

Kapitel 1

GESAMTBEURTEILUNG DER WIRTSCHAFTSLAGE

Überblick

Der Aufschwung hat sich ausgeweitet ...

Die Konjunkturerholung nach der tiefsten Rezession der letzten Jahrzehnte erhält derzeit ein breiteres Fundament. Seit der leichten Eintrübung zur Mitte des letzten Jahres hat sich das weltweite Wachstum beschleunigt, und die Wirtschaftstätigkeit wird zunehmend von der stärkeren privaten Endnachfrage getragen. Allerdings sind die Fortschritte in den einzelnen Volkswirtschaften weiterhin unterschiedlich ausgeprägt. Kurzfristig dämpfen die negativen angebotsseitigen Schocks infolge der hohen Rohstoffpreise und das Erdbeben in Japan mit seinen Konsequenzen die Konjunktur etwas und treiben die Gesamtinflation in die Höhe. Ab Mitte des Jahres dürften diese Effekte nachlassen, unter der Voraussetzung, dass sich die Rohstoffpreise stabilisieren und die Inflationserwartungen nicht ihre Verankerung verlieren. Die Finanzierungsbedingungen verbessern sich weiter, und die Geldpolitik in den OECD-Volkswirtschaften bleibt akkommodierend, was allerdings in den aufstrebenden Volkswirtschaften immer weniger der Fall ist, wo die Kapazitätsüberhänge weitgehend absorbiert wurden. Dies dürfte dafür sorgen, dass sich die Erholung trotz der sich immer stärker ausweitenden Haushaltskonsolidierung festigt. Das weltweite Produktionswachstum dürfte dieses Jahr bei 4¼% und 2012 bei 4½% liegen (Tabelle 1.1). Auf dieser Basis würden sich die Bedingungen am

Table 1.1. **The global recovery will remain moderate**

OECD area, unless noted otherwise

	Average 1998-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2010 Q4 / Q4	2011 Q4 / Q4	2012 Q4 / Q4
Per cent									
Real GDP growth¹	2.7	0.3	-3.5	2.9	2.3	2.8	2.8	2.4	3.0
United States	3.0	0.0	-2.6	2.9	2.6	3.1	2.8	2.7	3.3
Euro area	2.3	0.3	-4.1	1.7	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2
Japan	1.2	-1.2	-6.3	4.0	-0.9	2.2	2.4	0.3	1.5
Output gap²	0.3	0.1	-4.9	-3.7	-3.2	-2.4			
Unemployment rate³	6.4	6.0	8.2	8.3	7.9	7.4	8.2	7.7	7.1
Inflation⁴	2.8	3.2	0.5	1.8	2.3	1.7	1.8	2.3	1.7
Fiscal balance⁵	-2.1	-3.3	-8.2	-7.7	-6.7	-5.6			
<i>Memorandum Items</i>									
World real trade growth	6.8	3.1	-10.8	12.5	8.1	8.4	11.2	8.2	8.5
World real GDP growth⁶	3.8	2.6	-1.0	4.9	4.2	4.6	4.8	4.2	4.8

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

2. Per cent of potential GDP.

3. Per cent of labour force.

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

5. Per cent of GDP.

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

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434124>

Arbeitsmarkt langsam weiter verbessern, wenngleich die Arbeitslosenquote in den OECD-Ländern mit 7% Ende 2012 noch immer weit über dem Vorkrisenniveau bliebe. Die Trendrate der Inflation wird angesichts rückläufiger Kapazitätsüberhänge wahrscheinlich langsam steigen und bis Ende 2012 etwa 1¾% erreichen. Außerhalb des OECD-Raums dürfte die Binnen­nachfrage hoch bleiben, weshalb weitere Politikmaßnahmen erforderlich werden, um die inflationären Spannungen zu dämpfen.

... dennoch bleiben die Risiken hoch ...

Die Projektionen sind trotz des Abklingens früherer Befürchtungen hinsichtlich einer möglichen weitverbreiteten Konjunkturschwäche im privaten Sektor und einer Deflation weiterhin mit erheblichen Risiken behaftet. Einige der größten Risiken sind durch das Tempo der Expansion bedingt, während andere mit dem möglichen Eintreten bestimmter Ereignisse zusammenhängen, die zu einer erneuten Schwächung der Konjunktur oder der Finanzmärkte führen oder den Inflationsdruck verstärken könnten. Weiteren Grund zur Sorge bereitet die Tatsache, dass einige der Abwärtsrisiken, falls es zwischen ihnen zu Wechselwirkungen kommt, in den OECD-Ländern eine Art leichter Stagflation zur Folge haben könnten, was für eine konventionelle makroökonomische Politik eine Herausforderung darstellen würde.

... sowohl im positiven ...

- Das wichtigste Aufwärtsrisiko besteht darin, dass die Endnachfrage des privaten Sektors stärker zunehmen könnte als angenommen. Das Vertrauen der privaten Haushalte und der Unternehmen könnte sich im Zuge der fortschreitenden Erholung, in einem Umfeld günstiger Finanzierungsbedingungen und sich verbessernder Arbeitsmarktergebnisse verstärken, was eine erhebliche aufgestaute Nachfrage nach Gebrauchs- und Investitionsgütern freisetzen könnte. Es besteht auch die Möglichkeit, dass sich aus wachstumsfördernden Strukturreformen zusätzliche kurzfristige Impulse ergeben, wenngleich seit Beginn der Erholung in dieser Hinsicht relativ wenig Fortschritte erzielt wurden.

... als auch im negativen Sinne

- Wichtige kurzfristige Abwärtsrisiken für das Tempo der Erholung sind mögliche, durch politische Instabilität verursachte Ölpreissteigerungen, ein langsamer Aufschwung in Japan auf Grund des Erdbebens und seiner Folgen, einschließlich Unterbrechungen der weltweiten Lieferketten und eine stärker als erwartet ausfallende Verlangsamung in China. Ölpreissteigerungen würden den Inflationsdruck erhöhen, das Einkommenswachstum dämpfen und auch globale Ungleichgewichte verstärken, indem sie die bereits hohen Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer mit hoher Sparquote weiter steigern würden. Klare Risiken gehen auch von der andauernden Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung einiger OECD-Länder und, in geringerem Maß, von der anhaltenden Schwäche der Immobilienmärkte aus. Sollten sich diese verstärken, könnten sie erhebliche Störungen auf den Finanzmärkten verursachen und negative Vertrauenseffekte auslösen.

Strukturreformen sind für eine ausgewogene und nachhaltige Erholung unabdingbar

Die Sorge darüber, dass die hohe Arbeitslosigkeit sich verfestigen und es zu einem dauerhaften Nachkrisenrückgang des Produktionspotenzials kommen könnte, lässt in Verbindung mit der Notwendigkeit, das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Schuldendynamik des öffentlichen Sektors zu stärken und eine dauerhafte, ausgewogene weltweite Erholung zu sichern, die Um-

setzung gut konzipierter, wachstumsfördernder Strukturreformen zunehmend dringlich werden. Solche Reformen würden die Aufgaben der Geld- und Finanzbehörden erleichtern und könnten dazu beitragen, die kurzfristige Erholung zu unterstützen. Vor dem Hintergrund prekärer Haushaltspositionen, der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit und des moderaten Erholungstempos sollte der Umsetzung von Reformen, die vergleichsweise hohe kurzfristige Beschäftigungszuwächse ermöglichen und die Haushaltskonsolidierung erleichtern, Vorrang eingeräumt werden. Dazu gehören Maßnahmen, die dazu beitragen, freigesetzte Arbeitskräfte und andere gefährdete Gruppen weiter an den Arbeitsmarkt zu binden und rasch wieder in Beschäftigung zu bringen, Reformen zur Steigerung der Produktivität des öffentlichen Sektors und Maßnahmen zur Verbesserung des Produktmarkt Wettbewerbs. In Verbindung mit der Haushaltskonsolidierung in den OECD-Ländern würde ein gut konzipiertes Paket von Strukturreformen zur Reduzierung der Produktmarktregulierung in vom Wettbewerb abgeschirmten Sektoren der Länder mit Leistungsbilanzüberschuss, zur Vertiefung der Finanzmärkte und zur Verbesserung der sozialen Sicherungssysteme in Nicht-OECD-Ländern auch dazu beitragen, die globalen Ungleichgewichte nach und nach zu mindern.

Erfordernisse der makroökonomischen und der Finanzpolitik sind:

... eine aktive Haushaltskonsolidierung ...

Vor diesem Hintergrund sind sowohl zum jetzigen Zeitpunkt als auch langfristig folgende makroökonomische und finanzpolitische Maßnahmen erforderlich:

- Angesichts der prekären Haushaltslage in vielen OECD-Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten und Japan, muss die Priorität entweder der Aufstellung glaubwürdiger und wachstumsfreundlicher mittelfristiger Konsolidierungspläne, sofern diese noch nicht existieren, oder der genaueren Ausgestaltung bereits existierender Pläne gelten. In manchen Ländern wird dies die Auflösung politischer Pattsituationen voraussetzen, die zu einer sowohl kurzfristigen als auch langfristigen Unvorhersehbarkeit der Fiskalpolitik führen. Ganz allgemein müssen das Tempo der Konsolidierung und die Wahl der Politikinstrumente der Dringlichkeit der Sicherung einer tragfähigen öffentlichen Schuldendynamik, der Stärke der Erholung, der Umsetzung wachstumsfreundlicher Strukturreformen und dem Spielraum für einen geldpolitischen Ausgleich der negativen Effekte der fiskalischen Straffung Rechnung tragen. In Ländern mit einer nicht tragfähigen Haushaltsposition würde eine frühzeitige „Anzahlung“ auf die Konsolidierung die Glaubwürdigkeit der mittelfristigen Pläne erhöhen.

... eine an das Tempo der Erholung angepasste Normalisierung der Leitzinsen ...

- Die Währungsbehörden müssen zu einem Zeitpunkt über ihre Reaktion auf eine höhere Gesamtinflation und Risiken in Bezug auf die Verankerung der Erwartungen entscheiden, zu dem in den meisten OECD-Ländern beträchtliche, jedoch zunehmend schwer zu bestimmende Kapazitätsüberhänge bestehen, die Trendrate der Inflation niedrig bleibt und die Haushaltskonsolidierung begonnen hat, wenngleich mit einem manchmal ungewissen Tempo. Insgesamt bedeuten diese Faktoren, dass die Leitzinsen im Verlauf des Projektionszeitraums akkommodierend bleiben sollten. Allerdings ist es nicht mehr notwendig, die Leitzinsen aus Gründen des Risikomanagements nahe bei null zu halten, und eine frühzeitige Anpassung der Zinssätze nach

oben zur Festigung eines deutlich positiven Niveaus, wie im Euro-raum, ist in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, noch nicht aber in Japan, angebracht. Dies würde auch dazu beitragen, einer neuerlichen Entstehung von Anfälligkeiten an den Finanzmärkten vorzubeugen, und für eine bessere Ausgangslage sorgen, falls auf einen überraschenden Inflationsanstieg reagiert werden muss. Nach einer Pause und unter der Voraussetzung, dass die ersten Anhebungen sich nicht negativ auf die Erholung auswirken, sollten die Leitzinsen im Jahresverlauf 2012 in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und im Vereinigten Königreich stetig angehoben werden, um dem allmählichen, wenngleich unvollständigen, Abbau der Kapazitätsüberhänge und dem Anstieg der Trendrate der Inflation Rechnung zu tragen. In den größeren Nicht-OECD-Volkswirtschaften und einigen kleineren OECD-Ländern sollten die monetären Bedingungen zur Eingrenzung der Inflation weiter gestrafft werden. Zudem ist sowohl in den OECD- als auch in den Nicht-OECD-Ländern zu beachten, dass Wechselkursanpassungen, die mit inländischen Bedürfnissen und notwendigen internationalen Ausgleichsprozessen im Einklang stehen, zugelassen werden.

... und die Aufrechterhaltung der Dynamik für Finanzmarktreformen

- Kurzfristig ist es wichtig, sicherzustellen, dass die kommenden Stresstests der Bankensysteme eine glaubwürdige Einschätzung der Fähigkeit der Banken liefern, negativen Schocks standzuhalten und im Fall gefährdeter Institute rasch reagieren zu können. Gleichzeitig muss die Dynamik zu Gunsten der Finanzreformen beibehalten werden, um die Stabilität des weltweiten Finanzsystems zu stärken: In dieser Hinsicht sollte die Umsetzung des jüngsten globalen Abkommens zu Eigenkapital- und Liquiditätsstandards als erster Schritt in Richtung einer breiter angelegten Regulierungsstruktur betrachtet werden. Darüber hinaus sind Fortschritte notwendig, um bedeutende Schwachstellen zu reduzieren, die sich aus dem Zusammenbruch systemisch wichtiger Finanzinstitute ergeben könnten.

Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder

Die Wirtschaft der OECD-Länder steht weiterhin unter dem Einfluss insgesamt konjunkturstützend wirkender Faktoren

Die weltweite Wirtschaftstätigkeit entfaltet zunehmend eine selbsttragende Dynamik, wobei die Erholung mehr und mehr von einer sich verstärkenden privaten Endnachfrage getragen wird. Auf kurze Sicht wird die Dynamik der Erholung durch angebotsseitige Schocks etwas gebremst, bedingt sowohl durch hohe Nahrungsmittel- und Energiepreise, die sich z.T. aus den politischen Unruhen im Nahen Osten und Nordafrika erklären, als auch durch das Erdbeben in Japan und dessen Folgen. Diese Effekte dürften in der zweiten Jahreshälfte aber abklingen. Das Geschäftsklima und die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor entwickeln sich Unternehmensumfragen zufolge in den meisten großen Volkswirtschaften – mit Ausnahme Japans und mehrerer anderer asiatischer Länder – insgesamt nach wie vor kräftig, was auf eine weitere Verbesserung der Situation bei den Personaleinstellungen und den Investitionen hindeutet, wobei allerdings zu beachten ist, dass die fraglichen Indikatoren in jüngster Zeit dazu tendierten, das reale Produktionswachstum zu überzeichnen. Angesichts sich immer noch verbessernder Finanzierungsbedingungen, eines nach wie vor kräftigen Wachstums in Schwellen- und Entwicklungsländern sowie einer akkommodierenden Geldpolitik sind

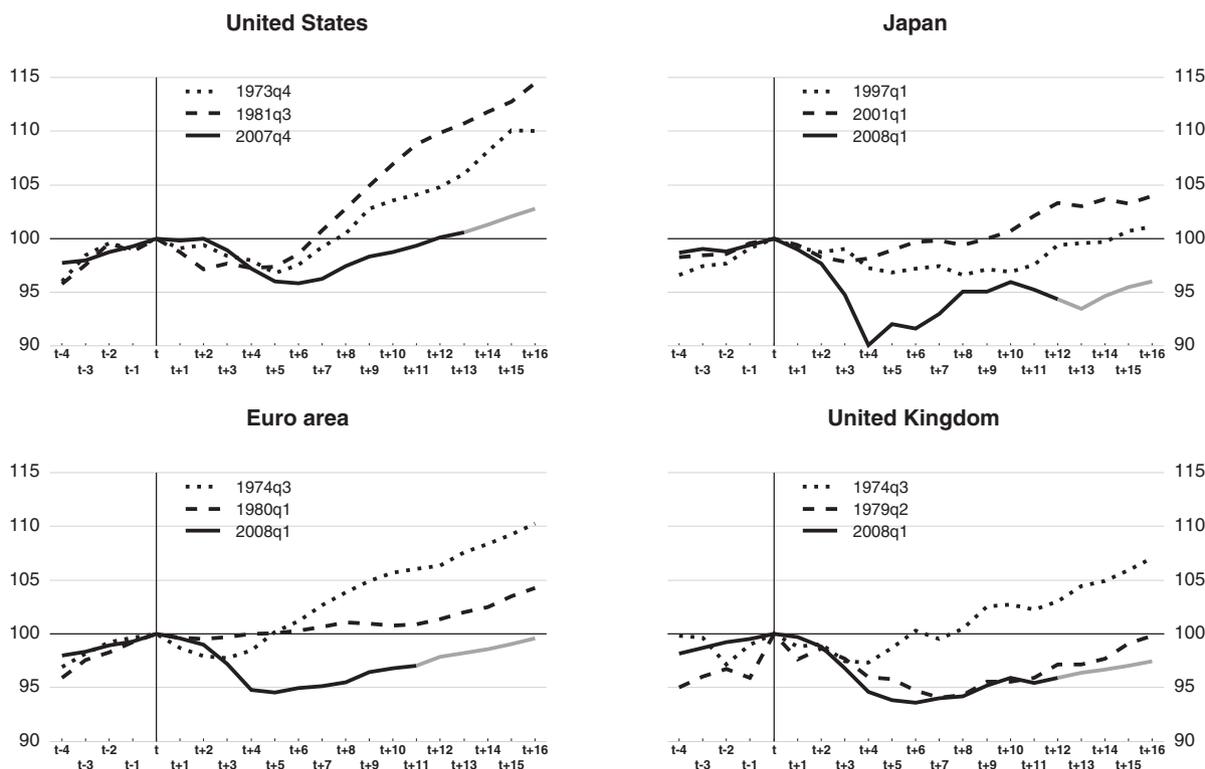
die Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder insgesamt günstig, auch wenn das Tempo der Erholung infolge fortgesetzter Korrekturen an den Immobilienmärkten, einer weiterhin hohen Arbeitslosigkeit und der allmählichen Rücknahme der in Reaktion auf die Krise eingeführten Konjunkturmaßnahmen gedämpft bleiben dürfte. Wie dies nach Rezessionen im Anschluss an schwere Finanzkrisen häufig der Fall ist (Haugh et al., 2009), verläuft die Erholung relativ langsam (Abb. 1.1), wobei die gesamtwirtschaftliche Produktion des OECD-Raums wohl erst gegen Mitte dieses Jahres wieder über dem vor der Krise erreichten Höchststand liegen wird.

Das Welthandelswachstum hat sich belebt ...

Das Welthandelsvolumen hat den vor der Krise erreichten Höchststand bereits überschritten, und das Handelswachstum hat sich unter dem Einfluss der sich beschleunigenden Erholung dieses Jahr kräftig belebt; die Jahresrate des Handelswachstums lag im ersten Quartal dieses Jahres Schätzungen zufolge bei rd. 9%, im Vergleich zu 5% im letzten Quartal 2010. Mehrere monatliche handelsbezogene und allgemeine Wirtschaftsindikatoren, und insbesondere die Exportaufträge, deuten darauf hin, dass das Handelswachstum weiter an Dynamik gewinnen wird; diese günstigen Effekte werden aber, zumindest im zweiten Quartal, durch die Störungen in den globalen Lieferketten und die Beeinträchtigung der japanischen Exportkapazität infolge des Erdbebens in Japan aufgehoben (Kasten 1.1). Die japa-

Figure 1.1. **Real GDP in recessions and recoveries**

Pre-recession peak = 100 at time t



Note: Horizontal axis represents quarters before and after the peak in GDP (given by the respective dates). Grey lines correspond to forecasts. Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932433630>

Kasten 1.1 Das große Erdbeben in Ost-Japan und seine weltweiten wirtschaftlichen Auswirkungen

Auswirkungen auf die japanische Volkswirtschaft

Nach dem von einem Tsunami begleiteten Erdbeben, das am 11. März 2011 Japan traf, wurden etwa 15 000 Tote und 9 900 Vermisste gezählt (zum Stichtag 9. Mai 2011). Nach den vorläufigen Schätzungen der japanischen Regierung (Cabinet Office, 2011) verursachten das Erdbeben und der Tsunami in insgesamt sieben Präfekturen Schäden am Kapitalstock in Höhe von ungefähr 16-25 Bill. Yen (3,3-5,2% des BIP)¹. Getroffen wurden hauptsächlich drei Präfekturen – Iwate, Miyagi und Fukushima –, auf die zusammengenommen etwa 4% der nationalen Wirtschaftsproduktion und etwa 4,5% der japanischen Gesamtbevölkerung entfallen, wobei sich die Auswirkungen in diesen Präfekturen auf die Pazifikküste konzentrierten. Die Zahlen beinhalten Schäden an Gebäuden (Wohnbauten und Sachkapital privater Unternehmen), öffentlichen Versorgungsunternehmen (Elektrizität, Gas und Wasser), öffentlichen Infrastrukturen (wie Eisenbahnlinien, Häfen und Autobahnen) und öffentlichen Parks.

Die Erfahrungen mit früheren Naturkatastrophen in Japan und anderen Industriestaaten deuten darauf hin, dass jegliche kurzfristige negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum (im Verhältnis zum Trend) im Zuge der steigenden Wiederaufbauausgaben bald durch eine Belebung abgelöst werden dürften (vgl. Cavallo und Noy, 2010). Die erheblichen Schäden am Kapitalstock und die kurzfristige Störung der Lieferketten haben bereits zu einem beträchtlichen Produktionsrückgang geführt. Im März sank die Industrieproduktion um mehr als 15%, der stärkste je verzeichnete Rückgang. Das BIP ist im ersten Quartal auf Jahresbasis um 3,7% gesunken, wodurch Japan in eine Rezession geraten ist; ein weiterer Rückgang ist im zweiten Quartal 2011 zu erwarten. Danach dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit schnell erholen, um dann gegen Ende 2011 unter dem Einfluss der staatlichen Ausgaben für den Wiederaufbau sowie von Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen ein Wachstum über der Trendrate zu erreichen, wie es bereits nach dem Erdbeben von Kobe im Jahr 1995 der Fall war (wegen Einzelheiten vgl. OECD, 2011b).

Unter diesen Umständen ist die jeder Projektion innewohnende Unsicherheit besonders ausgeprägt, nicht zuletzt weil die reduzierten Kapazitäten zur Stromerzeugung und die Unterbrechung der Lieferketten Fragen hinsichtlich des Umfangs und der Dauer des Produktionsrückgangs aufwerfen. Tatsächlich haben das Erdbeben und der Tsunami einige Wärme- und Atomkraftanlagen beschädigt, die etwa 30% des japanischen Stroms erzeugen. Zudem wird im MIT-Billion-Prices-Projekt geschätzt, dass die Bandbreite der im Internet angebotenen Konsumgüter seit den Naturkatastrophen um etwa 15% zurückgegangen ist.

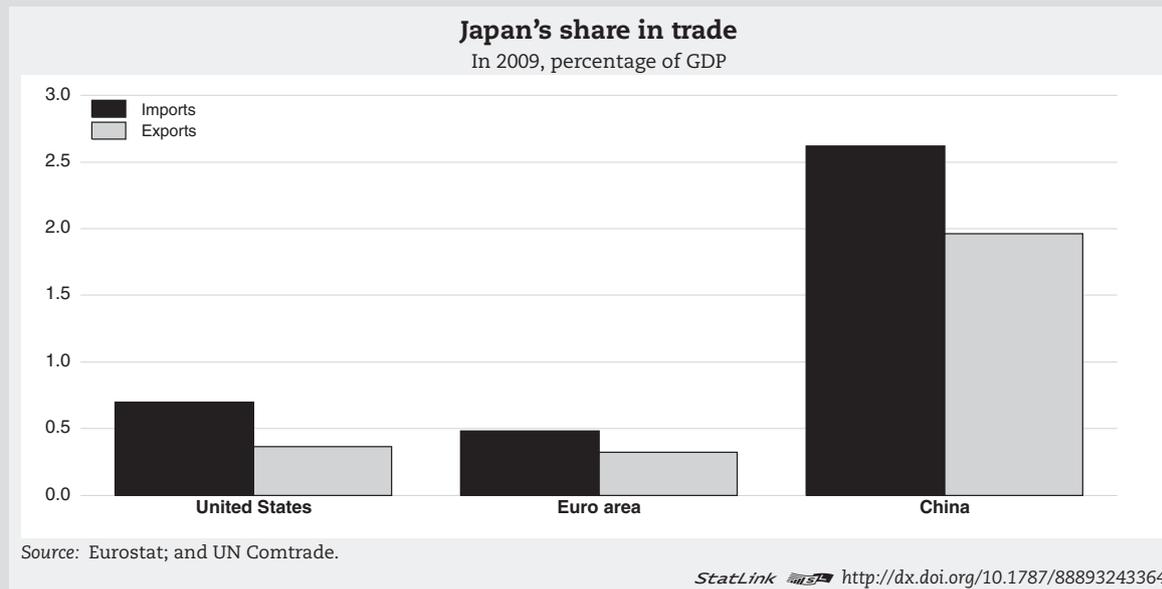
Die Negativeffekte haben auch begonnen, sich in anderen Statistiken niederzuschlagen, die im Monat März deutlich negative Auswirkungen verzeichnet haben. Die Exporte sind im Jahresvergleich im März um 2,3% gesunken (und für den Zeitraum nach der Naturkatastrophe um 9,7%), während die Importe um 11,9% gestiegen sind (9,5% nach der Katastrophe). Im gleichen Monat brach der Einzelhandel um 8,5% ein (Jahresvergleich), was wahrscheinlich das Ergebnis des deutlich negativen Effekts auf die diskretionären Ausgaben auf Grund von Angebotsengpässen sowie eines schwächeren Verbrauchervertrauens und freiwilliger Einschränkungen (*jishuku*) ist.

Auswirkungen auf weltweiter Ebene

Die japanische Wirtschaft trägt 8,7% zum weltweiten BIP bei (auf der Basis nominaler Wechselkurse), weshalb der geschätzte Nettoeffekt der Naturkatastrophen und ihrer Auswirkungen einschließlich des Wiederaufbaus unmittelbar keine bedeutenden negativen Folgen für die weltweite Produktion haben dürfte. Selbst ein starker Rückgang der japanischen Importe, der sich beispielsweise aus einer sinkenden Binnennachfrage ergäbe, würde die Gesamtwirtschaft der meisten Länder nur geringfügig treffen. So entfallen auf die Exporte nach Japan in den Vereinigten Staaten und im Euroraum weniger als 0,5% des BIP (vgl. Abbildung weiter unten). Die Auswirkungen wären selbst in den angrenzenden asiatischen Ländern gering, wo der bilaterale Handel mit Japan eine verhältnismäßig größere Rolle einnimmt, da die Exporte nach Japan beispielsweise in China 2% des BIP ausmachen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)



Kurzfristig könnten die indirekten Effekte hingegen stärker sein. Wenngleich die direkten Auswirkungen wahrscheinlich begrenzt bleiben werden, haben die kurzfristigen Einbußen an japanischen Exporten, bedingt durch stark integrierte grenzübergreifende Lieferketten und der Abhängigkeit von der fertigungssynchronen Materialwirtschaft doch deutliche Auswirkungen auf die Industrietätigkeit in anderen Ländern. Dies zeigt sich unter anderem an der Anzahl der Automobilhersteller in Nordamerika und Europa, die ihre Produktion zeitweilig einstellen oder reduzieren mussten, weil wichtige Komponenten fehlten, die aus Japan bezogen werden. Das japanische Verarbeitende Gewerbe trägt in wesentlichem Maß zu verschiedenen Industriezweigen anderer Länder bei. So werden z.B. über 10% der gesamten Lieferungen bestimmter elektronischer Produkte in den Vereinigten Staaten aus Japan importiert (Japan Research Institute, 2011). Auf Grund der Produktionsstörungen in Japan sind die Preise für manche elektronischen Komponenten bereits gestiegen (etwa für Flash-Speicherchips), insbesondere in den Fällen, in denen keine alternativen Anbieter zu finden sind². Diese negativen Auswirkungen hängen letzten Endes von der Verfügbarkeit und Substituierbarkeit anderer Produkte ab.

Nur schwer lässt sich beurteilen, inwieweit bestimmte japanische Produkte in den grenzüberschreitenden vertikalen Verbindungen eine Schlüsselrolle spielen. Japans ausländische Direktinvestitionen und Exportdaten deuten darauf hin, dass diese hauptsächlich für asiatische Volkswirtschaften eine Rolle spielen. In China stammen 13% der Gesamtimporte aus Japan (entspricht 2,6% des BIP). In den Vereinigten Staaten und dem Euroraum liegt der Anteil wesentlich niedriger (6,1% bzw. 3,4% der Gesamtimporte oder 0,7% und 0,5% des BIP). Nach einer neuen Erhebung der Japan External Trade Organisation (JETRO, 2010) stützen sich japanische Tochtergesellschaften im Asien-Pazifik-Raum relativ stark auf Zulieferungen aus Japan. Im Verarbeitenden Gewerbe wird ein Drittel der Vorprodukte und Bauteile aus Japan bezogen. Knapp die Hälfte der gesamten Zulieferungen wird lokal beschafft. Besonders hoch sind die Lieferungen aus Japan tendenziell bei den Unternehmen in den Bereichen Elektromaschinenbau und Präzisionsinstrumente. In den Vereinigten Staaten hingegen stützen sich die japanischen Tochtergesellschaften eher auf lokale Zulieferer, denn dort wird mindestens die Hälfte (und in vielen Fällen 80-100%) der Lieferungen an etwa zwei Drittel der japanischen Tochtergesellschaften lokal bezogen (JETRO, 2008). Deshalb wären die Produktionsstörungen und ihre Folgen nach den Ereignissen in Japan für die japanischen Tochtergesellschaften in asiatischen Nachbarländern stärker.

Eine andere mögliche Quelle weltweiter Effekte wären die Kapitalflüsse, da ausländische Versicherungsunternehmen in Japan durch die Naturkatastrophen für neue Schadensfälle aufkommen mussten und inländische Finanzinstitute möglicherweise einige Vermögenswerte aus dem Ausland abziehen müssen. Bisher scheint jedoch keine umfangreiche Rücküberweisung von Aktiva durch inländische Finanzinstitute stattgefunden zu haben, da die Institute mit Liquiditätsbedarf diesen weitgehend in Japan decken konnten.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Mögliche längerfristige ökonomische Effekte

Die Produktionsstörungen und ihre Folgen könnten längerfristige weltweite Auswirkungen nach sich ziehen. Der Ausbau der grenzüberschreitenden vertikalen Verbindungen könnte sich verlangsamen oder sogar umkehren, da Produzenten ihr System der fertigungssynchronen Materialwirtschaft überdenken könnten, um über größere Puffer zu verfügen, und ihre Zulieferer insbesondere geografisch diversifizieren könnten, zum Nachteil kurzfristiger Effizienzgewinne.

Zumindest kurzfristig dürfte die Nachfrage nach Öl und Erdgas in Japan steigen, um den Verlust der Energieerzeugung durch die beschädigten Kernkraftwerke zu kompensieren und weil die energieintensiven Wiederaufbauarbeiten durchgeführt werden. Ganz allgemein und im weltweiten Maßstab betrachtet, müssen Länder, die sich veranlasst sehen, ihre Politik der Stromerzeugung durch Kernenergie zu überdenken, dabei berücksichtigen, dass diese durch eine steigende Nachfrage nach anderen herkömmlichen Energiequellen wie Öl und Gas, Verbesserungen der Energieeffizienz und möglicherweise intensivere Nutzung alternativer Energiequellen ausgeglichen werden müsste.

1. Zum Vergleich: Die Schäden durch das große Erdbeben von Hanshin-Awaji (Kobe) von 1995 – der teuersten Katastrophe der japanischen Nachkriegsgeschichte vor dem großen Erdbeben in Ost-Japan – und das große Kanto-Erdbeben von 1923 beliefen sich auf 2% bzw. 29% des BIP (Shirakawa, 2011).
2. Auf Japan entfallen etwa ein Fünftel der weltweiten Halbleiterproduktion und etwa zwei Fünftel der Flash-Speicherchip-Produktion. Den Unternehmen bietet sich daher teilweise die Möglichkeit, auf Lieferanten aus anderen Ländern zurückzugreifen. Wesentlich schwieriger ist die Situation im Fall hochwertiger Materialien wie Bismaleimid-Triazin-Harz (das für Leiterplatten verwendet wird), wo Japan etwa 90% des weltweiten Angebots stellt.

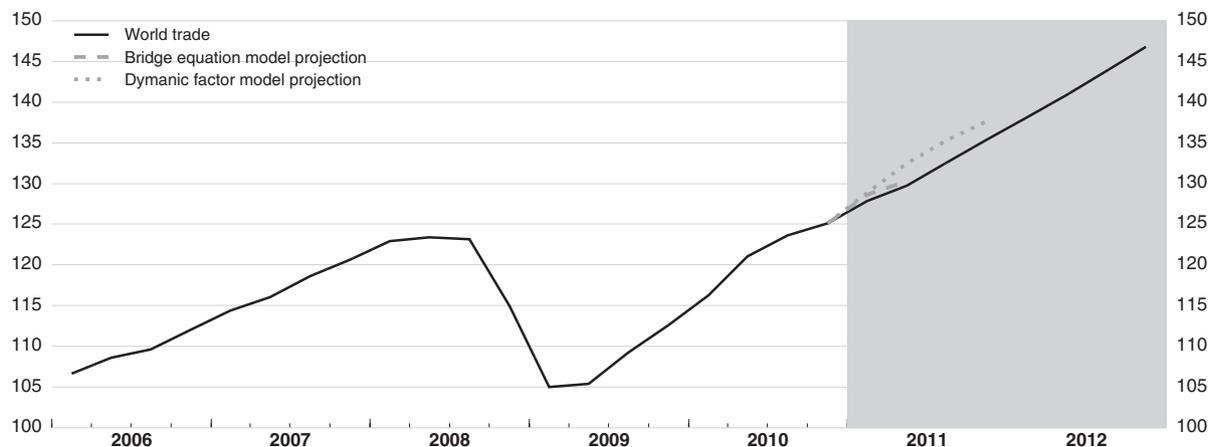
nischen Exportvolumen werden im zweiten Quartal auf Jahresbasis voraussichtlich um mehr als 11% zurückgehen, bevor sie sich im dritten Quartal dann wieder erholen. Der Welthandel wird sich in der zweiten Jahreshälfte 2011 im Allgemeinen weiter lebhaft entwickeln und dürfte 2012 um 8½% expandieren, womit das Handelswachstum mit einem 1,7-Fachen des Wachstums der Weltproduktion nahe bei seinem Durchschnittswert der Vorkrisenzeit (2004-2008) liegen dürfte (Abb. 1.2 und Tabelle 1.5 weiter unten).

... und die Binnen- nachfrage in den Nicht- OECD-Volkswirtschaften ist weiterhin kräftig

Viele aufstrebende Volkswirtschaften verzeichneten in den letzten Quartalen ein anhaltend starkes Produktionswachstum, so dass sich nun zunehmend Kapazitätsengpässe bemerkbar machen, wobei sowohl der Preisauftrieb bei den Rohstoffen als auch die Trendrate der Inflation gestiegen sind. Die Expansion wurde z.T. durch ein starkes inländisches Kreditwachstum und eine kräftige private Endnachfrage angetrieben, wodurch das Exportgeschäft der OECD-Länder beflügelt wurde, die Nicht-OECD-Länder aber auch vor neue Politikherausforderungen gestellt wurden. Bereits eingeleitete Schritte zur Straffung der Geldpolitik, die in einigen Ländern begonnenen Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung und die Bremswirkung, die die gestiegenen Rohstoffpreise auf die Realeinkommen ausüben, dämpfen jedoch allmählich die Wirtschaftstätigkeit. In China sank das BIP-Wachstum im ersten Quartal auf Jahresbasis auf 8¼%, wobei die Einzelhandelsumsätze weiter stark stiegen, die Investitionstätigkeit sich aber abschwächte. Die fortgesetzte Straffung der Geldpolitik und die höhere Inflation haben das Einkommens- und Kreditwachstum zu bremsen begonnen, und neuste Ergebnisse aus Einkaufsmanagerumfragen lassen auf eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in der näheren Zukunft schließen. In Indien lassen die Einkaufsmanagerumfragen hingegen noch keine Zeichen einer Abschwächung erkennen, auch wenn die privaten Investitionen, die während eines großen Teils des letzten Jahres stark gewachsen sind,

Figure 1.2. **World trade growth remains solid**

Index 2005=100



Note: The solid line represents the main projection for world trade. For details on the methodology used for bridge equation and dynamic factor models, see Guichard and Rusticelli (2011).

Source: OECD Economic Outlook 89 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433668>

inzwischen etwas nachgeben. In Brasilien, wo sich die Produktionslücke nach der Krise rasch geschlossen hatte, wurde die Haushaltskonsolidierung nun in Angriff genommen, und das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum hat sich zu verlangsamen begonnen, da das starke Investitionswachstum durch die anhaltende Bremswirkung ausgeglichen wurde, die die Nettoexporte auf das Wachstum ausüben; dies ist z.T. auf die deutliche Währungsaufwertung zurückzuführen, zu der es infolge starker Kapitalzuflüsse kam. In Russland und Südafrika, wo die Konjunktur durch gestiegene Rohstoffpreise auf den Weltmärkten Auftrieb erhielt, hat das Wachstum hingegen wieder zu steigen begonnen.

In den großen OECD-Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen insgesamt weiter verbessert ...

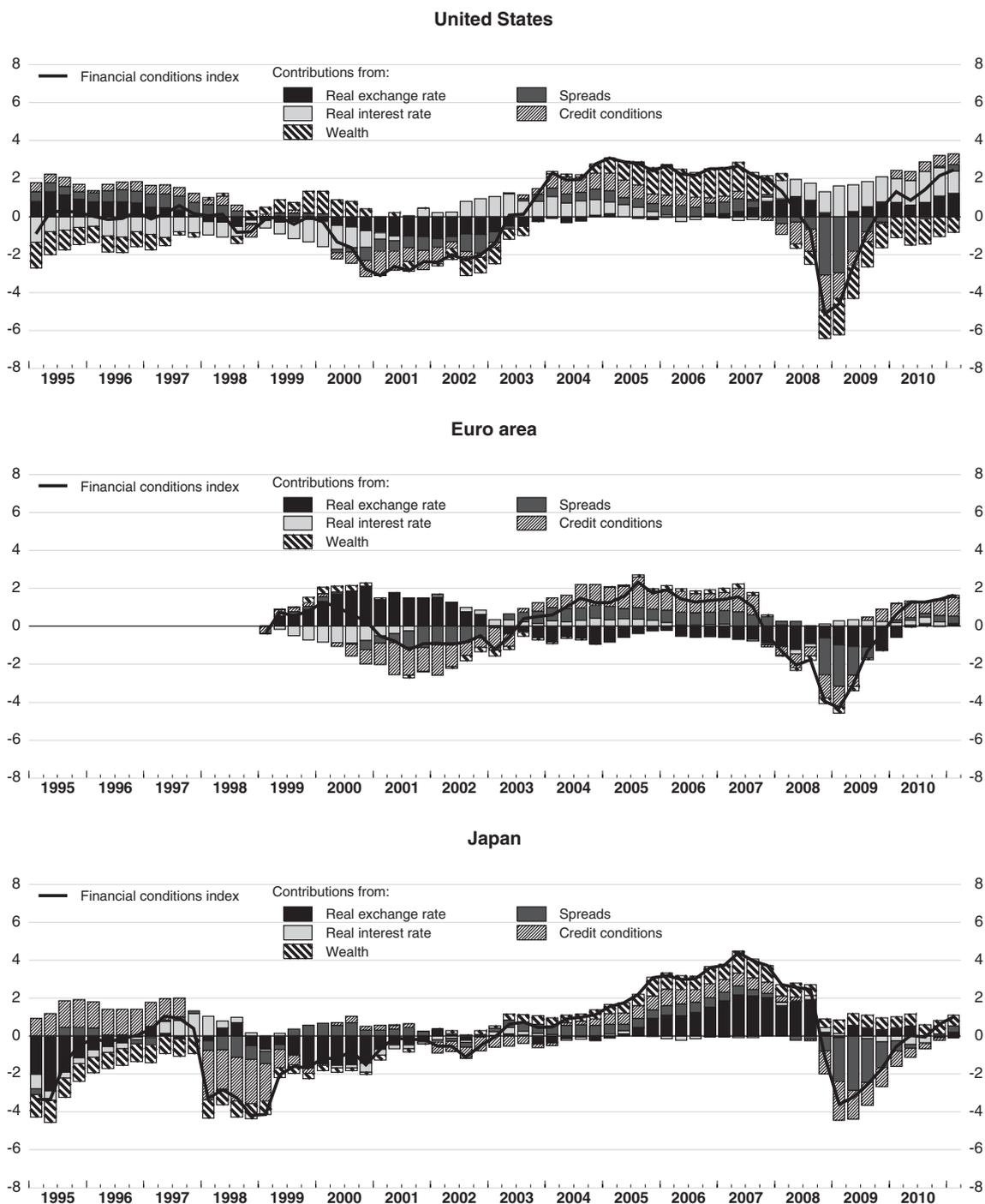
Die Indikatoren für die Finanzierungsbedingungen, in denen wachstumsrelevante Informationen aus verschiedenen Bereichen des Finanzsystems zusammengefasst sind, verbessern sich weiter in allen großen OECD-Volkswirtschaften (Abb. 1.3). Der allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen liegen verschiedene Faktoren zu Grunde, die in den einzelnen Ländern unterschiedliche Auswirkungen haben.

... wozu die Unternehmensanleihe- und Aktienmärkte beigetragen haben ...

- Die Fremdfinanzierungsbedingungen für Unternehmen wirken weiterhin konjunkturstützend. Unternehmen, die Zugang zu Kapitalmärkten haben, konnten von fallenden Spreads auf Unternehmensschuldverschreibungen – vor allem in der Kategorie „Sub-Investment Grade“ – profitieren, die sich nun wieder in der Nähe ihres Vorkrisenniveaus bewegen¹. In den Vereinigten Staaten haben die Banken die Kredit-

1. Ein weiterer Hinweis auf den erheblichen Risikoappetit ist darin zu sehen, dass die US-Unternehmen im ersten Quartal dieses Jahres 1¼mal so viele Kredite vom Typ „Covenant light“ – d.h. Darlehen mit geringeren Auflagen – aufgenommen haben wie im Jahr 2006, dem letzten Jahr vor Beginn der Krise; solche Instrumente bieten den Gläubigern weniger Sicherheiten als traditionelle Darlehensverträge.

Figure 1.3. Financial conditions indices have improved markedly



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 $\frac{1}{2}$ to 1% after four to six quarters. See details in Guichard et al. (2009).

Source: Datastream; OECD Economic Outlook 89 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433687>

vergabestandards für Unternehmen weiter kontinuierlich gelockert, wohingegen die Verbesserung der Lage im Euroraum ungleichmäßiger ausfiel. Obwohl die Aktienmärkte auf Grund geopolitischer Risiken, steigender Ölpreise und der Besorgnis, die das Erdbeben in Japan und dessen Folgen ausgelöst haben, volatiler geworden sind, konnten sie beachtliche Gewinne ausweisen, und die Aktienkurse liegen in den Vereinigten Staaten deutlich über ihrem Niveau von vor einem halben Jahr, während die Zuwächse im Euroraum nicht ganz so umfangreich ausfielen (Abb. 1.4).

... während sich die gestiegenen Renditen auf Staatsanleihen negativ auswirken

- Der Anstieg der realen Renditen auf langlaufende Staatsanleihen wirkt sich ungünstig auf das Finanzierungsumfeld insgesamt aus. Im Euroraum hat erneute Besorgnis über die Höhe der Staatsverschuldung im ersten Quartal dieses Jahres zu einem erheblichen Anstieg der Kosten der langfristigen staatlichen Kreditaufnahme für Griechenland, Irland und Portugal geführt (Abb. 1.16 weiter unten).

Außerhalb des OECD-Raums sind die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig, wenn auch volatil

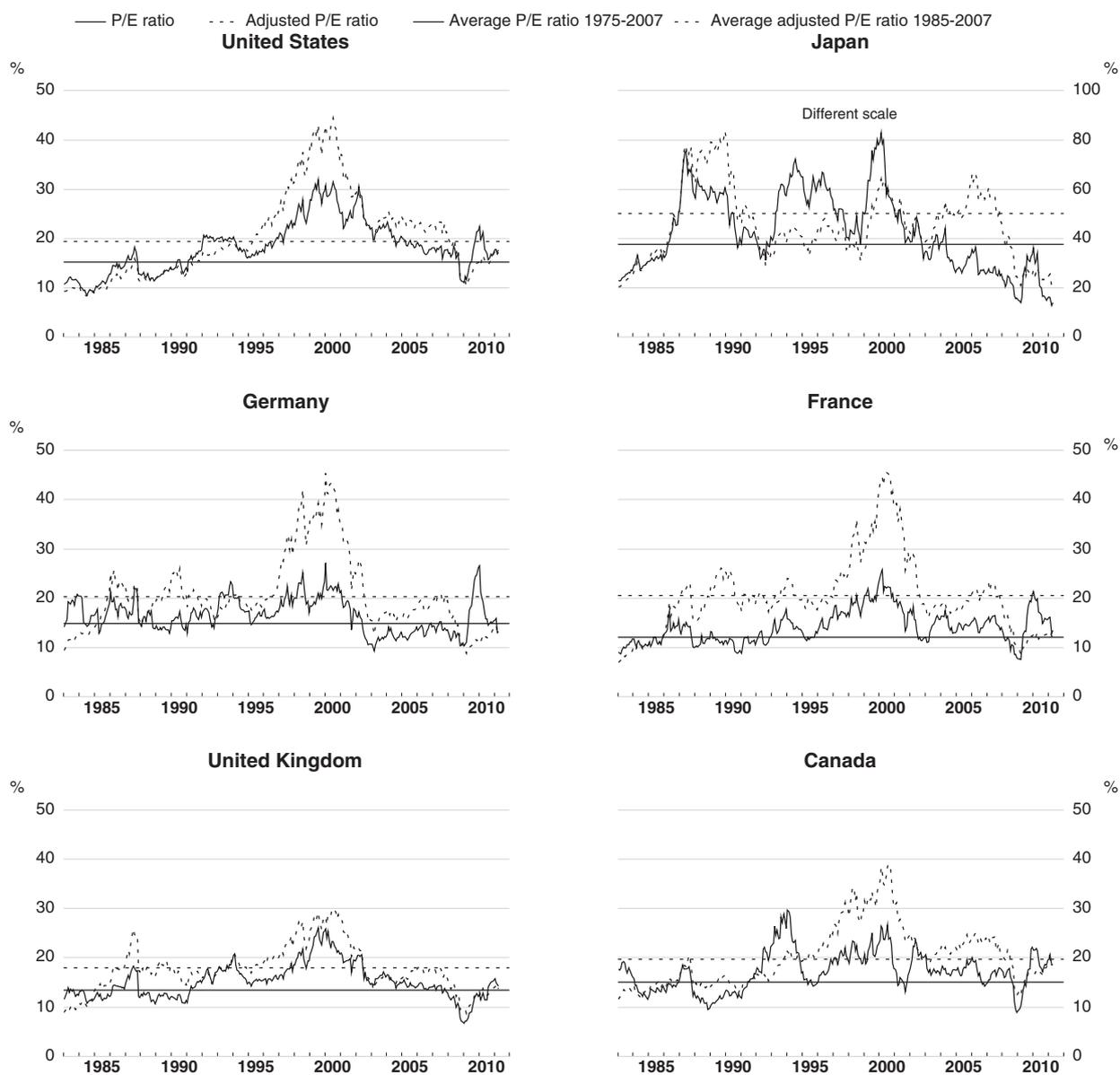
- In den aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig, wenn auch volatil. Ein weltweit reichliches Liquiditätsangebot hat zur Folge, dass sich die Spreads auf Staatsanleihen in vielen Ländern auf historisch niedrigem Niveau bewegen, während die Aktienkurse von Schwankungen bestimmt sind, wobei seit Beginn des Jahres Nettokapitalabflüsse in Entwicklungsländer zu verzeichnen sind. Ein strafferer Kurs in der Wirtschaftspolitik hat in China zu einer Verlangsamung des Wachstums der Bankkreditvergabe geführt. Die tendenzielle Kreditdynamik in China ist allerdings schwer abzuschätzen, weil die zuständigen Behörden die jährlichen Kreditquoten, die die Unternehmen dazu veranlasst hatten, zu Jahresbeginn große Beträge aufzunehmen, durch monatliche Kreditquoten ersetzt haben.

Die Unternehmensinvestitionen haben sich belebt ...

Die Unternehmensinvestitionen haben sich seit dem Beginn der Erholung belebt, eine deutliche Beschleunigung steht trotz der sich fortsetzenden Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen und der allgemein guten Unternehmensbilanzen in vielen Ländern jedoch noch aus. Dies lässt vermuten, dass Unsicherheit über das Tempo und die Dauerhaftigkeit der Erholung sowie die in den vergangenen Monaten vergleichsweise schwache Konjunktur im IT-Bereich das Investitionswachstum etwas gebremst haben könnten. Die Auftragseingänge für Investitionsgüter sind in vielen großen OECD-Volkswirtschaften nun aber wieder gestiegen, und die auf Umfrageergebnissen beruhenden Indikatoren der Investitionsabsichten haben sich weiter verbessert, was auf ein kräftiges Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen in der kommenden Zeit hindeutet. In Japan dürften die Ausgaben für die Wiederaufbauanstrengungen nach dem Erdbeben ebenfalls zu einem deutlichen Anstieg des Investitionsniveaus ab der zweiten Hälfte dieses Jahres führen. Da die Investitionsintensität im Unternehmenssektor immer noch deutlich unter ihrem Vorkrisenniveau liegt (Abb. 1.5) und die Unsicherheit über die Erholung weiter nachlassen dürfte, ist damit zu rechnen, dass normale konjunkturelle Kräfte und verbesserte Finanzierungs-

Figure 1.4. **Price-earnings ratios remain below long-run averages**

Last observation: April 2011

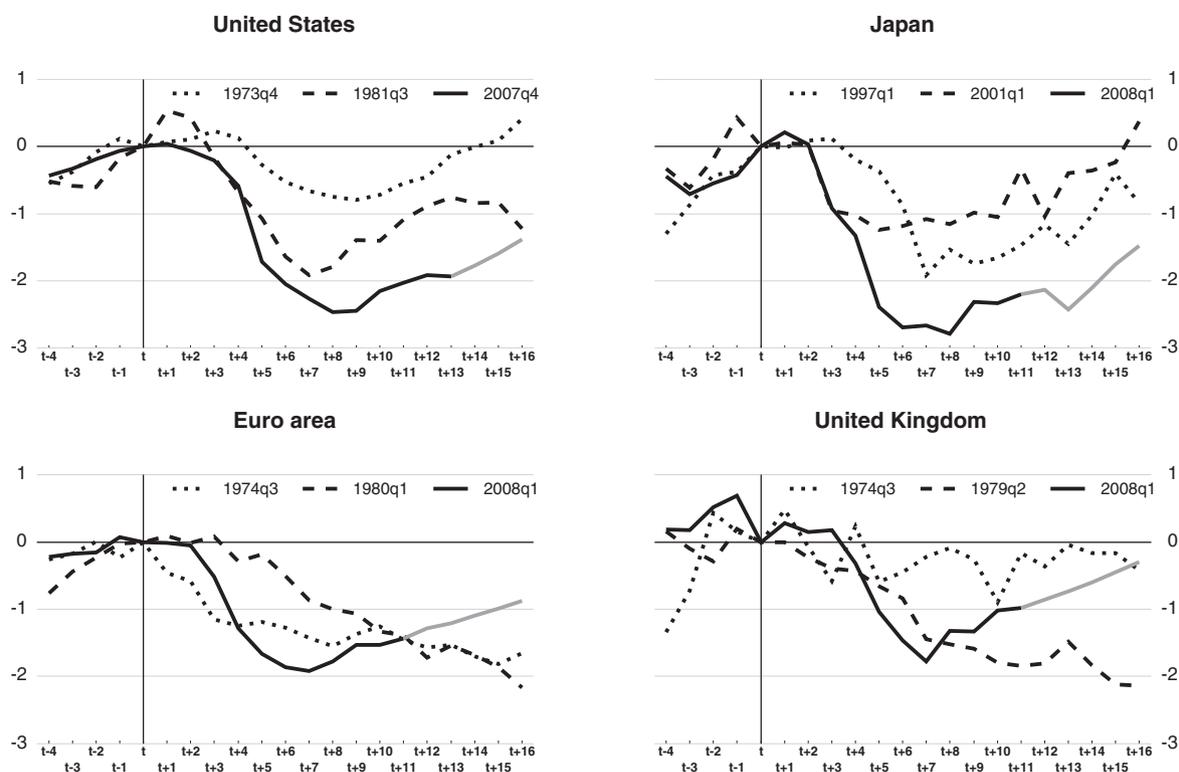


Note: Adjusted P/E ratios are calculated as the ratio of stock prices to the moving average of the previous 10 years' earnings, adjusted for nominal trend growth. Averages shown exclude the period 1998-2000 to remove the asset bubble effects.

Source: Datastream; OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433706>

Figure 1.5. **Changes in business investment intensity in recessions and recoveries**
Change from investment intensity at pre-crisis peak of GDP, at time t, percentage points



Note: Horizontal axis represents quarters before and after the peak. Grey lines correspond to forecasts.

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433725>

bedingungen im Projektionszeitraum in einer starken Aufwärtsdynamik der Investitionen resultieren werden².

... auf den Gewerbeimmobilienmärkten verläuft die Erholung jedoch zögerlicher

Im Gewerbeimmobiliensektor bewegen sich die Bauvolumen und die Investitionen in vielen Ländern jedoch nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau, worin sich der zögerliche Verlauf der Erholung auf den Gewerbeimmobilienmärkten widerspiegelt. Inzwischen sind erste Zeichen einer Verbesserung der Lage zu erkennen, auch wenn die Preise weiterhin deutlich unter ihrem Vorrezessionsniveau liegen. Im Euroraum und im Vereinigten Königreich steigen die Gewerbeimmobilienwerte inzwischen, was z.T. der

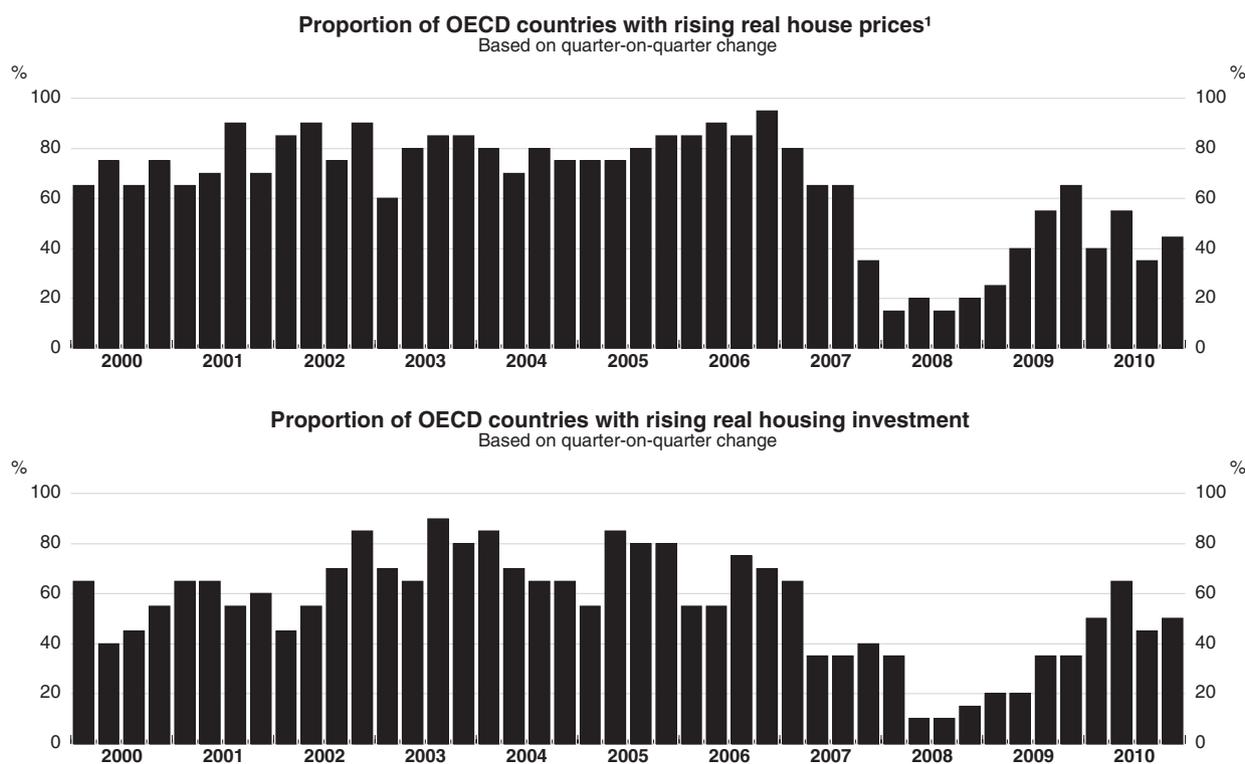
- Ein einfaches Indikatormodell für Unternehmensinvestitionen in den Vereinigten Staaten, in dem das Investitionswachstum mit auf Umfrageergebnissen beruhenden Gegenwarts- und Vergangenheitswerten der zeitversetzten Investitionsabsichten sowie dem OECD-Index der Finanzierungsbedingungen in den Vereinigten Staaten in Bezug gesetzt wird, lässt für dieses Jahr auf ein kräftiges Wachstum der Investitionsvolumen um knapp über 9% schließen, im Vergleich zu einem ursprünglich projizierten Anstieg von 8¼%. Für den Euroraum, wo die Informationen zu den Investitionsabsichten weniger zeitnah sind und in größeren Abständen veröffentlicht werden, ermöglicht ein Indikatormodell, das auf Umfragedaten zu den Produktionserwartungen und dem Index der Finanzierungsbedingungen im Euroraum beruht, eine recht gute Beobachtung der Investitionsabsichten der Unternehmen. Dieses Modell deutet für 2011 auf ein Wachstum der Investitionen im Euroraum um knapp über 6½% hin, was etwas mehr ist als der projizierte Anstieg von 5¼%.

stützenden Wirkung der niedrigen Zinsen geschuldet ist; in den Vereinigten Staaten, wo erhebliche Kapazitätsüberhänge bestehen, sind die nominalen Gewerbeimmobilienpreise jedoch immer noch niedrig und volatil. Die weltweiten Büromieten haben nun ebenfalls zu steigen begonnen, vor allem in Großstädten, und die Leerstandsraten nehmen ab. Trotz dieser Verbesserungen ist die Lage auf mehreren Gewerbeimmobilienmärkten weiterhin unsicher, und in vielen OECD-Ländern wächst nach wie vor die Zahl der Objekte, die wegen Zahlungsunfähigkeit des Eigentümers auf den Markt gebracht werden, was darauf schließen lässt, dass die Investitionen in neue Bauvorhaben noch einige Zeit auf niedrigem Niveau verharren werden.

Das Bild auf den Wohnimmobilienmärkten ist weiterhin uneinheitlich ...

Die Erholung der Wohnimmobilienmärkte ist in einer Reihe von OECD-Ländern noch immer instabil, und in einigen hat sie noch nicht einmal eingesetzt (Abb. 1.6). Trotz des jüngsten Investitionsanstiegs liegen die Wohnungsbauinvestitionen im Verhältnis zum BIP weiterhin unter dem Niveau, das in früheren Konjunkturtiefs durchschnittlich zu beobachten war, und sie liegen auch unter dem in den letzten dreißig Jahren im OECD-Raum und im Euroraum verzeichneten Durchschnittsniveau. Kanada und Finnland stechen als Ausnahmen heraus, was z.T. auf die dort relativ hohe Preiselastizität des Wohnimmobilienangebots zurückzuführen ist (OECD,

Figure 1.6. **The housing market recovery is hesitant**



1. House prices deflated by the private consumption deflator. Calculation based on 20 countries (18 available in 2010q4).

Source: OECD Economic Outlook 89 database; and various national sources, see Table A.1 in Girouard et al. (2006).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433744>

2011a). Die Wohnimmobilienpreise liegen im Verhältnis zu den Einkommen und den Mieten im OECD-Raum insgesamt nahe ihrem langfristigen Durchschnitt (Tabelle 1.2), zwischen den Ländern bestehen hier jedoch erhebliche Unterschiede. In mehreren Ländern, in denen die Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zu den Mieten mehr als 50% über ihrem langfristigen Durchschnitt liegen, könnte der Höhepunkt bei den Wohnimmobilienpreisen trotz weiterhin niedriger Zinsen in Bälde erreicht sein (Kasten 1.6). In den Vereinigten Staaten, Spanien und Irland setzt sich hingegen der schon seit längerem andauernde Rückgang der Wohnimmobilienpreise fort, und im Vereinigten Königreich hat ein erneuter Rückgang eingesetzt. Die auf Umfrageergebnissen basierenden Indikatoren sind für diese Märkte im Allgemeinen ungünstig, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sich die Angebotsüber-

Table 1.2. **Real house prices remain fragile in some countries**

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average ¹		
	2002-2008	2009	2010 ²	Latest quarter ³	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	Latest available quarter
United States	2.5	-4.3	-5.0	-2.4	108	93	Q4 2010
Japan	-3.2	-1.7	-2.0	-2.1	64	64	Q3 2010
Germany	-1.8	0.5	0.4	0.5	80	76	Q4 2010
France	8.0	-6.7	5.0	7.7	143	134	Q4 2010
Italy	4.1	-3.7	-3.1	-3.2	107	118	Q3 2010
United Kingdom	5.5	-9.1	3.0	-0.3	140	129	Q4 2010
Canada	6.5	4.0	5.4	0.0	155	132	Q4 2010
Australia	5.7	1.7	10.1	3.2	157	142	Q4 2010
Belgium	6.2	0.1	2.9	2.7	166	149	Q4 2010
Denmark	6.4	-13.2	-0.2	-0.6	127	126	Q4 2010
Finland	4.5	-0.9	7.6	3.6	138	103	Q4 2010
Greece	3.0	-5.3	-8.2	-10.6	98	97	Q4 2010
Ireland	3.0	-9.8	-13.6	-9.7	110	97	Q4 2010
Korea	2.1	-2.3	-0.2	-1.5	109	60	Q4 2010
Netherlands	2.1	-2.7	-3.6	-2.8	136	139	Q4 2010
Norway	5.4	-0.6	6.2	4.1	163	128	Q4 2010
New Zealand	8.9	-3.9	0.5	-4.6	152	116	Q4 2010
Spain	7.5	-7.7	-6.2	-6.5	134	134	Q4 2010
Sweden	6.8	-0.4	6.5	4.2	143	132	Q4 2010
Switzerland	1.1	5.5	4.5	4.2	92	93	Q4 2010
Total of above euro area ⁴	3.6	-3.6	-0.8	-0.3	116	113	Q4 2010
Total of above countries ⁵	2.6	-3.5	-1.7	-1.2	111	100	

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 2009 GDP weights, calculated using latest country data available.

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

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434143>

hänge an unverkauften Immobilien zurückgebildet haben. Noch laufende Rechtsstreitigkeiten über Zwangsversteigerungen könnten den Korrekturprozess in den Vereinigten Staaten ebenfalls verlängern. Dies wird wahrscheinlich noch eine Zeit lang dämpfend auf neue Bauvorhaben wirken, auch wenn es gewisse Anzeichen dafür gibt, dass sich die realen Preise in den fraglichen Ländern nun einer Talsohle nähern könnten (Kasten 1.6).

... die Wohnungsbauinvestitionen werden aber voraussichtlich wieder nach oben tendieren

Was die kommende Zeit anbelangt, so werden die Wohnungsbauinvestitionen im Verhältnis zum BIP im OECD-Raum insgesamt ab dem zweiten Halbjahr 2011 voraussichtlich leicht ansteigen, wobei die Entwicklung in Japan und Neuseeland etwas rascher verlaufen dürfte, da die Ausgaben für den Wiederaufbau in diesen Volkswirtschaften ab Mitte 2011 wohl zu einem starken Investitionswachstum führen werden. Angesichts des derzeit geringen Anteils der Wohnungsbauinvestitionen am BIP des OECD-Raums dürfte die sich abzeichnende Erholung dieser Investition allerdings nur eine bescheidene Schubwirkung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion des OECD-Raums ausüben.

Die Lagerbestände liegen nahe bei ihren langfristigen Normwerten ...

Kurzzeitindikatoren lassen darauf schließen, dass die Lagerbestände in den meisten großen OECD-Volkswirtschaften nun nahe bei ihren normalen Werten liegen, auch wenn Lieferstörungen im Anschluss an das Erdbeben in Japan wahrscheinlich zu einem vorübergehenden Lagerabbau führen werden. In den Projektionen wird davon ausgegangen, dass der Beitrag der Lagerbestände zum vierteljährlichen Produktionswachstum ab dem dritten Quartal 2011 gleich null sein wird.

... und die Sparquoten der privaten Haushalte haben zu sinken begonnen

In vielen OECD-Ländern haben die Sparquoten der privaten Haushalte in jüngster Zeit zu sinken begonnen, auch wenn sie sich im Vergleich zu den Normwerten der Zeit vor der Krise immer noch auf hohem Niveau bewegen. Vermögenspreissteigerungen, eine höhere Ersparnis und der damit verbundene Schuldenabbau haben seit Beginn der Erholung dazu beigetragen, dass sich die Finanzsituation der privaten Haushalte wieder verbesserte, womit sich die Notwendigkeit einer weiteren Erhöhung der Sparquoten verringerte. Sich verbessernde Arbeitsmarktergebnisse und Kreditbedingungen könnten auch dazu beitragen, dass es weniger stark nötig sein wird, aus Vorsorgegründen zu sparen. Die Vermögen liegen im Verhältnis zu den Einkommen im Vereinigten Königreich nun über ihrem 5- bis 10-Jahres-Durchschnitt der Vorkrisenzeit, und im Euroraum bewegen sie sich in der Nähe des höchsten seit Gründung der Währungsunion erreichten Werts. Dies lässt vermuten, dass die Sparquoten in diesen Volkswirtschaften weiter zurückgehen könnten, vorausgesetzt es kommt nicht zu einer Verschlechterung der Kreditbedingungen. In den Vereinigten Staaten sind wahrscheinlich noch weitere Anstrengungen zur Sanierung der Finanzen der privaten Haushalte nötig, was sich aus der anhaltenden Schwäche der Wohnimmobilienmärkte und deren Konsequenzen für die Nettovermögensposition der privaten Haushalte erklärt. Da sich die Verschuldung jedoch eindeutig auf einem Abwärtspfad befindet, ist zur Sicherung des Anpassungsprozesses keine Zunahme der Sparquote erforderlich. In Anbetracht der sich beschleunigenden Arbeitsplatzschaffung wird in den Projektionen effektiv davon ausgegangen, dass die Sparquote in den Vereinigten Staaten im Verlauf des Projektionszeitraums gegenüber ihrem derzeitigen Niveau von 5¾% voraussichtlich um rd. ¾ Prozentpunkte nach-

geben wird. In Japan könnte die durch das Erdbeben und seine Folgen entstandene Unsicherheit bei den privaten Haushalten eine Zeit lang zu erhöhtem Vorsorgesparen führen, was allerdings, zumindest teilweise, durch die Notwendigkeit der Mobilisierung von Finanzierungsmitteln zur Erneuerung zerstörter Güter und Immobilien ausgeglichen wird³. Ein aktualisierter Vergleich des tatsächlichen und des tendenziellen Automobilabsatzes, wobei letztere Daten entsprechend der Methode in Haugh et al. (2010) abgeleitet wurden, liefert einen weiteren Hinweis auf das gegenwärtig starke Wachstumspotenzial der Verbrauchernachfrage, da die Pkw-Verkäufe im Euro-Raum, in Japan, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten nach wie vor unter ihren langfristigen Trendwerten liegen (Abb. 1.7).

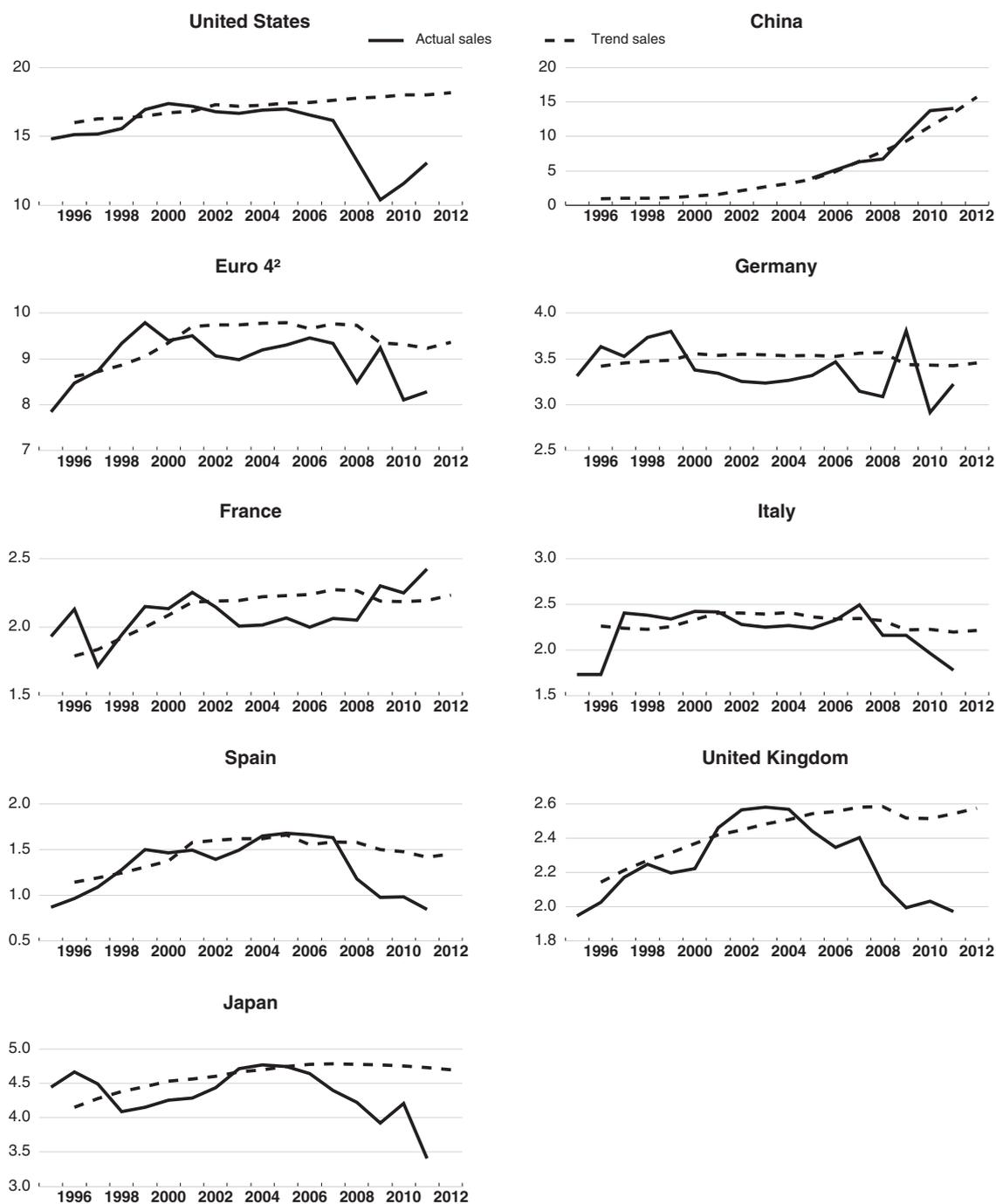
Die Rohstoffpreise auf den Weltmärkten sind stark gestiegen ...

Auf kurze Sicht wird das reale Einkommenswachstum durch die starke Expansion der Rohstoffpreise gebremst, wodurch die Verbraucherausgaben einen gewissen Dämpfer erhalten. Die Preise für die Rohölsorte Brent sind seit Mitte 2010 um etwa 50% gestiegen (Abb. 1.8) und zeigten sich sehr volatil. Bis Ende 2010 war der Anstieg der Mineralölpreise anscheinend größtenteils auf die starke Nachfrage außerhalb des OECD-Raums zurückzuführen (Kasten 1.2). In jüngerer Zeit haben politische Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten die Ölpreise allerdings weiter in die Höhe getrieben, worin sich die Besorgnis über sich möglicherweise ausweitende Versorgungsstörungen ausdrückt. Der Anstieg der Öl- und Gasimporte Japans nach dem Erdbeben könnte den Aufwärtsdruck auf die Preise ebenfalls erhöhen. Auch die Preise für andere Rohstoffe sind steil gestiegen und liegen nun vielfach über ihrem Rekordniveau des Jahres 2008. Steigende Mineralölpreise und ungünstige Witterungsbedingungen in verschiedenen Regionen der Welt sind die Hauptursachen der Aufwärtsdrift der internationalen Nahrungsmittelpreise.

... was die Erholung auf kurze Sicht dämpfen wird

Nahrungsmittel machen einen großen Teil des Konsumwarenkorb in Ländern mit niedrigerem Einkommensniveau aus, spielen aber auch in den OECD-Volkswirtschaften eine wichtige Rolle. Der Anteil der Nahrungsmittel am inländischen privaten Verbrauch beläuft sich z.B. in den Vereinigten Staaten auf rd. 14% und in Japan auf rd. 19%. Der Agrarrohstoffanteil am privaten Konsumwarenkorb ist jedoch wesentlich geringer, was auf Handelsmargen sowie die Tatsache zurückzuführen ist, dass in der Nahrungsmittelproduktion noch verschiedene andere Güter Einsatz finden. Überschlägige Berechnungen unter Berücksichtigung dieser Faktoren ergeben bei Annahme konstanter Wechselkurse und Nominaleinkommen, dass ein fortgesetzter Anstieg der Nahrungsmittel- und Mineralölpreise in dem Umfang, wie er in den letzten sechs Monaten zu beobachten war, in den großen OECD-Regionen unter sonst gleichen Bedingungen rein mechanisch zu einem Rückgang der realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um fast 1½% führen würde. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte würden indessen geringer ausfallen, da die Preiserhöhungen für die inländischen Nahrungsmittelproduzenten von Vorteil sind und die Verbraucher ihre Konsumgewohnheiten vermutlich zu Gunsten von Produkten ändern werden, bei denen der relative Preisanstieg geringer ausfällt. Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass sich der kurzfristige Effekt einer Erhöhung der Rohölpreise um 10 \$ in

3. Es könnte auch zu vorübergehenden Verzögerungen beim Verbrauch auf Grund der Lieferstörungen und dem damit verbundenen Mangel an angebotenen Produkten kommen.

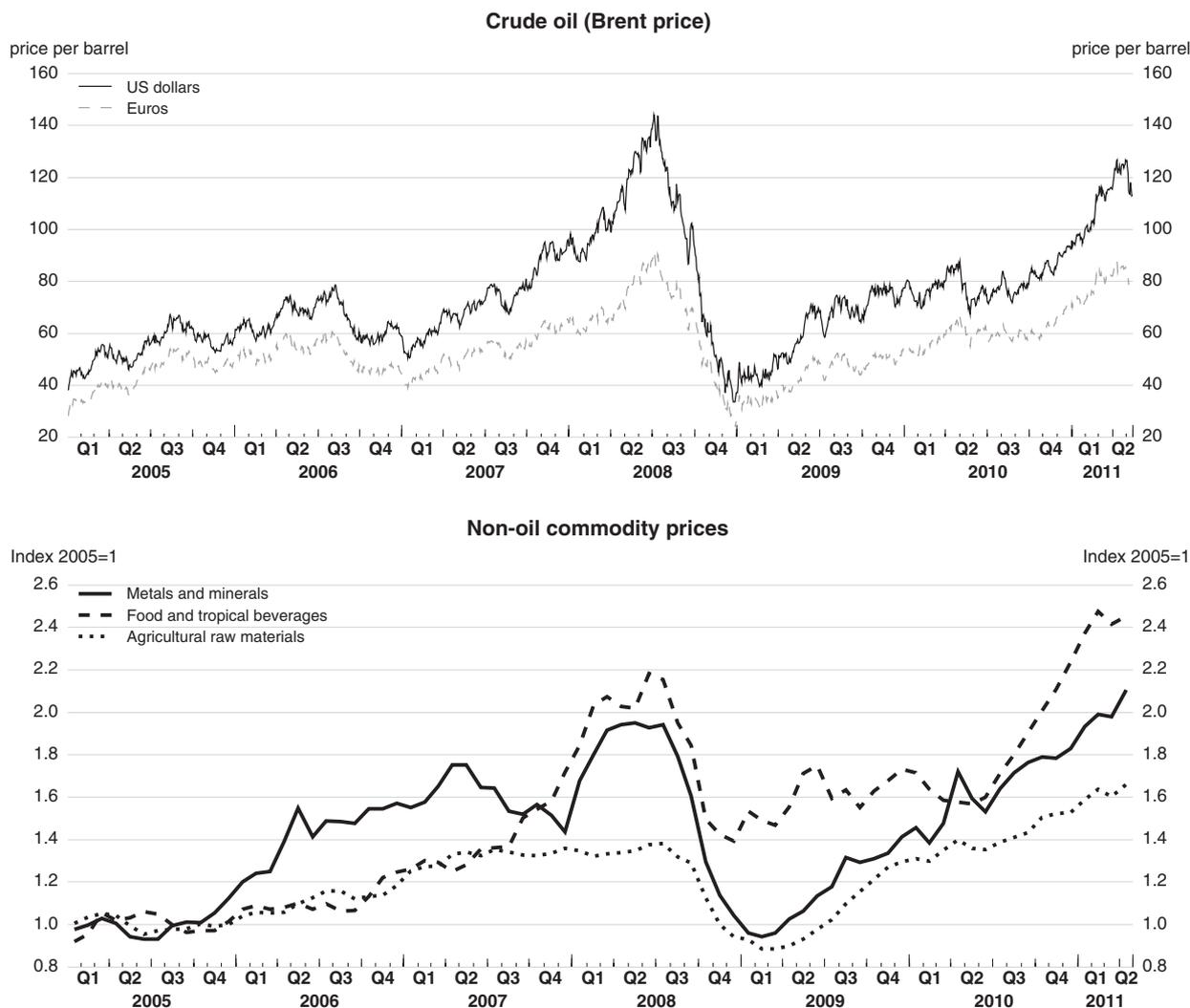
Figure 1.7. **Car sales are generally below trend levels**Actual¹ and trend car sales 1995 – 2012, number of cars in millions

1. Seasonally adjusted. For 2011 based on annualised sales in first four months for the United States, China, Germany, France, Italy, Spain and the United Kingdom and in first three months for Japan.

2. Euro 4 includes Germany, France, Italy and Spain.

Source: Haugh *et al.* (2010); Datastream; China Association of Automobile Manufacturers; Japan Automobile Manufacturers Association; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433763>

Figure 1.8. **Commodity prices have surged**

Source: OECD, Main Economic Indicators database; and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433782>

einem um zwei Zehntel Prozentpunkte niedrigeren BIP-Wachstum im OECD-Raum in den ersten beiden Jahren nach dem Anstieg niederschlagen könnte (Tabelle 1.3).

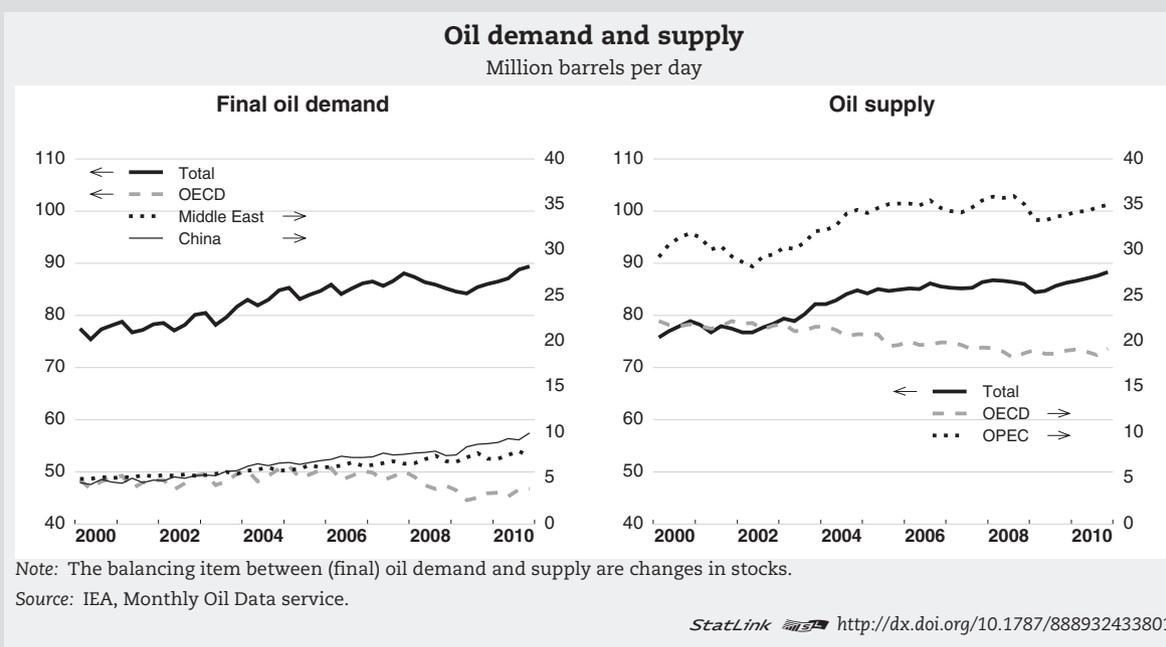
Wachstumsaussichten

Das Wachstum wird allmählich an Dynamik gewinnen ...

Trotz der den höheren Energiekosten zuzuschreibenden Belastung der Einkommen der privaten Haushalte und des starken Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit in Japan nach dem Erdbeben von Anfang März gewann das Produktionswachstum im OECD-Raum im ersten Quartal etwas an Dynamik. Das Wachstum in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften blieb robust. Die Erholung dürfte trotz der nach wie vor akkommodierend ausgerichteten Geld-

Kasten 1.2 Was treibt die Rohstoffpreise an?

Empirische Untersuchungen lassen darauf schließen, dass eine starke Weltölnachfrage einer der entscheidenden Gründe dafür war, dass die Rohölpreise im Sommer 2008 auf ein Rekordniveau kletterten, worin vor allem die lebhaftere Nachfrage aus aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere aus China und dem Nahen Osten, zum Ausdruck kam (vgl. erste Abbildung)¹. Die jüngste Phase steigender Mineralölpreise, die 2009 begann, fiel zeitlich ebenfalls mit einer starken Expansion der Mineralölnachfrage außerhalb des OECD-Raums zusammen. Angebotsfaktoren spielten aber auch eine Rolle. Das Rohölangebot stagniert seit Mitte des letzten Jahrzehnts. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf die lange Zeitspanne, die zwischen den Investitionsentscheidungen und der Inbetriebnahme neuer Ölförderanlagen verstreicht, eine Abnahme der Produktion vieler konventioneller Ölfelder außerhalb der OPEC-Staaten sowie einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften. Klimatische und geopolitische Faktoren, Fördermengenkürzungen der OPEC, geringe Kapazitätsreserven und Engpässe im Raffineriesektor haben zeitweise ebenfalls zu einer Verringerung des Angebots geführt. Der Anstieg der Ölpreise in den Jahren 2009 und 2010 wurde jedoch von einer erneuten Zunahme der Produktionskapazitäten der OPEC-Länder begleitet. In der aktuellen Phase steigender Ölpreise wurde die Entwicklung durch die politischen Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten zusätzlich verstärkt, sowohl auf Grund unmittelbarer Versorgungsstörungen als auch wegen der Besorgnis, dass sich diese Störungen weiter ausbreiten könnten.



Andere makroökonomische Faktoren, wie z.B. Wechselkurs- und Zinsbewegungen, könnten ebenfalls eine Rolle gespielt haben. So haben niedrige reale Zinsen wahrscheinlich zu dem auf den Ölpreisen lastenden Aufwärtsdruck beigetragen. Bei einem niedrigeren Zinsniveau ist es für die Produzenten weniger rentabel, Öl zu fördern und die Erlöse aus der Ölförderung am Finanzmarkt anzulegen, was zu einer Verringerung des Ölangebots und damit zu Aufwärtsdruck auf den Spotmarktpreis führen kann. Zugleich verringern sich die Opportunitätskosten des Haltens von Ölbeständen, wodurch Aufwärtsdruck auf die Ölnachfrage entstehen kann. Schätzungen auf der Basis einer einfachen strukturellen Vektorautoregression lassen in der Tat darauf schließen, dass eine Abnahme der realen Zinssätze für Dreimonatsgeld in den Vereinigten Staaten um 1 Prozentpunkt zu einem Anstieg der Ölpreise um insgesamt 4 \$ am Ende des zweiten Jahres nach Eintreten des Schocks führen könnte². Auch wenn der genaue Umfang dieses Effekts unsicher ist und wahrscheinlich vom Ausgangsniveau der Ölpreise abhängt, legen die Schätzungen doch den Schluss nahe, dass der deutliche Rückgang der kurzfristigen Zinssätze, zu dem es infolge der Krise ergriffenen Maßnahmen kam, einen erheblichen Beitrag zum jüngsten Ölpreisanstieg geleistet haben könnte.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

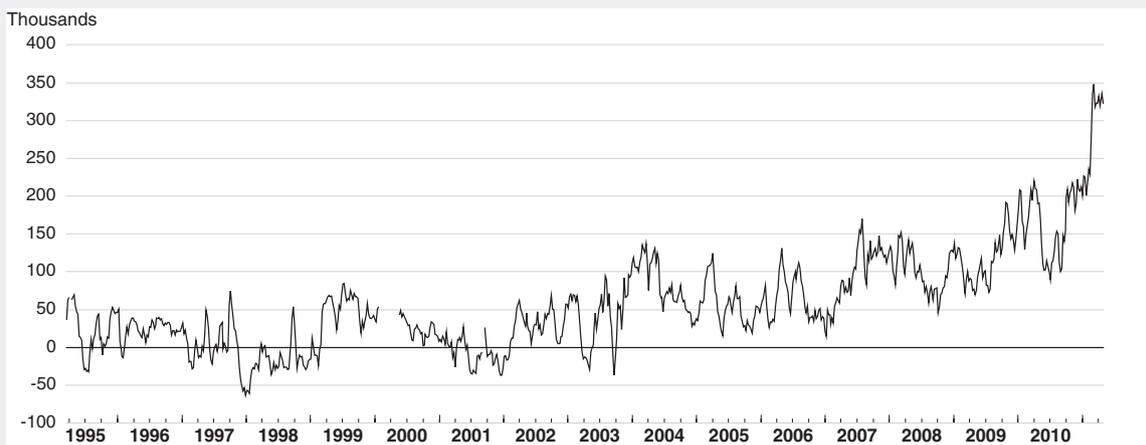
Ein lebhaftes Einkommenswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie die vertiefte Integration des Welthandels waren ebenfalls ein wichtiger Antriebsfaktor für den Preisanstieg, der bei anderen Rohstoffen zu beobachten war. Was die Nahrungsmittelpreise betrifft, gehörte zu diesem Effekt u.a. der Anstieg des tendenziellen Nachfragewachstums nach Fleisch in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Negative angebotsseitige Faktoren spielten ebenfalls eine Rolle. Namentlich die steigenden Ölpreise trugen erheblich zum Preisauftrieb bei den anderen Rohstoffen bei, insbesondere den Nahrungsmitteln, deren Produktion im Allgemeinen energieintensiv ist. In Bezug auf die Nahrungsmittelpreise wurde dieser Zusammenhang durch staatliche Maßnahmen zur Förderung von Biokraftstoffen verstärkt. Zwischen 2000 und 2009 hat sich die weltweite Produktion von Bioethanol vervierfacht, während die Weltproduktion von Biodiesel um ein Zehnfaches stieg; staatliche Fördermaßnahmen waren ein entscheidender Faktor für diese Expansion³.

Durch höhere Mineralölpreise wird Bioethanol wettbewerbsfähiger im Vergleich zu Benzin, so dass die Ethanolnachfrage steigt. Da bei der Herstellung von Biokraftstoffen und Nahrungsmitteln ähnliche Rohstoffe zum Einsatz kommen und die Angebotselastizität von Ackerfrüchten auf kurze Sicht begrenzt ist, führt ein Anstieg der Bioethanolproduktion zu einem Rückgang der Agrargüterproduktion für die Nahrungsmittelherstellung, was sich wiederum in steigenden Nahrungsmittelpreisen niederschlägt. Versorgungsstörungen auf Grund extremer Witterungsbedingungen sorgten für zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Preise, was durch den Effekt von Ausfuhrbeschränkungen in einigen traditionell wichtigen Agrarexportländern verstärkt wurde.

Außerdem wurden Befürchtungen laut, dass die Rohstoffpreise möglicherweise durch Spekulation in die Höhe getrieben wurden. In der Tat hat der Umfang der Netto-Long-Positionen (d.h. der im Hinblick auf einen späteren Verkauf getätigten Käufe) der sogenannten *non-commercial traders* an den Ölterminmärkten, d.h. von Händlern, die das gekaufte Öl nicht selbst benötigen, im Durchschnitt der letzten Jahre deutlich zugenommen, während die Ölpreise zugleich tendenziell stiegen (vgl. zweite Abbildung). Allerdings handelte es sich bei den Rohstoffpreiserhöhungen der jüngsten Zeit um eine allgemeine Entwicklung, die insbesondere auch bestimmte Grundnahrungsmittel betraf, für die es keine organisierten Terminmärkte gibt. Dies lässt darauf schließen, dass bei einer Reihe von Rohstoffen andere Faktoren als Finanzmarktspekulation die Hauptauslöser der beobachteten Preisanstiege sind, wenngleich der Zusammenhang mit den Ölpreisen auch ein Kanal sein könnte, über den sich Finanzmarktfaktoren auf die Preise anderer Rohstoffe auswirken.

Long positions by non commercial market participants

Futures and options contracts for light sweet crude oil (New York Mercantile Exchange),
net number of long non commercial contracts



Source: US Commodity Futures Trading Commission and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433820>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Hinzu kommt, dass die Informationen zur künftigen Ölpreisentwicklung widersprüchlich sind. Die auf Rekordhöhe angewachsenen Netto-Long-Positionen der *non-commercial traders* könnten einerseits ein Zeichen dafür sein, dass mit einem weiteren Anstieg der Ölpreise in der Zukunft gerechnet wird. Aus der Tatsache, dass die Kurve der Terminkontrakte bis Ende 2011 flach verläuft und anschließend abfällt, kann andererseits aber geschlossen werden, dass ein künftiger Rückgang der Ölpreise erwartet wird; bei der Interpretation des Informationsgehalts von Ölterminkontrakten ist allerdings Vorsicht geboten.

Alles in allem sind die Rohstoffpreise Einflüssen ausgesetzt, die in unterschiedliche Richtungen wirken. Eine steigende Mineralölnachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften und nur bescheidene Erhöhungen der Ölförderkapazitäten in den nächsten Jahren üben zum einen Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Andere Faktoren, wie z.B. die Zinssätze, die in den nächsten zwei Jahren wahrscheinlich steigen werden, legen hingegen den Schluss nahe, dass die Mineralöl- und Nahrungsmittelpreise im Vergleich zu ihrem derzeit hohen Niveau durchaus nachgeben könnten, vor allem falls die geopolitischen Spannungen nachlassen und sich günstigere Witterungsbedingungen positiv auf die Nahrungsmittelproduktion auswirken.

1. Vgl. insbesondere Pain et al. (2008) sowie Wurzel et al. (2009). Der Anstieg der Mineralölnachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und im Nahen Osten wurde durch die relativ hohe Energieintensität von Stromerzeugung und Industrie in diesen Ländern sowie die dort weit verbreiteten Obergrenzen für Einzelhandelspreise, durch die die Verbraucher von einer Verteuerung der Weltmarktpreise abgeschirmt werden, verstärkt.
2. Das Ergebnis, das bezogen auf den Stichprobendurchschnitt des realen Ölpreises im Zeitraum 1986-2010 ermittelte wurde, ist aus einer strukturellen Vektorautoregression abgeleitet, die mit Quartalsdaten aus dem Zeitraum 1986-2010 geschätzt wurde und in der neben dem realen Preis von Brent-Rohöl auch eine Messgröße des realen weltweiten BIP, die realen kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten und der effektive Wechselkurs des US-Dollar berücksichtigt wurde. Die Reihenfolge der Variablen entspricht Akram (2009).
3. Vgl. OECD (2008a) sowie Jones und Kwiecinski (2010).

politik während des Projektionszeitraums und günstiger Finanzierungsbedingungen nur langsam weiter an Dynamik gewinnen (Abb. 1.9). Die notwendige Konsolidierung der staatlichen Haushalte (Kasten 1.3), negative Terms-of-Trade-Effekte und andauernde negative Nachwirkungen der Rezession an den Arbeits-, Wohnimmobilien- und Kreditmärkten werden das Tempo des Aufschwungs im OECD-Raum bremsen. Infolgedessen werden wahrscheinlich am Ende des Projektionszeitraums in den meisten OECD-Volkswirtschaften noch erhebliche Kapazitätsüberhänge bestehen bleiben.

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

... in den Vereinigten Staaten ...

- Es wird davon ausgegangen, dass sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten ab dem zweiten Quartal 2011, gestützt durch eine akkommodierende Geldpolitik und günstige Finanzierungsbedingungen sowie infolge des allmählichen Abklingens der negativen Effekte der hohen Rohstoffpreise und der Besserung der noch schwachen Verfassung der Arbeits- und Immobilienmärkte und der Vermögensposition der privaten Haushalte, wieder geringfügig beschleunigt. Dennoch dürfte die Dynamik der Konjunkturerholung insofern weiter gering sein, da 2012 von der Haushaltskonsolidierung leichte Bremseffekte auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen werden. Die niedrigen Zinssätze, kräftige Unternehmensgewinne und normale konjunkturbedingte Faktoren dürften das robuste Wachstum der Investitionsgüteranschaffungen stützen, doch wird der Angebotsüberhang auf den Immobilienmärkten die Wohn- und Gewerbeimmobilieninvestitionen noch eine Zeit lang belasten. Eine weitere Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen dürfte zu einer Ausweitung des privaten Verbrauchs beitragen, doch werden die laufenden Bilanzanpassungen wahrscheinlich dem möglichen Umfang eines Rückgangs

Table 1.3. **Effects of an oil price increase on GDP and inflation – Survey of recent estimates**

Study	Approach	Type of stock	Impact on real GDP	Impact on inflation
Carabenciov <i>et al.</i> (2008), IMF	Macro-econometric model	(Permanent) 10% increase	Average deviation of growth rates in the following two years: -0.10% points for the United States -0.03% points for the euro area -0.02% points for Japan	Average deviation of growth rates in the following two years: +0.13% points for the United States +0.08% points for the EA +0.04% points for Japan
Barell and Pomerantz (2004), NIESR	NIgEM Macro-econometric model	(Permanent) \$10 increase	Deviation from baseline in the second year: -0.47% points for the United States -0.38% points for the euro area	Deviation from baseline in the second year: +0.51% points for the United States +0.28% points for the euro area
European Commission (2004)	QUEST Macro-econometric model	(Permanent) 25% increase	Deviation from baseline in the second year: -0.38% points for the euro area	Deviation from baseline in terms of CPI level in the second year: +0.28% points for the euro area
European Commission (2008)	QUEST III Dynamic stochastic general equilibrium model (DSGE)	Gradual increase of 100% over a period of three years	Deviation from baseline in the second year: -0.59% points for the euro area	Deviation from baseline in terms of CPI level in the second year: +1.27% points for the euro area
Jimenez-Rodriguez and Sanchez (2004), ECB	Vector autoregression (VAR)	Impulse response to a 1% oil price shock	Accumulated effects in the growth rate to the 8 th quarter: -0.039% points for the United States -0.011% points for the euro area	
OECD Global Model, Hervé <i>et al.</i> (2010)	Macro-econometric model	(Permanent) \$10 increase	Deviation from baseline in the second year: -0.3% points for the United States -0.3% for Japan -0.2% for the euro area	Deviation of consumer price level from baseline in the second year: +0.4% points for the United States +0.1% for Japan +0.3% points for the euro area

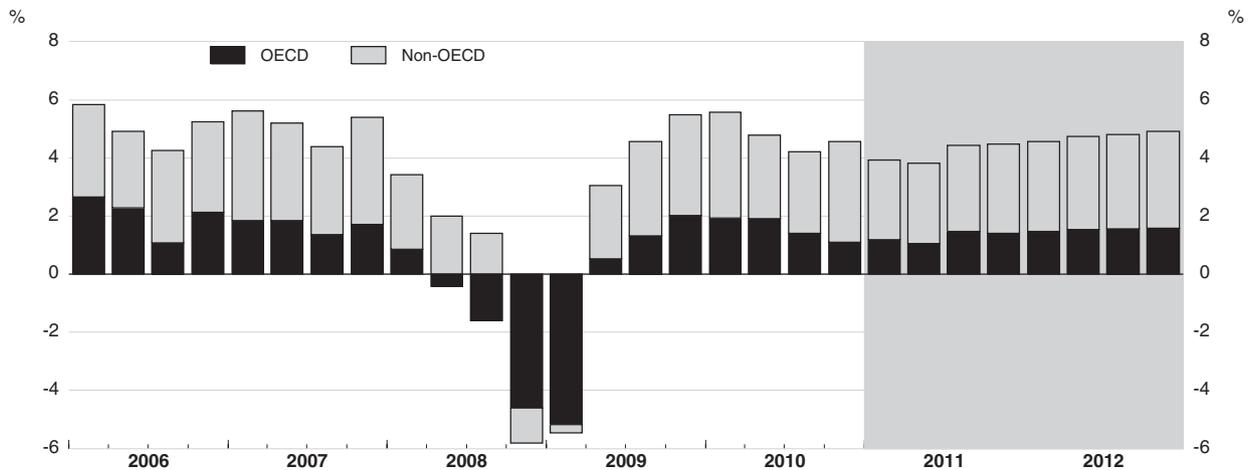
Source: OECD.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434162>

der Sparquote der privaten Haushalte Grenzen setzen. Bei Fortsetzung der jüngsten Beschleunigung des Beschäftigungswachstums wird die Arbeitslosenquote den Projektionen zufolge bis Ende 2012 auf rd. 7½% sinken und damit noch weit über dem Vorkrisenniveau liegen.

Figure 1.9. **Global growth continues to be led by the non-OECD economies**

Contribution to annualised quarterly world real GDP growth



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

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433839>

Kasten 1.3 **Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen**

Die fiskalpolitischen Hypothesen für 2011 basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen. Wo Politikänderungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon auszugehen ist, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten nahe kommt. Wo Pläne der Regierungen für 2012 vorliegen, basieren die Finanzprojektionen auf diesen. Ansonsten wird in Ländern, deren Haushaltslage beeinträchtigt ist, in den Projektionen für 2012 ein Rückgang des strukturellen Primärsaldos um 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. Diese Festlegungen ermöglichen es, den Konsolidierungsbedarf in Ländern zu berücksichtigen, in denen die Regierungen noch keine Pläne vorgelegt haben, die ausreichend detailliert wären, um in die Projektionen einbezogen werden zu können. Demgemäß wurden die folgenden Annahmen zu Grunde gelegt (mit zusätzlichen Anpassungen, falls die Projektionen der OECD und der Regierungen für die Wirtschaftstätigkeit voneinander abweichen):

- Für die Vereinigten Staaten basieren die Arbeitshypothesen auf den verabschiedeten Maßnahmen. Angesichts der auf legislativer Ebene herrschenden Ungewissheit bezüglich der Haushaltspolitik 2012 wird davon ausgegangen, dass das strukturelle Primärhaushaltsdefizit gegenüber 2011 um 1% des BIP schrumpfen wird.
- Für Japan basieren die Projektionen auf der im Juni 2010 angekündigten „Finanzpolitischen Managementstrategie“ (Fiscal Management Strategy), die die Emission neuer Staatsanleihen in den Finanzjahren 2011-2012 auf das Niveau von 2010 begrenzt. Diese Beschränkung wird trotz der erdbebenbedingten Ausgaben für den Wiederaufbau mittels einer Kombination ausgaben- und einnahmeseitiger Maßnahmen im Großen und Ganzen eingehalten.
- Für Deutschland berücksichtigen die Projektionen das im September 2010 von der Bundesregierung angekündigte mittelfristige Konsolidierungsprogramm sowie das Auslaufen der zeitlich befristeten Komponenten der Konjunkturpakete. Für Frankreich ist in die Projektionen das mittelfristige Konsolidierungsprogramm der Regierung einbezogen. Für Italien enthalten die Projektionen die im Haushaltsgesetz 2011 angekündigten und im revidierten Stabilitätsprogramm bestätigten Maßnahmen. Für das Vereinigte Königreich basieren die Projektionen auf den Steuermaßnahmen und Ausgabenplänen, die im Haushalt von März 2011 dargelegt sind.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Der im Rahmen des OECD-Wirtschaftsausblicks verwendete Begriff der finanziellen Verbindlichkeiten des Staatssektors basiert auf den Konventionen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Diese verlangen, dass die Verbindlichkeiten zu Marktpreisen und nicht zu konstanten nominalen Preisen verbucht werden (wie dies insbesondere nach der Maastricht-Definition der gesamtstaatlichen Verschuldung der Fall ist). 2010 verzeichneten die Euroländer mit langfristig nicht tragbarer Haushaltsposition, die um Unterstützung durch die Europäische Union und den IWF ersucht hatten (Griechenland, Irland und Portugal), einen starken Kursrückgang der Staatsanleihen. Um die Analyse im Rahmen des OECD-Wirtschaftsausblicks von den aus Neubewertungen resultierenden vorübergehenden starken Schwankungen der Niveaus der Staatsverschuldung unabhängig zu machen, wurde die Veränderung der Staatsverschuldung 2010 in diesen Ländern näherungsweise anhand der nach der Maastricht-Definition der Verbindlichkeiten des Staatssektors verbuchten Veränderung ermittelt.

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

- Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass das Programm der quantitativen Lockerung wie angekündigt im Juni ausläuft. Der Zielsatz für Tagesgeld der Federal Reserve wird demnach im weiteren Jahresverlauf 2011 voraussichtlich in mehreren kleinen Schritten bis Mitte 2011 um 100 Basispunkte angehoben werden, um sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Nach einer Pause im ersten Halbjahr 2012 dürfte der Satz kontinuierlich steigen und zum Jahresende mit fortschreitender Konjunkturerholung 2¼% erreichen.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass die Europäische Zentralbank den Refinanzierungssatz, nach der Anhebung im April 2011, im weiteren Jahresverlauf auf seinem derzeitigen Niveau konstant hält. Eine allmähliche Normalisierung des wichtigsten Leitzinses wäre bei abnehmendem Kapazitätsüberhang und einer wieder steigenden Trendrate der Inflation ab Anfang 2012 gerechtfertigt. Daher wird davon ausgegangen, dass der wichtigste Refinanzierungssatz 2012 bis Jahresende auf 2¼% steigt.
- In Japan muss an der derzeitigen Zinspolitik festgehalten werden bis die Inflationsrate eindeutig im positiven Bereich liegt. Es wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins im ganzen Projektionszeitraum bei 10 Basispunkten verharret.
- Für das Vereinigte Königreich wird davon ausgegangen, dass der Leitzins bis Ende 2011 um 50 Basispunkte angehoben wird, um einen weiteren Anstieg der Inflationserwartungen zu verhindern. Es wird unterstellt, dass sich der Leitzins – nach einer Pause, die dazu dient, die Effekte auf die Konjunkturerholung zu beurteilen – 2012 in dem Maße, wie sich die Erholung festigt, weiter um zusätzlich 125 Basispunkte erhöht.

Für die Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland und andere Länder außerhalb des Euroraums wird davon ausgegangen, dass die Renditen für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit gegen einen Referenzsatz konvergieren werden; dieser entspricht den künftig projizierten kurzfristigen Sätzen plus einer laufzeitabhängigen Prämie und einem weiteren Risikoaufschlag für Länder, deren Bruttostaatsverschuldung über 75% des BIP beträgt; dieser Aufschlag entspricht 4 Basispunkten je Prozentpunkt, um den die Schuldenquote 75% überschreitet. Die Arbeitshypothesen bezüglich der langfristigen Renditespreads der Staatsanleihen im Euroraum gegenüber Deutschland sind:

- Für Griechenland, Portugal und Irland wird davon ausgegangen, dass die Spreads bis Ende 2011 konstant auf dem Durchschnittsniveau von April 2011 verharren und sich dann im Jahresverlauf 2012 halbieren, da die Konsolidierungsfortschritte und die wirtschaftliche Anpassung zu einem spontanen Vertrauensgewinn führen bzw. sich die Auffassung durchsetzt, dass zusätzliche öffentliche Finanzmittel bei Bedarf bereitgestellt würden.
- Für Spanien wird unterstellt, dass die Spreads bis Ende 2011 konstant auf dem Durchschnittsniveau von April 2011 verharren und dann im Jahresverlauf 2012 um ein Viertel zurückgehen werden.
- Für die übrigen Länder des Euroraums wird angenommen, dass die Spreads bis Ende 2012 auf dem Durchschnittsniveau von April 2011 verharren werden.

Die Projektionen gehen von allgemein unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 6. Mai 2011 aus, d.h. einem US-\$-Wechselkurs von 80,31 Yen, 0,70 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,43 US-\$) und 6,49 Renminbi.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für die Rohölsorte Brent ab dem zweiten Quartal 2011 bei etwa 120 \$ pro Barrel liegt. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf dem Durchschnittsniveau von März und April 2011 liegen werden.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 19. Mai 2011. Einzelheiten zu den spezifischen Annahmen für einzelne Länder sind den Kapiteln 2 und 3 zu entnehmen.

... in Japan ...

- In Japan kam es nach dem großen Erdbeben im Osten des Landes zu einem erheblichen Rückgang der Produktion und des Konsums zu einer beträchtlichen Eintrübung des Verbrauchervertrauens und des Geschäftsklimas. Auf Grund der von Japan und anderen Ländern bei vergangenen Naturkatastrophen gesammelten Erfahrungen wird der starke negative Effekt auf das BIP im ersten und zweiten Quartal voraussichtlich in dem Maße, wie der Wiederaufbau in Gang kommt, schnell wieder rückgängig gemacht werden. Die Projektionen gehen davon aus, dass die öffentlichen und privaten Investitionen, mit denen das durch die Katastrophe vernichtete Immobilien- und Anlagevermögen ersetzt werden soll, im zweiten Halbjahr und in den ersten Monaten 2012 stark expandieren werden, während sich das Exportwachstum in dem Maße wieder beleben dürfte, wie die Lieferketten wiederhergestellt werden. Auch der private Konsum wird den Projektionen zufolge ab dem zweiten Halbjahr 2011 wieder zu steigen beginnen. Der Anstieg des Importvolumens dürfte jedoch nach einem vorübergehenden drastischen Rückgang im zweiten Quartal angesichts der für den Ersatz der Kernenergie erforderlichen höheren Öleinfuhren stärker als sonst ausfallen. Im Jahr bis zum vierten Quartal 2011 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion den Projektionen zufolge weitgehend konstant bleiben, doch dürfte das Wachstum auf das Kalenderjahr bezogen 2011 negativ ausfallen. Bis zum zweiten Halbjahr 2012 wird das Wachstum vermutlich in dem Maße nachlassen, wie die Ausgaben für den Wiederaufbau zurückgehen, wobei sowohl der öffentliche Verbrauch als auch die Anlageinvestitionen mit zunehmender Intensität der Konsolidierungsanstrengungen schrumpfen werden. Die Arbeitslosenquote wird im Projektionszeitraum voraussichtlich nur ganz leicht auf 4½% sinken, und somit über ihrem Vorkrisenniveau verharren.

... im Euroraum insgesamt ...

- Im Euroraum insgesamt hat die Erholung Tritt gefasst und breitet sich über das Verarbeitende Gewerbe hinaus auch auf den Dienstleistungssektor aus. Das Wachstum wird insofern ausgewogener, als davon auszugehen ist, dass die private Endnachfrage im Projektionszeitraum allmählich anziehen wird, weil der Bremseffekt der Haushaltskonsolidierung und der von den hohen Energiepreisen kurzfristig ausgehende Druck auf die Realeinkommen durch die nach wie vor akkommodierende Geldpolitik und die günstigen finanziellen Bedingungen kompensiert wird. Die Arbeitsmarktbedingungen werden sich vermutlich verbessern, wobei das Produktionswachstum zunehmend mit einer Nettoarbeitsplatzschaffung einhergehen wird, wenngleich die Arbeitslosenquote den Projektionen zufolge bis Ende 2012 nur auf rd. 9% zurückgehen wird, so dass ein erheblicher Kapazitätsüberhang fortbesteht.

Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage dürfte den durch die niedrigen Zinssätze bedingten Auftrieb des privaten Verbrauchs verstärken, das Vertrauen festigen und zu einem weiteren Rückgang der Sparquote führen. Zudem dürften sich die Unternehmensinvestitionen unter dem Einfluss normaler konjunkturbedingter Faktoren und günstiger finanzieller Bedingungen weiter von ihrem außergewöhnlich niedrigen Nachkrisenstand erholen. Wie in Kasten 1.4 erörtert, gehen die Projektionen davon aus, dass die Wirtschaftsaussichten im Euroraum uneinheitlich bleiben werden.

... und im Nicht-OECD-Raum

- In China wird sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum den Projektionen zufolge im Zeitraum 2011-2012 durchschnittlich auf etwas mehr als 9% belaufen. Der kurzfristige Rückgang der BIP-Wachstumsrate wird voraussichtlich bis ins zweite Halbjahr 2011 hinein andauern, da die Inlandsnachfrage von den Effekten der restriktiveren geldpolitischen Bedingungen gedämpft wird, die Gesamtinflationsrate steigt, und von der Schwäche der japanischen Wirtschaftsverfassung kurzfristig negative Effekte ausgehen. In dem Maße, wie diese Faktoren abklingen, wird die Inlandsnachfrage unter dem Einfluss der fortdauernden

Kasten 1.4 Die EU/IWF-Programmländer des Euroraums: Derzeitige Situation, Ausblick und Politikoptionen

Die Wirtschaftsaussichten im Euroraum bleiben uneinheitlich, was durch den derzeitigen notwendigen Prozess zur Wiederherstellung des Gleichgewichts zwischen den Kernvolkswirtschaften und einigen Volkswirtschaften an der Peripherie des Euroraums begründet ist. Besonders intensiv ist dieser Anpassungsprozess in den Ländern, die die Europäische Union und den IWF um Unterstützung gebeten haben und die unter intensiver Beobachtung durch die Finanzmärkte stehen. In diesen Volkswirtschaften wird eine resolute Haushaltskonsolidierung umgesetzt, die Geldpolitik im ganzen Euroraum ist restriktiver, als nach ausschließlich binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkten angemessen wäre, und die Nachfrage des privaten Sektors wird durch eine nach wie vor schwache Vermögensposition und negative Arbeitsmarktbedingungen belastet. Gewisse Fortschritte hinsichtlich einer Wiederherstellung des Gleichgewichts zeichnen sich jedoch ab, wobei sich die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit jetzt in Irland und Griechenland verbessert, was den sinkenden Lohnstückkosten zu verdanken ist, die das Exportwachstum während des Projektionszeitraums beflügeln dürften. Das Wachstum der Inlandsnachfrage wird sich den Projektionen zufolge in Portugal, Griechenland und Irland sowohl 2011 als auch 2012 abschwächen, doch könnte das dynamische Exportwachstum bis 2012 – mit Ausnahme Portugals – zu einem moderaten BIP-Wachstum führen.

Die notwendige Haushaltskonsolidierung in diesen Ländern schreitet voran. In Griechenland entsprach sie 2010 rd. 7½% des BIP und war damit etwas geringer als angestrebt. Der OECD-Projektion zufolge wird diesen Anstrengungen entsprechend den Zielsetzungen des EU/IWF-Programms ein weiterer Rückgang des strukturellen Defizits folgen, der 2011 rd. 4¼% und 2012 1% des BIP betragen wird. In Irland wurde das Haushaltsdefizit durch die Kosten der Rettungsmaßnahmen für die Banken aufgebläht, doch gehen die Projektionen davon aus, dass das strukturelle Haushaltsdefizit von 2010 bis 2012 gemäß der Vereinbarung mit der EU und dem IWF um 3½% des potenziellen BIP (der strukturelle Saldo des Primärhaushalts um 5%) sinken wird. In Portugal werden 2011 einschneidende Konsolidierungsmaßnahmen auf den Weg gebracht, und weitere Schritte werden im Zusammenhang mit dem EU/IWF-Finanzhilfeprogramm eingeleitet werden; das strukturelle Haushaltsdefizit wird den Projektionen zufolge 2011 und 2012 um 4¼% bzw. 2¼% des potenziellen BIP zurückgehen. Trotz dieser Konsolidierungsanstrengungen wird die Bruttoschuldenquote jedoch in Griechenland, Irland und Portugal bis 2012 auf fast 160%, etwa 125% bzw. rd. 115% ansteigen. In allen drei Ländern haben die Regierungen Eventualverbindlichkeiten im Zusammenhang mit expliziten und impliziten Bürgschaften der Banken, durch die sich die Bruttoschuldenquoten sogar noch mehr erhöhen könnten.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Zur Erleichterung des notwendigen Anpassungsprozesses wurde eine Reihe von Strukturreformen eingeführt. Griechenland verpflichtete sich im Rahmen des Finanzhilfepakets zu weitreichenden Strukturreformen, darunter eine Lockerung der Beschränkungen auf den Produktmärkten, eine Stärkung der Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte und eine Reform des Rentensystems. Ein Großteil der Verpflichtungen wurde bereits gesetzlich verankert, wobei aber die Verabschiedung und Umsetzung in einigen Fällen gegenüber dem Zeitplan im Verzug ist. Ebenso wird Irland im Rahmen seiner Vereinbarungen mit der EU und dem IWF Arbeitsmarkt-reformen durchführen. Strukturreformen werden auch beim Programm Portugals im Vordergrund stehen, das u.a. Anpassungen im Bereich des Beschäftigungsschutzes und der sozialen Sicherungssysteme vorsieht.

Trotz der Finanzhilfen, intensiver Bemühungen um eine Haushaltskonsolidierung, struktureller Reformen und Anzeichen für gewisse Erfolge bei der Wiederherstellung des Gleichgewichts haben sich die Zinsspreads von Staatsanleihen in Griechenland, Irland und Portugal weiter vergrößert. Mitte Mai lagen die Renditen der Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in Griechenland bei etwa 16% und in Irland und Portugal bei rd. 10%; bei kürzeren Laufzeiten waren die Renditen sogar noch höher. Die Märkte sind folglich bei der Preisbildung von einer hohen Wahrscheinlichkeit ausgegangen, dass es in diesen Ländern zu einer Umschuldung der staatlichen Verbindlichkeiten kommt. Zum Beispiel entspricht in Griechenland der Marktpreis der Versicherungsprämien gegen den Staatsausfall einer Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit des Staats in den nächsten zwei Jahren von 64% (wobei für den Fall, dass das Risiko eintritt, ein 45%iger Verlust unterstellt wird). Selbst wenn die Regierungen ihre haushaltspolitischen Ziele mehr oder minder zielkonform einhalten sollten, wären ihre Finanzpositionen langfristig nicht tragbar, wenn die Marktzinssätze längere Zeit auf ihrem derzeitigen Niveau verharren würden.

Gleichzeitig verloren die Banken in Griechenland, Irland und Portugal den Zugang zu Finanzierungen über die Finanzmärkte, so dass sie auf die von der EZB bereitgestellte Liquidität angewiesen sind. Ermöglicht wurde dies durch den Beschluss der EZB, die Standards für die von ihr bei Pensionsgeschäften verlangte Qualität der Sicherheiten zu lockern. Ende Februar entfielen auf die drei Länder 55% der gesamten EZB-Liquiditätsversorgung.

Für Griechenland, Irland und Portugal besteht das Endziel darin, langfristig tragbare Finanzpositionen zu erreichen und der Regierung und den Banken wieder Zugang zu privaten Finanzierungen zu verschaffen. Wenn es nicht gelingt, das Marktvertrauen im Hinblick auf das Solvenzrisiko wiederzugewinnen, ließe sich die unhaltbare Situation auf verschiedene Art und Weise regeln:

- Eine erste Option besteht darin, dass ausländische öffentliche Kreditgeber die Finanzierung dieser Regierungen – im Gegenzug für weitere Maßnahmen zur Wiederherstellung der finanziellen Tragfähigkeit – zu Zinssätzen fortsetzen, die weit unter den derzeitigen Marktrenditen liegen. Sollte jedoch letzten Endes eines dieser Länder außer Stande sein, seine Schulden zu dem eingeräumten Zinssatz zurückzuzahlen, so wäre durch eine fortgesetzte Unterstützung dieser Art lediglich die Auflösung der nicht tragbaren Positionen auf einen späteren Zeitpunkt verschoben worden. Obwohl die Perspektive einer Fortsetzung der Unterstützung kurzfristig die Märkte beruhigen könnte, würde sie möglicherweise die Marktrenditen für Staatsanleihen in die Höhe treiben, wenn die Anleger zu der Auffassung gelangten, dass die öffentliche Finanzierung ihre Forderungen entwertet, insbesondere dann, wenn öffentliche Kredite als de facto vorrangig betrachtet würden. Sollte eine derartige, als vorrangig eingestufte finanzielle Unterstützung die Wahrscheinlichkeit eines Kreditausfalls nicht ganz wesentlich reduzieren, würde sich dies in höheren Risikoprämien niederschlagen (Gros, 2010, sowie Chamley und Pinto, 2011).
- Eine zweite Option ist eine Umschuldung der aufgelaufenen Verbindlichkeiten. Bei hochverschuldeten Ländern müssten die Staatsschulden über einen sehr langen Zeitraum und zur Wiederherstellung finanzieller Tragfähigkeit mit niedrigen Zinssätzen umgeschuldet werden.
- Eine dritte Option besteht zumindest theoretisch darin, den Umfang der staatlichen Verbindlichkeiten entsprechend den derzeitigen Markterwartungen zu reduzieren. In der Praxis sind dem Rückgriff auf diese Lösung jedoch enge Grenzen gesetzt, denn es muss eine angemessene Antwort auf die drei folgenden Fragen gefunden werden: Wie lässt sich ein Zusammenbruch des inländischen Finanzsektors vermeiden, der katastrophale Folgen hätte; wie kann den durch das Finanzsystem bedingten Spillover-Effekten auf andere Länder begegnet werden, und wie sollen die von einem Land aufs andere übergehenden Ansteckungseffekte verhindert werden?

den öffentlichen Investitionen im sozialen Wohnungsbau voraussichtlich erneut anziehen. In Indien dürfte die Fortsetzung der Haushaltskonsolidierung und der geldpolitischen Straffung dazu beitragen, dass das BIP-Wachstum im Projektionszeitraum auf eine tragfähigere Jahresrate von rd. 8½% zurückgeht. Die Inlandsnachfrage wird – unter dem Einfluss der von einem dynamischen Geschäftsklima und der Notwendigkeit höherer Infrastrukturausgaben beflügelten privaten Investitionen – weiter eine wichtige Quelle des Wirtschaftswachstums sein. In Brasilien wird die Inlandsnachfrage voraussichtlich ebenfalls robust sein und von umfangreichen Programmen für den Ausbau der Infrastruktur und die Erschließung von Energiequellen getragen werden, doch dürften die sich fortsetzende Normalisierung der wirtschaftspolitischen Bedingungen und die weiterhin etwas rückläufigen Nettoexporte dafür sorgen, das Wachstum im Bereich der Trendraten zu halten. In Russland wird die Inlandsnachfrage den Projektionen zufolge – gestützt durch das hohe Niveau der Rohstoffpreise – stark zunehmen. Trotz der von dem starken Importwachstum und den restriktiveren monetären Bedingungen ausgehenden Bremswirkung wird davon ausgegangen, dass das Produktionswachstum 2011 bei rd. 5% und 2012 bei 4½% liegen wird.

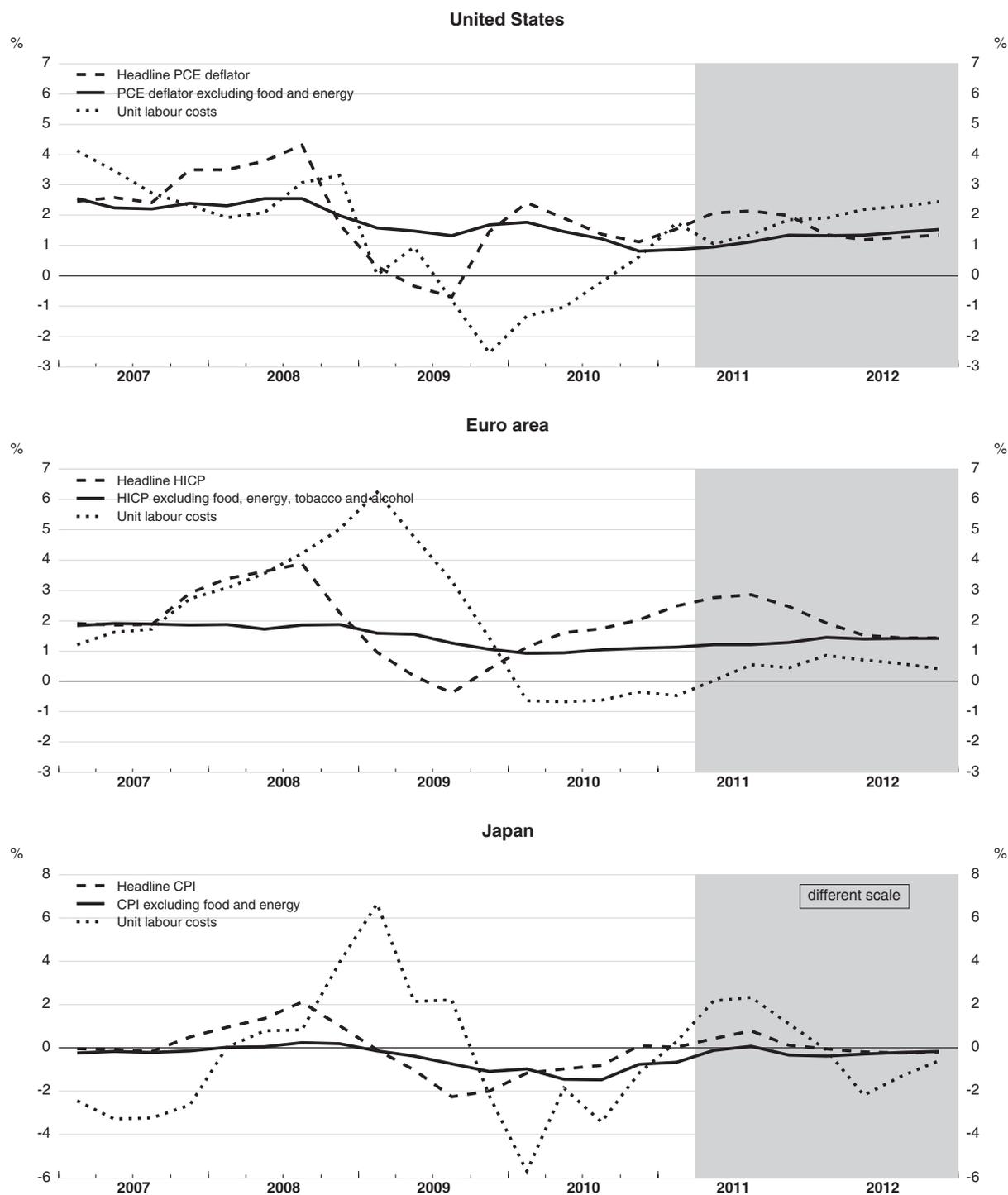
Die Gesamtinflation bekommt Auftrieb ...

Die in jüngster Zeit stark gestiegenen Rohstoffpreise trugen dazu bei, dass sich die Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs (Gesamtinflation) 2011 sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum auf rd. 2¾% erhöhte (Abb. 1.10). In Japan kam die Abnahme der Gesamtinflationsrate nun zum ersten Mal seit fast zwei Jahren zum Stillstand, doch wird die jährliche Inflationsrate durch die für August 2011 geplante neue Berechnungsbasis des Verbraucherpreisindex voraussichtlich um rd. ½ Prozentpunkt geringer ausfallen. Der Anstieg der Gesamtinflation ist in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften noch deutlicher, was in diesen Ländern durch den höheren Nahrungsmittel- und Energieanteil am Gesamtkonsum und die stärkere Energieintensität der Produktion begründet ist. Es sind auch deutliche Anzeichen dafür vorhanden, dass der tendenzielle Inflationsdruck in Volkswirtschaften wie China, Indien, Brasilien und Indonesien jetzt infolge der inländischen Kapazitätsengpässe ansteigt.

... und die Inflationserwartungen sind gestiegen

Die kurz- und langfristigen Inflationserwartungen sind in den letzten Monaten auf Grund der weltweit relativ hohen Inflation und der anziehenden Rohstoffpreise gestiegen. Die Zunahme der langfristigen Inflationserwartungen (Abb. 1.11) legt ungeachtet einer gewissen kurzfristigen Volatilität den Schluss nahe, dass ein Teil des jüngsten Anstiegs der Gesamtinflation jetzt voraussichtlich länger als zuvor angenommen fortbestehen wird. Die langfristigen Erwartungen sind auf der Basis von Erhebungen in den großen OECD-Ländern nur geringfügig gestiegen, doch haben sich die Messgrößen der aus den Renditeunterschieden zwischen nominalen und indexierten Schuldverschreibungen abgeleiteten langfristigen Inflationserwartungen im letzten Jahr wesentlich stärker erhöht. Obwohl sich in diesem Anstieg teilweise die Korrektur vergangener Messfehler widerspiegeln könnte, die aus der Flucht in liquidere nominale Schuldverschreibungen während der Krise resultierten, haben diese Erwartungsmessgrößen jetzt wieder das Vorkrisenniveau erreicht bzw. überstiegen, was vermuten lässt, dass am Markt z.T. der Eindruck aufkommenden Inflationsdrucks besteht.

Figure 1.10. **Underlying inflation is edging up from low rates**
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 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433858>

Figure 1.11. Long-term inflation expectations have drifted up in some countries



1. Expected inflation implied by the yield differential between 10-year government benchmark and inflation-indexed bonds.

2. Expected inflation over the next five to ten years. Based on the Reuters/University of Michigan Surveys of Consumers for the United States, and on Citigroup/YouGov survey for the United Kingdom.

3. Expected average rate of CPI inflation over the next 10 years for the United States, based on the Survey of Professional Forecasters (SPF) by the Federal Reserve Bank of Philadelphia. Expected HICP inflation rate five years ahead for the euro area, based on the SPF by the ECB. Expected average rate of CPI inflation six to ten years ahead for the United Kingdom based on Consensus Forecasts.

Source: Datastream; Agence France Trésor; University of Michigan Survey of Consumers; Citigroup; Federal Reserve Bank of Philadelphia; ECB; and Consensus Forecasts.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433877>

Die in jüngster Zeit zu beobachtende Stärke des Goldpreises – Gold wird traditionell als Schutz vor Inflation betrachtet – könnte ebenfalls auf Besorgnis über die künftigen Inflationsaussichten hindeuten.

Es wird schwieriger, die Kapazitätsüberhänge in der Wirtschaft einzuschätzen ...

Die Kerninflationsrate, in der die direkten Effekte des Nahrungsmittel- und Energiepreisauftriebs ausgeklammert sind, steigt jetzt in den OECD-Volkswirtschaften, jedoch nur mäßig und von einem niedrigen Niveau ausgehend. Der Anstieg der Kerninflation ist vermutlich durch das Nachlassen der Bremswirkung der an den Arbeits- und Produktmärkten fortbestehenden Kapazitätsüberhänge auf den Preisauftrieb bedingt (Moccerro et al., 2011). Die Höhe und Veränderungsrate dieser Überhänge ist jedoch in einigen OECD-Ländern immer schwieriger einzuschätzen, vor allem dort, wo die Arbeitslosigkeit derzeit relativ stark zurückgeht, und auch dort, wo die auf Erhebungen basierenden Messgrößen der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe trotz der geschätzten nach wie vor bedeutenden negativen gesamtwirtschaftlichen Produktionslücken ein nahezu normales Niveau erreicht haben (Abb. 1.12).

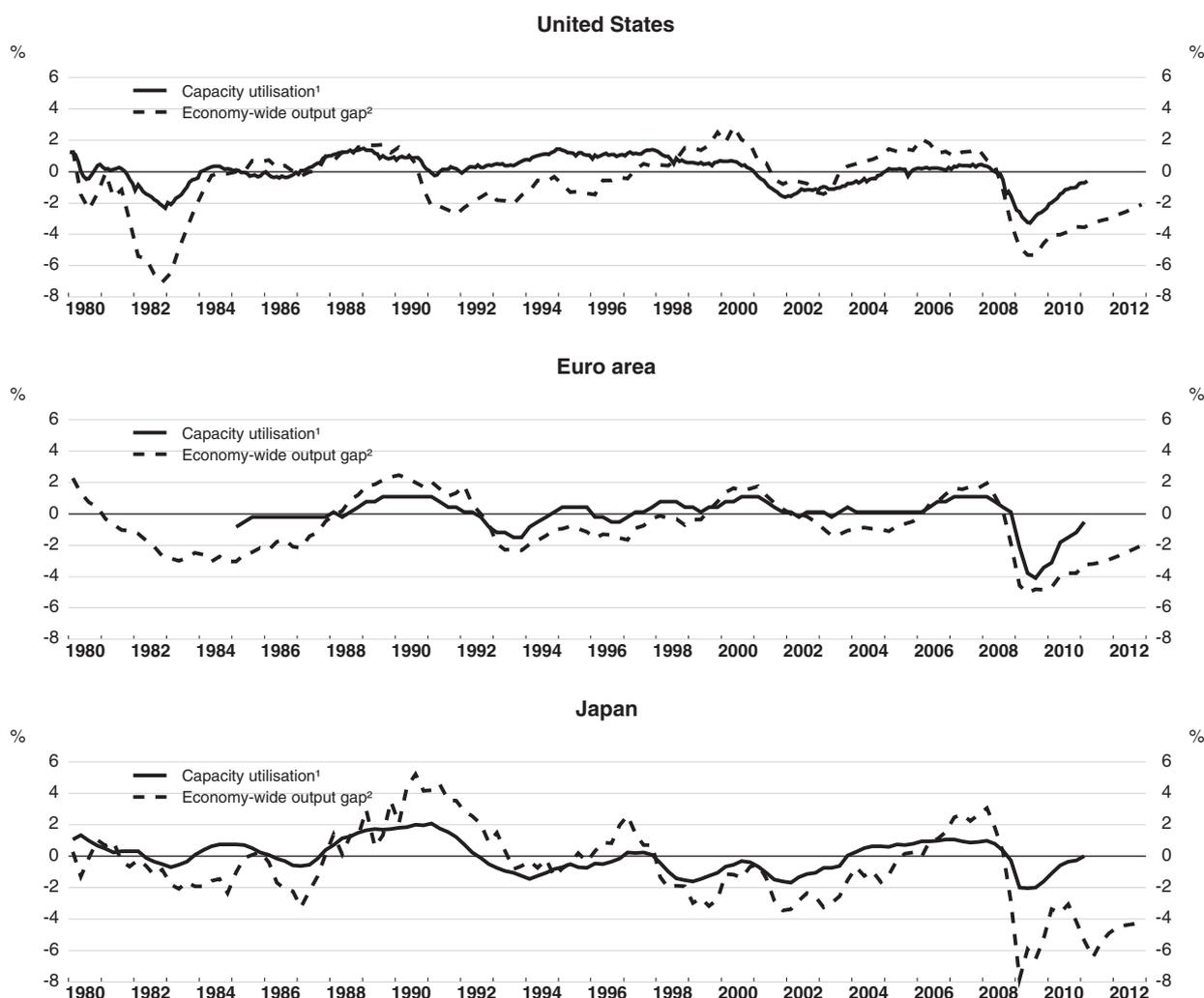
... die Trendrate der Inflation wird voraussichtlich jedoch nur langsam steigen

Der fortbestehende Kapazitätsüberhang in der Wirtschaft wird sich voraussichtlich nur allmählich verringern und dürfte den Inflationsdruck während des Projektionszeitraums noch drosseln. Auch der Lohnkostendruck ist noch moderat (Abb. 1.10), und der Lohndruck bleibt trotz der zunehmenden Arbeitsproduktivität in den meisten großen Volkswirtschaften verhalten, was dem fortbestehenden Arbeitskräfteüberhang zuzuschreiben ist. In den Vereinigten Staaten wird die Jahresrate der Kerninflation den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum von derzeit rd. 1% auf etwas mehr als 1½% steigen. Im Euroraum dürfte die Kerninflation von 1¼% im zweiten Halbjahr 2011 auf 1½% im zweiten Halbjahr 2012 anziehen. Es wird davon ausgegangen, dass die Deflation in Japan fortbestehen wird. Bei diesen Zahlen sind die durch die Anhebung der indirekten Steuern und höhere administrativ geregelte Preise bedingten Preisniveaueinstellungen mitberücksichtigt, die auch im Vereinigten Königreich und mehreren zur Peripherie des Euroraums zählenden Volkswirtschaften vorübergehend zu einem Anstieg der Kerninflationsrate führen (Kasten 1.5). Gewisse weitere Fortschritte dürften bei den Bemühungen erzielt werden, im Euroraum eine Wende im Vergleich zu den vergangenen Kosteninflationen herbeizuführen. Wenn in Griechenland, Irland und in Portugal zusätzliche strukturelle Maßnahmen zur Verbesserung des Wettbewerbsdrucks an den Produkt- und Arbeitsmärkten eingeführt würden, könnte dies den im Euroraum notwendigen Preisanpassungsprozess erleichtern.

Die Arbeitsmarktbedingungen werden sich wohl weiter verbessern

Das Tempo der Erholung hängt weiterhin von den Fortschritten ab, die bei der Beseitigung des Arbeitskräfteüberhangs an den Arbeitsmärkten erzielt werden. Die Lage am Arbeitsmarkt bessert sich mittlerweile etwas, und zum ersten Mal nach der Krise sind die Arbeitslosenquoten in der Mehrzahl der OECD-Länder nun stabil oder rückläufig. Auch die Erhebungsergebnisse zu den Einstellungsabsichten verbessern sich (Abb. 1.13), und die stärkere Arbeitsnachfrage wird nun, anders als im ersten Jahr der Erholung, nach und nach eher durch Neueinstellungen als durch eine Erhöhung der Zahl der geleisteten Arbeitsstunden befriedigt. Den Projektionen zufolge wird die Gesamtbeschäftigung im OECD-Raum in diesem Jahr um etwa 1% und 2012

Figure 1.12. The output gap and normalised capacity utilisation are diverging



1. Capacity utilisation has been normalised by subtracting the historical average and dividing by the standard deviation. Manufacturing sector for Japan and the euro area; all industries for the United States.
2. The output gap is an economy-wide measure. It has not been adjusted for the effect of extended unemployment benefit duration, which might reduce its absolute magnitude.

Source: OECD, Main Economic Indicators database; OECD Economic Outlook 89 database; and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433896>

um etwa 1¼% wachsen (Tabelle 1.4). Da in den meisten Ländern mit einem leichten Anstieg der Erwerbsquoten gerechnet wird, nachdem sich diese z.T. auf Grund der Schließung der Zugangspfade zur Frühverrentung in der jüngsten Vergangenheit besser behauptet hatten als in früheren Abschwungphasen, wird die OECD-weite Arbeitslosenquote den Projektionen zufolge bis Ende 2012 auf etwa 7% sinken (Abb. 1.14). Auch dann würde in den meisten großen OECD-Volkswirtschaften noch ein gewisser Arbeitskräfteüberhang fortbestehen, der dazu beiträgt, den Lohndruck selbst unter Berücksichtigung des Ausmaßes, in dem Faktoren wie höhere Langzeitarbeits-

Kasten 1.5 Auswirkungen indirekter Steuern und administrativ geregelter Preise auf die Inflation

In vielen OECD-Ländern haben Anhebungen der Mehrwertsteuer, anderer indirekter Steuern und administrativ geregelter Preise das Verbraucherpreisniveau und damit die Gesamtinflation sowie die Kerninflation erhöht.

Der Effekt einer Anhebung der indirekten Steuern und der administrativ geregelten Preise kann ganz erheblich sein. Zum Beispiel liegt der Anteil der der Mehrwertsteuer unterliegenden Güter und Dienstleistungen im Verbraucherpreisindex in den großen fortgeschrittenen OECD-Volkswirtschaften nahe 90% und der der administrativ geregelten Preise im Euroraum bei rd. 10%¹. Im Extremfall, d.h. wenn die Mehrwertsteuer auf alle Artikel des Verbraucherpreisindex zum Regelsatz erhoben und der MwSt.-Anstieg voll an die Preise weitergegeben wird, würde ein Anstieg des MwSt.-Satzes um 1 Prozentpunkt das Niveau des Verbraucherpreisindex je nach dem ursprünglichen Satz um 0,8% bis 1% erhöhen. In der Praxis könnten Hersteller und Vertriebsunternehmen ihre Margen reduzieren, um den Absatz zu sichern. Eine auf den Erfahrungen im Vereinigten Königreich basierende jüngere Studie setzt die Weitergabe einer Anhebung der indirekten Steuern kurzfristig mit 0,5 an (Bank of England, 2010, und OECD, 2011c). Ein Anstieg der administrativ geregelten Preise hat dagegen sofortige Effekte.

Jüngste amtliche Schätzungen in den OECD-Volkswirtschaften zeigen, dass derartige steuerliche Maßnahmen erhebliche Auswirkungen auf die Verbraucherpreise haben.

- In den Vereinigten Staaten bewirkte die Anhebung der Tabaksteuer im ersten Halbjahr 2009 einen Anstieg der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate um schätzungsweise 0,2 Prozentpunkte. Seither haben die mit Finanzschwierigkeiten konfrontierten nachgeordneten Verwaltungsebenen die indirekten Steuern angehoben, wobei die Umsatzsteuer in einigen Bundesstaaten um 1 oder 1¼ Prozentpunkte heraufgesetzt wurden, doch sind diese Schritte zu begrenzt, um nennenswerte Effekte auf die Inflation auf Bundesebene zu haben.
- Im Euroraum wurden von den Peripherieländern 2010 und 2011 Maßnahmen zur Anhebung des Mehrwertsteueraufkommens getroffen, wobei die derzeitige Zwölfmonats-Teuerungsrate nach dem HVPI dort um 0,4 Prozentpunkte höher liegt, als die zu konstanten Preisen gemessene Rate, die von Eurostat nach einer Methode berechnet wird, bei der der Steuersatz gegenüber dem Bezugszeitraum konstant gehalten wird (Abbildung in diesem Kasten). Wenn der Effekt des Anstiegs der indirekten Steuern auf die Kerninflation identisch war, würde sich der Anstieg der Kerninflation im Jahr bis Januar 2011 vollständig durch die Fiskalmaßnahmen erklären: Bei Ausklammerung der Steuern und administrativ geregelten Preise könnte die Kerninflationsrate in den ersten Monaten 2011 nahe ½% liegen. Unter Ausklammerung der Steuern würde das Niveau der Kernpreise (in Portugal) in etwa stabil bleiben oder (in Griechenland, Irland und Spanien) sinken². Im Januar 2011 wurde der MwSt.-Regelsatz in Portugal um 2 Prozentpunkte angehoben, und in Griechenland wurden zwei ermäßigte MwSt.-Sätze um 1 bzw. 2 Prozentpunkte erhöht³. Auf Grund des Gewichts Portugals und Griechenlands haben diese MwSt.-Anhebungen die Teuerungsrate nach dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum um schätzungsweise 0,1 Prozentpunkt erhöht.
- In Japan wurde der Effekt einer Anhebung der Tabaksteuer 2010 durch die Abschaffung der Studiengebühren an öffentlichen Hochschulen bei weitem kompensiert⁴.
- Im Vereinigten Königreich wurde der MwSt.-Regelsatz im Januar 2011 um 2½ Prozentpunkte angehoben, desgleichen im Jahr 2010, und der Verbraucherpreisanstieg im März 2011 war um 1,7 Prozentpunkte höher als bei der Bewertung der Verbraucherpreise bei konstantem Steuersatz.

Die administrativ geregelten Preise unterliegen überall dem Einfluss des durch die Erhöhung der regulierten Energie- und Transportpreise bedingten Rohstoffpreisanstiegs, doch lässt die in den Ländern mit EU/IWF-Rettungsprogrammen sogar noch höhere Inflationsrate der administrativ geregelten Preise vermuten, dass Maßnahmen zur Kostendeckung dort ein zusätzlicher Faktor sind.

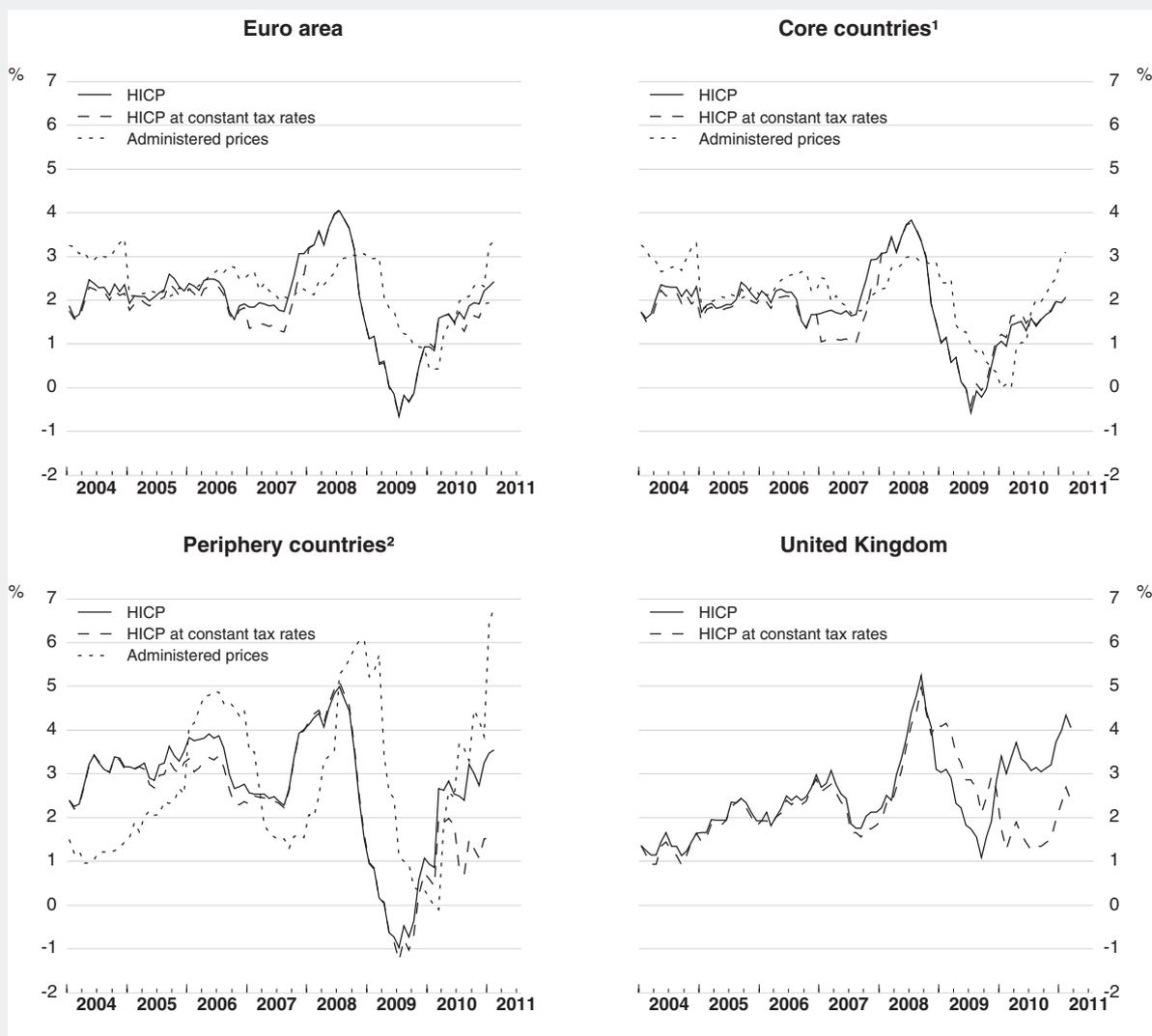
Bei der Beurteilung der Gesamtinflation muss berücksichtigt werden, dass die Effekte der Fiskalmaßnahmen auf die Jahresrate der Inflation in den meisten Fällen ein Jahr später wieder entfallen. Folglich hängt die Notwendigkeit einer geldpolitischen Straffung von dem Grad der Zweitrundeneffekte der Mehrwertsteueranhebung auf die Inflationserwartungen ab. Insbesondere könnten wiederholte Mehrwertsteueranhebungen dazu führen, dass die Inflationserwartungen steigen.

1. Diese Anteile beziehen sich auf Güter und Dienstleistungen, die gewöhnlich nicht von der Mehrwertsteuer ausgenommen sind. Indirekte Steuern werden auf einige der von MwSt.-Ausnahmen erfassten Güter und Dienstleistungen erhoben, nicht aber auf einige andere Artikel, für die keine Ausnahmen gelten. Wegen näherer Einzelheiten vgl. OECD (2008b).

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Inflation in European countries



Note: HICP refers to the harmonised index of consumer prices.

1. Core countries include Germany, France and Italy.

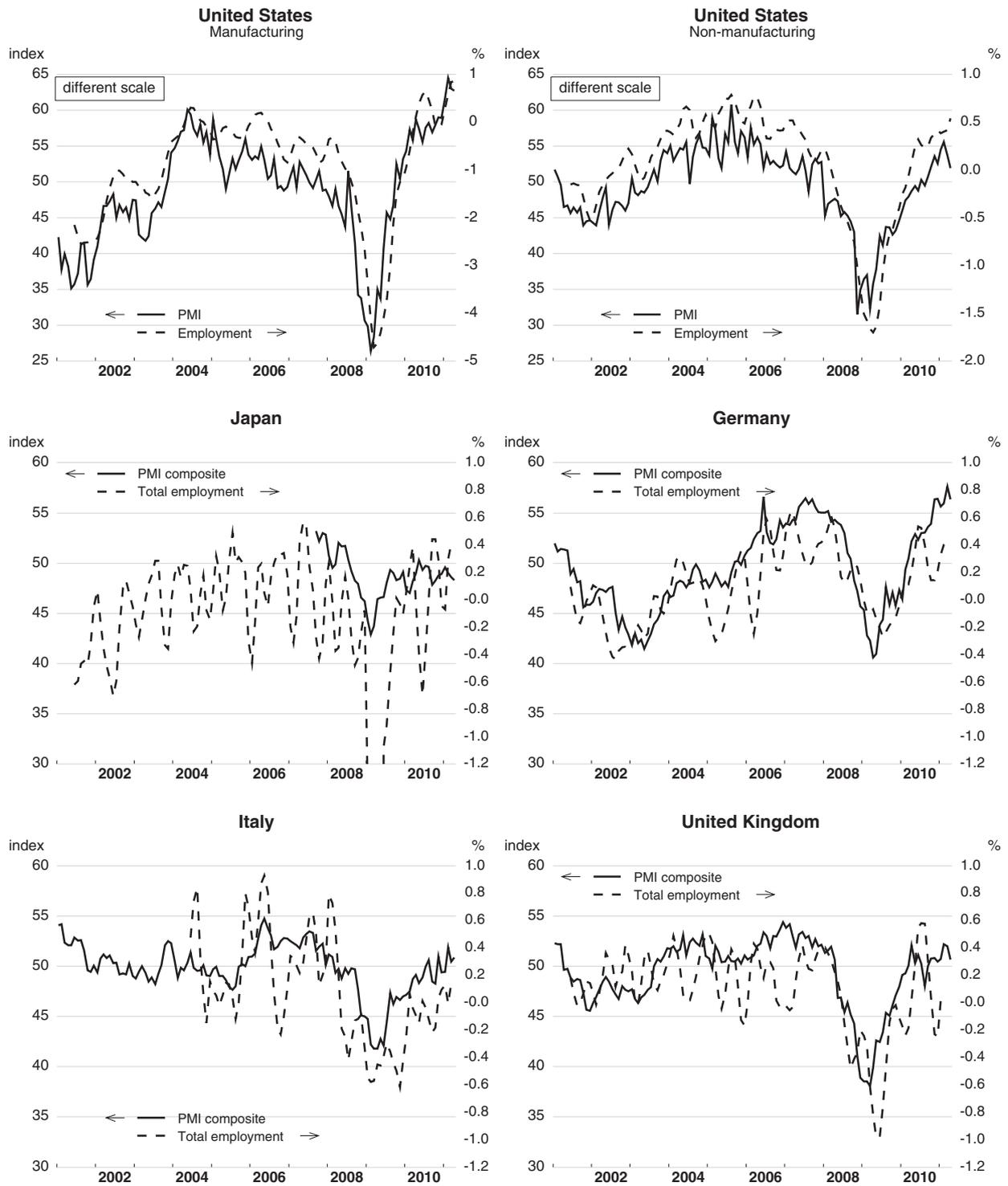
2. Periphery countries include Greece, Portugal and Spain and do not include Ireland for which HICP at constant tax rates is not published.

Source: Eurostat; United Kingdom Office for National Statistics.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932433915>

- In Griechenland verharrt die jährliche Inflationsrate auf hohem Niveau, was weitgehend durch eine Erhöhung des MwSt.-Regelsatzes um 4 Prozentpunkte im Jahr 2010 bedingt ist, die Teuerungsrate des HVPI zu konstanten Preisen zeigt jedoch, dass die Wirtschaft de facto in die Deflation geraten ist. In Spanien und Portugal liegen die Gesamtinflationsraten um etwa 1 Prozentpunkt höher als bei der Bewertung zu konstanten Preisen, was auf eine Anhebung des MwSt.-Regelsatzes um 2 bzw. 3 Prozentpunkte seit 2010 zurückzuführen ist.
- Die MwSt.-Sätze wurden im Januar 2011 auch in anderen europäischen Ländern wie z.B. der Schweiz, Polen und der Slowakischen Republik angehoben.
- Die Steueranhebung, die mit zugelassenen Preissteigerungen einherging, erhöhte den Tabakpreis um über 30%.

Figure 1.13. The PMI employment index and private employment growth



Source: Markit; Bureau of Labour Statistics; BEA; and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433934>

Table 1.4. **Labour market conditions will improve slowly**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Percentage change from previous period						
Employment						
United States	1.1	-0.5	-3.8	-0.6	0.9	1.9
Euro area	1.8	1.0	-1.8	-0.5	0.3	0.7
Japan	0.5	-0.4	-1.6	-0.4	0.0	-0.2
OECD	1.5	0.6	-1.8	0.3	0.9	1.2
Labour force						
United States	1.1	0.8	-0.1	-0.2	-0.1	0.9
Euro area	0.9	1.0	0.2	0.1	0.1	0.2
Japan	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4
OECD	1.0	1.0	0.5	0.5	0.4	0.6
Unemployment rate						
Per cent of labour force						
United States	4.6	5.8	9.3	9.6	8.8	7.9
Euro area	7.4	7.4	9.4	9.9	9.7	9.3
Japan	3.8	4.0	5.1	5.1	4.8	4.6
OECD	5.7	6.0	8.2	8.3	7.9	7.4

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434181>

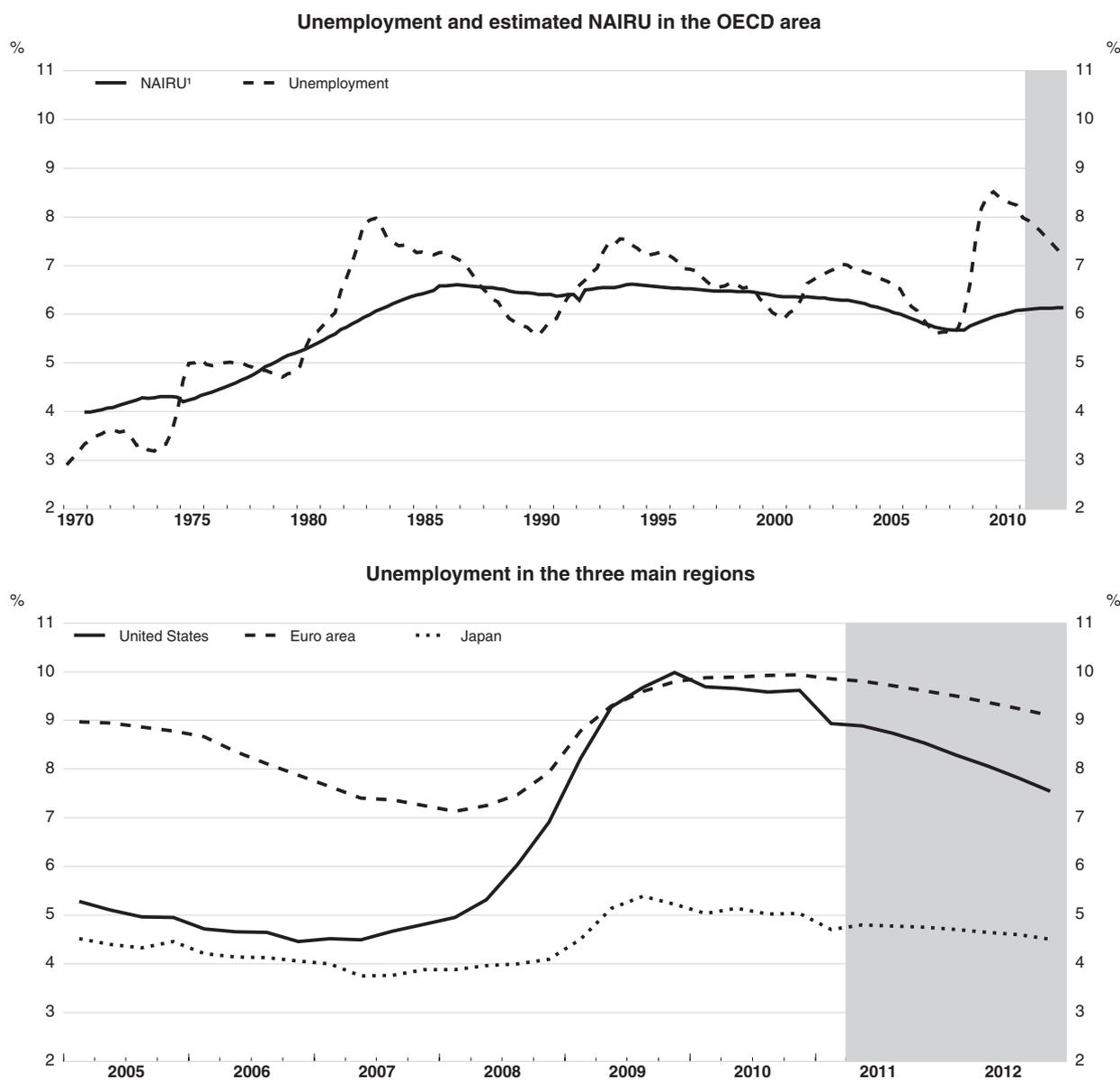
losigkeit und die Verlängerung der Bezugsdauer von Arbeitslosenunterstützungsleistungen die natürliche Arbeitslosenquote in einigen Ländern in die Höhe getrieben haben, in Grenzen zu halten (Guichard und Rusticelli, 2010; Weidner und Williams, 2011). Deutschland ist eine auffällige Ausnahme. Hier liegt die Arbeitslosenquote u.a. dank früherer Arbeitsmarktreformen und der durch die Einrichtung von Arbeitszeitkonten bei Kurzarbeit gewonnenen Flexibilität bereits deutlich unter dem Vorkrisenniveau und wird im Projektionszeitraum voraussichtlich um einen weiteren Prozentpunkt sinken. Die zunehmende Anspannung an den deutschen Arbeitsmärkten deutet darauf hin, dass sich der Lohndruck über den Projektionszeitraum hinaus weiter verstärken könnte. In den Vereinigten Staaten wird die Arbeitslosenquote den Projektionen zufolge ebenfalls relativ stark zurückgehen, was durch das stärkere Beschäftigungswachstum und den Effekt der unterstellten schrittweisen Reduzierung der Höchstdauer des Leistungsanspruchs bis Ende 2012 bedingt ist.

Der Arbeitsmarktstrukturpolitik kommt eine wichtige Rolle zu

Die Arbeitsmarktstrukturpolitik spielt bei der Bewältigung der Aufgabe, die strukturelle Verfestigung der konjunkturell bedingten Arbeitslosigkeit so gering wie möglich zu halten, eine wichtige Rolle. Anders als in früheren Abschwung- und Aufschwungphasen ist diese Thematik nun auch in den Vereinigten Staaten zu einem Anliegen geworden, wo bei der Abgangsquote aus der Arbeitslosigkeit über einen langen Zeitraum ein Abwärtstrend beobachtet wurde und die mittlere Dauer der Arbeitslosigkeit auf historisch hohem Niveau verharret, was sich daran zeigt, dass etwa 44% der Arbeitslosen seit 27 Wochen oder mehr nicht erwerbstätig sind. Reformen, die dazu beitragen könnten, das Beschäftigungswachstum auf kurze Sicht anzukurbeln und die Beschäftigungskosten der Rezession auf ein Mindestmaß zu reduzieren, werden im Einzelnen in Kapitel 5 erörtert. Sie umfassen: Maßnahmen zur Stärkung der öffentlichen Arbeitsverwaltung sowie Aus- und Weiterbildungs-

Figure 1.14. **Unemployment rates are now declining**

Percentage of labour force



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

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433953>

angebote, um den Matching- bzw. Ausgleichsprozess zwischen Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage zu verbessern; Neuaustarierung des Beschäftigungsschutzes zu Gunsten weniger strenger Kündigungsschutzbestimmungen für regulär Beschäftigte, aber mehr Schutz für Zeitarbeitskräfte sowie eine vorübergehende Senkung der Besteuerung des Faktors Arbeit, wo dies durch sehr zielgerichtete marginale Beschäftigungssubventionen (bei Neueinstellun-

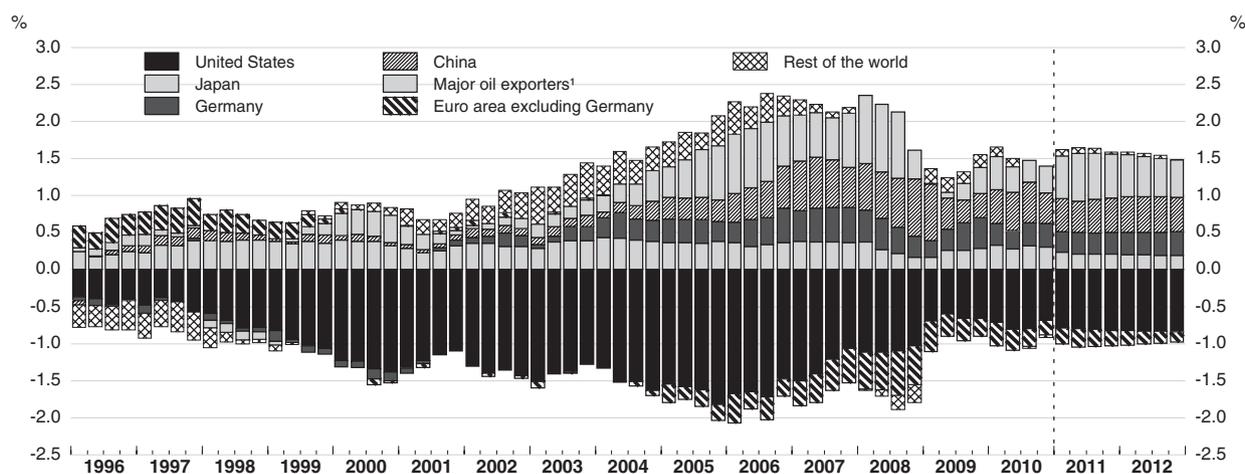
gen, wodurch die Nettobeschäftigung steigt) statt durch eine allgemeine Senkung der lohnbezogenen Abgaben erreicht werden kann. Reformen zur Stärkung des Wettbewerbs in Bereichen, in denen ein starkes Potenzial für neues Beschäftigungswachstum besteht, wie im Einzelhandel und bei den freiberuflichen Dienstleistungen, könnten die Arbeitsmarktergebnisse ebenfalls relativ rasch verbessern.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte bleiben hoch ...

Nach einer erheblichen Verringerung während der Krise wird davon ausgegangen, dass die globalen Ungleichgewichte im Verlauf des Projektionszeitraums im Großen und Ganzen stabil bleiben (Abb. 1.15, Tabelle 1.5). Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten wird sich voraussichtlich nur um etwas über ½% des BIP ausweiten, und für den Euroraum insgesamt wird ein Umschwung zu einem kleinen Leistungsbilanzüberschuss projiziert, bei anhaltenden Fortschritten zur Reduzierung der Handelsungleichgewichte innerhalb des Euroraums. Der Leistungsbilanzüberschuss Chinas dürfte den Projektionen zufolge etwa 4½% des BIP betragen und damit weit unter früheren Höchstständen liegen, wobei negative Terms-of-Trade-Effekte und eine moderatere Verbesserung der Exportleistung dazu beitragen, den Überschuss niedriger zu halten als in der jüngsten Vergangenheit. Allerdings bleiben die globalen Ungleichgewichte angesichts des projizierten starken Anstiegs der Leistungsbilanzüberschüsse in den ölfördernden Nicht-OECD-Ländern mit hoher Sparquote unter dem Einfluss des hohen Ölpreisniveaus erheblich. Infolgedessen wird das Recycling der Öleinnahmen zwar zunehmen, doch dürfte es nicht ausreichend sein, um den Überschuss in diesen Leistungsbilanzen signifikant zu verringern. Ein Großteil der zusätzlich erwirtschafteten Einnahmen wird voraussichtlich gespart,

Figure 1.15. **Global imbalances remain elevated**

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, Saudi Arabia, United Arab Emirates, Yemen, Ecuador, Trinidad and Tobago, Venezuela, Algeria, Angola, Chad, Rep. of Congo, Equatorial Guinea, Gabon, Nigeria and Sudan.

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433972>

Table 1.5. **World trade remains robust and imbalances remain elevated**

	2008	2009	2010	2011	2012
Goods and services trade volume					
Percentage change from previous period					
World trade¹	3.1	-10.8	12.5	8.1	8.4
<i>of which:</i> OECD	1.2	-12.2	11.3	6.9	7.5
OECD America	0.8	-12.8	13.1	6.5	8.6
OECD Asia-Pacific	3.3	-12.7	15.3	6.7	9.3
OECD Europe	1.0	-11.8	9.7	7.1	6.6
China	6.5	-4.0	24.8	10.4	12.2
Other industrialised Asia ²	6.7	-9.7	16.6	9.6	9.4
Russia	7.0	-17.2	14.6	11.8	8.2
Brazil	7.8	-10.9	24.4	15.6	12.7
Other oil producers	8.7	-3.6	1.5	9.8	10.1
Rest of the world	7.3	-10.6	8.5	11.8	7.0
OECD exports	2.0	-11.7	11.3	7.5	7.7
OECD imports	0.5	-12.5	11.1	6.3	7.3
Trade prices³					
OECD exports	9.0	-9.1	2.7	10.3	2.2
OECD imports	11.1	-11.2	3.9	11.7	2.2
Non-OECD exports	14.7	-13.7	10.9	15.4	2.7
Non-OECD imports	12.0	-9.8	10.1	11.8	2.4
Current account balances					
Per cent of GDP					
United States	-4.7	-2.7	-3.2	-3.7	-4.0
Japan	3.3	2.8	3.6	2.6	2.5
Euro area	-0.7	0.0	0.2	0.3	0.8
OECD	-1.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
China	9.1	5.2	5.2	4.5	4.4
\$ billion					
United States	-669	-378	-470	-568	-631
Japan	158	143	195	152	151
Euro area	-97	9	21	42	107
OECD	-660	-197	-252	-347	-365
China	412	261	305	318	362
Other industrialised Asia ²	89	137	109	120	137
Russia	104	49	71	133	130
Brazil	-28	-24	-48	-47	-58
Other oil producers	484	99	226	429	406
Rest of the world	-194	-86	-106	-186	-195
Non-OECD	867	434	558	765	782
World	207	237	306	419	416

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 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434200>

wie dies für Länder, deren Ölreserven sich nach und nach erschöpfen, angemessen ist. Diese Ersparnisbildung bleibt wahrscheinlich über den kurzfristigen Zeithorizont hinaus sehr relevant, da die Ölpreise voraussichtlich in dem Maße anziehen werden, wie dieser Rohstoff knapper wird.

**... könnten durch
Strukturreformen aber
verringert werden**

Für weitere Reduzierungen der Ungleichgewichte werden wahrscheinlich Wechselkursflexibilität sowie Strukturreformen und fiskalische Anpassungen erforderlich sein. Strukturreformen könnten infolge ihrer Auswirkungen auf Ersparnis und Investitionen auf mittlere Sicht nützlich sein, um die Grunddeterminanten der globalen Ungleichgewichte anzugehen (OECD, 2011a). Insbesondere Maßnahmen zur Ankerbelug der Investitionen in Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschuss durch eine Reduzierung der Produktmarktregulierung in geschützten Sektoren könnten zusammen mit Maßnahmen zur Verbesserung der sozialen Sicherungssysteme und Liberalisierung der Finanzmärkte (bei gleichzeitiger Gewährleistung einer angemessenen prudenziellen Aufsicht) in Nicht-OECD-Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschuss die globalen Ungleichgewichte in den kommenden Jahren verringern helfen⁴. Analog hierzu könnten Steigerungen der Produkt- und Arbeitsmarktflexibilität in den Ländern des Euroraums mit Leistungsbilanzdefizit die notwendige Anpassung des realen Wechselkurses und der internen Ressourcenallokation in diesen Ländern überdies erleichtern (Barnes, 2010). Auch die Haushaltskonsolidierung könnte umfangreiche Reduzierungen sowohl der globalen, als auch der innerhalb des Euroraums bestehenden Ungleichgewichte bewirken, wobei der Konsolidierungsbedarf in OECD-Ländern mit Leistungsbilanzdefizit generell größer ist als in Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss.

Risiken

Die Risiken bleiben hoch

Die Projektionen sind nach wie vor mit erheblichen und zahlreichen Unsicherheitsfaktoren behaftet, selbst wenn die Abwärtsrisiken einer weitverbreiteten Konjunkturschwäche im privaten Sektor nach dem Auslaufen der fiskalischen Stützungsmaßnahmen und einer möglichen Deflation inzwischen nachgelassen haben. In positiver Hinsicht sind die Risiken weitgehend ökonomischer Natur und stellen endogene Komponenten des Expansionstempos dar. Demgegenüber sind die Abwärtsrisiken vielfältiger, es handelt sich dabei entweder um Faktoren, die durch das Erholungstempo bedingt sind oder Risiken, die sich aus der Möglichkeit des Eintretens besonderer Ereignisse ergeben, die zu einer erneuten Konjunkturschwäche führen könnten. Schließlich sind einige der identifizierten Risiken zweiseitig. So können beispielsweise die Ölpreise im Projektionszeitraum steigen oder fallen, und die durch die Staatsverschuldung im Euroraum bestehenden Spannungen können rascher zunehmen oder rascher schwinden als erwartet. Und obwohl das Erdbeben in Japan und seine Folgen kurzfristig ein negatives Risiko darstellen, könnten weitere Wiederaufbaupakete die Konjunkturbelebung beschleunigen.

4. Eine Szenarienanalyse deutet darauf hin, dass die zur Stabilisierung der Staatsschuldenquoten in den OECD-Ländern bis zum Jahr 2025 erforderliche Straffung der Fiskalpolitik den Umfang der globalen Ungleichgewichte – gemessen als die BIP-gewichtete Summe der absoluten Lücken zwischen Ersparnis und Investitionen der einzelnen Länder im Verhältnis zu ihrem BIP – um fast ein Sechstel verringern würde. Wenn Japan, Deutschland und China außerdem ihre Produktmärkte deregulieren würden, indem sie das Niveau ihrer gesamtwirtschaftlichen Produktmarktregulierung an die beste Praxis im OECD-Raum angleichen, und wenn China seine öffentlichen Gesundheitsausgaben (auf fiskalisch neutrale Weise) um 2 Prozentpunkte des BIP erhöhen und seine Finanzmärkte liberalisieren würde, könnten die globalen Ungleichgewichte doppelt so stark zurückgehen (OECD, 2011a). In diesem Szenario ist auch eine erhebliche Wechselkursveränderung berücksichtigt.

Zu den Aufwärtsrisiken gehört die Möglichkeit, dass ...

... der Aufschwung eine größere Dynamik entfaltet ...

Zu den wichtigsten positiven Risiken zählen derzeit:

- Die Möglichkeit, dass sich die Endnachfrage im privaten Sektor dynamischer erholt als in den Projektionen unterstellt, vor allem wenn sich das Konsum- und Geschäftsklima im Zuge der fortschreitenden Erholung weiter aufhellen und die anhaltende Ungewissheit über die Dauer und Tragfähigkeit des Aufschwungs weiter schwinden sollte. Insbesondere nach einer Periode der Zurückhaltung könnten die Käufe von Gebrauchsgütern, vor allem von Pkw, den Trend übertreffen, sobald sich das Vertrauen der privaten Haushalte wieder festigt. Ferner ist Spielraum für eine stärkere Expansion der Unternehmensinvestitionen vorhanden als in den zentralen Projektionen unterstellt.

... und die Struktur-reformen kurzfristige Vorteile bringen

- Wenngleich seit Beginn des Aufschwungs relativ wenige wachstumsfreundliche Strukturreformen in Angriff genommen wurden, ist es weiterhin so, dass die Umsetzung derartiger Maßnahmen, wie in OECD (2011a) empfohlen, dem Aufschwung auf kurze Sicht auch Impulse verleihen könnte. Dies könnte der Fall sein, wenn die zukünftigen positiven Effekte neuer Reformen auf die Konjunktur und die Staatsschuldenquoten in einer vorausschauenden Vermögenspreisbewertung berücksichtigt würden, was zur Stärkung der Bilanzen und Stützung der Gesamtnachfrage beitragen würde, oder wenn die Reformen einer Verbesserung der kurzfristigen Arbeitsmarktergebnisse Vorschub leisten. Strukturreformen zur Verstärkung des Wettbewerbs an den Produktmärkten und Vertiefung der Finanzmärkte würden auch die Wachstumsaussichten in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften aufhellen.

Zu den Abwärtsrisiken zählen im Wesentlichen ...

Die Projektionen sind mit einem breiten Spektrum an Unsicherheitsmomenten behaftet. Einige dieser Risiken gelten für alle Volkswirtschaften, andere wiederum speziell für den Euroraum. Gegenwärtig bestehen u.a. folgende zentrale Abwärtsrisiken:

... weitere Erhöhungen der Ölpreise ...

- Eine Ausweitung der politischen Instabilität in der MENA-Region könnte die Ölpreise weiter erheblich in die Höhe treiben. Wie frühere Episoden, so z.B. der erste Golfkrieg 1990-1991, gezeigt haben, können instabile Verhältnisse in einem wichtigen Ölförderland rasch zu einem starken Anstieg der Ölpreise führen, zumal die kurzfristige Preiselastizität von Angebot und Nachfrage bei Öl gering ist und der Kapazitätsüberhang rasch schrumpfen kann. Das würde die negativen Effekte der jüngsten Ölpreishausse auf Einkommen und Nachfrage (wie oben erörtert) bei gleichzeitiger Intensivierung des Aufwärtsdrucks auf die Gesamtinflation verstärken. Die erhöhte geopolitische Ungewissheit könnte diese negativen Risiken noch verstärken und zu einem generellen Rückgang der Risikofreude an den Finanzmärkten führen. Höhere Ölpreise würden die globalen Ungleichgewichte ferner stärker ausweiten, indem sie die bereits hohen Leistungsbilanzüberschüsse ölproduzierender Volkswirtschaften mit hohen Sparquoten erhöhen und durch die Veränderung des Ex-ante-Gleichgewichts zwischen globalen Ersparnissen und Investitionen möglicherweise einen Abwärtsdruck auf die realen Zinssätze ausüben.

**... ein verzögerter
Aufschwung in Japan ...**

- In Japan kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die negativen Konsequenzen des Erdbebens und seiner Folgen als gravierender und länger andauernd herausstellen als zunächst erwartet, vor allem wenn die Stromknappheit und Unterbrechungen der Versorgungskette anhalten. Dies würde das Konsum- und Geschäftsklima voraussichtlich weiter eintrüben und sich negativ auf die Inlandsnachfrage auswirken sowie ferner die weltweite Wirtschaftstätigkeit etwas dämpfen, vor allem für Hersteller im Ausland, die auf spezifische Inputs aus Japan angewiesen sind, welche nicht aus anderen Ländern bezogen werden können.

**... und eine stärkere
Konjunkturverlang-
samung in China**

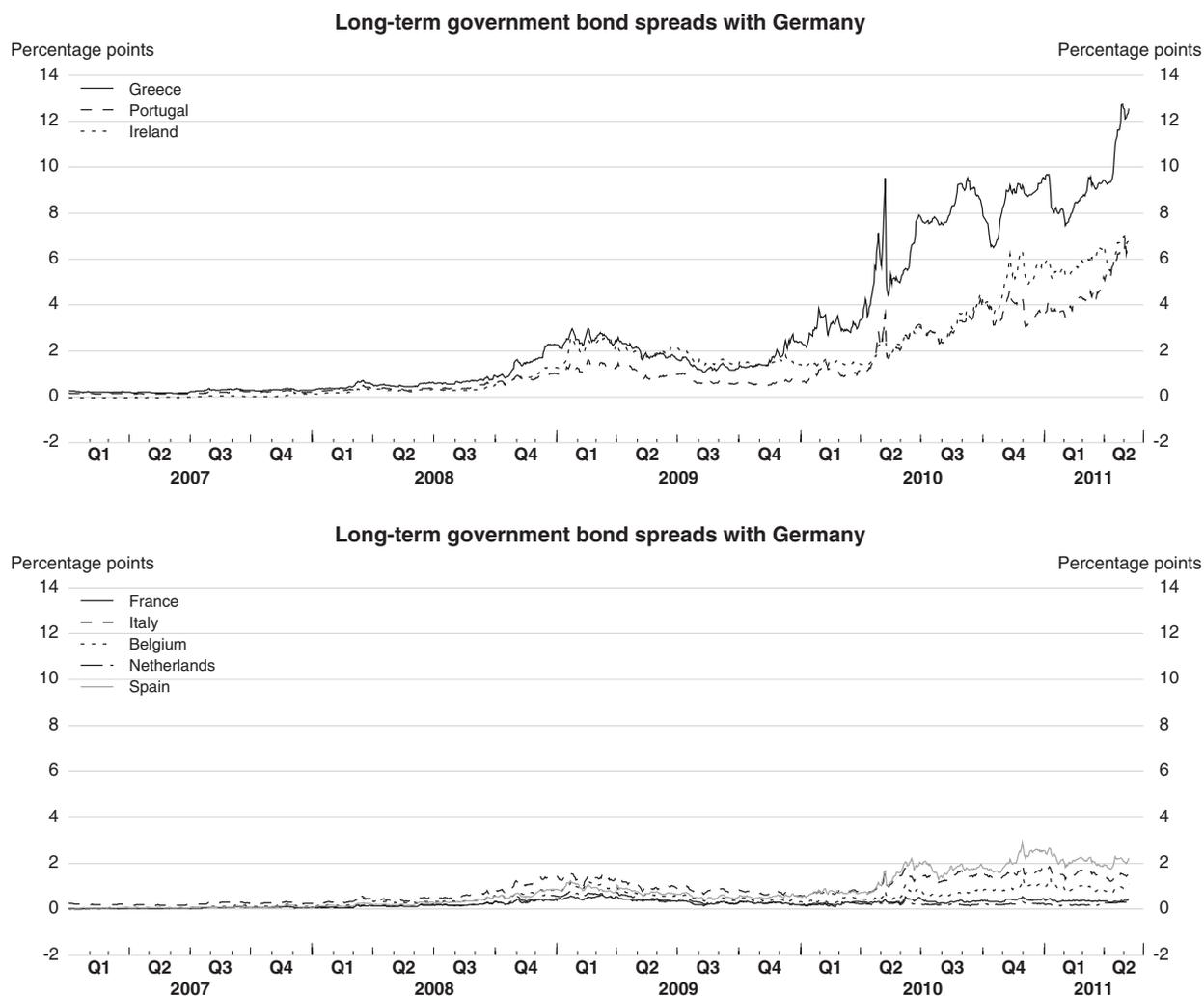
- In China besteht das Risiko, dass die durch die anziehende Inflation und den raschen Vermögenspreisanstieg ausgelösten Politikaktionen eine über Erwarten starke Konjunkturverlangsamung zur Folge haben. Auf kurze Sicht könnte sich die Konjunktur drastisch abschwächen, wenn sich herausstellen sollte, dass die im vergangenen Jahr vorgenommene Straffung der geldpolitischen Zügel stärker ausgefallen ist, als zur Eindämmung des Preisdrucks notwendig gewesen wäre. Alternativ hierzu gilt aber auch, dass sich der Inflationsdruck bei unzureichender Straffung in der Vergangenheit wahrscheinlich weiter verstärken wird, was letztlich zusätzliche einschneidende Politikaktionen erforderlich machen würde und mit der Gefahr eines mittelfristig sehr viel stärkeren Konjunkturabschwungs verbunden wäre.

**Risiken im Finanzbereich
könnten durch die hohe
Staatsverschuldung im
Euroraum ...**

- Hohe Risiken im Finanzbereich bestehen vor allem in Europa fort. Die Risikospreads von Staatsanleihen gegenüber Deutschland bleiben in den Ländern des Euroraums, für die EU/IWF-Rettungsprogramme bestehen (Griechenland, Irland und Portugal; Abb. 1.16 und Kasten 1.4), hoch und bestehen auch in einigen größeren Ländern (Belgien, Italien, und Spanien) fort, wenn auch in geringerem Ausmaß. Die Besorgnis über den Wert von Staatsanleihen ist eng mit Befürchtungen in Bezug auf die Zahlungsfähigkeit der Banken verbunden, was sich aus dem starken Engagement vieler europäischer Banken in Staatsanleihen, den de jure oder de facto von den Regierungen eingegangenen Verpflichtungen zur Unterstützung der Banken und dem Fehler einer klaren EU-Infrastruktur für den Fall der Zahlungsunfähigkeit von Banken und Staaten erklärt. Sollte es zu einer ungeordneten Schuldenumstrukturierung kommen, könnte ein Übergreifen der Effekte auf den Kern des europäischen Finanzsystems nicht ausgeschlossen werden, was negative Effekte auf die Konjunktur und eine weltweit erhöhte Risikoaversion zur Folge hätte (Blundell-Wignall und Slovik, 2010). In diesem Fall könnte es auch in den Kernländern zu negativen Effekten auf die Fiskalpolitik kommen, sofern weitere Unterstützung für das Bankensystem erforderlich ist, sowie zu einer Erschütterung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, da wahrscheinlich auch die Bilanz der EZB einer ähnlich hohen Belastung ausgesetzt wäre.

**... und in den Vereinigten
Staaten und Japan ...**

- Auch die unklare Finanzlage in den Vereinigten Staaten und Japan gibt weiterhin Anlass zur Besorgnis. In beiden Ländern ist die Haushaltskonsolidierung angesichts der hohen und steigenden öffentlichen Verschuldung unbedingt erforderlich. In den Vereinigten Staaten machen politische Probleme die Finanzpolitik nahezu unvorhersehbar. Auf kurze

Figure 1.16. **Sovereign spreads remain very high for peripheral euro area countries**

Source: Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932433991>

Sicht könnte die Erholung im Fall einer zu abrupten Umsetzung von Konsolidierungsmaßnahmen gefährdet werden. In Japan herrscht in der Fiskalpolitik auf kurze Sicht Ungewissheit hinsichtlich des Umfangs, des Zeitplans und der Finanzierung der Wiederaufbaukosten; wo ein fehlender politischer Konsens über die Anwendung von spezifischen Maßnahmen, die es einzusetzen gilt, um die Zielsetzungen des mittelfristigen Konsolidierungsplans zu erreichen, ein weiterer Unsicherheitsfaktor ist. Sollten sich zusätzliche Wiederaufbaupakete zur Stützung der Wirtschaft als notwendig erweisen, müssten diese mit klaren und detaillierten Informationen über die Maßnahmen einhergehen, die im Rahmen der mittelfristigen Konsolidierungspläne eingesetzt werden sollen.

... sowie durch erneute Schwächetendenzen an den Wohnimmobilienmärkten ...

- Ein anhaltendes Abwärtsrisiko geht vom starken Engagement vieler Banken an den durch eine andauernde Preisschwäche und einen Angebotsüberhang gekennzeichneten Wohnimmobilienmärkten sowie am anderen Ende an Märkten aus, auf denen die Preise nahezu ihren Höchststand erreicht haben dürften⁵. In den Vereinigten Staaten haben die Preise für durch Wohnhypotheken besicherte Wertpapiere dem erneuten Rückgang der US-Immobilienpreise bisher standgehalten, doch kann die Gefahr einer starken Korrektur nicht von der Hand gewiesen werden, wenn sich die Flaute am US-Immobilienmarkt vertiefen und verfestigen sollte. In anderen Ländern, wie Kanada, Frankreich und Schweden, in denen die Wohnimmobilienpreise im Kontext des sehr niedrigen Zinsniveaus rasch gestiegen sind und das Verhältnis Wohnimmobilienpreise/Mieten im Vergleich zu den historischen Normwerten sehr hoch ist, besteht ein gewisses Risiko einer deutlichen Preiskorrektur (Kasten 1.6). Wenngleich diese Möglichkeit einer Preiskorrektur die Stabilität des Bankensektors auf kurze Sicht nicht unbedingt gefährdet, vor allem wenn prudenzielle Maßnahmen effektiv angewendet werden, besteht weiterhin die Gefahr, dass sie letztlich zu stark negativen Bilanzeffekten und Stress im Bankensektor führt.

... und an den Gewerbeimmobilienmärkten entstehen

- Dem Engagement des Bankensektors an den Gewerbeimmobilienmärkten gilt ebenfalls nach wie vor große Aufmerksamkeit, insbesondere im Euroraum und im Vereinigten Königreich. Wie im Finanzstabilitätsbericht der EZB von Dezember und dem *Financial Stability Report* der Bank von England festgehalten wurde, übersteigt bei einem beachtlichen Anteil der Gewerbeimmobilien der Hypothekenwert den Immobilienwert (*negative equity*), was für den Bankensektor ein kontinuierliches Risiko möglicher Verluste bedeutet.

Die Interaktion verschiedener Abwärtsrisiken könnte sich als besonders kostspielig erweisen

Die Abwärtsrisiken sind nicht völlig voneinander unabhängig. In der Tat könnte ihre Interaktion in den OECD-Ländern eine Art leichter Stagflation entstehen lassen, wenn weitere, durch negative angebotsseitige Schocks bedingte Erhöhungen der Gesamtinflation dazu führen würden, dass die Inflationserwartungen ihre Verankerung verlieren und die Konjunktur für einen längeren Zeitraum dämpfen. Beispielsweise könnten die Inflationserwartungen bei weiteren zusätzlichen Erhöhungen der Ölpreise zunehmen, wobei der damit einhergehende Anstieg der Zinssätze die Stabilität des Bankensektors und der öffentlichen Finanzen gefährden könnte. In einem derartigen Szenario würde das Produktionswachstum schwächer ausfallen als erwartet und höchstwahrscheinlich deutlich unter der Trendrate liegen, während die Inflation deutlich über dem Inflationsziel der Währungsbehörden liegen würde. Für konventionelle makroökonomische Maßnahmen könnte es sich als problematisch erweisen, unter solchen Umständen wesentliche Stützung zu bieten.

5. Zu Beginn der Krise entfielen auf ausländische Banken 29% der verbrieften US-Hypothekenkredite, die den normalen Bonitäts- oder Dokumentationsanforderungen nicht genügen (Beltran et al., 2008).

Kasten 1.6 **Höchst- und Tiefstände bei den realen Wohnimmobilienpreisen**

Vor der Finanzkrise ergaben OECD-Arbeiten (Kasten 1.3 im *Wirtschaftsausblick* 79; van den Noord, 2006), dass die Anfälligkeit der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber Veränderungen im finanziellen und wirtschaftlichen Umfeld an mehreren Wohnimmobilienmärkten im OECD-Raum zugenommen hatte und die Gefahr eines sich anschließenden Abschwungs immer realistischer wurde, was sich als zutreffend herausstellte. Nachdem nun an vielen, wenn auch nicht allen, Wohnimmobilienmärkten mittlerweile Korrekturen vorgenommen wurden und die Preise in einigen Ländern in dem von niedrigen Zinsen geprägten Umfeld rasch gestiegen sind, ist die Frage, ob sich die Preise nun nahe an einem weiteren Wendepunkt befinden, erneut von großem Politikinteresse. Für Länder, in denen die Preiskorrekturen noch im Gange sind, ist es hilfreich zu untersuchen, ob der Korrekturprozess ein Ende findet und ein Aufschwung einsetzen wird. Für Länder, in denen die Korrekturen abgeschlossen sind, oder in denen sich diese nicht konkretisiert haben, ist es sinnvoll zu untersuchen, wann ein (nächster) Höchststand erreicht wird.

Zur Untersuchung dieser Frage wurden als eine Möglichkeit auf der Grundlage von Daten aus 20 OECD-Ländern getrennte Probit-Modelle geschätzt, um Aufschluss über mögliche Höchst- und Tiefstände bei den realen Wohnimmobilienpreisen in den Jahren 2011 und 2012 zu geben (Rousova und van den Noord, 2011). Die hier verwendete Definition von Höchst- und Tiefständen ist in der Anmerkung zur Begleittabelle dargelegt. Die in den Modellen verwendeten Erklärungsvariablen umfassen die geschätzte Lücke zwischen den tatsächlichen und den tendenziellen realen Wohnimmobilienpreisen, das Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise in der jüngsten Vergangenheit, die Zahl der Höchststände bei den Wohnimmobilienpreisen in anderen OECD-Ländern, den Zinssatz, die Inflation, die Wohnungsbauminvestitionen und die Abweichung der Arbeitslosenquote von ihrem langfristigen Gleichgewichtsniveau (*unemployment gap*).

Zur Ermittlung der Prognosen wurden zwei unterschiedliche Szenarien unterstellt. Im ersten Fall (Szenario 1) wird davon ausgegangen, dass die realen Wohnimmobilienpreise seit dem letzten beobachteten Quartal konstant sind (vgl. Haupttext, Tabelle 1.2). Im zweiten Fall (Szenario 2) wird unterstellt, dass die realen Wohnimmobilienpreise im Projektionszeitraum entweder um 10% anziehen oder um 10% fallen werden – je nachdem ob die Preise bis zum letzten beobachteten Quartal gestiegen oder gesunken sind. Der Verlaufspfad der wichtigsten, in diesem Modell verwendeten Erklärungsvariablen steht mit den Projektionen im vorliegenden *Wirtschaftsausblick* im Einklang.

Die wichtigsten Ergebnisse dieser Analysen sind nachstehend zusammengefasst (vgl. auch die Tabelle). Das Spektrum der angewandten Szenarien bietet einige Anhaltspunkte bezüglich der Robustheit der Schlussfolgerungen, obwohl es bei dieser Art von Modellen auch Fehlalarme geben kann (Crespo Cuaresma, 2010). Die wichtigsten Ergebnisse lauten:

- Zu den Ländern, in denen die realen Wohnimmobilienpreise im Vorfeld der Finanzkrise einen Höchststand erreicht hatten und seither rückläufig sind, zählen Dänemark, Griechenland, Irland, Italien, Korea, die Niederlande, Neuseeland, Spanien, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Von diesen wird in Griechenland, Irland und Spanien 2011 oder 2012 in beiden Szenarien ein Tiefstand erwartet. In den beiden Ländern des Euroraums, für die Rettungsprogramme bestehen, hängt dieses Ergebnis z.T. von dem in den zentralen Projektionen unterstellten Rückgang der Spreads bei den Anleiherenditen ab (vgl. Kasten 1.3). Ohne diesen Rückgang würden die Tiefstände erst nach dem Ende des Projektionszeitraums erwartet. Für die Vereinigten Staaten wird nur in Szenario 2 ein Tiefstand bei den realen Wohnimmobilienpreisen vorhergesagt.
- Länder, die eine noch nicht beendete Aufwärtsbewegung der realen Wohnimmobilienpreise verzeichnen, sind Australien, Belgien, Kanada, Finnland, Frankreich, Norwegen, Schweden und die Schweiz. Für Schweden wird in beiden Szenarien damit gerechnet, dass die realen Preise 2011 oder 2012 einen Höchststand erreichen werden. Unter den anderen Ländern der Gruppe wird in Australien, Belgien, Kanada, Frankreich und Norwegen nur in Szenario 2 ein Höchststand signalisiert.
- In zwei Ländern – Japan und Deutschland – sind die realen Wohnimmobilienpreise seit langem rückläufig. Im Fall Japans ist die Wahrscheinlichkeit sehr groß, dass die realen Wohnimmobilienpreise schließlich in Szenario 2 einen Tiefstand erreichen. Für Deutschland deutet die Analyse in keinem Szenario auf das Erreichen eines Tiefstands hin, obwohl die Preise seit 2008 leicht anziehen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Predicted real house price peaks and troughs in 2011-12

Summary of analytical results

	Consistent signal across scenarios	Signal of trough / peak in one scenario only
Predicted troughs in 2011 and/or 2012	United States Greece Ireland Spain	Denmark Italy Japan Korea New Zealand
Predicted peaks in 2011 and/or 2012	Sweden	Australia Belgium Canada France Norway
Neither peaks nor troughs predicted in 2011 or 2012		Germany Finland Netherlands Switzerland United Kingdom

Note: Peaks (troughs) as predicted by the probit models.

A peak (trough) is called if real house prices for six quarters prior and after the peak (trough) are below (over) the price at the peak (trough) and when the cumulative price increase (decrease) between the nearest preceding trough (peak) and the peak (trough) is at least 15 (7.5) per cent and the cumulative price decrease (increase) between the peak (trough) and the following trough (peak) is at least 7.5 (15) per cent.

For the two different scenarios, see text in the box.

Source: OECD Economic Outlook 89 database; Datastream; and various national sources.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434238>

Politikmaßnahmen und Politikerfordernisse

Eine Normalisierung der makroökonomischen Politik und der Finanzpolitik ist erforderlich ...

Angesichts der in stärkerem Maße selbsttragenden und langsam an Dynamik gewinnenden Erholung bestehen die wichtigsten Politikprioritäten darin, den Aufschwung zu unterstützen und die projizierte Inflation in der Nähe des Zielwerts zu halten, während gleichzeitig wachstumsfreundliche mittelfristige Konsolidierungspläne umgesetzt werden und nach und nach eine Normalisierung der Geldpolitik stattfindet. Die Maßnahmen sollten auch dem Umfang der aktuellen Ungewissheit Rechnung tragen und so konzipiert sein, dass sie gegebenenfalls angepasst werden können. Ferner sollten international abgestimmte Reformen der Finanzmärkte weiterverfolgt werden, um die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte zu erhöhen.

... ergänzt durch Strukturreformen

Wie bereits weiter oben erörtert, ist die Durchführung gut konzipierter Strukturreformen ebenfalls von wesentlicher Bedeutung, wenn eine ausgewogene und nachhaltige Erholung sichergestellt werden soll. Im Kontext der Erholung sollte vorrangig bei Reformen angesetzt werden, die am wahrscheinlichsten Aussichten auf eine Stärkung des kurzfristigen Wachstums bieten und die Aufrechterhaltung eines engen Kontakts der Arbeitslosen zum Arbeitsmarkt sichern. Vor dem Hintergrund der angegriffenen Verfassung der öffentlichen Finanzen sollten die Reformen mit der Notwendigkeit im Einklang stehen, das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung zu festigen. Unter dieser Voraussetzung könnten die lang-

fristigen Zinssätze niedriger ausfallen als es sonst der Fall wäre. Auf mittlere Sicht könnten zusätzlich zu den positiven Effekten, die erfolgreiche Strukturreformen auf die Pro-Kopf-Einkommen haben könnten, auch umfangreiche Mehreinnahmen erzielt werden. Wachstumsfördernde Strukturreformen sind zudem zur Verringerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte sowohl weltweit als auch innerhalb des Euroraums erforderlich.

Fiskalpolitik

In den meisten OECD-Ländern ist eine umfassende Konsolidierung erforderlich

Die Haushaltsdefizite bleiben in vielen OECD-Ländern hoch ...

Der in den Projektionen unterstellte Kurs der Fiskalpolitik unterscheidet sich stark zwischen den einzelnen Ländern. Im Jahr 2011 dürfte das strukturelle Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten entsprechend den Regierungsplänen weitgehend unverändert bleiben. In Japan, wo die fiskalischen Entwicklungen mit Unsicherheit hinsichtlich Umfang, Zeitrahmen und Finanzierung der Ausgaben für den Wiederaufbau behaftet sind, wird in den Annahmen der OECD mit einer geringfügigen Verschlechterung des strukturellen Haushaltssaldos gerechnet. Im Gegensatz dazu wird für den Euroraum und die meisten anderen OECD-Länder eine umfassende Konsolidierung projiziert (Tabelle 1.6)⁶. Was das Jahr 2012 anbelangt, so geht die OECD für die Vereinigten Staaten in Anbetracht des hohen Grads an politischer Ungewissheit über die fiskalischen Entwicklungen von einer gewissen Straffung aus (siehe weiter unten), so dass sich das gesamtstaatliche Defizit auf rd. 9% des BIP belaufen dürfte. Auch für Japan wurde eine leichte Straffung unterstellt, die laut den Projektionen ein Defizit von nahezu 8¼% zur Folge hat. In den meisten anderen OECD-Ländern dürften sich die strukturellen Haushaltssalden auf der Grundlage der amtlichen Pläne 2012 verbessern, da das Haushaltsdefizit im OECD-Raum ohne die Vereinigten Staaten und Japan im Durchschnitt wohl auf nahezu 3% des BIP sinken wird. Dennoch wird die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP in der Mehrzahl der OECD-Länder in den nächsten Jahren unter dem Einfluss der hohen strukturellen Haushaltsdefizite, eines weiterhin moderaten Wirtschaftswachstums und steigender Zinszahlungen voraussichtlich weiter zunehmen.

... weshalb eine erhebliche Konsolidierung erforderlich ist, um einen weiteren Anstieg der Schuldenquote zu stoppen und umzukehren

Für die meisten OECD-Länder mit einem hohen strukturellen Haushaltsdefizit wird das Wirtschaftswachstum allein nicht ausreichen, um die Staatsschuldenquoten zu stabilisieren, geschweige denn, sie zu reduzieren. Dementsprechend werden für eine Verringerung der Schuldenquoten auf Vorkrisenniveau oder darunter Konsolidierungsanstrengungen in beispiellosem Umfang erforderlich sein. Gemäß den vereinfachten Annahmen hinsichtlich Wachstum und Zinsen, die dem langfristigen Basisszenario (das in Kapitel 4 enthalten ist) zu Grunde liegen, wäre im typischen (durchschnittlichen) OECD-Land zur Rückführung der Schuldenquoten bis 2026 auf den Vorkrisenstand eine Verbesserung des strukturellen Primärsaldos in Höhe von 6½% des (potenziellen) BIP vonnöten, und in einigen Ländern, darunter die Vereinigten Staaten, Japan und das Vereinigte Königreich müsste eine Verbesserung um mindestens 15% erzielt werden. Veräußerungen

6. Die Aufschlüsselung der Haushaltssalden in eine zyklische und eine strukturelle Komponente ist jedoch mit einer hohen Ungewissheit behaftet, da über die Auswirkungen der Krise auf das Produktionspotenzial weiterhin Unklarheit besteht.

Table 1.6. **Fiscal positions will improve in coming years**
Per cent of GDP / Potential GDP

	2008	2009	2010	2011	2012
United States					
Actual balance	-6.3	-11.3	-10.6	-10.1	-9.1
Underlying balance	-5.9	-8.7	-8.6	-8.7	-8.2
Underlying primary balance	-4.2	-7.3	-7.0	-6.8	-5.8
Gross financial liabilities	71.0	84.3	93.6	101.1	107.0
Euro area					
Actual balance	-2.1	-6.3	-6.0	-4.2	-3.0
Underlying balance	-2.2	-4.2	-3.5	-2.5	-1.9
Underlying primary balance	0.5	-1.8	-1.1	0.0	0.9
Gross financial liabilities	76.5	86.9	92.7	95.6	96.5
Japan					
Actual balance	-2.2	-8.7	-8.1	-8.9	-8.2
Underlying balance	-3.5	-7.2	-6.9	-6.4	-5.9
Underlying primary balance	-2.6	-6.1	-5.5	-4.9	-4.2
Gross financial liabilities	174.1	194.1	199.7	212.7	218.7
OECD¹					
Actual balance ¹	-3.3	-8.2	-7.7	-6.7	-5.6
Underlying balance ²	-3.8	-6.4	-6.1	-5.7	-5.0
Underlying primary balance ²	-2.0	-4.8	-4.4	-3.7	-2.8
Gross financial liabilities ^{2,3}	79.3	90.9	97.6	102.4	105.4

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.

3. See Box 1.3 for the treatment of gross financial liabilities in Greece, Ireland and Portugal.

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434219>

von staatlichen Vermögenswerten könnten einen teilweisen Abbau der Bruttoschulden ermöglichen, doch dafür wäre eine sorgfältige Ex-ante-Evaluierung notwendig (Kasten 1.7). In der Vergangenheit wurden hohe Schuldenstände häufig durch eine hohe Inflation reduziert. Wie Kasten 1.8 zeigt, würden hohe Inflationsraten die Schuldenbelastung angesichts der derzeitigen Laufzeitstruktur der staatlichen Schultitel effektiv jedoch nicht verringern.

Die öffentlichen Finanzen sind in den aufstrebenden Volkswirtschaften in verhältnismäßig guter Verfassung

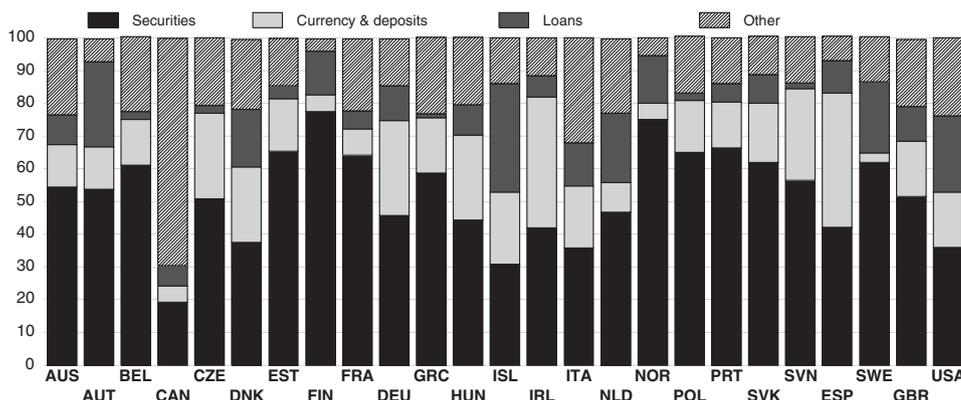
In den aufstrebenden Volkswirtschaften unterscheiden sich die Haushaltspositionen erheblich voneinander, in den meisten Fällen sind sie allerdings in einer besseren Verfassung als in der Mehrzahl der OECD-Länder, nicht zuletzt weil die hohen Wachstumsraten die Schuldendynamik in der Tendenz verringern. In China sind Defizit und Verschuldung des Sektors Staat gering. Die außeretatmäßigen Ausgaben durch staatlich abgesicherte Investitionsgesellschaften haben zwar während der weltweiten Konjunkturabschwächung kräftig zugenommen, die Regierung hat aber damit begonnen, diese Form von Impulsen einzuschränken. Der Effekt auf die Wirtschaft wird jedoch in gewissem Umfang durch ein neues subventioniertes Wohnungsbauprogramm ausgeglichen werden. In Indien erfolgte eine leichte Konsolidierung, und ein kontinuierlicher Abbau der hohen Defizite ist geplant. Konsolidierungsmaßnahmen wurden auch in Brasilien und der Russischen Föderation angekündigt, wohingegen für Indonesien und Südafrika ein weitgehend neutraler fiskalpolitischer Kurs projiziert wird.

Kasten 1.7 Staatliche Vermögenswerte und Nettoverschuldung

Die Bewertung der Tragfähigkeit der gesamtstaatlichen Finanzlage basiert üblicherweise auf der Bruttoverschuldung im Gegensatz zur Nettoverschuldung, die als die Differenz zwischen Bruttoverschuldung und Finanzaktiva definiert ist. Das ist konzeptionell fragwürdig, da die öffentlichen Finanzen durch die Berücksichtigung staatlicher Vermögenswerte in der Tat besser dastehen könnten als durch den Bruttoschuldenstand allein zu erkennen ist. Insbesondere Veräußerungen von Vermögenswerten könnten je nach dem Umfang und der Zusammensetzung der Vermögenswerte sowie den damit verbundenen Renditen zur Wiederherstellung einer tragfähigen Haushaltsposition beitragen.

Die staatlichen Finanzaktiva setzen sich im Allgemeinen aus Wertpapieren, Bargeld und Einlagen, Krediten und sonstigen Vermögenswerten zusammen. Die jeweiligen Anteile dieser Kategorien unterscheiden sich erheblich zwischen den einzelnen OECD-Ländern (vgl. die erste Abbildung). Der Wertpapierbestand bildet für die meisten OECD-Länder die größte Kategorie, auf die im Durchschnitt die Hälfte aller Finanzaktiva entfällt. Er besteht hauptsächlich aus Aktien und sonstigen Beteiligungen (im Durchschnitt 40% aller Aktiva) sowie aus anderen Wertpapieren als Aktien, wie Schuldverschreibungen, Anleihen und Einlagenzertifikaten, deren Nominalwert bei der Emission festgelegt wird (im Durchschnitt 10% aller Aktiva). Gemäß dem System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (SNA) werden Aktien zu den aktuellen Marktpreisen bewertet, und wenn diese nicht verfügbar sind, werden sie geschätzt. Bargeld und Einlagen stellen im Durchschnitt 20% aller Aktiva dar, während Kredite – überwiegend langfristige Kredite – 10% ausmachen. Den sonstigen Vermögenswerten sind im Durchschnitt 20% aller Finanzaktiva zuzuschreiben. Dabei handelt es sich primär um finanzielle Forderungen, die sich aus zeitlichen Differenzen zwischen den getätigten Transaktionen und den geleisteten Zahlungen für Posten wie Steuern, Löhne, Zinsen usw. ergeben. In einigen Ländern sind Handelskredite und Vorauszahlungen ebenso wie Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR), die außerhalb der Zentralbank gehalten werden, ebenfalls wichtige Bestandteile¹.

Composition of financial assets, 2009 (% of the total)



Note: See the text in the box for definitions of the included categories of financial assets. Assets are consolidated across layers of government.

Source: Eurostat, Quarterly financial accounts for general government; and OECD, System of National Accounts.

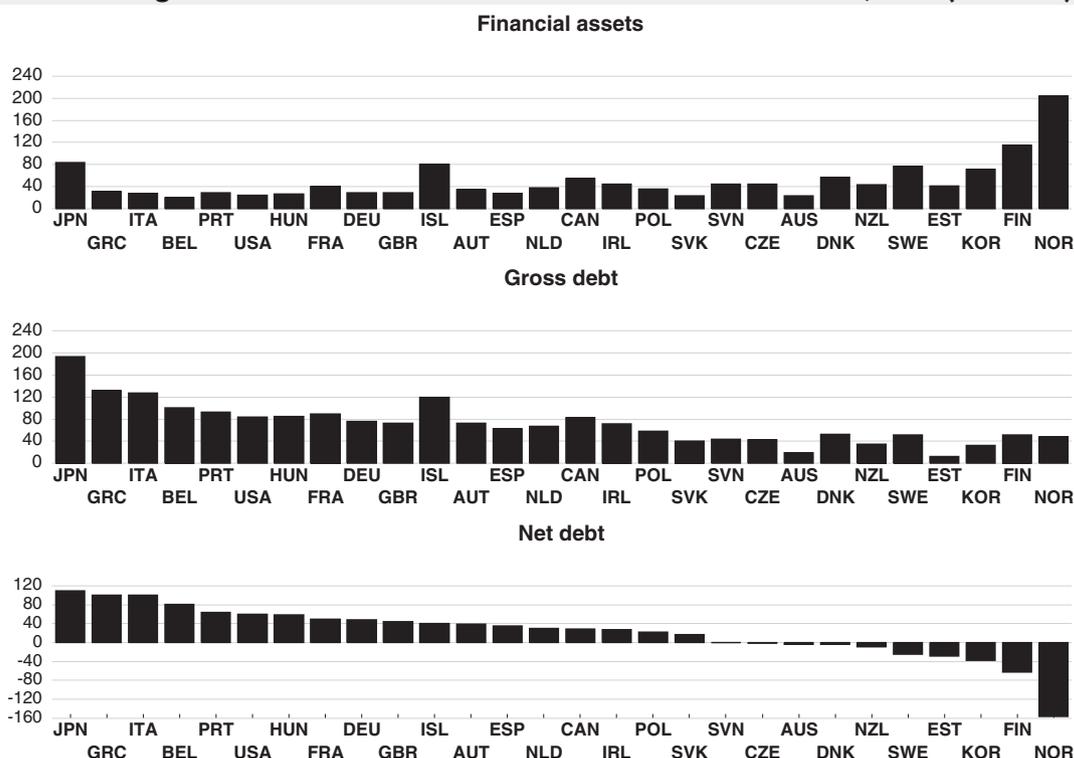
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932434010>

Zwischen den einzelnen OECD-Ländern bestehen große Unterschiede in Bezug auf das Niveau der gesamtstaatlichen Finanzaktiva; in Finnland, Island, Japan, Korea, Norwegen und Schweden liegt das Niveau gemessen am BIP zwischen 70% (Korea) und 200% (Norwegen) und in den anderen Länder bei rd. 40% des BIP (2009; vgl. die zweite Abbildung). Dementsprechend belief sich der (ungewichtete) OECD-Durchschnitt der Nettoverschuldung insgesamt auf 22% des BIP, wohingegen die Bruttoverschuldung 72% des BIP betrug. In zehn Ländern war die Nettoverschuldung gleich null oder sogar negativ. Der hohe Bestand an Vermögenswerten lässt sich z.T. aus der Reaktion auf die Finanzkrise erklären, als die Finanzaktiva im Sektor Staat auf Grund der Rekapitalisierung oder Übernahme von Finanzinstituten erheblich zugenommen haben. In der Tat sind die Finanzaktiva im Zeitraum 2007-2009 in Dänemark, Irland, Island, Kanada, den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich um 10-26% des BIP gestiegen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

General government debt and financial assets in OECD countries, 2009 (% of GDP)



Note: Based on the ESA95/SNA (as opposed to Maastricht) definition. Financial assets are consolidated across layers of government, with the exception of Korea. Countries are sorted by net debt ratios.

Source: OECD Economic Outlook 89 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434029>

Die Erlöse aus einer Veräußerung von Finanzaktiva können zum Abbau der Bruttoverschuldung eingesetzt werden, wobei die Nettoverschuldung allerdings unverändert bleibt. Dies führt zu einer Verringerung der Schuldendienstkosten und möglicherweise zu einem Rückgang der Zinssätze für Staatsanleihen, wenn die Märkte die Verbesserung im fiskalpolitischen Kurs als einen deutlichen Schritt hin zu tragfähigen Staatsfinanzen werten. Mit einer Veräußerung von Vermögenswerten entfällt jedoch auch die Möglichkeit weiterer Kapitaleinkünfte aus ihnen. Der Nettoeffekt hängt u.a. von der Differenz zwischen dem auf die Verschuldung gezahlten Zinssatz und der aus den Vermögenspreisen erzielten Rendite ab. Wenn die erstgenannte die zweitgenannte Größe übersteigt, wird die Veräußerung der Vermögenswerte die Schuldendynamik über den Effekt der Nettozinsszahlungen verbessern (mögliche Effekte auf das BIP, die mit Veräußerungen von Vermögenswerten einhergehen könnten, wurden dabei ausgeklammert).

Eine Veräußerung von Vermögenswerten könnte in Anbetracht der Marktbedingungen, der Zusammensetzung der Vermögenswerte und der Politikziele jedoch nicht erwünscht oder unmittelbar möglich sein. Privatisierungsprogramme sollten auf einer Kosten-Nutzen-Analyse basieren, bei der auch ein etwaiges Marktversagen in den betreffenden Sektoren und die Kapazität, Veräußerungen ohne übermäßige Abschläge zu absorbieren, berücksichtigt werden müssen, und nicht nur zum Zweck des Schuldenabbaus durchgeführt werden. In einigen Fällen wurden Reserven gebildet, um künftige implizite Verbindlichkeiten im Hinblick auf die Renten zu decken, und daher sollten sie nicht liquidiert werden. Aus der Perspektive des Schuldenmanagements könnte es zudem angebracht sein, die Vermögenswerte als Polster zu halten. Darüber hinaus könnte es einige Zeit dauern, bis langfristige Kredite zurückgezahlt sind. Folglich ist es schwierig, die Möglichkeiten von Vermögenswertveräußerungen zu beurteilen, wenngleich in mehreren Ländern die staatliche Kapitalbeteiligung

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

an Banken im Zeitverlauf wahrscheinlich rückgängig gemacht wird. Als vereinfachtes Bild gibt die nachstehende Tabelle für die Länder, deren Schuldenniveau 2009 über 75% des BIP lag oder die fiskalischem Stress ausgesetzt sind, die Reduzierung der Bruttoverschuldung wieder, die erreicht würde, wenn sämtliche Wertpapiere oder sämtliche Aktien veräußert würden (Japan wurde auf Grund fehlender Daten nicht berücksichtigt). Für die meisten Länder würden derartige Veräußerungen nicht ausreichen, um die Bruttoverschuldung auf das Vorkrisenniveau (2007) zurückzuführen. Die Situation ist bei einer Bewertung auf der Basis von Daten aus dem Jahr 2010 sogar noch schlechter, da Schätzungen zufolge die Bruttoschuldenstände in vielen dieser Länder stärker zugenommen haben als die Vermögenswerte.

Stylised gross debt reductions via financial asset sales, 2009

Per cent of GDP

	Gross debt (A)	Financial assets			(A)-(C)	(A)-(D)
		Total (B)	Total securities (C)	Shares and other equity (D)		
Belgium	100	20	12	10	88	90
Canada	83	55	11	5	73	79
France	89	36	23	21	66	68
Germany	76	28	13	10	64	66
Greece	132	31	17	17	114	115
Hungary	85	26	12	11	73	73
Iceland	120	80	25	25	95	95
Ireland	72	45	19	13	53	59
Italy	128	28	10	9	118	119
Portugal	93	29	19	18	74	75
Spain	62	28	12	9	51	53
United Kingdom	72	30	16	14	57	59
United States	84	25	9	3	75	82

Note: Total securities include securities other than shares and shares and other equity. Financial assets are consolidated across layers of government.

Source: Eurostat, Quarterly financial accounts for general government; and OECD, System of National Accounts.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434257>

Die Möglichkeiten für den Abbau der Bruttoschulden würden sich vergrößern, wenn auch nichtfinanzielle Vermögenswerte berücksichtigt würden. Dazu gehören in der Regel Wohn- und Nichtwohnbauten, Maschinen und Ausrüstungen (eingestuft als Sachanlagen), Urheberrechte, Patente, Computersoftware (immaterielle Vermögenswerte) sowie Grund und Boden (materielle nichtproduzierte Vermögenswerte). Die Datenerfassung ist in den einzelnen Ländern und in den spezifischen Vermögenswertkategorien indessen sehr lückenhaft, da es vielen Staaten an einer angemessenen Bestandsaufnahme fehlt und die Bewertung dieser Vermögenswerte zu Marktpreisen mit Schwierigkeiten verbunden ist. In den Ländern, die vollständige Daten über nichtfinanzielle Vermögenswerte veröffentlichen (darunter Australien, Frankreich, Tschechische Republik und Vereinigtes Königreich), sind diese Vermögenswerte wesentlich höher als die Finanzaktiva. Wie im Fall von Finanzaktiva unterliegt es keinem Zweifel, dass nicht alle dieser Vermögenswerte veräußert werden können und sollten. Die anhaltende fiskalische Schieflage in vielen OECD-Ländern sollte jedoch als Gelegenheit für eine Evaluierung genutzt werden, ob solche Vermögenswerte veräußert werden sollten. Griechenland ist in dieser Hinsicht ein Beispiel. Im Rahmen der Finanzhilfevereinbarung hat sich die griechische Regierung verpflichtet, eine Bestandsaufnahme des Anlagevermögens zu erstellen sowie ein Privatisierungs- und Immobilienentwicklungsprogramm durchzuführen, mit dem Einnahmen von bis zu 50 Mrd. Euro (22% des BIP 2010) anvisiert werden. Neben der gegenwärtigen Notwendigkeit, die Bruttoverschuldung zu reduzieren, ist auch eine ausführliche Aufstellung der staatlichen nichtfinanziellen Vermögenswerte für eine umfassende Bewertung des staatlichen Vermögensbestands und der Effizienz des Einsatzes öffentlicher Vermögenswerte wünschenswert.

1. Wenngleich die Zentralbank nicht dem Sektor Staat zugerechnet wird, kann der Goldbestand unter gewissen Umständen innerhalb des Sektors Staat gehalten werden. Dies gilt für das Vereinigte Königreich (4% aller Finanzaktiva) und die Vereinigten Staaten (2% aller Finanzaktiva).

Die auf kurze und mittlere Sicht geplante Haushaltskonsolidierung

Der Zustand der öffentlichen Finanzen ist in den einzelnen OECD-Ländern sehr unterschiedlich

In der Mehrzahl der OECD-Länder hat die schrittweise Konsolidierung 2010 oder Anfang 2011 eingesetzt, was in Anbetracht des beispiellosen Umfangs der Haushaltsungleichgewichte und der Konjunkturaussichten angemessen scheint. In einigen OECD-Ländern (namentlich Estland, Finnland, Norwegen, Schweden und Schweiz) besteht kein oder nur geringer Konsolidierungsbedarf.

Die Lage ist ernst, und die Konsolidierungsaussichten sind ungewiss ...

Trotz der hohen und weiter steigenden Verschuldung in den Vereinigten Staaten und Japan sind die Aussichten für die Haushaltskonsolidierung in diesen Ländern besonders ungewiss:

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten wurde das Haushaltsgesetz für das Finanzjahr 2011 (das im Oktober 2010 begann) nach langwierigen politischen Debatten Ende April vom Kongress verabschiedet. Auf der Grundlage dieses Gesetzes wird projiziert, dass das strukturelle gesamtstaatliche Defizit weitgehend unverändert bleibt. Es besteht indessen kein Konsens über die Strategien zur Haushaltskonsolidierung, was die Frage aufkommen lässt, inwieweit der Haushaltsentwurf des US-Präsidenten für das nächste Jahr angenommen wird⁷. Daher wird in den Projektionen davon ausgegangen, dass sich die Konsolidierung entsprechend den in einer solchen Situation verwendeten Standardverfahren (Kasten 1.3) auf 1 Prozentpunkt des BIP belaufen wird. Damit würden die Staatsfinanzen noch immer in einem völlig untragbaren Zustand belassen, was an den Finanzmärkten zu stark negativen Reaktionen führen könnte. Folglich wäre unter Berücksichtigung der Tatsache, dass sich die Wirtschaft noch nicht vollständig von ihrem Konjunkturtief erholt hat, ein höherer Grad der fiskalischen Straffung angemessen als hier projiziert. Zudem muss eine gut strukturierte mittelfristige Haushaltskonsolidierungsstrategie, die darauf abzielt, die Staatsfinanzen auf einen nachhaltigen Pfad zurückzuführen, dringend und mit ausreichend breiter Unterstützung beschlossen werden, um glaubwürdig zu sein. Angesichts des Umfangs des Konsolidierungsbedarfs müssten in solch einem Plan sämtliche großen Ausgabenkategorien, insbesondere Transferleistungen und Verteidigungsausgaben, ebenso wie Einnahmeerhöhungen berücksichtigt werden. In Anbetracht des raschen Anstiegs der öffentlichen Verschuldung und der Notwendigkeit, den Plänen Glaubwürdigkeit zu verleihen, sollten alle Pläne Sofortmaßnahmen umfassen.

... und in Japan

- In Japan zielt die im Juni 2010 angekündigte Strategie für das finanzpolitische Management (FMS) der Regierung darauf ab, das Primärhaushaltsdefizit auf der Ebene der Zentralregierung und der nachgeordneten Gebietskörperschaften bis zum Finanzjahr 2015 zu halbieren und bis zum Finanzjahr 2020 zu beseitigen. Zur Erreichung dieses Ziels sieht die FMS vor, dass die Primärausgaben der Zentralregierung (d.h. ohne Schulden tilgung und Zinszahlungen) in den Finanzjahren 2011-2013 unter dem Niveau des ursprünglichen Haushalts für das Finanzjahr 2010 gehalten

7. Schätzungen des US-Congressional Budget Office von März 2011 zufolge würde der Haushaltsentwurf des Präsidenten das Defizit im Bundshaushalt von 9,9% des BIP im Jahr 2011 auf 7% im Jahr 2012 reduzieren (CBO, 2011). Bei den Schätzungen wurde entsprechend dem derzeitigen Gesetz die Annahme berücksichtigt, dass die Bestimmungen des Tax Act 2010 im Jahr 2012 auslaufen.

Kasten 1.8 Inflation und Schuldendynamik

Im Kontext der hohen und weiter steigenden Staatsverschuldung in vielen OECD-Ländern wurde die Möglichkeit einer Senkung der Schuldenquoten durch eine höhere Inflation erörtert¹. In der Tat wurde das Problem einer auf Dauer nicht tragfähigen Schuldenposition in der Vergangenheit häufig durch einen höheren Preisauftrieb „gelöst“. Dieser Kasten zeigt jedoch, dass eine höhere Inflation unter den gegenwärtigen Umständen keine beträchtliche Verringerung der hohen Schuldenstände herbeiführen würde und negative Nebeneffekte haben könnte.

Eine höhere Inflation reduziert zwar den Schuldenstand in realer Rechnung, sie erhöht aber auch die nominalen Schuldendienstkosten, da die Nominalzinssätze mit der Inflation steigen. Der letztgenannte Effekt ist mit einer höheren Umschlagshäufigkeit der Schuldtitel (d.h. einer kürzeren Laufzeit) stärker. Eine Zu- oder Abnahme der realen Schuldendienstkosten hängt davon ab, ob die Nominalzinssätze mehr oder weniger stark steigen als die Inflation.

Die erste der beiden nachstehenden Tabellen veranschaulicht, wie sich die Schuldenquote bei einer höheren Inflation unter Zugrundelegung verschiedener Annahmen hinsichtlich der Umschlagshäufigkeit der Schuldtitel verändert. Bei dieser Untersuchung wird von einem dauerhaften Inflationsanstieg um 1 Prozentpunkt ausgegangen, der sich sofort und vollständig in allen Nominalzinssätzen niederschlägt. Die Berechnungen erfolgen für eine vereinfachte Volkswirtschaft, die eine anfängliche Schulden- und Vermögensquote von 100% bzw. 25% aufweist, wobei sich die reale Wachstums- und Inflationsrate im Basisszenario auf 2% beläuft und die Schuldendienstkosten rd. 4% betragen (vgl. die Anmerkungen unter der Tabelle). Diese Parameter sind zwar in vereinfachter Weise dargestellt, entsprechen aber den projizierten Merkmalen vieler OECD-Länder im laufenden Jahrzehnt. Die verschiedenen unterstellten Schuldenrückzahlungsprofile sollen die unterschiedlichen Laufzeitstrukturen in den OECD-Ländern widerspiegeln (vgl. zweite Tabelle). Der Einfachheit halber reagieren der Primärsaldo und die Laufzeitstruktur nicht auf die höhere Inflation.

Impact of a 1-percentage point increase in inflation on the debt ratio after 10 years with different debt turnover parameters

per cent of GDP

The annual turnover of initial debt from the 2 nd year onwards ²	The difference between the alternative and baseline scenario in the debt ratio after 10 years ¹			
	The share of initial debt maturing in the 1 st year			
	10%	20%	30%	40%
5 %	-9.2	-8.5	-7.9	-7.2
10 %	-7.8	-7.1	-6.5	-6.0
15 %	-6.7	-6.2	-5.8	-5.4
20 %	-6.2	-5.8	-5.4	-5.1
25 %	-5.8	-5.5	-5.2	-4.9

1. The baseline hypothetical scenario assumes that: *i*) initial debt and assets (*i.e.* in the year prior to the inflation shock – year t_0) are equal to 100% and 25% of GDP, respectively; *ii*) the implied cost of debt in year t_0 is 4.1%; *iii*) during the ten years after year t_0 the primary balance is zero, nominal GDP grows at 4%, GDP deflator increases by 2%, the interest rate earned on assets is 2.3%, and long and short-term interest rates are 5.5% and 4.0%, respectively; *iv*) in the first year of the inflation shock, initial debt turns over in the proportions indicated in the heading row, in subsequent years, it matures annually by a constant share indicated in the first column; *v*) new debt (*i.e.* debt issued after year t_0) matures annually in equal proportions as indicated in the first column; *vi*) interest payments on initial debt are proportional to the implied cost of debt in year t_0 and the share of remaining debt in a given year; *vi*) interest payments on new debt start only after one year and in any given year they are proportional to interest rates in the year of issuance and the share of remaining debt; *viii*) interest rates on new debt depend on maturity – the short-term interest rate is paid on 1-year debt, the long-term interest rate is paid on 10-year debt and the linear combination of short and long-term rates is paid on debt of any other maturity. In the alternative scenario, inflation (in terms of GDP deflator) and all interest rates are increased permanently by 1 percentage point over ten years.

2. For some combinations of maturity parameters, in the last year of debt life, the turnover share may be smaller than indicated.

Source: OECD.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434276>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

In dieser Konstellation verringert der Inflationsschock die Schuldenquote nach zehn Jahren um 5 (bei einer hohen Umschlagshäufigkeit der Schuldtitel) bis 9 Prozentpunkte (bei einer geringen Umschlagshäufigkeit der Schuldtitel). Dieses Ergebnis lässt sich primär aus dem Rückgang des realen Schuldenbestands und der verzögerten Weitergabe der höheren Nominalzinssätze an die tatsächlichen Schuldendienstkosten erklären, die von den unterstellten Parametern der Umschlagshäufigkeit der Schuldtitel herrührt. Das legt den Schluss nahe, dass ein anhaltender Anstieg der Inflation um 2 Prozentpunkte über einen Zehnjahreszeitraum erforderlich wäre, um die durchschnittliche krisenbedingte Zunahme der Schuldenquote im OECD-Raum, die sich im Zeitraum 2007-2010 insgesamt auf rd. 20 Prozentpunkte belief, zu beseitigen.

Wenngleich eine niedrigere Realverschuldung wirtschaftliche Vorteile mit sich bringt, ist ein Rückgriff auf eine höhere Inflation auch mit vielen potenziell negativen Effekten verbunden, die in den vereinfachten Berechnungen der ersten Tabelle nicht berücksichtigt wurden. Eine hohe und persistente Inflation könnte sich negativ auf die makroökonomische Stabilität auswirken und durch eine Erhöhung der Preis- und Wechselkursvolatilität, einen Rückgang der Realkasse und eine Zunahme der Streuung der relativen Preise das Realwachstum dämpfen. Die genaue Größenordnung dieser Effekte ist jedoch ungewiss. In einem derartigen Umfeld ist es auch wahrscheinlich, dass die Anleger kurzfristige und stärker inflationsindexierte Instrumente nachfragen. In einigen OECD-Ländern sind die Laufzeiten derzeit bereits verhältnismäßig kurz, und der Anteil der inflationsindexierten Anleihen ist nicht unerheblich (vgl. zweite Tabelle). Darüber hinaus besteht eine große Ungewissheit hinsichtlich der Kapazität der zuständigen Stellen, eine höhere, aber dennoch stabile Inflation zu generieren, ohne die Verankerung der Inflationserwartungen zu lösen. Bei einer Lösung der Verankerung der Inflationserwartungen würden die auf die Schulden zu zahlenden Zinsen wahrscheinlich stärker steigen als die Inflation. Schließlich könnte eine persistente und hohe Inflation zu einem weiter verbreiteten Einsatz indexierter Kontrakte führen, was die Inflationsschocks verstärken dürfte.

Debt structure in selected OECD countries (as of end-2010)

	Average maturity in years	Share of outstanding debt that	
		matures within a year	is indexed to inflation
France	7.2	22.9	11.6
Germany ¹	6.2	21.3	4.0
Greece	7.1	11.9	5.3
Ireland	5.9	12.5	0.0
Italy	7.2	19.1	6.8
Japan	6.7	17.8 ²	0.8
Portugal	5.8	19.8	0.0
Spain	6.6	25.1	0.0
United Kingdom	13.4	21.6	20.8
United States	4.9	29.7	7.0

Note: Refers generally to marketable debt of the central government.

1. Debt outstanding at 26 April 2011. Proportion maturing within a year covers debt from 26 April 2011 through 25 April 2012.

2. Debt outstanding at end-March 2010 and the amount due during fiscal year 2010 (April 2010- March 2011).

Source: National authorities and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434295>

Insgesamt erscheinen die Vorteile einer niedrigeren Realverschuldung, die sich aus einer höheren Inflation ergeben, im Verhältnis zu den Risiken nicht groß. Der Effekt eines Inflationsanstiegs um 1 Prozentpunkt auf den Schuldenstand ist im Verhältnis zum Umfang der durchschnittlichen Verschuldung im OECD-Raum begrenzt. Eine Verringerung der Schuldenquoten auf Vorkrisenniveau würde erheblich höhere Inflationsraten erfordern, die wahrscheinlich stark negative Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit hätten.

1. Cottarelli und Viñals (2009) sowie Aizenman und Marion (2009).

und die Anleiheemissionen in den Finanzjahren 2011-2012 auf das Niveau des Finanzjahrs 2010 begrenzt werden. Das erste im April 2011 von der Regierung angekündigte Wiederaufbaupaket beläuft sich auf 4 Bill. Yen (0,8% des BIP). Weitere Pakete werden im Verlauf des Finanzjahrs 2011 erwartet. Wenn diese Pakete umgesetzt werden, könnten sie der Wirtschaft kurzfristige Impulse verleihen. In Übereinstimmung mit den Absichten der zuständigen Stellen, das Niveau der Anleiheemissionen im Finanzjahr 2011 unverändert beizubehalten, werden die Maßnahmen des ersten Wiederaufbaupakets ohne zusätzliche Kreditaufnahme größtenteils durch Rückgriff auf Haushaltsreserven finanziert. Eine derartige Strategie ist angesichts der gravierenden Haushaltslage mit einem Bruttoschuldenstand von 200% des BIP im Jahr 2010 unerlässlich. Obgleich das große Gewicht der inländischen Finanzanleger, die rd. 95% der Staatsschulden halten, in Japan das Risiko eines raschen Anstiegs der Risikoprämien auf staatliche Schuldverschreibungen verringert, deuten sich verschlechternde Bewertungen der Qualität der Staatsanleihen auf wachsende Besorgnis seitens der Märkte über die Tragfähigkeit der Haushaltsposition hin. Selbst ohne zusätzliche Kreditaufnahme zur Finanzierung der Ausgaben für den Wiederaufbau wird die gesamtstaatliche Bruttoverschuldung im Jahr 2012 den Projektionen zufolge knapp unter 219% des BIP liegen. Daher muss dringend ein detaillierterer mittelfristiger Konsolidierungsplan, in dem die Einnahme- und Ausgabenkomponenten zur Erreichung der angegebenen Ziele benannt werden, erarbeitet werden, um die Staatsfinanzen wieder auf einen tragfähigen Pfad zurückzubringen. Die mittelfristigen Konsolidierungspläne sollten auf einen Überschuss im Primärhaushalt abzielen, der groß genug ist, um nicht nur den Primärsaldo, sondern auch die Schuldenquote zu stabilisieren. Wie in OECD (2011b) angeführt, sollten die Verbrauchsteuern in Anbetracht der Tatsache, dass sie niedrig sind und ihr Effekt auf die Wirtschaftstätigkeit weniger negativ ist als der anderer Steuern, die wichtigste Quelle für Mehreinnahmen bilden. Die Steuermaßnahmen sollten von einer Reform der Sozialversicherung flankiert werden, durch die Ausgabensteigerungen, insbesondere im Gesundheitswesen, begrenzt und Probleme im Hinblick auf die Renten gelöst werden.

Im Euroraum wurde ein Rahmen vereinbart, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen ...

Vor dem Hintergrund wachsender Befürchtungen hinsichtlich der Staatsverschuldung haben im Euroraum alle Regierungen mehrjährige Konsolidierungsziele formuliert, um bis spätestens 2015 ein Haushaltsdefizit von höchstens 3% des BIP zu erreichen. Im März 2011 kamen die Staats- und Regierungschefs des Euroraums auch überein, dass der numerische Richtwert für den Schuldenabbau jährlich etwa einem Zwanzigstel des Betrags entsprechen sollte, der 60% des BIP überschreitet, dies wurde allerdings nicht verbindlich festgelegt⁸. Darüber hinaus sieht der Ende März geschlossene Euro-Plus-Pakt u.a. eine bessere Koordinierung vor, um die vollständige Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, insbesondere die Erarbeitung nationaler Haushaltsrahmen auf der Grundlage der EU-Haushaltsregeln, zu gewährleisten.

8. Ein Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt von über 60% würde als hinreichend rückläufig angesehen werden, wenn sich der Abstand zum Referenzwert in den vorangegangenen drei Jahren mit einer Jahresrate von einem Zwanzigstel verringert hat. Ein Land, das diese Anforderung nicht erfüllt, unterliegt nicht automatisch dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, hierfür würden auch andere Faktoren, wie implizite Verbindlichkeiten infolge privater Verschuldung und alterungsbedingter Kosten, berücksichtigt werden.

... dabei fällt die geplante Konsolidierung in den einzelnen Ländern allerdings unterschiedlich aus

Die meisten Länder des Euroraums, insbesondere Deutschland, Frankreich und Italien, erzielten 2010 bessere Haushaltsergebnisse als erwartet. Die in den einzelnen Mitgliedsländern anvisierte Konsolidierung fällt dabei je nach ihrer gegenwärtigen Situation recht unterschiedlich aus:

- Im Jahr 2011 ist in den Ländern, die den EFSF und den IWF um Hilfe gebeten haben oder unter intensiver Beobachtung seitens der Finanzmärkte stehen, eine besonders starke Konsolidierung um mindestens 2½% des BIP erforderlich und geplant; daran sollte sich nächstes Jahr eine Konsolidierung um mindestens 1% des BIP anschließen (Kasten 1.4 weiter oben).
- Im Gegensatz dazu ist in einigen Ländern mit vergleichsweise gesunden öffentlichen Finanzen (Deutschland und Österreich) sowohl 2011 als auch 2012 eine Konsolidierung im Umfang von ½% des BIP oder weniger vorgesehen.
- Der programmierte Abbau des strukturellen Defizits in Frankreich liegt sowohl 2011 als auch 2012 nahe am Durchschnitt des Euroraums. In Italien fällt die vorgesehene Defizitreduzierung 2011 niedriger aus als im Durchschnitt des Euroraums, dafür kommt sie aber 2012 dem Durchschnitt nahe. Angesichts des hohen Bruttoschuldenstands in diesen Ländern und der Konsolidierung, die erforderlich ist, um die Schuldenquote wieder auf den Referenzwert von 60% des BIP zurückzuführen, ist es wichtig, dass die geplante fiskalische Straffung umgesetzt wird.

In manchen der hochverschuldeten Länder reicht die Konsolidierung möglicherweise nicht aus, um das vorgeschlagene Schuldenstandskriterium des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, wie oben erörtert, zu erfüllen.

Im Vereinigten Königreich ist eine energische Haushaltskonsolidierung im Gang ...

Im Vereinigten Königreich zielt die mittelfristige Konsolidierungsstrategie der Regierung darauf ab, das strukturelle Haushaltsdefizit bis zum Finanzjahr 2014/2015 zu beseitigen, wobei die Konsolidierung früher eingeleitet wurde als vorgesehen. Das Konsolidierungsprogramm trifft die richtige Balance zwischen der Sicherung fiskalischer Tragfähigkeit, wodurch u.a. die „Tail Risks“ (selten eintretende Extremrisiken) für die Haushaltspositionen sinken, und der Aufrechterhaltung des Wachstums (OECD, 2011c). Der jüngste Anstieg der Inflationserwartungen bestätigt in der Tat, dass es richtig war, die fiskalische Straffung schon früher einzuleiten. Wie im Konsolidierungsplan der Regierung vorgesehen, sollte das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden.

... während der Konsolidierungsbedarf in den anderen OECD-Ländern unterschiedlich ist

In Kanada sollten die Regierungen auf Bundes- und Regionalebene die Konsolidierung der Haushalte wie geplant fortsetzen, um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wiederherzustellen. Keine oder nur geringe Konsolidierungsanstrengungen sind in Ländern mit einem niedrigen Schuldenstand und einem nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Staatshaushalt erforderlich (Estland, Finnland, Norwegen, Schweden und Schweiz).

Strukturenreformen können die Haushaltskonsolidierung erleichtern

Konsolidierungsanstrengungen können durch Strukturreformen unterstützt werden, die darauf abzielen ...

... die Beschäftigung zu erhöhen ...

Vor dem Hintergrund der prekären Haushaltspositionen und der nur langsam voranschreitenden Erholung ist es besonders wichtig, neben der kurz- und mittelfristigen Stärkung des Wachstums Strukturreformen durchzuführen, die die Haushaltskonsolidierung erleichtern (OECD, 2011a).

- Zu den Reformen, die zur Verbesserung der Haushaltspositionen und der Förderung des Beschäftigungswachstum beitragen könnten, ohne dabei die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht stark negativ zu beeinflussen, zählen Reformen des Rentensystems, der Frühverrentungsanreize sowie der Erwerbsunfähigkeitsrenten, des Krankengelds und der Arbeitslosenleistungen. Unter anderem könnten Schritte unternommen werden, um das Rentenalter anzuheben und die Anspruchskriterien für Krankengeld und Erwerbsunfähigkeitsrenten nach und nach zu verschärfen, um auszuschließen, dass sie für Arbeitsmarktzwecke gewährt werden; außerdem können – sobald die Arbeitslosigkeit zurückzugehen beginnt – die negativen Arbeitsanreize verringert werden, die in einigen Ländern (insbesondere in vielen kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften) in die Arbeitslosenunterstützungssysteme eingebaut sind. Die Schätzungen des Sekretariats deuten darauf hin, dass eine Steigerung des Beschäftigungspotenzials um 1 Prozentpunkt die Haushaltssalden um 0,3-0,8% des BIP verbessern könnte (OECD, 2010).

... die Arbeitslosenleistungen und Kurzarbeitsprogramme zu reformieren ...

- In diesem Kontext sollte, sofern sich die Arbeitsmarktaussichten hinreichend verbessern, um ein Abgleiten der Betroffenen in dauerhafte Armut zu vermeiden, die Verlängerung der Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung in den Vereinigten Staaten⁹ und den anderen Ländern, die während der Krise auf diese Maßnahme zurückgegriffen haben, zurückgenommen werden. Andererseits sollte dort, wo der Arbeitslosenversicherungsschutz ausgeweitet wurde, diese Ausdehnung aus sozialen Gründen sowie zur Wahrung der Arbeitsmarktbindung der neu erfassten Gruppen auf Dauer eingerichtet werden. Krisenbedingte Maßnahmen zur Förderung von Kurzarbeit in Japan und im Euroraum sollten ebenfalls auslaufen. Ein Vorteil des in Deutschland praktizierten Ansatzes besteht darin, dass er Anreize beinhaltet, die eine automatische Beendigung der krisenbedingt eingeführten Kurzarbeit fördern.

... die Produktivität im öffentlichen Sektor zu steigern ...

- Reformen zur Steigerung der Produktivität im öffentlichen Sektor würden die Haushaltslage in vielen Ländern deutlich verbessern. Dabei geht es insbesondere um Maßnahmen zur Nutzung des vorhandenen Spielraums zur Erzielung von Effizienzsteigerungen durch eine Übernahme der besten Praktiken auf nationaler oder internationaler Ebene im Bereich Gesundheit und Bildung¹⁰.

9. Den Schätzungen zufolge hat die zeitlich befristete Verlängerung der Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung von 26 auf 99 Wochen in den Vereinigten Staaten die strukturelle Arbeitslosenquote um 1-1½ Prozentpunkte erhöht (Fujita, 2011; Mazumder, 2011).

10. Die potenziellen Gewinne, die sich aus einer besseren Leistungserbringung in der Primar- und Sekundarschulbildung ergeben, belaufen sich in Italien, Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Schweden und den Vereinigten Staaten schätzungsweise auf 0,5-1% des BIP (OECD, 2011a). Mit einer Verbesserung der Effizienz des Gesundheitssystems könnten potenziell höhere Gewinne für die Staatshaushalte erzielt werden, die in Belgien, Kanada, den Niederlanden, den Vereinigten Staaten, Schweden und dem Vereinigten Königreich bei über 2% des BIP liegen würden (OECD, 2011a).

... und die Steuerstruktur zu verändern

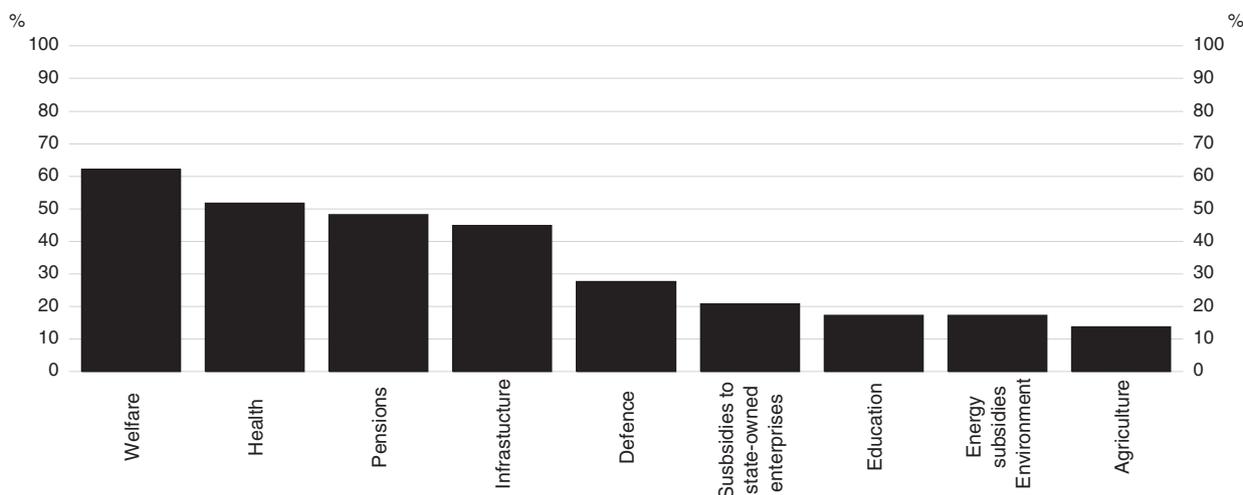
- Weitere strukturelle Haushaltsreformen, die das Wachstum fördern und das gesellschaftliche Wohlergehen verbessern könnten, umfassen den Abbau von Steuervergünstigungen, die Einführung von Preismechanismen für umweltbelastendes Verhalten (*Pollution Pricing*), wie CO₂-Steuern oder die Versteigerung von Emissionsrechten, sowie die allmähliche Umsetzung aufkommensneutraler Veränderungen der Steuerstruktur, weg von der Besteuerung der Unternehmens- und Arbeitseinkommen hin zu höheren Verbrauchsteuern und, sobald sich der Wohnimmobilienmarkt belebt, zu höheren Steuern auf Vermögen (OECD, 2009).

Die Konsolidierungsmaßnahmen werden sich auf das Wirtschaftswachstum auswirken

Einige der Konsolidierungsmaßnahmen, die derzeit umgesetzt werden, könnten positive Wachstumseffekte haben. So ist z.B. in den gegenwärtigen Plänen zumeist eine Senkung der Ausgaben für Sozialleistungen, Gesundheitsversorgung und Renten vorgesehen (Abb. 1.17). Das könnte zu einer Effizienzsteigerung im öffentlichen Sektor führen und, wie oben erörtert, höhere Beschäftigungsniveaus fördern, wenn die Pläne sorgfältig konzipiert sind. Einer Verringerung der Infrastrukturinvestitionen gilt in den Konsolidierungsplänen ebenfalls hohe Priorität, was sich vermutlich aus der Tatsache erklärt, dass sie sich verhältnismäßig einfach umsetzen lässt. Es besteht allerdings das Risiko, dass die kurzfristigen finanziellen Gewinne einer Senkung der Infrastrukturausgaben zu Lasten einer Reduzierung des künftigen Wachstumspotenzials erzielt werden. Wachstumsfreundliche Kürzungen der Agrarausgaben, der Zuschüsse für staatseigene Unternehmen und der Energiesubventionen zählen trotz der beträchtlichen Agrarstützung und dem allgemein hohen Subventionsniveau in vielen Ländern zu den am wenigsten vorrangigen Einsparbereichen der OECD-Länder. Was die Einnahmeseite betrifft, so wurde am häufigsten eine Anhebung der Verbrauchsteuern angekündigt, gefolgt von einem Abbau der Steuervergünstigungen (Abb. 1.18). Hierbei handelt es sich um die Einnahmekomponenten, bei denen die Wahrscheinlichkeit negativer Wachstumseffekte am geringsten ist.

Figure 1.17. **Major spending programmes targeted for consolidation**

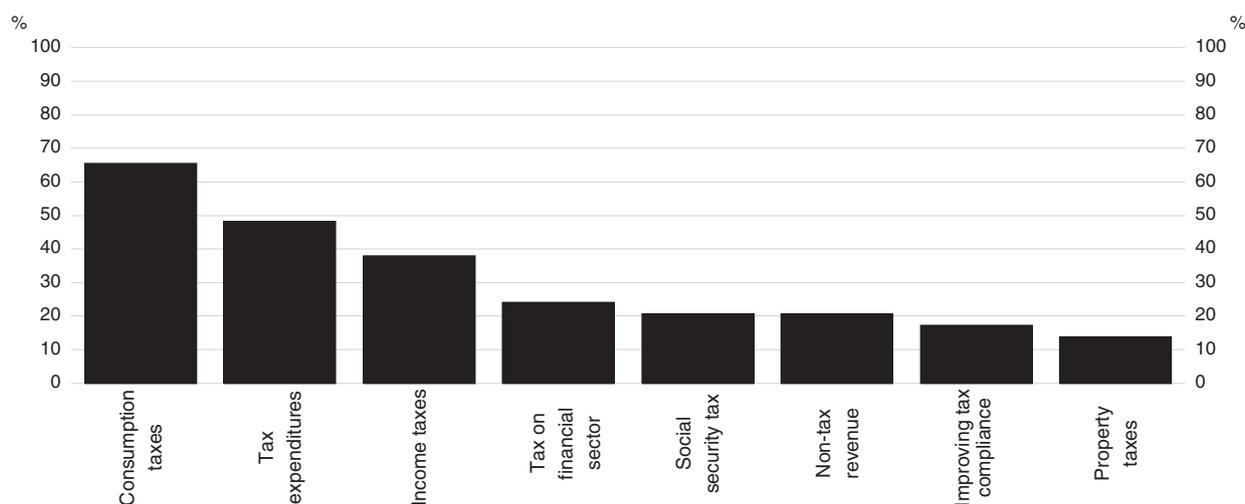
Frequency across countries



Note: Based on 29 countries.
Source: OECD (2011d).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434048>

Figure 1.18. **Revenue measures targeted for consolidation**
Frequency across countries



Note: Based on 29 countries.

Source: OECD (2011d).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434485>

Geldpolitik

Die geldpolitischen Rahmenbedingungen divergieren zunehmend ...

Die geldpolitischen Rahmenbedingungen divergieren mit fortschreitender Erholung zunehmend, was auf Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bei den wirtschaftlichen Bedingungen und Aussichten sowie anscheinend auch auf unterschiedliche Strategien bei der Ausrichtung der Geldpolitik zurückzuführen ist. Während die Federal Reserve sich nach wie vor in einem geldpolitischen Lockerungszyklus befindet – wobei das Ende des laufenden Programms der quantitativen Lockerung für Juni vorgesehen ist –, hat die Europäische Zentralbank nunmehr eine erste Anhebung der Leitzinsen vorgenommen; die Zentralbanken zahlreicher anderer Länder, etwa Australiens, Chiles, Israels, Kanadas, Koreas, Norwegens und Schwedens, befinden sich indessen bereits weit in einem Zyklus der geldpolitischen Straffung. Dies trifft auch auf viele aufstrebende Volkswirtschaften zu, die die Rezession viel früher hinter sich gelassen haben und in denen der Großteil der Kapazitätsüberhänge inzwischen durch das Wirtschaftswachstum der letzten Zeit absorbiert wurde, was nun Inflationsdruck verursacht. Die Bandbreite der zur Steuerung der monetären Bedingungen ergriffenen Politikmaßnahmen ist ebenfalls nach wie vor groß, wobei viele aufstrebende Volkswirtschaften sowohl konventionelle als auch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergriffen haben, darunter nichtmarktbasierende Maßnahmen wie Mindestreservepflichten und Kapitalverkehrskontrollen.

... mit deutlichen Unterschieden zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum

Zwischen den großen OECD-Volkswirtschaften bestehen deutliche Unterschiede sowohl im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs als auch auf die Kommunikation, insbesondere zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum, obwohl die zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Bedingungen oftmals ähnlich sind, etwa die immer noch niedrige Trendrate der Inflation, der beträchtliche, wenn auch ungewisse Umfang der Produktionslücke sowie die widersprüchlichen Signale in Bezug auf die Verankerung der Inflations-

erwartungen, die Erhebungen und Breakeven-Inflationsraten liefern. In Anbetracht der Unterschiede bei der Fiskalpolitik in diesem Jahr, der Entwicklung der Finanzierungsbedingungen und des gegenwärtigen Leitzinsniveaus spricht u.U. sogar einiges dafür, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten früher gestrafft werden sollte als im Euroraum.

Die Deflationsrisiken sind abgeklungen ...

Angesichts des sprunghaften Anstiegs der Rohstoffpreise und der an Dynamik gewinnenden Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Verteilung der Risiken für die Inflation insgesamt ausgewogener geworden, so dass es weniger notwendig ist, die Leitzinsen zum Zweck des Risikomanagements nahe bei null zu halten. Das Deflationsrisiko scheint deutlich zurückgegangen zu sein, und in den aktuellen Projektionen wird davon ausgegangen, dass die Teuerung unter dem Einfluss der schrumpfenden Kapazitätsüberhänge allmählich steigt und sich den impliziten bzw. expliziten Zielen annähert. Da überdies die kurzfristigen Inflationserwartungen und die geschätzten Breakeven-Inflationsraten gestiegen sind, könnte sogar das Risiko bestehen, dass sich der jüngste Anstieg der Gesamtinflation in den längerfristigen Inflationserwartungen niederschlägt, was mit einer dauerhafteren Erhöhung der Gesamtinflation verbunden wäre, als dies sonst der Fall wäre. Die Kerninflation ist nach wie vor niedrig, die Ungewissheit über den Umfang der in den OECD-Volkswirtschaften immer noch bestehenden Kapazitätsüberhänge hat sich jedoch im Verlauf der Erholung erhöht, wie im Vorstehenden erörtert wurde.

... was bedeutet, dass ein Teil der geldpolitischen Impulse schon früher zurückgenommen werden sollte ...

Dies verleiht den Argumenten für einen frühzeitigeren Übergang zu sichtbar positiven, wenn auch nach wie vor niedrigen Leitzinsen mehr Gewicht (außer in Japan und in den Ländern, in denen die Leitzinsen bereits angehoben worden sind). Das Risiko eines Anstiegs der Inflationserwartungen kann gegenwärtig nicht ausgeschlossen werden, es kann jedoch u.U. durch einen frühzeitigen Zinsschritt abgeschwächt werden, der eine anschließende Anhebung der Zinssätze erleichtern würde, falls sich dieses Risiko konkretisieren sollte. Außerdem wäre es im Falle eines negativen Schocks besser, mit einer Senkung der Leitzinsen reagieren zu können, die relativ sichere Effekte hätte, anstatt durch eine erneute quantitative Lockerung. Durch einen frühzeitigen Übergang zu höheren, aber immer noch akkommodierenden Zinssätzen könnte die Nachfrage zudem weiterhin gestützt werden, während zugleich einer exzessiven Risikobereitschaft auf Grund von nahe bei null liegenden Zinssätzen sowie den damit einhergehenden Risiken einer Fehlallokation von Kapital oder Erhöhung der Anfälligkeit der Finanzmärkte entgegengewirkt würde. Danach wird die Herausforderung für die Währungsbehörden darin bestehen, zu beurteilen, in welchem Tempo die Leitzinsen angehoben werden müssen, um die Erholung weiterhin zu unterstützen, die projizierte Inflation aber gleichzeitig nahe beim impliziten oder expliziten Zielniveau zu halten. Die im Rahmen von Programmen der quantitativen Lockerung durch die Zentralbanken erworbenen Aktivbestände sollten so lange gehalten werden, bis die Leitzinsen deutlich über dem gegenwärtigen Niveau liegen. Andernfalls würde die Veräußerung dieser Aktiva die längerfristigen Renditen wahrscheinlich in ungewissem Ausmaß in die Höhe treiben, was zu großen Herausforderungen im Kommunikationsbereich führen und möglicherweise auch ausgleichende Leitzinsreaktionen notwendig machen würde, falls die langfristigen Zinssätze zu sprunghaft steigen sollten.

**... und zwar in den
Vereinigten Staaten ...**

- In den Vereinigten Staaten hat das Programm zum Ankauf von Wertpapieren zusammen mit dem Versprechen der Federal Reserve, das außergewöhnlich niedrige Leitzinsniveau über einen längeren Zeitraum beizubehalten, für Dynamik an den Aktienmärkten gesorgt und den Anstieg der langfristigen Zinssätze gedämpft (Yellen, 2011). Die nach wie vor hohe Arbeitslosenquote und die moderate Kerninflation scheinen mit der Entscheidung im Einklang zu stehen, das Programm der quantitativen Lockerung im Juni zu beenden. Dennoch spricht vor dem Hintergrund einiger Anzeichen, die auf einen Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen hindeuten, vieles dafür, ab Mitte 2011 eine erste, sichtbar positive Leitzinsanhebung vorzunehmen und den Grad der Akkommodation später parallel zur fortschreitenden Erholung und dem Abbau der Kapazitätsüberhänge allmählich abzusenken. Im Rahmen dieser Wirtschaftsprognosen wird davon ausgegangen, dass der Richtsatz für Tagesgeld der Federal Reserve im weiteren Jahresverlauf in mehreren kleinen Schritten um 100 Basispunkte erhöht und nach einer Pause auf diesem Niveau, während der der Effekt auf die Wirtschaft beurteilt werden sollte, bis Ende 2012 kontinuierlich auf 2¼% angehoben wird. Wenig später wäre dann angesichts des sich fortsetzenden stetigen Rückgangs der noch verbleibenden Produktionslücke mit weiteren Erhöhungen der Leitzinsen auf ein neutrales Niveau zu rechnen.

... im Euroraum ...

- Im Euroraum erhöhte die Europäische Zentralbank vor dem Hintergrund der Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und des Anstiegs einiger Messgrößen der Inflationserwartungen im April 2011 den Hauptrefinanzierungssatz. Obwohl die Gesamtinflation über den mit der Definition der EZB der Preisstabilität im Einklang stehenden Wert angestiegen ist, besteht in unmittelbarer Zukunft wenig Grund für weitere Zinsschritte, da die Kerninflationen relativ niedrig sind, insbesondere wenn die Veränderungen bei den indirekten Steuern ausgeklammert werden. Außerdem sind die Geldmarktsätze nunmehr sichtbar positiv. Im Jahresverlauf 2012 wäre eine allmähliche Normalisierung des wichtigsten Leitzinses angebracht. In diesen Projektionen wird davon ausgegangen, dass der Hauptrefinanzierungssatz bis Ende 2012 auf 2¼% angehoben wird, womit er der Konjunktur im Kontext noch immer umfangreicher, jedoch zunehmend schwer zu bestimmender Kapazitätsüberhänge weiterhin wesentliche Impulse verleihen wird.

**... trotz anhaltender
Unterschiede zwischen
den Ländern des
Euroraums ...**

- Im Euroraum besteht eine Schwierigkeit darin, dass die einheitliche Geldpolitik angesichts der gegenwärtigen Unterschiede zwischen den wirtschaftlichen Bedingungen der einzelnen Mitgliedstaaten für einige große Länder, die sich rasch von der Rezession erholt haben, zu akkommodierend und für die an dem Programm von EU und IWF teilnehmenden Länder zu restriktiv ist¹¹. Für die fragilen Finanzsysteme in den letztgenannten Ländern könnte eine Option darin bestehen, dass

11. Dieses Problem betrifft nicht nur den Euroraum. Auf der konzeptuellen Ebene werfen die schweizerische und die US-amerikanische Währungsunion dieselben Fragen bezüglich der Fähigkeit einer einheitlichen Geldpolitik auf, allen Kantonen bzw. allen Bundesstaaten gerecht zu werden. In der Praxis besteht hier allerdings ein großer Unterschied, da den schweizerischen Kantonen und den US-Bundesstaaten eine starke Zentralregierung übergeordnet ist, die in der Lage ist, Finanztransfers zu verwalten, und die Arbeits-, Dienstleistungs- und Finanzmärkte dort weitaus stärker integriert sind.

die EZB besondere Liquiditätshilfen beibehält und zugleich die Leitzinsen erhöht (Minegishi und Cournède, 2010). Gleichzeitig sollten die zuständigen Behörden in den größeren Ländern den Einsatz makroprudenzieller Instrumente in Erwägung ziehen, um bei Bedarf einem übermäßig starken Wachstum der Vermögenspreise in ihrem Land zu begegnen. Mittelfristig sind in allen Euroländern Strukturreformen notwendig, um die wirtschaftliche Integration zu verbessern und damit den Nutzen der Währungsunion zu steigern.

... und im Vereinigten Königreich ...

- Im Vereinigten Königreich sollte schon früher gehandelt werden, da die am VPI gemessene Inflation in den vergangenen 17 Monaten den Zielwert von 2% überstieg und bei einigen Messgrößen der Inflationserwartungen eine Aufwärtsbewegung eingesetzt hat. Wenn zugelassen würde, dass der jüngste Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen sich verfestigt, könnte die Bank von England Schwierigkeiten dabei haben, die Teuerungsrate der Verbraucherpreise einzudämmen. Die Bank von England sollte daher bald mit der Erhöhung ihres Leitzinses beginnen, wobei das anschließende Tempo der Normalisierung der Geldpolitik von den erwarteten Auswirkungen der starken Haushaltskonsolidierung auf die Wirtschaft und von der Geschwindigkeit, mit der die Kapazitätsüberhänge abgebaut werden, abhängig gemacht werden sollte. In den Projektionen wird davon ausgegangen, dass die Leitzinsen bis Ende 2011 auf 1% angehoben und nach einer Pause dann bis Ende 2012 schrittweise weiter auf rd. 2¼% erhöht werden.

... während sich der Entzug der geldpolitischen Impulse in anderen OECD-Volkswirtschaften fortsetzen sollte ...

- In den OECD-Ländern, in denen die Straffung der Geldpolitik etwas früher einsetzte, sollten die Leitzinsen vor dem Hintergrund der verbesserten Aussichten für die weltweite Konjunkturerholung im Allgemeinen rascher angehoben werden als zuvor angenommen. In den Volkswirtschaften, in denen die Kapazitäten voll ausgelastet bzw. fast ausgelastet sind, sollten sich die Zentralbanken bereithalten, die Leitzinsen über das neutrale Niveau hinaus anzuheben, wenn durch den jüngsten kräftigen Anstieg der Rohstoffpreise Zweitrundeneffekte zu entstehen drohen, die tendenzielle inflationäre Spannungen verursachen.

... jedoch nicht in Japan

- Im Nachgang des Erdbebens und der damit zusammenhängenden Ereignisse stellte die Bank von Japan den Geldmarktteilnehmern umfangreiche Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, um Instabilität auf den Finanzmärkten zu vermeiden. Sie beschloss ferner, längerfristige Mittel im Umfang von 1 Bill. Yen (0,2% des BIP) für die Finanzinstitute in den Katastrophengebieten bereitzustellen, um die Wiederaufbauanstrengungen zu unterstützen, und erhöhte den Umfang des Programms zum Ankauf von Wertpapieren von 5 Bill. auf 10 Bill. Yen. Mit Blick auf die Zukunft muss die gegenwärtige Null-Zins-Politik so lange fortgesetzt werden, bis die Teuerung wieder eindeutig im positiven Bereich liegt, insbesondere auf Grund der Ungewissheit bezüglich der Auswirkungen des Erdbebens auf die Kapazitätsüberhänge. Solange es keine Anzeichen für einen klaren Trend hin zur Erreichung des impliziten Inflationsziels von 1% gibt, sollte sich die Bank von Japan bereithalten, weitere Maßnahmen zu ergreifen, wobei das Hauptaugenmerk einer Senkung der langfristigen Zinssätze durch Ausweitung der Ankäufe von Staatsanleihen gelten sollte. Mit der ersten Leitzinserhöhung

kann bis 2013 oder später gewartet werden und sie sollte erst dann erfolgen, wenn der Preisauftrieb klar auf die Marke von rd. 1% zusteuert. Kommt es auf Grund der sehr niedrigen Zinssätze zu einer Ausweitung der finanziellen Ungleichgewichte, muss diese Entwicklung genau beobachtet werden; die Zentralbank sollte sich jedoch in Geduld fassen, da das Risiko besteht, dass sie im Fall einer kurz nach einer verfrühten Leitzinsanhebung notwendigen Rückkehr zu bei null liegenden Zinssätzen an Glaubwürdigkeit verlieren könnte.

In großen Nicht-OECD-Volkswirtschaften ist eine weitere Straffung erforderlich

- In den großen aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb des OECD-Raums ist eine weitere Straffung der monetären Bedingungen – auch durch Währungsaufwertungen – erforderlich, um den zunehmenden Inflationsdruck zu dämpfen. In China, wo sich die Teuerung in den vergangenen Monaten deutlich verfestigt hat, wurden die Ausleihe- und Einlagensätze sowie der Mindestreservesatz bereits erhöht, und der reale Wechselkurs wertet infolge des höheren Preisauftriebs nunmehr auf. Da das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion unter die Trendrate gesunken ist, womit sich die positive Produktionslücke schließt, ist dieses Jahr möglicherweise nur eine moderate weitere Straffung notwendig, um die Trendrate der Inflation zu stabilisieren, wobei marktbasierter Maßnahmen gegenüber Mindestreservepflichten Vorrang gegeben werden sollte. Wenn eine Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses zugelassen würde, könnte dies ebenfalls zur Verringerung des Inflationsdrucks beitragen. In Indien ist die Jahresrate der Inflation weiterhin hoch, und der Preisauftrieb dehnt sich auf weitere Bereiche der Wirtschaft aus. Eine weitere Verschärfung des geldpolitischen Kurses ist angebracht, um den Nachfragedruck einzudämmen und das Risiko einer Destabilisierung der Inflationserwartungen zu verringern. In Brasilien ist vor dem Hintergrund des immer noch kräftigen Kreditwachstums, der andauernden Kapazitätsengpässe und der sich nunmehr am oberen Rand des Zielkorridors befindenden Teuerungsrate eine Verschärfung der Geldpolitik durch Anhebung der Leitzinsen sowie angemessene mikro- und makroprudenzielle Maßnahmen angezeigt. Durch eine Straffung der Fiskalpolitik würde sich der Umfang der notwendigen Leitzinserhöhungen sowohl in Brasilien als auch in Indien verringern.

Makroprudenzielle Maßnahmen könnten zur Dämpfung der Effekte der starken Kapitalzuflüsse beitragen

Zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften sehen sich nach wie vor mit umfangreichen Kapitalzuflüssen konfrontiert. Diese können angesichts der damit verbundenen Risiken einer übermäßigen Währungsaufwertung und von Boom-Bust-Zyklen bei Vermögenspreisen und Krediten sowie der Gefahr ihres plötzlichen Versiegens eine erhebliche Politikherausforderung für die Empfängerländer darstellen. Längerfristig könnte über eine Vertiefung der Finanzmärkte und andere wachstumsfreundliche Struktur-reformen, wie in Kapitel 6 erörtert, auf die Nettoauslandsvermögensposition eingewirkt und die Struktur der Zuflüsse verbessert werden – mit mehr ausländischen Direktinvestitionen (ADI) und weniger Schuldtiteln –, womit ein Schutzwall gegen die negativen Effekte starker, spekulativer Kapitalzuflüsse geschaffen würde. Damit ließe sich zudem eine effektive Inter-mediation der inländischen Kreditvergabe sicherstellen. Die Umsetzung solcher Reformen ist jedoch langwierig. Auf kurze Sicht kommt makro-ökonomischen Politikmaßnahmen eine wichtige Rolle zu, auch wenn der

Umfang, in dem diese genutzt werden können, wahrscheinlich von einem Land zum anderen variieren wird. Wie oben erwähnt, könnte der von den Zuflüssen ausgehende Inflationsdruck gedämpft werden, wenn eine Währungsaufwertung zugelassen würde, womit sich auch die Anreize für weitere Zuflüsse verringern würden. Wenn damit eine Haushaltskonsolidierung einherginge, wäre größerer Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik vorhanden, was die Zuflüsse ebenfalls bremsen würde. Mikro- und makroprudenziellen Maßnahmen sollte ebenfalls eine entscheidende Rolle zukommen, sowohl zur Eindämmung exzessiver Risikobereitschaft als auch bei der Bewältigung von Risiken in bestimmten Sektoren oder Vermögensklassen. Weitere mögliche Politikoptionen auf kurze Sicht wären z.B. Ausweitungen der Devisenreserven durch Interventionen auf den Devisenmärkten sowie andere Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalzuflüsse, etwa die Besteuerung von Kapitalzuflüssen oder direkte Kapitalverkehrskontrollen. Wie in Kapitel 6 erörtert, ist die Ausweitung der Devisenreserven kostspielig und oftmals ineffizient, und sollte daher normalerweise nicht über längere Zeiträume hinweg verfolgt werden. Kapitalverkehrskontrollen könnten sich im Hinblick auf die Eindämmung der Finanzmarktrisiken, die von umfangreichen Kapitalzuflüssen ausgehen können, kurzfristig als effektiv erweisen, sind jedoch bestenfalls als vorübergehende Lösung zu betrachten, um Verzerrungen bei den längerfristigen Investitionen auf ein Mindestmaß zu begrenzen, und sollten vorzugsweise im Rahmen des OECD-Kodex der Liberalisierung des Kapitalverkehrs unter multilateraler Aufsicht erfolgen.

Finanzmarktpolitik und makroprudenzielle Aufsicht

Strenge und transparente Stresstests könnten das Vertrauen in die Banken der EU-Länder stärken

In Anbetracht der gegenwärtigen Bedenken über die Verfassung des Bankensystems einiger Länder, insbesondere in der Europäischen Union, kommt den geplanten Stresstests eine wichtige Rolle dabei zu, verlässliche Informationen über die Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber negativen Schocks zu liefern. Im Vergleich zum EU-weiten Stresstest im Jahr 2010, mit dem es nicht gelang, die Risiken in einigen Ländern offenzulegen, wird bei den für 2011 geplanten Stresstests eine höhere, am harten Kernkapital (Core Tier 1) – anstatt an dem auch hybride Instrumente umfassenden gesamten Kernkapital (Tier 1) – orientierte Kapitalschwelle zu Grunde gelegt und eine größere makroökonomische Belastung unterstellt (wenngleich im Verhältnis zu einem stärkeren Basisszenario). Im strengsten Szenario sind Abschläge auf Staatsanleihen in den Beständen der Banken jedoch leider nicht berücksichtigt, obwohl sie nach wie vor ein erhebliches Risiko darstellen¹². Die Regierungen der Euroländer haben sich verpflichtet, noch vor Veröffentlichung der Ergebnisse konkrete Strategien für die Umstrukturierung gefährdeter Institute zu erarbeiten. Solche ergänzenden Strategien dürften das Vertrauen in die Tests erhöhen. Längerfristig sollte die Förderung der Marktdisziplin Vorrang haben, für die bankenaufsichtliche Stresstests lediglich ein unvollkommener Ersatz sein können. Zu den wichtigsten Maßnahmen im Hinblick auf dieses Ziel zählen die Lösung des „Too big to fail“-Problems, die Stärkung der Regelungen für die Liquidation insolventer Banken und die Verbesserung der Offenlegung von Bankendaten.

12. Vgl. auch Blundell-Wignall und Slovik (2010).

Die Kapitalanforderungen von Basel III sollten mit aller Entschlossenheit umgesetzt werden

Mit Blick auf die Zukunft wird die Umsetzung der jüngst vereinbarten Eigenkapitalanforderungen (Basel III) die Fähigkeit der Banken zur Absorption von Verlusten stärken. Laut Schätzungen in Slovik und Cournède (2011) könnten die Banken in den drei größten OECD-Volkswirtschaften ihre Zielvorgaben für die Eigenkapitalquote um mindestens 3,7 Prozentpunkte anheben, wodurch sich die Jahresrate des BIP-Wachstums um 0,05 bis 0,15 Prozentpunkte verringern würde (Tabelle 1.7). Die Einführung antizyklischer Kapitalpuffer, die über den Kreditzyklus wirksam werden, könnte die langfristige Widerstandsfähigkeit des Bankensektors zusätzlich stärken (Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2010). Auf globaler Ebene wurde jedoch noch nicht entschieden, ob und wie die vorgeschriebenen Eigenkapitalquoten für systemrelevante Finanzinstitute angehoben werden sollen, um ihrer auf Grund expliziter Staatsgarantien größeren Risikobereitschaft Rechnung zu tragen (Blundell-Wignall et al., 2010). Einige Länder haben bereits besondere Eigenkapitalanforderungen für systemrelevante Banken eingeführt oder ziehen dies in Erwägung (z.B. die Schweiz und das Vereinigte Königreich¹³), nicht nur um das „Too big to fail“-Problem zu lösen, sondern auch weil man sich bewusst ist, dass manche Banken, insbesondere in kleinen Ländern wie der Schweiz, in denen sehr große Finanzinstitute beheimatet sind, u.U. zu groß sind, als dass ihre Rettung möglich wäre. Die geplante Einführung einer verbindlichen Höchstverschuldungsquote (*leverage coverage ratio*) ist für systemrelevante Institute besonders wichtig, da diese in der Tendenz höher verschuldet sind als andere Banken.

Table 1.7. **Estimated medium-term macroeconomic impact of Basel III**

Five year change in

	Core capital ratio	Bank lending spreads	Annual GDP growth
	percentage points	basis points	percentage points
United States	3.1	12.3 - 46.2	-0.02 - -0.12
Euro area	3.8	18.6 - 56.6	-0.08 - -0.23
Japan	4.2	14.3 - 62.6	-0.04 - -0.09
Average (unweighted)	3.7	15.1 - 55.1	-0.05 - -0.15
Average (GDP weighted)	3.5	15.6 - 52.9	-0.05 - -0.16

Note: The capital requirements result in a widening of lending spreads as banks attempt to maintain the return on equity. Higher lending spreads in turn damp activity. The bound estimates correspond to the impact of meeting the 2015 target while the upper bound estimates correspond to the 2019 target. See Slovik and Cournède (2009) for more details.

Source: Slovik and Cournède (2011).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932434314>

Die Liquiditätsvorschriften sollten sorgfältig konzipiert werden

Sehr hohe Kapitalpuffer dürften im Prinzip die Bedenken der Kreditgeber und Geldmarktinvestoren hinsichtlich der Solvenz der Banken zerstreuen und somit den Zugang der Banken zu Finanzierungen sichern. In der Praxis werden die Eigenkapitalpuffer jedoch selbst unter Basel III und ergänzenden nationalen Eigenkapitalvorschriften wahrscheinlich nicht ausreichen, um

13. Vgl. Independent Commission on Banking (2011).

jederzeit eine ununterbrochene Liquiditätsversorgung zu gewährleisten¹⁴. Basel III sieht daher Liquiditätsanforderungen vor, die auf die Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber Liquiditätsschocks abzielen. Die Mindestliquiditätsquote (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) verlangt von den Banken, dass sie das mindestens erforderliche Niveau an erstklassigen liquiden Aktiva vorhalten, um Liquiditätsstörungen unter einem schweren Stressszenario einen Monat lang standzuhalten. Die strukturelle Liquiditätsquote (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR) ist eine Messgröße, die von den Banken verlangt, sich auf stabile mittel- bis langfristige Finanzierungen anstatt auf kurzfristige Geldmarktfinanzierungen zu stützen. Diese Anforderungen verringern zwar die Anfälligkeit der Banken gegenüber dem Liquiditätsrisiko, es bestehen jedoch noch Bedenken hinsichtlich ihrer Umsetzung. In ihrer derzeitigen Form messen die Liquiditätsanforderungen Staatsanleihen großes Gewicht bei, obwohl die jüngsten Entwicklungen gezeigt haben, dass die Sicherheit und Liquidität von Staatsanleihen nicht als selbstverständlich vorausgesetzt werden kann. Die Anforderungen in Bezug auf Liquidität und stabile Refinanzierungsquellen können ferner Anreize für Regulierungsarbitrage zwischen den verschiedenen Anlageklassen schaffen, wie dies im Vorfeld der Finanzkrise der Fall war, als die Regulierung am Prinzip der Risikogewichtung orientiert war. Da der Bankensektor umfangreiche mittel- bis langfristige Finanzierungen benötigen wird, drohen darüber hinaus Laufzeitinkongruenzen zwischen Aktiva und Passiva aufzutreten, die an anderen Stellen des Finanzsystems Risiken verursachen. Aus diesen verschiedenen Gründen sollte die Liquiditätsregulierung nicht davon ausgehen, dass inländische Staatsanleihen zwangsläufig immer vollkommen liquide sind, insbesondere im Fall von Mitgliedern einer Währungsunion, sich auf einfache Regeln stützen anstelle von übermäßig komplizierten Gewichtungssystemen, die neue Möglichkeiten für Regulierungsarbitrage eröffnen könnten, und durch eine adäquate Aufsicht über die anderen Teile des Finanzsystems, z.B. des Versicherungswesens, ergänzt werden, in die sich potenziell destabilisierend wirkende Laufzeitinkongruenzen zwischen Aktiva und Passiva verlagern könnten, wie z.B. das Versicherungswesen.

**Auch in anderen
Bereichen sind
Reformen notwendig**

Die Bewältigung der durch die Finanzkrise entstandenen Herausforderungen wird auch Reformen in einer Reihe anderer Bereiche erforderlich machen. Die Anstrengungen zur Verlagerung des Großteils des Derivatehandels in amtliche Börsen oder zumindest zentrale Clearing-Stellen sollten rasch abgeschlossen werden. Des Weiteren müssen wirksame grenzüberschreitend geltende Regelungen für die Auflösung von Großbanken geschaffen werden, um das Moral-Hazard-Problem zu verringern, das daraus resultiert, dass diese Banken unter den gegenwärtigen Bedingungen nicht geschlossen werden können, ohne dass dies destabilisierende Effekte hätte. Die internationale Konvergenz der Rechnungslegungsvorschriften, insbesondere für Finanzinstitute, muss weiter vorangetrieben werden, um die Umsetzung von weltweiten Regulierungsstandards zu erleichtern, insbesondere Verschuldungsobergrenzen. Darüber hinaus müssen sich Regulierung und Aufsicht, nicht nur wie oben im Zusammenhang mit der Liquidität erwähnt, sondern auch ganz allgemein, wirksam auf alle Bereiche er-

14. Bevor die Banken ab Mitte des 19. Jahrhunderts in den Genuss zunehmender staatlicher Garantien kamen, hatten sie in der Regel einen Eigenkapitalanteil von über oder nahe 50%, um Anleger und Kreditgeber von der Sicherheit ihrer Investitionen zu überzeugen.

strecken, in die sich Gefahren Elemente und Systemrisiken als Folge der strengeren Bankenregulierung verlagern könnten, wie z.B. das Versicherungswesen und das Pensionsfondgeschäft.

Wechselwirkungen zwischen Geldpolitik und makroprudenzieller Aufsicht

Die Geldpolitik und die makroprudenziellen Maßnahmen müssen eng koordiniert werden ...

Wie in Kapitel 7 erörtert, setzen die makroprudenzielle Aufsicht und die Geldpolitik unterschiedliche Politikinstrumente ein; dennoch bedarf es einer engen Abstimmung zwischen Geldpolitik und Regulierung, um sicherzustellen, dass Systemrisiken und makrofinanzielle Verflechtungen effektiv beobachtet werden und in vollem Umfang in die monetären wie makroprudenziellen Politikentscheidungen einfließen. Außerdem muss angemessen berücksichtigt werden, inwieweit sich makroprudenzielle Maßnahmen – insbesondere über den Kreditkanal – auf die geldpolitische Transmission auswirken und welchen Einfluss die Geldpolitik auf die Risikobereitschaft und den Verschuldungsgrad hat.

... müssen jedoch nicht immer aneinander angeglichen werden

In der Praxis wird die Ausrichtung der geldpolitischen und der makroprudenziellen Maßnahmen von der Art der eintretenden Schocks und von ihrer jeweiligen Kapazität zur Reaktion auf diese Schocks abhängen. Geldpolitik und makroprudenzielle Aufsicht dürften zwar in ähnlicher Weise auf gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks reagieren, bei gesamtwirtschaftlichen Angebotsschocks ist dies jedoch nicht unbedingt der Fall. Und sollten die makroprudenziellen Maßnahmen, aus welchem Grund auch immer, nicht richtig zum Tragen kommen oder noch nicht vollständig umgesetzt sein, muss die Geldpolitik möglicherweise größeres Gewicht auf Fragen der Finanzstabilität legen als normalerweise angebracht wäre. Ebenso muss die makroprudenzielle Aufsicht, wenn die Leitzinssätze bei der Nullgrenze liegen, größeres Augenmerk auf die makroökonomischen Effekte ihrer Politik richten, als dies normalerweise der Fall ist (Yellen, 2010).

Literaturverzeichnis

- Aizenman, J. und N. Marion (2009), „Using Inflation to Erode the US Public Debt“, *NBER Working Papers*, No. 15562.
- Akram, Q.F. (2009), „Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar“, *Energy Economics*, Vol. 31.
- Bank von England (2010), *Inflation Report*, November 2010.
- Barnes, S. (2010), „Resolving and Avoiding Unsustainable Imbalances in the Euro Area“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 827.
- Barrell, R. und O. Pomerantz (2004), „Oil Prices and the World Economy“, *NIESR Discussion Paper*, No. 242.
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2010), *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Buffer*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Dezember 2010, Basel.
- Beltran, D., L. Pounder und C. Thomas (2008), „Foreign Exposure to Asset-Backed Securities of U.S. Origin“, *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, Number 939.
- Blundell-Wignall, A., G. Wehinger und P. Slovik (2010), „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“, *OECD Financial Market Trends*, Vol. 2009/2.
- Blundell-Wignall, A. und P. Slovik (2010) „The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures“, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 4.
- Cabinet Office (2011), *Monthly Economic Report*, 23. März, Japan.
- Carabenciov, I. et al. (2008), „A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices“, *IMF Working Papers*, No. 08/280.
- Cavallo, E. und I. Noy (2010), „The Economics of Natural Disasters: A Survey“, *IDB Working Paper Series*, No. IDB-WP-124.
- CBO (2011), *An Analysis of the President's Budgetary Proposals for Fiscal Year 2012*, Washington D.C.
- Chamley, C. und B. Pinto (2011), „Why Official Bailouts Tend Not To Work: An Example Motivated by Greece 2010“, *The Economist's Voice*, Februar.
- Cottarelli, C. und J. Viñals (2009), „A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies“, *IMF Staff Position Note*, SPN/09/22.
- Crespo Cuaresma, J.C. (2010), „Can Emerging Asset Price Bubbles be Detected?“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 772.
- Europäische Kommission (2004), „How Vulnerable is the Euro Area Economy to Higher Oil Prices?“, *Quarterly Report on the Euro Area*, No. 3.
- Europäische Kommission (2008), „Recent Economic Developments and Short-Term Prospects“, *Quarterly Report on the Euro Area*, No. 7.
- Fujita, S. (2011), „Effects of Extended Unemployment Insurance Benefits: Evidence from the Monthly CPS“, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, No. 10-35/R.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord und C. André (2006), „Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 475.

- Gros, D. (2010), „The Seniority Conundrum: Bail Out Countries But Bail in Private, Short-Term Creditors?“, 5. Dezember, www.voxeu.org.
- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), „Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677.
- Guichard, S. und E. Rusticelli (2010), „Assessing the Impact of the Financial Crisis on Structural Unemployment in OECD Countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 767.
- Guichard S. und E. Rusticelli (2011) „A Dynamic Factor Model for World Trade Growth“, *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.
- Haugh, D., P. Ollivaud und D. Turner (2009), „The Macroeconomic Effects of Banking Crises in OECD Countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 683.
- Haugh, D., A. Mourougane und O. Chantal (2010), „The Automobile Industry In and Beyond the Crisis“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 745.
- Hervé, K., Pain, N., Richardson, P., Sédillot, F. und P.O. Beffy (2010), „The OECD's New Global Model“, *Economic Modelling*, Vol. 28.
- Independent Commission on Banking (2011), *Interim Report: Consultation on Reform Options*, April 2011, London.
- JETRO (Japan External Trade Organisation) (2008), *Survey on Business Conditions of Japanese Companies in the U.S. and Canada*, Oktober 2008.
- JETRO (2010), *Survey of Japanese-Affiliated Firms in Asia and Oceania*, Oktober 2010.
- Japan Research Institute (2011), *Kaigai Keizai Tenbou*, April 2011 (auf Japanisch).
- Jiménez-Rodríguez, R. und M. Sánchez (2004), „Oil Price Shocks and Real GDP Growth: Empirical Evidence for Some OECD Countries“, *European Central Bank Working Papers*, No. 362.
- Jones, D. und A. Kwiecinski (2010), „Policy Responses in Emerging Economies to International Agricultural Commodity Price Surges“, *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers*, No. 34.
- Mazumder, B. (2011), „How did the Unemployment Insurance Extensions Affect the Unemployment Rate in 2008-2010?“, *Chicago Fed Letter*, April.
- Minegishi, M. und B. Cournède (2010), „Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 753.
- Moccero, D., S. Watanabe und B. Cournède (2011), „What Drives Inflation in the Major OECD Economies?“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 854.
- Mody, A., Saravia, D., (2003). „Catalyzing Capital Flows: Do IMF-supported Programs Work as Commitment Devices?“, *IMF Working Paper 03/100*.
- van den Noord, P. (2006), „Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OECD Countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 488.
- OECD (2008a), *Biofuel Support Policies – An Economic Assessment*, OECD, Paris.
- OECD (2008b), *Consumption Tax Trends 2008: VAT/GST and Excise Rates, Trends, and Administration Issues*, Paris.
- OECD (2009), *Going for Growth: Economic Policy Reforms*, Paris.
- OECD (2010), *OECD-Wirtschaftsausblick 88*, Ausgabe 2010/2, Paris.
- OECD (2011a), *Going for Growth: Economic Policy Reforms*, Paris.
- OECD (2011b), *Economic Survey of Japan*, Paris.
- OECD (2011c), *OECD Economic Surveys: United Kingdom*, Paris.

- OECD (2011d), *Restoring Public Finances*, *OECD Journal on Budgeting Special Issue*, Vol. 2011/2, Paris.
- Pain, N., I. Koske und M. Sollie (2008), „Globalisation and OECD Consumer Price Inflation“, *OECD Economic Studies*, No. 44.
- Rousova, L. und P. van den Noord (2011), „Predicting Peaks and Troughs in Real House Prices“, *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Shirakawa, M. (2011), „Great East Japan Earthquake: Resilience of Society and Determination to Rebuild“, Vortrag beim Council on Foreign Relations, New York, April.
- Slovik, P. und B. Cournède (2011), „Macroeconomic Impact of Basel III“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 844.
- Weidner, J. und J. Williams (2011), „What Is The New Normal Unemployment Rate?“, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, No. 2011-05.
- Wurzel, E., L. Willard und P. Ollivaud (2009), „Recent Oil Price Movements: Forces and Policy Issues“, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 737.
- Yellen, J. (2010), „Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-Crisis World“, Rede auf der Jahrestagung der National Association for Business Economics, Denver, November.
- Yellen, J. (2011), „The Federal Reserve’s Asset Purchase Program“, Rede auf dem Brimmer Policy Forum, Denver, Januar.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en

Please cite this chapter as:

OECD (2011), "Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-3-de

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

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

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