bestimmten stilisierten Abwärtsszenario im Euroraum ergeben können. Darin wird unterstellt, dass der Stress, dem Staatsschuldner und Banken ausgesetzt sind, im Vergleich zur Basisprojektion erheblich zunimmt, wobei sich die Situation im Hinblick auf Vertrauen und Finanzierungsbedingungen verschlechtert und hierdurch die finanzwirtschaftlichen Spannungen in der übrigen Welt intensiver werden. Die Möglichkeit eines Austritts eines Mitgliedstaats aus dem Euroraum, der die wirtschaftlichen Auswirkungen weiter verstärken würde, wird in diesem Szenario nicht berücksichtigt.

Angesichts des globalen Charakters des Konjunkturabschwungs und auf Grund der hieraus wahrscheinlich resultierenden weitreichenden Ansteckungseffekte über den Finanzmarkt stützt sich die Kalibrierung möglicher Entwicklungen der Abwärtsszenarien auf die Krise der Jahre 2008-2009. Die Kalibrierung des Vergleichsmaßstabs für die rückläufigen Entwicklungen, die in diesem Abwärtsszenario in den großen OECD-Ländern auftreten können, orientierte sich insbesondere an der Verschlechterung der Kreditbedingungen, der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen und der Aktienkurse, die zwischen der zweiten Hälfte des Jahres 2007 (dem Halbjahr vor dem Beginn eines allgemeinen Vertrauenseinbruchs) und dem Höhepunkt der Krise im ersten Quartal des Jahres 2009 festzustellen war. Es wird unterstellt, dass es bei der anschließenden Trendumkehr länger dauern wird als 2008-2009, bis diese Variablen wieder ein normales Vorkrisenniveau erreichen, da der Spielraum für eine massive Unterstützung durch makroökonomische Politikmaßnahmen in der gegenwärtigen Situation stärker eingeschränkt ist. Außerdem wird, wie im Haupttext erörtert, in diesem vereinfachten Szenario zu Grunde gelegt, dass die Renditen der langfristigen Staatsanleihen in den Ländern, die dem stärksten Marktdruck ausgesetzt sind, um 300 Basispunkte ansteigen werden, was sich in etwa mit den Erfahrungen deckt, die im Anschluss an frühere starke Stimmungsumschwünge an den Finanzmärkten gemacht wurden.

Ein allgemeines Bild von den möglichen kurzfristigen Ergebnissen und Effekten dieses Abwärtsszenarios vermitteln die mit dem NiGEM-Modell durchgeführten Simulationen. Dabei handelt es sich um das globale makroökonomische Modell des National Institute of Economic and Social Research. Anhand des Modells können die grenzüberschreitenden Ausstrahlungseffekte, die sich aus den Veränderungen im Handel und in den internationalen Finanzbeziehungen ergeben, über Vermögenspreise und die Entwicklung des Nettoauslandsvermögens vollständig berücksichtigt werden. Es lässt jedoch mögliche zusätzliche Effekte außer Acht, die auftreten könnten, wenn es weltweit zu einer Eintrübung des Vertrauens des privaten Sektors kommen sollte.

In Simulationen des Abwärtsszenarios werden die Risikoprämien auf Aktien, die Aufschläge auf Unternehmensanleihen, die Zinsspreads der privaten Haushalte, die Aktienkurse und die Anleiherenditen im Euroraum wie oben beschrieben geändert. Außerdem enthalten die Simulationen einen 40%igen weltweiten Rückgang der Aktienkurse (dadurch werden erneut die Änderungen zwischen der zweiten Hälfte des Jahres 2007 und dem ersten Quartal des Jahres 2009 berücksichtigt) und den vereinfachten Anstieg der Zinssätze für langfristige Staatsanleihen um 300 Basispunkte in den dem Marktstress im Euroraum am stärksten ausgesetzten Ländern. Der Einfachheit halber wird unterstellt, dass alle Schocks zwei Jahre andauern. Es wird angenommen, dass die Leitzinsen auf dem im Basisszenario vorgegebenen Niveau verharren (nahe bei null), und die Inflationserwartungen konstant gehalten werden. Die Regeln für die finanzielle Tragfähigkeit der Staatsfinanzen werden aufgehoben, so dass sich der Effekt des Abschwungs in allen Volkswirtschaften vollständig in den automatischen Stabilisatoren widerspiegelt. Es werden im Folgenden zwei Reihen von Ergebnissen gezeigt. Bei der ersten gehen nur auf den Euroraum Schockwirkungen aus, wobei die Ausstrahlungseffekte auf andere Länder in erster Linie durch die Handelsbeziehungen zustande kommen. Bei der zweiten Ergebnisreihe ist die weltweite Ansteckung über die Finanzmärkte ebenfalls mit einbezogen, was die Wirkung der Euroraumschocks noch verstärkt.

Die Simulationsergebnisse (vgl. nachstehende Tabelle und Abb. 1.17) deuten darauf hin, dass es im Euroraum wahrscheinlich zu einer länger anhaltenden und zunehmend tiefen Rezession kommen würde, falls keine dieser Entwicklung entgegenwirkenden diskretionären Politikmaßnahmen ergriffen werden, da die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im vorhergesagten Basisszenario bereits sehr schwach ist, wobei ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit die bereits erheblichen sozialen Kosten der Anpassung in vielen Ländern zusätzlich erhöhen würde. Der OECD-Raum als Ganzes würde ebenfalls in die Rezession gleiten, wobei die Wirtschaftstätigkeit sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Japan einbrechen und sich der negative Effekt des Euroraumschocks auf die amerikanische Wirtschaft erheblich verstärken würde, soweit er mit weltweiter anstatt nur örtlich

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

**A stylised euro area downside scenario: macroeconomic model simulation results**

differences from baseline

	Euro shock only		Worldwide shock	
	2013	2014	2013	2014
<b>United States</b>				
GDP growth (% pts)	-0.3	-0.5	-2.1	-3.1
Inflation (% pts)	-0.1	-0.6	-0.3	-2.5
Unemployment rate (% pts)	0.1	0.4	0.6	2.2
Budget balance (% of GDP)	-0.1	-0.2	-0.6	-1.3
Current balance (% of GDP)	-0.2	-0.5	0.0	0.0
<b>Euro area</b>				
GDP growth (% pts)	-2.2	-4.2	-2.6	-4.9
Inflation (% pts)	-0.2	-1.7	-0.2	-2.2
Unemployment rate (% pts)	0.8	2.6	0.9	3.0
Budget balance (% of GDP)	-0.9	-2.0	-1.0	-2.3
Current balance (% of GDP)	1.6	3.5	1.4	3.1
<b>Japan</b>				
GDP growth (% pts)	-0.6	-0.9	-2.3	-2.6
Inflation (% pts)	0.0	-0.3	-0.1	-0.8
Unemployment rate (% pts)	0.1	0.4	0.2	1.3
Budget balance (% of GDP)	-0.1	-0.4	-0.5	-1.3
Current balance (% of GDP)	-0.1	-0.2	0.3	0.3
<b>China</b>				
GDP growth (% pts)	-0.6	-1.3	-1.2	-2.4
Inflation (% pts)	-0.1	-1.2	-0.2	-2.3
Current balance (% of GDP)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
<b>OECD</b>				
GDP growth (% pts)	-0.9	-1.6	-2.0	-3.3
Inflation (% pts)	-0.1	-0.9	-0.3	-2.0
<b>World</b>				
GDP growth (% pts)	-0.7	-1.4	-1.5	-2.6
Trade growth (% pts)	-2.8	-4.2	-4.8	-6.7

Note: Equity prices drop by 40% in the euro area only in the first simulation and worldwide in the second simulation. Investment risk premia (corporate bond spreads) are raised to their peak in 2009Q1 in the euro area in both simulations and in all countries in the second simulation. Household borrowing-lending wedges go up by 400bp in the euro area in both simulations and by 100bp in Japan and 200bp elsewhere in the second simulation only. Equity risk premiums go up by 300bp in the euro area in both simulations and by 75bp in Japan and 150bp elsewhere in the second simulation only. In both simulations: long bond rates go up by 300bp in countries under greatest market pressure in the euro area; short-term interest rates, inflation expectations and nominal exchange rates are held fixed; and budget solvency rules turned off everywhere. Model run in backward-looking mode.

Sources: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744223>

aufretender Finanzmarktschwäche einherginge. Die Unternehmensinvestitionen wären während des weltweiten Schocks in besonders schwacher Verfassung und würden in den Vereinigten Staaten und Japan über einen Zeitraum von zwei Jahren um rd. 20% und im Euroraum um über ein Viertel zurückgehen. China und andere aufstrebende Volkswirtschaften wären nicht immun gegen diesen Schock, da das Welthandelsvolumen nach zwei Jahren gegenüber dem Basisszenario um etwa 10-11% zurückgehen würde und ihre Bestände an Auslandsvermögen auf Grund fallender Aktienkurse an Wert verlieren würden.

Der Disinflationsdruck würde zunehmen, und in vielen OECD-Volkswirtschaften würde es bis 2014 wahrscheinlich zu einer Deflation kommen, da die Inflation im Hauptszenario bereits niedrig ist und mit steigendem Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft schrittweise gedämpft wird. Die Arbeitslosigkeit würde in den OECD-Volkswirtschaften bis 2014 ebenfalls stark zunehmen, um über 2 Prozentpunkte. Sollten die Regierungen der Euroländer Anstrengungen unternehmen, um die angekündigten fiskalpolitischen Ziele in Bezug auf den nominalen Haushaltssaldo zu erreichen, würden die zusätzlich notwendigen Ex-ante-Maßnahmen zur fiskalischen Straffung 2013 1% des BIP und 2014 2¼% des BIP übersteigen. Bei Verfolgung dieser Politik würden die negativen kurzfristigen Auswirkungen auf das Wachstum durch die starken negativen Multiplikatoreffekte noch erheblich verstärkt werden.

(Fortsetzung nächste Seite)

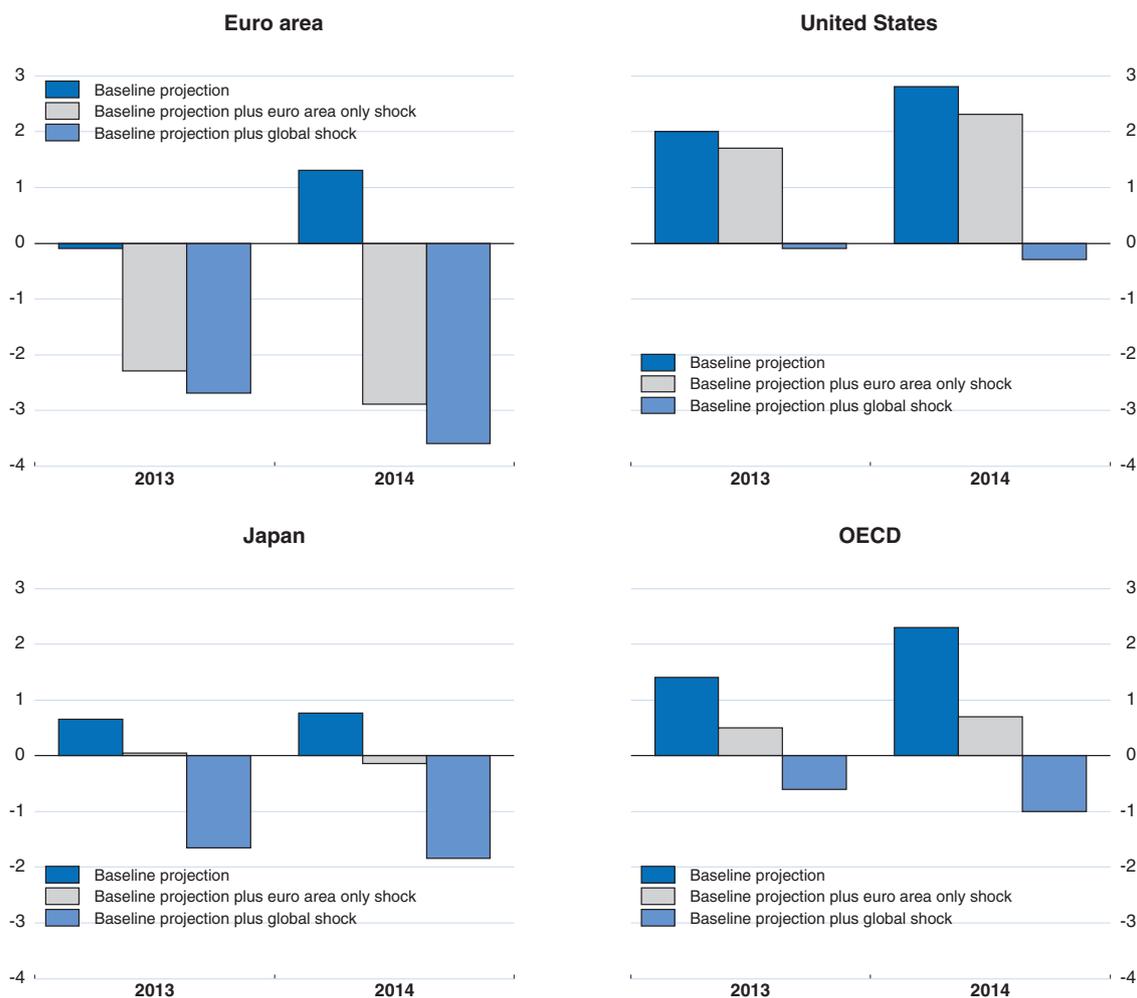
(Fortsetzung)

Würde in diesen Simulationen eine Anpassung der Wechselkurse zugelassen, so könnte dies das Kräfteverhältnis zwischen den verschiedenen Konjunkturreffekten für einige Volkswirtschaften etwas verändern. Insbesondere wäre zu erwarten, dass der Euro-Wechselkurs sinkt, was die negativen Konjunkturreffekte durch eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure des Euroraums im Außenhandel abschwächen würde. Der Konjunkturreffekt in den anderen Volkswirtschaften dürfte demgegenüber auf Grund der Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Euro stärker ausfallen.

In einer Situation extremer Finanzmarktanspannung und erhöhter Risikoaversion besteht auch die Möglichkeit, dass eine allgemeine Flucht in sichere Anlagen die Staatsanleiherenditen in den Vereinigten Staaten und vielleicht auch in Deutschland etwas senkt. Solche Effekte sind in den hier vorgestellten Simulationen nicht enthalten, könnten aber den Konjunkturreffekt in diesen Ländern insgesamt etwas abschwächen.

Figure 1.17. **GDP growth in the baseline and a downside scenario**

Per cent



Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932743045>

Anstieg der Arbeitslosigkeit; ein massiver Rückgang des Welthandelsvolumens im Vergleich zur Basisprojektion um bis zu 11% bis zum Jahresende 2014; die Wahrscheinlichkeit einer Deflation in vielen OECD-Volkswirtschaften bis 2014. Im schlimmsten Fall könnte sich dieses Abwärtsszenario durch die Verwerfungen, zu denen es wahrscheinlich kommen würde, wenn ein Land oder mehrere Länder gezwungen wären, wieder eine eigene nationale Währung einzuführen, beträchtlich verschärfen.

## **Makroökonomische Politik und Finanzpolitik**

### **Geldpolitik**

#### ***Der geldpolitische Kurs wurde gelockert***

In den großen OECD-Volkswirtschaften, in denen die kurzfristigen Leitzinsen nahezu auf Nullzinsniveau liegen und in denen die Erholung entweder ins Stocken geraten ist oder nur eine moderate Dynamik aufweist, haben die Zentralbanken in jüngster Zeit den Umfang der bereits ergriffenen unkonventionellen geldpolitischen Instrumente ausgeweitet und einige neue Maßnahmen eingeführt. Die Zentralbanken in mehreren anderen OECD- und Nicht-OECD-Volkswirtschaften haben die kurzfristigen Zinssätze gesenkt.

#### ***Ein akkommodierender geldpolitischer Kurs muss beibehalten werden ...***

Mit Blick auf die Zukunft ist, wie oben beschrieben, wohl lediglich ein schwacher Inflationsdruck zu erwarten; das Wirtschaftswachstum dürfte in den meisten OECD- und vielen Nicht-OECD-Volkswirtschaften im Verhältnis zum Potenzialwachstum nur moderat ausfallen, und es drohen erhebliche Abwärtsrisiken. Dies rechtfertigt zumindest eine Fortsetzung der gegenwärtigen akkommodierenden Geldpolitik, mit Zinssätzen nahe null in den meisten OECD-Ländern und einer planmäßigen Umsetzung der Wertpapierankaufprogramme. Im Euroraum sind ebenso wie in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften weitere geldpolitische Impulse angezeigt.

#### ***... aber in einem Abwärtsszenario wären zusätzliche geldpolitische Impulse erforderlich***

Bei Eintreten gravierender Abwärtsrisiken für die Wachstums- und Inflationsentwicklung würden weitere geldpolitische Impulse in Form von unkonventionellen und, soweit möglich, konventionellen geldpolitischen Maßnahmen notwendig. Eine umfangreiche Zufuhr von Liquidität mit langer Laufzeit könnte zur Stützung der Finanzmärkte beitragen. Zudem sollten die Programme zum Ankauf von Wertpapieren ausgeweitet werden. In Ländern, in denen die Staatsanleiherenditen ohnehin schon niedrig sind, dürften zusätzliche Ankäufe von Staatsanleihen abnehmende Grenzerträge haben und könnten Programme zum Ankauf zusätzlicher Wertpapiere aus dem Privatsektor erforderlich werden. Angesichts ihrer nahezu fiskalpolitischen Natur sollte eine derartige Intervention, falls sie nötig werden sollte, von Staatsgarantien begleitet und transparent durchgeführt werden; dabei sollten Grundsätze für die Arten der anzukaufenden Wertpapiere festgelegt werden. Zusätzlich könnten zur Verbesserung der Kreditversorgung Programme eingeführt werden, die den Banken direkte Anreize zur Steigerung der Kreditvergabe bieten, wie das sogenannte Fund-Provisioning Measure in Japan und das britische Funding for Lending Scheme.

**Die Geldpolitik sollte sehr expansiv bleiben, ...**

Bei Ausbleiben eines solchen Abwärtsszenarios lauten die wichtigsten geldpolitischen Erfordernisse in den führenden Volkswirtschaften im Einklang mit den Projektionen wie folgt:

**... sowohl in den Vereinigten Staaten ....**

- In den Vereinigten Staaten sind angesichts der verhaltenen Konjunkturaussichten und des Risikos einer negativeren Entwicklung die aktuelle quantitative Lockerung der Federal Reserve und die Verlängerung des Zeitraums, für den mit einer Beibehaltung des derzeitigen niedrigen Zinsniveaus gerechnet wird, angemessen<sup>11</sup>. Falls sich aber die Wirtschaftslage deutlich schlechter entwickelt als erwartet, sollte die Federal Reserve den Umfang ihres Ankaufprogramms für Staatsanleihen und Mortgage Backed Securities weiter aufstocken und die Ankäufe auf andere Arten von Wertpapieren ausweiten, wenn dies zur Verbesserung der Bedingungen an den Finanzmärkten erforderlich ist.

**... als auch in Japan ...**

- In Japan muss die derzeitige Nullzinspolitik so lange beibehalten werden, bis die Inflation eindeutig im positiven Bereich liegt. Um diesen Prozess zu beschleunigen, sollte die Bank von Japan zusätzliche Maßnahmen ergreifen, darunter eine Ausweitung ihres Wertpapierankaufprogramms über den aktuellen Umfang von 91 Bill. Yen (19% des BIP) hinaus, der mit der im September und Oktober erfolgten Erhöhung um insgesamt 21 Bill. Yen erreicht wurde. Im Fall weiterer Abwärtsrisiken wären aggressivere Maßnahmen erforderlich.

**... im Euroraum ...**

- Im Euroraum ist angesichts der Erwartungen einer schwachen Konjunktur-entwicklung und zunehmender Disinflation eine Lockerung der monetären Bedingungen notwendig. Die EZB sollte daher ihren Refinanzierungssatz um weitere 25 Basispunkte senken, möglicherweise in Kombination mit einem negativen Einlagezinssatz. Außerdem sollte die EZB Hinweise zur voraussichtlichen künftigen Beibehaltung ihres akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen langen Zeitraum geben. Die Wirksamkeit niedrigerer Leitzinsen wird verstärkt, wenn größere Unterschiede zwischen den Finanzierungsbedingungen der einzelnen Staaten des Euroraums – unter anderem über das OMT-Programm – verringert werden können. Bei schwerwiegenden Verwerfungen sollten die Liquiditätszufuhr und die breit angelegten Wertpapierankäufe ausgeweitet werden.

**... und im Vereinigten Königreich**

- Im Vereinigten Königreich ist nach der Ausweitung des Wertpapierankaufprogramms um 50 Mrd. £ auf einen Gesamtumfang von 375 Mrd. £ (25% des BIP) und der Einführung des Funding for Lending Scheme<sup>12</sup> der gegenwärtige geldpolitische Kurs angemessen, um zur Verringerung des Kapazitätsüberhangs in der Wirtschaft und auf mittlere Sicht zum Erreichen des Inflationsziels beizutragen. Sollte sich das Wachstum bedeutend verringern, wäre eine weitere Aufstockung des Wertpapierankaufprogramms erforderlich.

**In China sollte sie weiter gelockert werden ...**

- In China, wo die Lockerung der Geldpolitik bislang vergleichsweise moderat blieb<sup>13</sup>, besteht angesichts der zuletzt gesunkenen Inflation und des voraussichtlich moderaten künftigen Inflationsdrucks Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung. Dies sollte zusammen mit Schritten in Richtung einer größeren Flexibilität des Renminbi dazu beitragen, das

Risiko einer unerwartet schwachen Konjunkturerholung zu verringern und die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Die Erholung am Immobilienmarkt deutet darauf hin, dass möglicherweise makroprudenzielle Maßnahmen notwendig sind, um eine zukünftige Überhitzung am Wohnimmobilienmarkt zu verhindern. Es gäbe beträchtlichen Spielraum für eine drastische geldpolitische Lockerung im Fall einer wesentlich schwächeren Wachstumsentwicklung, selbst wenn die Potenzialwachstumsraten im Rückgang begriffen sind.

**... ebenso wie in Indien,  
aber nicht in Brasilien**

- In Indien könnte die Zentralbank eine akkommodierendere Geldpolitik umsetzen, wenn man über den zeitweiligen Anstieg der regulierten Kraftstoffpreise hinwegsieht, sofern nicht die Inflation auf einem hohen Niveau bleibt und Anzeichen dafür auftreten, dass das Potenzialwachstum niedriger ist als ursprünglich angenommen. In Brasilien scheinen die gegenwärtigen geldpolitischen Impulse nach den Zinssenkungen im Verlauf des vergangenen Jahres in Höhe von insgesamt 5¼ Prozentpunkten angemessen, um dafür zu sorgen, dass das BIP-Wachstum in der Nähe des Potenzialwachstums liegt und somit die Inflation mittelfristig annähernd in der Mitte des Zielkorridors gehalten wird.

Unkonventionelle monetäre Impulse sind zwar momentan erforderlich und müssen in Zukunft vielleicht noch stärker ausgeweitet werden, sie sind jedoch mit Negativrisiken verbunden. Wenn die langfristigen Zinssätze lange Zeit sehr niedrig gehalten werden, könnte dies den notwendigen Schuldenabbau verzögern, eine überhöhte Risikobereitschaft und Fehlallokation von Ressourcen verursachen sowie Zombie-Banken und -Unternehmen am Leben halten. Zudem könnte der Ankauf von Wertpapieren aus dem Privatsektor zusätzliche Risiken mit sich bringen, wie etwa vermehrte Zweifel der Öffentlichkeit an der Gerechtigkeit solcher Maßnahmen und eine stärkere Anfälligkeit der Zentralbankbilanzen gegenüber Vermögenspreisschwankungen. Wenn diese Risiken eintreten, könnte letztlich der öffentliche Rückhalt für die Unabhängigkeit der Zentralbanken ins Wanken geraten. Einige dieser Risiken könnten durch prudenzielle Maßnahmen und eine strengere Finanzmarktaufsicht (siehe weiter unten) eingedämmt werden, und die Zentralbanken könnten sich in Kooperation mit den Regierungen für mögliche Verluste auf die angekauften Wertpapiere wappnen, etwa durch eine Erhöhung der Nettoaktiva oder durch Bürgschaften zur Absicherung gegen Verluste. Trotz allem wäre bei einem extremen Abschwung der Nutzen aus der Ausweitung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen aller Wahrscheinlichkeit nach höher als deren potenzielle zukünftige Kosten.

### **Fiskalpolitik**

**Der Konsolidierungspfad muss von der jeweiligen Wirtschaftslage abhängen**

Da die Konjunkturerholung den Projektionen zufolge schwach ausfällt und mit erheblichen Abwärtsrisiken behaftet ist, müssen die fiskalpolitischen Entscheidungen in den nächsten beiden Jahren zwei große Herausforderungen ausbalancieren. Einerseits ist es in einer großen Mehrzahl der OECD-Länder dringend notwendig, glaubwürdige Haushaltskonsolidierungsprogramme umzusetzen, die die Staatsfinanzen auf einen dauerhaft tragfähigen Pfad bringen und Finanzmarktrisiken reduzieren. Gleichzeitig müssen beim Konsolidierungs-

tempo die jeweilige Wirtschaftslage und die negativen Effekte fiskalpolitischer Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage berücksichtigt werden, wobei die fiskalischen Multiplikatoren derzeit wahrscheinlich höher sind als in normalen Zeiten (siehe weiter oben). Daher sollten die Haushaltsergebnisse von den angekündigten Konsolidierungsplänen abweichen dürfen, wenn sich die Wirtschaftstätigkeit vorübergehend schwächer entwickeln sollte als unterstellt, wobei der Spielraum für die Abweichung von der jeweiligen Haushaltslage und dem Druck der Märkte abhängt. Für Länder mit beeinträchtigter Haushaltslage, die allein handeln, besteht nur begrenzter Spielraum, den Konsolidierungspfad ohne weitere Glaubwürdigkeitsverluste auf den Finanzmärkten auszudehnen. Im Rahmen eines allgemeineren und koordinierteren Ansatzes könnte es jedoch sowohl möglich als auch wünschenswert sein, das Wirken der automatischen Stabilisatoren am Pfad der strukturellen Anpassung entlang zuzulassen. Gleichzeitig besteht in Ländern mit verhältnismäßig gesunden öffentlichen Finanzen ein gewisser Spielraum für eine fiskalische Lockerung oder einen Aufschub der strukturellen Anpassung. Es wäre insbesondere erforderlich, die fiskalische Straffung vorübergehend zu lockern oder sogar für fiskalische Impulse zu sorgen, falls schwerwiegende Abwärtsrisiken eintreten sollten. Die weiter oben erörterte Projektion basiert auf der Annahme, dass die Konsolidierungspläne, sofern derartige Pläne angekündigt wurden, zwar in allen Ländern in struktureller Hinsicht, aber nicht unbedingt in nominaler Hinsicht umgesetzt werden.

**Eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wird auf breiter Ebene erfolgen, die Schuldenquoten werden in vielen Ländern voraussichtlich jedoch weiter steigen**

In den Projektionen des Basisszenarios wird davon ausgegangen, dass das Haushaltsdefizit für den OECD-Raum insgesamt sowohl 2013 als auch 2014 um rd. 1% des BIP sinken wird, wobei von den geplanten Konsolidierungsmaßnahmen ein noch höherer Beitrag zu dieser Verbesserung ausgeht, der allerdings teilweise durch steigende Zinszahlungen aufgewogen wird (Tabelle 1.5). Die Bruttostaatsverschuldung steigt im Verhältnis zum BIP in den meisten OECD-Ländern voraussichtlich weiter an, wenn auch mit nachlassendem Tempo, so dass die Schuldenquote 2014 in den Vereinigten Staaten 114%, im Euroraum 103% und in Japan 230% erreichen dürfte. Aus früheren OECD-Berechnungen geht hervor, dass für eine Verringerung der Schuldenquoten auf Vorkrisenniveau oder ein komfortableres Niveau von rd. 60% des BIP auf der Basis plausibler Annahmen hinsichtlich des mittelfristigen Wachstums und der Zinsentwicklung in den meisten OECD-Ländern eine Verbesserung des strukturellen Primärsaldos um mehrere Prozentpunkte erforderlich wäre, wobei sich die Konsolidierungsepisoden wahrscheinlich über mehrere Jahre erstrecken würden<sup>14</sup>.

**Die wichtigsten haushaltspolitischen Erfordernisse sind ...**

Die haushaltspolitischen Annahmen, die den Projektionen zu Grunde liegen, stützen sich zumeist auf die Programme der Regierungen; in Fällen, in denen die Entwicklung der Haushaltspolitik besonders unsicher ist, d.h. vor allem für 2014, wurde allerdings auf normative Annahmen zurückgegriffen, die sich aus den Projektionen ergeben (vgl. Kasten 1.2). Die Politikerfordernisse in den Vereinigten Staaten und Japan lauten folgendermaßen:

Table 1.5. **Fiscal positions will improve only slowly**

Per cent of GDP / Potential GDP

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>United States</b>					
Actual balance	-11.4	-10.2	-8.5	-6.8	-5.2
Underlying balance	-9.2	-8.3	-7.1	-5.5	-4.1
Underlying primary balance	-7.6	-6.4	-5.3	-3.8	-2.4
Gross financial liabilities	97.8	102.2	109.8	113.0	114.1
<b>Euro area</b>					
Actual balance	-6.2	-4.1	-3.3	-2.8	-2.6
Underlying balance	-4.1	-3.0	-1.7	-0.5	-0.3
Underlying primary balance	-1.7	-0.5	0.9	2.0	2.3
Gross financial liabilities	93.1	95.2	100.6	102.5	103.4
<b>Japan</b>					
Actual balance	-8.4	-9.3	-9.9	-10.1	-7.9
Underlying balance	-7.8	-8.3	-8.8	-8.6	-6.3
Underlying primary balance	-7.2	-7.6	-7.9	-7.4	-4.8
Gross financial liabilities	192.7	205.3	214.3	224.3	230.0
<b>OECD<sup>1</sup></b>					
Actual balance <sup>1</sup>	-7.7	-6.5	-5.5	-4.6	-3.6
Underlying balance <sup>2</sup>	-6.5	-5.7	-4.8	-3.5	-2.6
Underlying primary balance <sup>2</sup>	-4.9	-3.9	-3.0	-1.8	-0.8
Gross financial liabilities <sup>2</sup>	98.7	102.9	108.7	111.4	112.5

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 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932744185>

**... in den Vereinigten Staaten die Beseitigung der politikinduzierten Unsicherheit ...**

- In den Vereinigten Staaten ist die Haushaltspolitik auf kurze und mittlere Sicht nach wie vor ungewiss. Die derzeitige Gesetzeslage lässt im Jahr 2013 auf eine massive fiskalische Straffung in Höhe von fast 4% des BIP schließen, da die Verlängerung der Steuersenkungen von 2001-2003 ausläuft und automatische Ausgabenkürzungen umgesetzt werden, wodurch sich das BIP-Wachstum um mindestens 2 Prozentpunkte im Vergleich zur Projektion verringert (CBO, 2012). Daher besteht die dringende Notwendigkeit, einen potenziell starken negativen Schock zu verhindern und die Risiken zu beseitigen, die die privaten Ausgaben beeinträchtigen würden. Gleichzeitig muss die in der Verfassung vorgeschriebene Schuldenobergrenze zeitnah und auf geordnete Weise erhöht werden, um ernste Störungen zu vermeiden. In der hier zu Grunde gelegten Annahme wird davon ausgegangen, dass ein von beiden Parteien getragenes Abkommen im Kongress 2013 zu einer Haushaltskonsolidierung in Höhe von 1½% des BIP führt. Vor dem Hintergrund des sehr großen Konsolidierungsbedarfs und in Anbetracht der voraussichtlich weiter an Fahrt gewinnenden Wirtschaft erscheint eine Konsolidierung in Höhe von 1½% des BIP im Jahr 2014 gerechtfertigt und wurde in den Projektionen berücksichtigt. Falls Abwärts- oder Aufwärtsrisiken eintreten, sollte jedoch ein uneingeschränktes Wirken der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden. Potenziell negative Reaktionen der Finanzmärkte würden verringert werden, wenn die politische Pattsituation hinsichtlich der angemessenen Gestaltung der notwendigen

mittel- und langfristigen Haushaltskonsolidierung überwunden werden könnte. In jedem Fall ist es erforderlich, vereinbarte detaillierte mittelfristige Konsolidierungspläne zu erstellen, um das Vertrauen in die fiskalische Redlichkeit aufrechtzuerhalten und dadurch das Risiko eines destabilisierenden Anstiegs der Staatsanleiherenditen zu vermeiden.

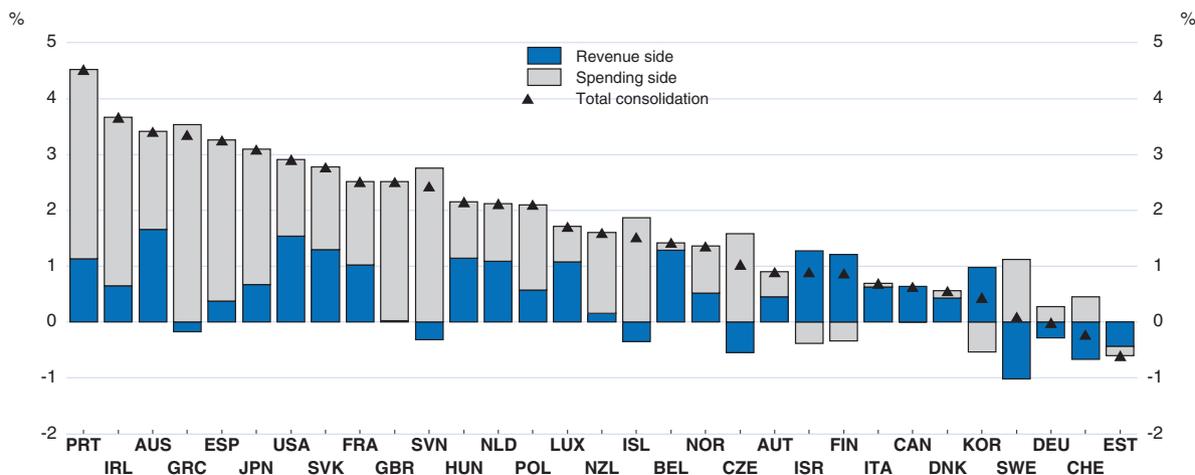
**... in Japan die Aufstellung eines detaillierten und glaubwürdigen Programms, um das mittel- und langfristige Haushaltsziel der zuständigen Stellen zu erreichen ...**

- In Japan wird das strukturelle Defizit im Primärhaushalt auf der Grundlage der von der Regierung angekündigten Politik den Projektionen zufolge 2013 um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP zurückgehen, wobei das nominale Defizit auf rd. 10% des BIP steigt. Der strukturelle Primärsaldo dürfte sich 2014 um  $2\frac{1}{2}\%$  des BIP und damit ganz erheblich verbessern, was in erster Linie auf die Erhöhung des Verbrauchsteuersatzes sowie ein Einfrieren der nicht für den Wiederaufbau bestimmten Ausgaben durch die Zentralregierung im Finanzjahr 2013/2014 bedingt sein wird. Wenngleich eine solch abrupte Straffung an sich nicht wünschenswert erscheint, sollte dies als Schritt in die Richtung gesehen werden, dass Japan sein für das Finanzjahr 2015 gesetztes Ziel eines Defizits im Primärhaushalt der nachgeordneten Gebietskörperschaften und der Zentralregierung (ohne Ausgaben für den Wiederaufbau) von 3,2% des BIP einhält. Es sind jedoch zusätzliche Maßnahmen erforderlich, um die langfristigen Ziele zu erreichen, bis zum Finanzjahr 2020 einen Überschuss im Primärhaushalt auszuweisen und ab dem Finanzjahr 2021 die Schuldenquote zurückzuführen. Angesichts der mit der außergewöhnlich hohen Staatsschuldenquote verbundenen Risiken muss ein detaillierteres und glaubwürdigeres mittelfristiges Haushaltskonsolidierungsprogramm erarbeitet werden. Im Fall eines negativen Schocks begrenzt der hohe Schuldenstand den Handlungsspielraum, um das Wirken der automatischen Stabilisatoren zuzulassen.

**... im Euroraum die Umsetzung der geplanten strukturellen Konsolidierung, wobei das Wirken der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden sollte ...**

Im Euroraum wird die Haushaltspolitik in den Ländern, die Druck von Seiten der Märkte ausgesetzt sind, im laufenden Jahr und in den kommenden Jahren voraussichtlich sehr restriktiv bleiben. Die Haushaltskonsolidierung wird in den Jahren 2013 und 2014 zusammengenommen in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien am höchsten sein und sich insgesamt auf  $3\frac{1}{4}$ ,  $3\%$ ,  $4\frac{1}{2}$  bzw.  $3\frac{1}{4}$  Prozentpunkte belaufen. Die Pläne zur Haushaltskonsolidierung wurden in einigen der Programmländer durch neue Konsolidierungsmaßnahmen, hauptsächlich auf der Ausgabenseite, verstärkt, um die Defizitziele zu erreichen, was geringere Wachstumsaussichten nach sich zieht (Abb. 1.18). Diese Maßnahmen werden auf kurze Sicht für zusätzliche Belastungen der Konjunktur sorgen. Eine solche prozyklische fiskalische Straffung ist zwar im Prinzip unerwünscht, die einzelnen Programmländer verfügen selbst jedoch nur über wenig Handlungsspielraum. Außerdem liegt das schwache Wachstum, das im Basisszenario der OECD projiziert wird, unter den Wachstumsprognosen, die in den gegenwärtigen Konsolidierungsprogrammen vieler anderer europäischer Länder zu Grunde gelegt wurden, insbesondere in den auf der Ebene der Europäischen Union vorgestellten nationalen Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen. In diesem Umfeld wäre es für die Volkswirtschaften im Euroraum angemessen, die Konsolidierung im Einklang mit der Verbesserung der strukturellen Haushaltssalden vorzunehmen, die in den derzeitigen Programmen vorgesehen ist, und keine Maßnahmen zum

Figure 1.18. **Expenditure versus revenue-based consolidation plans<sup>1</sup>**  
2013-14, in per cent of potential GDP



1. Total consolidation is the projected difference in the underlying primary balance; revenue side is the projected increase in the underlying receipts excluding interest earned on financial assets; and spending side is the projected decline in the underlying primary spending excluding interest payments on debt.

Source: OECD Economic Outlook 92 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932743064>

Ausgleich der Finanzierungslücken zu ergreifen, die entstehen, weil die Wirtschaftstätigkeit schwächer ausfällt als in den aktuellen Plänen unterstellt. Diese Abkehr von den aktuellen nominalen Plänen sollte für alle betroffenen Länder auf der Ebene der Europäischen Union beschlossen werden, da mehrere separate nationale Ankündigungen mit weit größerer Wahrscheinlichkeit zu ungünstigen Reaktionen der Märkte führen würden. In einer Reihe von Ländern, darunter Portugal und Spanien, wurden die nominalen Konsolidierungsziele vor dem Hintergrund der tiefen Rezession und der Ausfälle bei den Steuereinnahmen in diesen Volkswirtschaften in Übereinstimmung mit der Europäischen Kommission bereits revidiert<sup>15</sup>. Möglichkeiten zur Einleitung von Reformen müssen genutzt werden. Insbesondere muss Frankreich die Gelegenheit der Anfangsphase eines neuen Regierungsmandats ergreifen, um eine umfassende mittelfristige Strategie der Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen auf den Weg zu bringen, die das Marktvertrauen stärken und die Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstum erhöhen würden. Falls im Euroraum schwerwiegende Abwärtsrisiken eintreten, sollten die Länder mit verhältnismäßig soliden Haushaltspositionen die Nachfrage vorübergehend durch diskretionäre fiskalische Impulse ankurbeln, was entweder mit einem Rückgang des strukturellen Finanzierungsüberschusses (u.a. in Deutschland und Finnland) oder einer Verringerung der geplanten Rückführung des strukturellen Defizits (z.B. in Frankreich und Belgien) verbunden wäre, während sich andere Länder des Euroraums (darunter Italien, Spanien und die EU/IWF-Programmländer) lediglich in einer Position befinden würden, in der das Wirken der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden kann.

**... was für das Vereinigte  
Königreich gleicher-  
maßen wichtig ist**

Im Vereinigten Königreich ist die Fiskalpolitik nach wie vor angemessen, da das Haushaltsdefizit und die Staatsverschuldung noch immer hoch sind. Durch den gegenwärtigen Kurs wurde die Glaubwürdigkeit gewahrt, wie sich

an den sehr niedrigen Staatsanleiherenditen zeigt. Wenn das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleibt, sollte das Wirken der automatischen Stabilisatoren entlang dem strukturellen Konsolidierungspfad im Einklang mit dem Haushaltsrahmen zugelassen werden, selbst wenn dies bedeuten könnte, dass das Schuldenziel erst später erreicht wird.

**Die haushaltspolitischen Erfordernisse unterscheiden sich in ...**

**... China ...**

In den aufstrebenden Volkswirtschaften unterscheiden sich die haushaltspolitischen Rahmenbedingungen und Erfordernisse voneinander:

- In China ist die Fiskalpolitik dieses Jahr stärker nachfragestützend geworden, wobei sich das gesamtstaatliche Defizit den Projektionen zufolge im Jahr 2012 auf rd. 2% des BIP beläuft, im Vergleich zu einem nahezu ausgeglichenen Haushalt im Jahr 2011. Die öffentlichen Ausgaben sind dieses Jahr rascher gewachsen, was sowohl auf höhere Sozialausgaben als auch steigende staatliche Infrastrukturausgaben zurückzuführen ist, da die nachgeordneten Gebietskörperschaften anfangen, die im Rahmen des derzeitigen Wirtschaftsplans vereinbarten Projekte umzusetzen. Da das gesamtstaatliche Defizit 2013-2014 weiterhin bei rd. 2% des BIP liegen dürfte und angesichts der niedrigen Staatsschuldenquote besteht nach wie vor viel Spielraum für antizyklische fiskalpolitische Maßnahmen im Fall einer Konjunkturabschwächung.

**... Indien ...**

- In Indien plant die Regierung für das Finanzjahr 2013 eine bescheidene Haushaltskonsolidierung. Da das Staatsdefizit den Projektionen zufolge nahe bei 8½% des BIP verharren wird, scheint eine Konsolidierung notwendig zu sein, um zu einem Rückgang der Teuerung beizutragen, den Druck auf die Leistungsbilanz zu mindern und ein ausgewogeneres Wachstum zu fördern. Das hohe Defizit begrenzt den Spielraum für fiskalische Impulse, falls schwerwiegende Risiken eintreten sollten. Der Handlungsspielraum könnte sogar stärker eingeschränkt werden, wenn die Potenzialwachstumsraten niedriger ausfallen würden als bisher unterstellt.

**... Brasilien ...**

- In Brasilien tragen die Effekte der starken fiskalischen Impulse dazu bei, der Wirtschaft allmählich den Weg aus einer Phase mit unter der Trendrate liegendem Wachstum zu ebnen. Im Projektionszeitraum dürfte die Fiskalpolitik von dem Gesamtziel der Regierung eines Überschusses im Primärhaushalt geleitet werden, wobei sich das gesamtstaatliche Defizit 2013-2014 wohl auf rd. 1¼-2% des BIP beläuft. Es scheint Spielraum für weitere fiskalische Impulse zu bestehen, sollten schwerwiegende Risiken eintreten.

**... und der Russischen Föderation**

- In der Russischen Föderation umfasst der Haushaltsentwurf 2013 eine Regel, mit der die Ausgaben begrenzt werden sollen, indem die Nutzung der Öleinnahmen auf die Einnahmen begrenzt werden, die zu einem Referenzpreis von 91 \$ pro Barrel erwirtschaftet wurden. Auf dieser Grundlage wird sowohl für 2013 als auch für 2014 ein ausgeglichener Haushalt projiziert. Im Fall eines schwerwiegenden negativen Schocks bestünde hinreichend Spielraum für diskretionäre fiskalische Impulse.

**Bei der Zusammensetzung der Konsolidierung muss Aspekten der Verteilungsgerechtigkeit Rechnung getragen werden**

Die Fortsetzung der Konsolidierung wird insofern zunehmend in Frage gestellt, als Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen als ungerecht betrachtet werden, was die Notwendigkeit unterstreicht, dass fiskalische Sparmaßnahmen als fair angesehen werden. In der Tat resultieren einige der am häufigsten eingesetzten Konsolidierungsinstrumente in einer Zunahme der Ungleichheit der statischen Einkommensverteilung, wenn sie nicht sorgfältig konzipiert sind (OECD, 2012h). Das trifft insbesondere auf Ausgaben für soziale Sicherung, Renten, Gesundheitsversorgung und Bildung sowie auf Verbrauchsteuern zu. Besorgnis über Gerechtigkeitseffekte hat bereits zu Änderungen in der Zusammensetzung der Konsolidierungsanstrengungen geführt. In Frankreich hat beispielsweise eine Verschiebung von Ausgabenkürzungen und Anhebungen indirekter Steuern hin zu Erhöhungen der Einkommensteuern, insbesondere für höhere Einkommen, stattgefunden. In Portugal musste die Regierung die Konsolidierungsmaßnahmen überarbeiten, um einen Anstieg der Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung zu vermeiden. Diese Änderungen spiegeln die Notwendigkeit wider, die unmittelbaren Auswirkungen der Konsolidierung auf die Einkommensverteilung und ihren Effekt auf das Wachstum auf lange Sicht auszugleichen. Einige Konsolidierungsinstrumente, insbesondere der Abbau verzerrender Steuervergünstigungen, die Besserverdienern und vermögenden Personen zugute kommen, könnten stärker eingesetzt werden, um eine faire und wachstumsfreundliche Konsolidierung zu erzielen. Abgesehen von solchen Instrumenten ist es jedoch eine Herausforderung, die Zusammensetzung der Maßnahmenpakete so auszulegen, dass das optimale Gleichgewicht zwischen den Zielen der Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht, der Effizienz auf lange Sicht und der Verteilungsgerechtigkeit erreicht wird (Kasten 1.7).

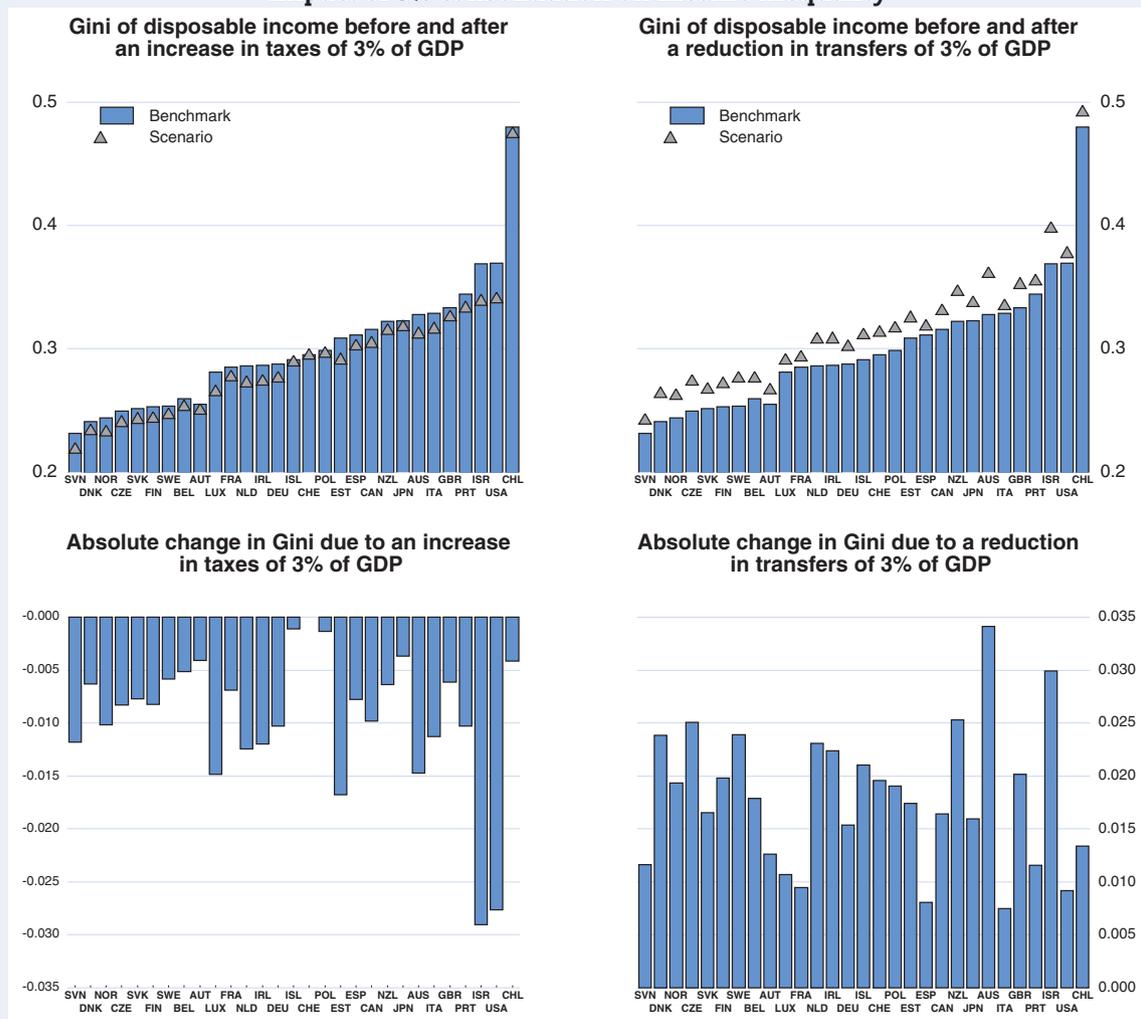
**Kasten 1.7 Umverteilungseffekte von Steuererhöhungen und Kürzungen staatlicher Transferleistungen im Rahmen von Haushaltskonsolidierungen**

Der Gesamtumverteilungseffekt von Steuern und Transferleistungen hängt von der Progressivität der einzelnen Instrumente, ihrem Gewicht im Steuer- und Transfersystem und dem Gesamtumfang des Steuer- und Transfersystems ab. Daher können Regierungen im Hinblick auf den Umverteilungseffekt ihrer Konsolidierungsstrategien einen gewissen Ermessensspielraum nutzen, indem sie bestimmte Kombinationen von Ausgabenkürzungen und Einnahmeerhöhungen wählen oder die Progressivität und den Umfang der Transferleistungen und Steuern anpassen.

Dies wird durch den Umverteilungseffekt zweier entgegengesetzter Konsolidierungsstrategien veranschaulicht. Für beide Strategien wird davon ausgegangen, dass die Regierung eine Defizitreduzierung in Höhe von 3% des BIP anstrebt. Die erste Strategie setzt ausschließlich auf die Erhöhung der direkten Besteuerung der privaten Haushalte, die zweite auf die Kürzung der Transferzahlungen an private Haushalte. Die Analyse beruht auf dem Umfang und der Progressivität der Steuern und Transferleistungen gegen Ende der 2000er Jahre (vgl. Joumard et al., 2012). Dabei wird die Annahme zu Grunde gelegt, dass die Veränderung der Steuern und Transferleistungen in jeder der beiden Berechnungen für alle Dezile proportional ist und dass die Markteinkommen nicht beeinflusst werden. Zudem werden keine Verhaltenseffekte berücksichtigt. Wie das Beispiel zeigt (vgl. Abbildung), verringern die erforderlichen Steuererhöhungen die anhand des Gini-Koeffizienten gemessene Einkommensungleichheit in allen OECD-Ländern, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Wenn dagegen derselbe Konsolidierungseffekt durch eine Verringerung der Transferleistungen erreicht werden soll, erhöht sich die Ungleichheit in allen Ländern, wobei auch dies von Land zu Land in unterschiedlich starkem Ausmaß geschieht und die absoluten Veränderungen der Ungleichheit in der Regel höher ausfallen als bei Steuererhöhungen. Die im Ländervergleich unterschiedlich starken Effekte erklären sich aus bestehenden

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

**Impact of 3% consolidation on income inequality**

Note: The impact of the tax change on the Gini coefficient for Switzerland is slightly positive but has been set to zero.

Source: OECD calculations based on Joumard et al. (2012) and OECD Income and Poverty Distribution database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932742722>

Unterschieden zwischen den Ländern bei der Progressivität einzelner Instrumente und ihrem relativen Umfang. Eine Kombination aus Steueränderungen einerseits und Anpassungen der Transferleistungen andererseits würde den Umverteilungseffekt der Konsolidierungsmaßnahmen im Vergleich zu einer ausschließlichen Anpassung von entweder Steuern oder Transferleistungen verringern. Veränderungen der Progressivität bestimmter Instrumente würden ebenfalls den Umverteilungseffekt des Konsolidierungspakets beeinflussen.

In einigen Fällen können Kürzungen von Transferzahlungen so konzipiert und durch strukturelle Maßnahmen ergänzt werden, dass negative Umverteilungseffekte minimiert oder sogar völlig vermieden werden können, wengleich sich dadurch möglicherweise die Konsolidierung verzögert. Insbesondere eine Anhebung des effektiven Rentenalters wäre eine vorteilhafte Konsolidierungsmaßnahme, da sie die Erwerbsbeteiligung erhöht und dadurch das Einkommen von Personen steigert, die ansonsten eine Rente erhalten hätten. Eine solche Maßnahme führt jedoch nur ganz allmählich zu Einsparungen im Staatshaushalt. Reformen im Bildungs- und Gesundheitswesen sollte ebenfalls ein hoher Stellenwert eingeräumt werden, da sie erhebliche Konsolidierungseffekte bewirken können, ohne die soziale Gerechtigkeit oder die Qualität der angebotenen

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Leistungen zu beeinträchtigen. Solche Reformen würden jedoch eine akribische Planung und umsichtige Umsetzung erfordern, um wirksam zu sein und eine Benachteiligung weniger wohlhabender Teile der Bevölkerung zu vermeiden. Kürzungen bei Arbeitslosenunterstützungs- und Erwerbsunfähigkeitsleistungen dürften vor allem ärmere Menschen treffen, insbesondere wenn eine schwache Konjunkturlage einen Ausgleich durch einen Anstieg der Beschäftigung verhindert. Wenn aber diese Kürzungen richtig konzipiert und von kohärenten Aktivierungsstrategien flankiert werden, können die negativen Effekte durch eine höhere Beschäftigung kompensiert werden, wenn die Konjunktur wieder anzieht.

Auf der Einnahmeseite kann der Abbau bestimmter Steuervergünstigungen sowohl die soziale Gerechtigkeit als auch das Wirtschaftswachstum erhöhen und sollte daher eine hohe Priorität haben. Eine höhere Besteuerung von unbeweglichem Vermögen, das in den meisten Ländern niedriger besteuert wird als andere Vermögenswerte, scheint weitgehend mit den Zielen der Verteilungsgerechtigkeit im Einklang zu stehen und zählt zu den Steuermaßnahmen, die das langfristige Wachstum am wenigsten beeinträchtigen. Für eine wirksame Besteuerung sind jedoch u.U. zusätzliche Maßnahmen erforderlich, die auf kurze Sicht die Verwaltungskosten erhöhen könnten, wie z.B. eine angemessene Vermögensbewertung. Die Erhöhung anderer Vermögensteuern wäre positiv für die Verteilungsgerechtigkeit, könnte aber möglicherweise mit negativen Wachstumseffekten einhergehen. Eine Erhöhung der Verbrauchsteuern wäre aus Sicht der statischen Einkommensverteilung regressiv; aus Lebenszeitperspektive wäre dieser Effekt jedoch deutlich geringer, da die Menschen über ihre Lebenszeit betrachtet einen größeren Anteil ihres Einkommens ausgeben. Wenn die Erhöhungen auf breiter Basis stattfinden, werden das Wachstum sowie die Verteilungsgerechtigkeit der Lebenszeiteinkommen u.U. kaum beeinträchtigt. Eine höhere Besteuerung der Einkünfte aus Kapitalvermögen wäre positiv für die Verteilungsgerechtigkeit. Sie könnte sich verzerrend auf das Wachstum auswirken, ist aber insbesondere dann überlegenswert, wenn Kapitaleinkünfte deutlich niedriger besteuert werden als Erwerbseinkommen. Eine Erhöhung der Steuern auf Erwerbseinkommen kann die Verteilungsgerechtigkeit zwar auf kurze Sicht verbessern, würde aber langfristig wahrscheinlich eine Verringerung des Wachstums zur Folge haben.

## Finanzmarktpolitik

**Es ist notwendig, internationale Vereinbarungen in den folgenden Bereichen umzusetzen ...**

**... Kapitaladäquanz der Banken ...**

Die Bemühungen, das globale Finanzsystem transparenter, weniger komplex und risikoärmer zu gestalten, müssen unbedingt weiter vorangetrieben werden. Die bislang erzielten Fortschritte sind lückenhaft, so dass noch einiger Handlungsbedarf besteht.

- Die Umsetzung der neuen Eigenkapitalregeln gemäß Basel III schreitet voran, und der noch erforderliche Mehrbedarf an Kapital zur Erfüllung dieser Anforderungen hat sich verringert, obwohl er immer noch umfangreich ist (BIZ, 2012b). Es gibt jedoch Bedenken, dass die nationale und regionale Umsetzung in einigen Schlüsselbereichen, z.B. bei der Definition des harten Kernkapitals (Core Tier 1), schwächer ausfallen wird als die global vereinbarten Standards. Der Ermessensspielraum der Banken bei der Ermittlung ihres Kapitalbedarfs durch die Verwendung ihrer eigenen internen Risikomodelle stellt ebenfalls einen Anlass zur Sorge dar<sup>16</sup>. Tatsächlich besteht bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva erheblicher Spielraum für Regulierungsarbitrage. Eine stärkere Fokussierung auf eine Mindestanforderung in Bezug auf die Leverage Ratio, die in Basel III – wenn sie 2018 verbindlich wird – nur als zusätzliches Korrektiv dient, und die Anhebung dieser Quote von 3% auf ein anspruchsvolleres Niveau<sup>17</sup> würde den Spielraum für Regulierungsarbitrage begrenzen. Allerdings könnte eine solche Eigenkapitalanforderung für sich genommen den Anreiz verstärken, Geschäfte mit hohem Risiko und hohem Ertragspotenzial zu tätigen.

**... „Too big to fail“-Problematik ...**

- Trotz einiger Fortschritte bei der Entwicklung sogenannter Living Wills bleiben die nationalen Abwicklungssysteme für systemrelevante Finanzinstitute oft hinter den vom Finanzstabilitätsrat erarbeiteten internationalen Standards zurück. Gleichzeitig wird auf nationaler und regionaler Ebene eine strukturelle Trennung zwischen risikoarmen Retail-Banking-Aktivitäten und riskanteren Bankgeschäften angestrebt. Eine strukturelle Trennung ist zwar begrüßenswert, doch die unterschiedlichen Auffassungen über die zweckmäßigste Form einer solchen strukturellen Trennung, die in drei aktuellen Vorschlägen zum Ausdruck kommen<sup>18</sup>, könnten eine unerwünschte Fragmentierung des globalen Finanzmarkts zur Folge haben.

**... Schattenbanken ...**

- Die globale und nationale Aufsicht über den Schattenbankensektor wurde verstärkt, und eine strengere Regulierung für Geldmarktfonds und andere Schattenbanken ist in Arbeit. In diesem Bereich ist jedoch mehr Transparenz vonnöten.

**... Reformen bei OTC-Derivaten ...**

- Bei der Reform des OTC-Derivatehandels wurden einige Fortschritte erzielt, insbesondere in den Ländern und Regionen, in denen der größte Teil des Derivatehandels stattfindet. Das selbsterklärte Ziel der G20, bis Ende 2012 zu erreichen, dass alle standardisierten Derivatkontrakte auf Börsen oder elektronischen Plattformen gehandelt und über zentrale Kontrahenten abgewickelt werden, wird aber voraussichtlich verfehlt.

**... und Rechnungslegungsstandards**

- Die Fortschritte bei der Angleichung der Rechnungslegungsstandards für die Bewertung von Finanzinstrumenten sind in einigen Bereichen langsamer als erwartet. So wurde etwa bei der Harmonisierung der Rechnungslegungsstandards zum Thema Netting/Aufrechnung von Derivatkontrakten kein Fortschritt erzielt.

**Anmerkungen**

1. Im OECD-Raum insgesamt liegt der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP rd. 1½ Prozentpunkte unter dem Niveau, das er beim letzten Konjunkturoberhoch erreicht hatte, wobei in Spanien, Griechenland und Irland ein Rückgang um 6-10 Prozentpunkte verzeichnet wurde.
2. Die Liquiditätseffekte in den Vereinigten Staaten zeigen sich daran, dass der Rückgang der Renditen während der jüngsten Phasen wachsender finanzwirtschaftlicher Spannungen bei den eigentlichen, d.h. den vom US-Schatzamt aufgelegten Staatsanleihen wesentlich – rd. 70 Basispunkte – stärker ausfiel als bei den Anleihen anderer staatlicher Stellen. In solchen Situationen achten die Anleger vor allem auf die Liquidität und die Sicherheit der Anlagen. Staatsanleihen des US-Schatzamts schneiden nach diesen beiden Kriterien gut ab, wohingegen Anleihen anderer staatlicher Stellen offenbar nur vom Argument der Sicherheit profitieren. Dies kontrastiert mit den Entwicklungen in Kanada, Frankreich, Deutschland, Japan und dem Vereinigten Königreich.
3. Die vorangegangenen Anhebungen administrativ geregelter Preise und indirekter Steuern erhöhen die Jahresrate der Gesamtinflation im Euroraum unter Berücksichtigung möglicher Doppelzählungen von auf administrativ geregelte Preise erhobenen indirekten Steuern derzeit um etwa ½ Prozentpunkt. Im September, dem letzten Monat, für den vergleichbare Daten zur Verfügung stehen, lag die Jahresrate der Gesamtinflation im Euroraum bei 2,6%; bei Ausklammerung der Anhebungen administrativ geregelter Preise und indirekter Steuern lagen die Jahresraten bei 2,4% bzw. 2%. Die Jahresrate der Kerninflation lag bei 1,5%.
4. Bei solchen Messgrößen sind einseitige Fehler, die sich dauerhaft auswirken, weniger wahrscheinlich, da die Schätzungen des Potenzialwachstums nicht ständig von in der Vergangenheit aufgetretenen Veränderungen der schwer einzuschätzenden Höhe des Potenzialwachstums beeinflusst werden.

5. Als mögliche Gründe wären zu nennen: eine Verringerung der Intensität der Arbeitsuche, die z.B. auf eine Verlängerung der Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung oder eine weniger intensive Arbeitsuche von Seiten der Langzeitarbeitslosen zurückzuführen ist, oder eine Reduzierung der „Einstellungsintensität“ (Davis et al., 2012), die darauf zurückzuführen ist, dass die Unternehmen in einer Periode schwacher Nachfrage eher dazu bereit sind, auf geeignete Arbeitskräfte zu warten.
6. Strukturmaßnahmen, die zur Verbesserung der langfristigen Arbeitsmarktergebnisse beitragen können, etwa Neuaustarierung des Beschäftigungsschutzes zu Gunsten weniger strenger Kündigungsschutzbestimmungen für regulär Beschäftigte, aber eines größeren Schutzes für Zeitarbeitskräfte und Kürzungen bei der Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung, könnten weniger effektiv sein, wenn die Nachfrage nach Arbeitskräften besonders schwach ist.
7. Es besteht eine starke länderübergreifende Korrelation zwischen der Intensität der unternommenen Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung und der Reaktivität gegenüber den strukturpolitischen Prioritäten in den letzten Jahren (OECD, 2012a).
8. Die Finanzierungsinstrumente umfassen: zusätzliche Mittel zur Erhöhung der Darlehenskapazität der Europäischen Investitionsbank (EIB); neue Projektanleihen in Höhe von bis zu 4,5 Mrd. Euro zur Finanzierung von Infrastruktur-Pilotprojekten sowie die Verpflichtung, einen Teil der Strukturfondsmittel zur Unterstützung von Innovationsprojekten, KMU und Beschäftigungsinitiativen umzuverteilen.
9. Als z.B. 2011 die Ungewissheit über die tatsächliche Kreditvergabekapazität der EFSF zunahm, stiegen die irischen und portugiesischen Renditen von Mitte Juni bis Mitte Juli 2011 um nahezu 3½ Prozentpunkte.
10. Ein ausgleichender Effekt könnte zudem von einem Rückgang der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Deutschland ausgehen, der eine Flucht in sichere Anlagen signalisieren würde, doch wurde diese Möglichkeit nicht in dieses Szenario aufgenommen.
11. Im Juni beschloss die Federal Reserve, das Programm zur Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeiten ihrer Wertpapierbestände (die sogenannte „Operation Twist“), das eigentlich im Juni auslaufen sollte, bis Ende 2012 fortzusetzen. Das erste und zweite Wertpapierankaufprogramm der Federal Reserve und Operation Twist haben zusammen genommen einen Umfang von 20% des BIP. Im September verpflichtete sich die Federal Reserve, Mortgage Backed Securities im Wert von 40 Mrd. US-\$ pro Monat (3% des US-BIP pro Jahr) anzukaufen, bis sich die Aussichten für den Arbeitsmarkt deutlich verbessern.
12. Ziel des Programms ist es, die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen zu steigern. Es bietet Banken und Bausparkassen die Möglichkeit, weniger liquide Wertpapiere aus ihren Beständen für einen Zeitraum von bis zu vier Jahren in kurzfristige britische Staatsschuldtitel zu tauschen, um sich günstiger als zu den gegenwärtig erhöhten Marktzinsen an den Märkten refinanzieren zu können.
13. Seit Mai wurden der Leitzins und der Mindestreservesatz in China um 56 bzw. 50 Basispunkte gesenkt. Zusätzlich wurde in großem Umfang Liquidität bereitgestellt, wodurch die kurzfristigen Marktzinsen zurückgegangen sind.
14. Vgl. Kapitel 4 in OECD (2012b).
15. In Portugal wurden die Ziele für die nominalen Haushaltssalden im Rahmen des EU-Defizitverfahrens für 2012 und 2013 um 0,5 bzw. 1,5 Prozentpunkte gelockert, um 2014 ein gesamtstaatliches Defizit von 3% zu erreichen. Desgleichen wurden in Spanien die Ziele für 2012 und 2013 um jeweils 1 Prozentpunkt bzw. 1,5 Prozentpunkte gelockert, um 2014 ein gesamtstaatliches Defizit von 2,8% zu erreichen. In Italien hat die Regierung angekündigt, dass sie bestrebt sei, das Konsolidierungsziel 2013 für den strukturellen gesamtstaatlichen Haushaltssaldo anstelle des nominalen Ziels zu erreichen.
16. Bei Großbanken wird die Risikogewichtung auf Ermessensbasis aus den bankeigenen Risikomodellen ermittelt. Dadurch können die Banken mit Hilfe von Derivaten finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten verlagern, um einen höheren Eigenkapitalbedarf zu vermeiden; zudem wird der Vergleich verschiedener Banken untereinander erschwert. Empirische Studien zeigen zunehmend die prädiktive Überlegenheit von Leverage Ratios gegenüber Eigenkapitalquoten – vgl. beispielsweise Haldane (2012) und Blundell-Wignall et al. (2010).
17. So argumentiert z.B. Haldane (2012), dass für die weltgrößten Banken eine Leverage Ratio von über 7% erforderlich gewesen wäre, um sie in der aktuellen Krise vor einem Zusammenbruch zu schützen. Vgl. auch Kasten 1.5.
18. In den Vereinigten Staaten verbietet die sogenannte Volcker-Regel den Eigenhandel. Im Vereinigten Königreich schlägt der Vickers-Bericht eine Trennung von Einlagengeschäft und Investmentbanking vor. Im Euroraum befürwortet der Liikanen-Bericht die rechtliche Abtrennung bestimmter besonders riskanter Finanzaktivitäten (Aktivitäten, die in engem Zusammenhang mit dem Eigenhandel von Wertpapieren und Derivaten stehen) vom klassischen Einlagengeschäft der Banken in der Europäischen Union.

## Literaturverzeichnis

- Ahuja, A. und M. Nabar (2012), "Investment Led Growth in China: Global Spillovers", *IMF Working Paper*, No. WP/12/267.
- BIZ (2012a), *82. Jahresbericht 2011/12*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- BIZ (2012b), "Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 31 December 2011", Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, September.
- Blundell-Wignall, A. und P. Atkinson (2012), "Deleveraging, Traditional versus Capital Markets Banking and the Urgent Need to Separate and Recapitalize G-SIFI Banks", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2012/1.
- 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., G. Wehinger und P. Slovik (2010), "The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2009/2.
- Bouis, R. und R. Duval (2011), "Raising the potential growth after the crisis: A quantitative assessment of the potential gains from various structural reforms in the OECD area and beyond", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 835.
- CBO (2012), *Economic Effects of Policies Contributing to Budget Tightening in 2013*, Congressional Budget Office, August.
- Chen R., Milesi-Ferretti, G-M. und T. Tressel (2012), "External Imbalances in the Euro Area", *IMF Working Paper*, No. WP/12/236.
- Daly, M., Hobijn, B., Sahin, A. und R. Valletta (2012), "A Search and Matching Approach to Labour Markets: Did The Natural Rate of Unemployment Rise?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26.
- Davis, S., Faberman, J. und J.C. Haltiwanger (2012), "Recruiting Intensity During and After the Great Recession: National and Industry Evidence", *American Economic Review Papers & Proceedings*, Mai 2012.
- DeLong, B. und L. Summers (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", *Brookings Paper on Economic Activity*, erscheint demnächst.
- Girouard, N. et al. (2006), "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 475.
- Guillemette, Y. und D. Turner (2013), "Policy Options to Permanently Resolve Euro Area Imbalances", *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.
- Haldane, A. (2012), "The Dog and the Frisbee", Rede auf dem 36. Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 31. August.
- Hervé, K., Pain, N., Richardson, P., Sédillot, F. und P.O. Beffy (2010), "The OECD's New Global Model", *Economic Modelling*, Vol. 28.
- Ho, W.A. und J. Yetman "Does US GDP Stall?", *BIS Working Paper*, No. 387.
- Hobijn, B. und A. Sahin (2012), "Beveridge Curve Shifts across Countries since the Great Recession", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, No. 2012-24.
- IWF (2012), *2012 Spillover Report*, Internationaler Währungsfonds, Washington D.C.

- Jourard, I., M. Pisu und D. Bloch (2012), "Less income inequality and more growth – are they compatible? Part 3. Income Redistribution via Taxes and Transfers Across OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 926.
- Leduc, S. und Z. Liu (2012), "Uncertainty, Unemployment and Inflation", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, No. 2012-28.
- Nalewaik, J.J. (2011), "Forecasting Recessions using Stall Speeds", *Federal Reserve FEDS Working Paper*, No. 2011-24.
- OECD (2011), *Economic Surveys: Greece*, OECD Publishing.
- OECD (2012a), *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth*, OECD Publishing.
- OECD (2012b), *OECD-Wirtschaftsausblick 91*, OECD Publishing.
- OECD (2012c), *OECD Employment Outlook 2012*, OECD Publishing.
- OECD (2012d), "Can Structural Reforms Kick-Start the Recovery? Lessons from 30 Years of OECD Reform", *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth*, OECD Publishing.
- OECD (2012e), *Economic Surveys: Euro Area*, OECD Publishing.
- OECD (2012f), *Italy: Reviving Growth and Productivity*, OECD Better Policies Series, OECD Publishing.
- OECD (2012g), *Economic Surveys: European Union*, OECD Publishing.
- OECD (2012h), "The Equity Implications of Fiscal Consolidation". *OECD Economics Department Policy Note*, erscheint demnächst.
- Orphanides, A. (2003), "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50.
- Pain, N. und O. Röhn (2011), "Policy frameworks in the post-crisis environment", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 857.
- Peseran, M.H. und Y. Shin (1998), "Generalised Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, Vol. 58.
- Sachverständigenrat (2012), "Der Europäische Schuldentilgungspakt – Fragen und Antworten", 25. Januar.
- Sheets, N. (2011), "Is The US Economy Approaching Stall Speed?", *Citi Empirical and Thematic Perspectives*, November 2011.
- Sheets, N. und R. Sockin (2012), "Stall Speeds and Spillovers: Some New Evidence for the Global Economy", *Citi Empirical and Thematic Perspectives*, September 2012.
- Vause, N., G. von Peter, M. Drehmann und V. Sushko (2012), "Refinanzierung und Fremdkapitalabbau europäischer Banken", *BIZ-Quartalsbericht*, März 2012.
- Venn, D. (2009), "Legislation, Collective Bargaining and Enforcement: Updating the OECD Employment Protection Indicators", *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*, No. 89.



**From:**  
**OECD Economic Outlook, Volume 2012 Issue 2**

**Access the complete publication at:**  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2012-2-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2012-2-en)

**Please cite this chapter as:**

OECD (2012), "Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2012 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2012-2-2-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2012-2-2-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](mailto:rights@oecd.org). Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at [info@copyright.com](mailto:info@copyright.com) or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at [contact@cfcopies.com](mailto:contact@cfcopies.com).