

Kapitel 1

**GESAMTBEURTEILUNG DER
WIRTSCHAFTSLAGE**

Überblick

Die Erholung setzt sich fort, auf kurze Sicht allerdings mit verringerter Geschwindigkeit

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort, allerdings mit verhaltenerem Tempo. Produktions- und Handelswachstum haben seit dem Frühjahr nachgegeben, da vorübergehende Wachstumskräfte, wie die von fiskalischen Konjunkturmaßnahmen ausgehenden Anschubeffekte, nachgelassen haben und noch nicht in vollem Umfang durch eine selbsttragende Wachstumsdynamik abgelöst wurden. Angesichts einer Geldpolitik, die weiterhin akkommodierend ausgerichtet ist, während sich die fiskalischen Konsolidierungsanstrengungen zugleich ausweiten, kann davon ausgegangen werden, dass die gegenwärtige leichte Abschwächung des Produktionswachstums nicht lange anhalten wird. Dennoch ist es, zumindest in den OECD-Volkswirtschaften, unwahrscheinlich, dass das Wachstum auf kurze Sicht die in vergangenen Konjunkturaufschwüngen beobachtete Dynamik entfalten wird. Da die Expansion auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Vergleich zu früheren Stadien der Erholung etwas langsamer ablaufen und damit nachhaltiger werden dürfte, wird sich das weltweite Produktionswachstum 2011 voraussichtlich auf rd. 4¼% und 2012 auf 4½% belaufen (Tabelle 1.1). Auf dieser Grundlage würde die Arbeitslosigkeit im OECD-Raum etwas zurückgehen und gegen Ende 2012 bei rd. 7¼% liegen, im Vergleich zu einem Tiefstand von knapp über 5½% vor der Krise. Die Inflationsrate dürfte sich allmählich auf niedrigem Niveau stabilisieren. Außer-

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	-3.4	2.8	2.3	2.8	2.7	2.4	3.0
United States	3.0	0.0	-2.6	2.7	2.2	3.1	2.3	2.6	3.4
Euro area	2.3	0.3	-4.1	1.7	1.7	2.0	2.1	1.7	2.1
Japan	1.2	-1.2	-5.2	3.7	1.7	1.3	3.3	1.3	1.6
Output gap²	0.3	0.0	-4.7	-3.5	-2.9	-2.1			
Unemployment rate³	6.4	6.0	8.1	8.3	8.1	7.5	8.3	7.9	7.3
Inflation⁴	2.8	3.2	0.6	1.8	1.5	1.4	1.7	1.4	1.4
Fiscal balance⁵	-2.0	-3.3	-7.9	-7.6	-6.1	-4.7			
<i>Memorandum Items</i>									
World real trade growth	6.8	3.1	-11.1	12.3	8.3	8.1	11.9	7.8	8.3
World real GDP growth⁶	3.8	2.6	-1.0	4.6	4.2	4.6	4.5	4.4	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 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346610>

halb des OECD-Raums wird sich die Binnennachfrage voraussichtlich kräftig entwickeln, wobei die Kapazitätsüberhänge zurückgehen und die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen sich weiter normalisieren dürften.

Es bestehen aber weiterhin erhebliche Risiken ...

Auf den Projektionen lasten nach wie vor erhebliche Risiken, wobei die Abwärtsrisiken schwerwiegender sind als die Aufwärtsrisiken. Die Abwärtsrisiken ergeben sich großenteils aus der Möglichkeit des Eintretens besonderer Ereignisse, die vor dem Hintergrund von Anfälligkeiten im Zusammenhang mit der weiterhin fragilen Verfassung der Finanzmärkte, dem Schuldenabbau bei den privaten Haushalten, den Staatsverschuldungsproblemen und den Spannungen an den Devisenmärkten zu einer erneuten Konjunkturschwäche führen könnten. Die meisten Risiken sind miteinander verknüpft, so dass es – sollten sie sich konkretisieren – zu Rückkoppelungseffekten auf die Vermögenspreise, die Bilanzen im privaten Sektor, die private Nachfrage und die Ergebnisse des Finanzsektors kommen könnte. Umgekehrt ergibt sich daraus, dass günstigere Entwicklungen in einem Bereich auch zur Verringerung anderer Risiken beitragen könnten. Bei den Abwärts- und Aufwärtsrisiken handelt es sich im Einzelnen um folgende Faktoren:

... einer ungünstigeren Entwicklung ...

- Ein besonderes Risiko besteht darin, dass ein erneuter Rückgang der Wohnimmobilienpreise in den Vereinigten Staaten sowie im Vereinigten Königreich negative Auswirkungen auf die Vermögensposition der privaten Haushalte haben und damit den Verbrauch dämpfen und die Sparquoten erhöhen könnte. Klare Risiken gehen auch von der andauernden Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung einiger OECD-Länder aus; sollte diese Besorgnis zunehmen, könnte dies zu Verwerfungen an den Finanzmärkten und einem Vertrauensschwund führen. Weitere Abwärtsrisiken an den Finanzmärkten ergeben sich aus der Möglichkeit einer abrupten Trendwende bei den Renditen von Staatsanleihen, fortbestehenden Ungewissheiten in Bezug auf den Bankensektor sowie die Verfügbarkeit von Krediten während der Erholung, den negativen Effekten umfangreicher Kapitalzuflüsse in viele aufstrebende Volkswirtschaften und den Spannungen, die durch die in letzter Zeit stark verbreiteten Interventionen an den Devisenmärkten ausgelöst wurden und die zu protektionistischen Politikmaßnahmen führen könnten.

... ebenso wie eines günstigeren Verlaufs

- Andererseits besteht aber auch die Möglichkeit eines kräftigeren Anstiegs der Unternehmensinvestitionen unter dem Einfluss hoher Unternehmensgewinne, und es wäre auch möglich, dass sich die Aktienmärkte deutlicher erholen, da das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Aktien in einigen Ländern unter den historischen Normwerten liegt. Ein weiteres Aufwärtsrisiko ist damit gegeben, dass von insgesamt bereits wieder normalisierten Finanzierungsbedingungen größere verzögerte Impulse auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen als projiziert und sich die Finanzierungsbedingungen sogar weiter verbessern könnten.

Bei der Politikgestaltung muss weiterhin auf die engen Wechselbeziehungen zwischen den verschiedenen Bereichen geachtet werden

Da sich die Normalisierung der geldpolitischen, fiskalischen, finanziellen und krisenbedingten strukturpolitischen Maßnahmen in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich beschleunigen und in einer zunehmend großen Zahl von Ländern gleichzeitig vollziehen wird, müssen bei der Gestaltung der Politik eines Landes in einem Bereich die politischen Weichenstellungen in anderen Bereichen und in anderen Ländern berücksichtigt werden. Internationale Zusammenarbeit, u.a. im Rahmen der G20, wird unerlässlich sein, um die Glaubwürdigkeit dieser Politikanstrengungen zu erhöhen. Das Tempo der Haushaltskonsolidierung sollte in Ländern, in denen hier noch Entscheidungsspielraum besteht, z.T. davon abhängen, inwieweit es der Geld-

politik möglich ist, die von der fiskalischen Straffung ausgehenden kurzfristigen negativen Effekte auf die Nachfrage durch Leitzinssenkungen bzw. ein Hinauszögern der Leitzinserhöhungen auszugleichen. Desgleichen wird sich das Tempo der Reformen der Finanzmarktregulierung auf die geld- und fiskalpolitischen Weichenstellungen auswirken. Strukturpolitische Maßnahmen können die Wirtschaft nicht nur auf längere Sicht stärken, sondern auch zur Haushaltskonsolidierung beitragen, der Geldpolitik durch die Anhebung des Produktionspotenzials Spielraum zur Verlängerung der akkommodierenden Phase verschaffen und die Nachfrage auf kurze Sicht festigen. Zudem können bestimmte Strukturreformen, die schon allein aus inländischen Gründen wünschenswert sind, auch zur Verringerung der internationalen Ungleichgewichte, sowohl weltweit als auch innerhalb des Euroraums, beitragen.

Für die Wirtschaftspolitik gilt es ...

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

... aktiv auf eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte hinzuarbeiten ...

- Um die öffentlichen Finanzen auf ein solides Fundament zu stellen, sollte die Haushaltskonsolidierung ab 2011 in fast allen OECD-Ländern aktiv vorangetrieben werden. Das Tempo, mit dem die fiskalischen Impulse entzogen werden, sollte daran ausgerichtet werden, in welcher Verfassung sich die öffentlichen Finanzen befinden, wie leicht die Staatsschulden finanziert werden können, wie stark die Erholung ist und welche Konsolidierungszusagen bereits angekündigt wurden. Das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren sollte – außer in Ländern, in denen ein akutes Risiko des Glaubwürdigkeitsverlusts besteht – entlang des geplanten Konsolidierungspfads zugelassen werden, um etwaige vorübergehende Konjunkturschwächen auszugleichen. In Ländern mit einer besseren Haushaltslage könnte das Tempo der Konsolidierung in der Tendenz reduziert werden, falls das Wachstum nicht den Erwartungen entsprechen sollte. Alles in allem ist die geplante Konsolidierung auf Grundlage der aktuellen Projektionen in den meisten OECD-Ländern sowohl 2011 als auch 2012 angemessen.

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

- Für die meisten Währungsbehörden wird die Herausforderung darin bestehen, die außerordentlichen geldpolitischen Impulse in einer Weise zu entziehen, die mit den makroökonomischen Entwicklungen in Einklang steht und bei der die Anfälligkeiten der Finanzmärkte nicht verstärkt werden. Angesichts nach wie vor großer Produktionslücken und der sich abzeichnenden starken Haushaltskonsolidierungsanstrengungen sollte die Normalisierung der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum erst ab dem ersten Halbjahr 2012 richtig beginnen, wobei die Geldpolitik noch über den Projektionshorizont hinaus akkommodierend bleiben sollte. In Japan sollten die Leitzinsen angesichts der andauernden Deflation 2011 und 2012 auf ihrem gegenwärtigen niedrigen Niveau gehalten werden, und es sollte eine erhebliche quantitative Lockerung vorgenommen werden, um der Wirtschaft Impulse zu verleihen. Falls das Produktionswachstum in den großen OECD-Volkswirtschaften schwächer ausfallen sollte als erwartet, sollte die Normalisierung der Leitzinsen weiter hinausgezögert werden und müssen u.U., je nach Dauer und Umfang der Konjunkturschwäche, Maßnahmen ergriffen werden, um durch eine zusätzliche quantitative Lockerung und eine entsprechende Kommunikationspolitik einen Rückgang der realen Zinssätze in einem breiteren Laufzeitenspektrum herbeizuführen. In den OECD- ebenso wie den Nicht-OECD-Ländern ist es wichtig, dass mit notwendigen internationalen Ausgleichsprozessen verbundenen Wechselkursanpassungen nicht entgegengewirkt wird.

**... die Dynamik für Finanzmarktrefor-
men aufrechtzuerhalten ...**

- Die Finanzmarktrefor-
mendynamik muss aufrechterhalten werden, um die Stabilität des weltweiten Finanzsystems zu erhöhen. Die Umsetzung des vor kurzem vereinbarten weltweiten Reformpakets für den Bankensektor wird hierzu beitragen. Die lang gestreckte Einführungsphase der Reformen dürfte dabei helfen, sicherzustellen, dass die erforderlichen Umstellungen in einer Weise erfolgen, bei der die Erholung nicht gefährdet wird. Weitere Reformen, darunter auch Schritte zur Beseitigung von Anreizverzerrungen für systemwichtige Finanzinstitute und zur Verschärfung der Regulierung von Nichtbanken-Finanzinstituten, müssen noch in Angriff genommen werden.

... und Strukturreformen zur Bewältigung der Nachwirkungen der Krise und Verringerung der globalen Ungleichgewichte durchzuführen

- Es müssen Strukturreformen umgesetzt werden, um das Produktionspotenzial auf lange Sicht zu steigern und damit die Haushaltskonsolidierung zu erleichtern, sowie um spezifischen durch die Rezession entstandenen Belastungen zu begegnen, nicht zuletzt der Arbeitsmarktschwäche, die dauerhafte negative Auswirkungen zu haben droht. Reformen zur Steigerung der Produktivität des öffentlichen Sektors, zur Beseitigung von Hindernissen für die Beschäftigungsschaffung, zur Veränderung der Steuerstruktur sowie zur Einführung von Preismechanismen für umweltbelastendes Verhalten (Pollution Pricing) würden zur Sicherung des Wachstums und der Beschäftigung beitragen und die Haushaltskonsolidierung erleichtern. Strukturreformen sind infolge ihrer Auswirkungen auf Ersparnis und Investitionen auch nützlich, um gegen die Grunddeterminanten der globalen Ungleichgewichte vorzugehen. Durch ein gut konzipiertes Paket von Strukturreformen zur Reduzierung der Produktmarktregulierung in vom Wettbewerb abgeschirmten Sektoren und zur Verbesserung der Systeme der sozialen Sicherung in Nicht-OECD-Ländern könnte im Zusammenspiel mit der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen viel erreicht werden, um die globalen Ungleichgewichte in den kommenden Jahren zu verringern.

Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder

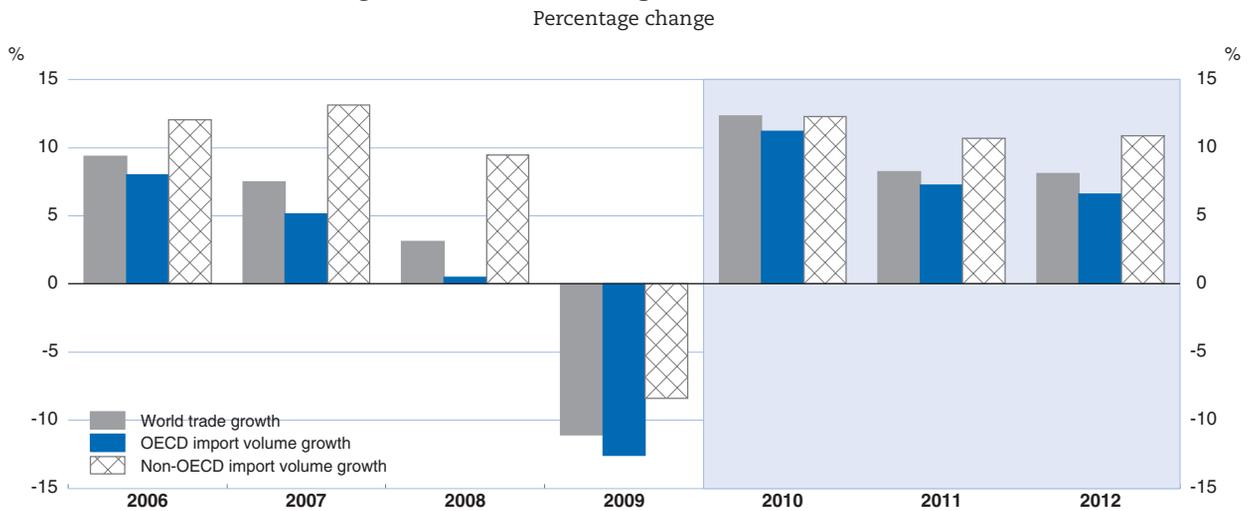
Die Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder sind nach wie vor günstig

Die weltweite Wirtschaftstätigkeit hat sich stärker verlangsamt, als in den ersten Monaten des Jahres zunächst erwartet worden war, und der Übergang von befristeten Wachstumsimpulsen zu einem selbsttragenden Wachstum verläuft ungleichmäßig. Das Geschäftsklima hatte sich Unternehmenserhebungen zufolge im Sommer eingetrübt, und die Auftragsbestände waren gesunken, beide haben sich nun jedoch wieder zu erholen begonnen. Insgesamt sind die Bestimmungsfaktoren für die Wirtschaft der OECD-Länder nach wie vor günstig, und die Abschwächung des Wachstums dürfte lediglich vorübergehender Natur sein, anstatt eine größere strukturelle Schwäche der privaten Ausgaben widerzuspiegeln. Die globalen Entwicklungen und die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor günstig, und bei der Behebung der Ungleichgewichte, die vor der Rezession entstanden waren, werden gute Fortschritte erzielt, wengleich es klare Schwachstellen gibt, insbesondere die Arbeitsmärkte, wo umfassende Anpassungen noch nicht annähernd erfolgt sind.

Das Welthandelwachstum ist nach wie vor stabil ...

Das Welthandelwachstum verlangsamt sich inzwischen; die Jahresrate des Handelwachstums im dritten Quartal betrug den Schätzungen zufolge rd. 9%, verglichen mit einem Wachstum von über 15% sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal des Jahres. Die Verlangsamung des Handelwachstums ist z.T. auf die Normalisierung zurückzuführen, die zu erwarten war, nachdem sich der Handel und die Industrieproduktion, ausgehend von den Tiefständen während der Rezession, rasch belebt hatten. Die jüngsten monatlichen Handels- und allgemeinen Wirtschaftsindika-

toren deuten darauf hin, dass das Handelswachstum sich bis zum Jahresende auf eine Jahresrate von 7¼% etwas weiter abschwächen könnte. Gleichwohl werden die Welthandelsvolumen im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2010 ihren Vorkrisenhöchststand übertroffen haben. Die Lücke zwischen der Rate des Handelswachstums in den OECD- und den Nicht-OECD-Volkswirtschaften hat sich im Lauf des Jahres 2010 verringert, was auf eine gewisse Abschwächung der Inlandsnachfrage und des Importwachstums im Nicht-OECD-Raum sowie die Erhöhung der Handelsintensität des Wachstums in den OECD-Ländern zurückzuführen ist, die z.T. mit einer Belebung der Anlageinvestitionen – einer besonders handelsintensiven Komponente der Nachfrage – zusammenhängt. Nach der kurzfristigen Verlangsamung dürfte sich das Welthandelswachstum im Zeitraum 2011-2012 im Allgemeinen weiterhin lebhaft entwickeln und nach wie vor bei einem 1,7-Fachen des Wachstums der Weltproduktion, d.h. nahe der Vorkrisenrate (2004-2008) liegen (Abb. 1.1).

Figure 1.1. **World trade growth remains solid**

Note: The import volume figures include intra-region trade. Based on a trade in goods and services volume matrix in 2005, just over a half of global trade is within OECD countries, about a third between OECD and non-OECD countries and the rest between non-OECD countries.

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932344976>

... ebenso wie die Inlandsnachfrage in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften

Der Konjunkturaufschwung in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften hat sich seit dem Frühjahr abgeschwächt, insbesondere in den Industriesektoren, die stark in die weltweiten Wertschöpfungsketten eingebunden sind. Dennoch ist die inländische Endnachfrage nach wie vor robust, was die Auslandsnachfrage in den OECD-Ländern stützt. In China hat die Wirtschaft im früheren Jahresverlauf im Zuge der Normalisierung der staatlichen Politik und des Abbaus übermäßig hoher Lagerbestände ein Stück weit an Fahrt verloren, auch wenn sich das BIP-Wachstum im dritten Quartal wieder auf eine Jahresrate von schätzungsweise rd. 9½% belebte. Das Einzelhandelswachstum ist nach wie vor stabil, und das Geschäftsklima hat sich dem Einkaufsmanagerindex (EMI) zufolge nunmehr wieder aufgehellt. Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion hat sich auch in Indien dieses Jahr leicht verlangsamt, auch wenn die Inlandsnachfrage nach wie vor stark und das Geschäftsklima weiterhin stabil ist. In Anbetracht des Inflationsdrucks wurden aktive Schritte in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. In Brasilien hat sich die

Produktionslücke im Gefolge der Rezession rasch geschlossen, wobei die Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr kräftig gewachsen ist. Vom Handel ging per Saldo eine Bremswirkung auf das Wachstum aus, was z.T. auf eine deutliche Aufwertung des effektiven Wechselkurses auf Grund kräftiger Kapitalzuflüsse zurückzuführen ist. Die Normalisierung der makroökonomischen Politik hat begonnen, und es treten nunmehr Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu Tage. Das Wachstum fällt in Russland und Südafrika weiterhin verhaltener aus und ist vergleichsweise stark von der Auslandsnachfrage sowie von höheren internationalen Rohstoffpreisen abhängig.

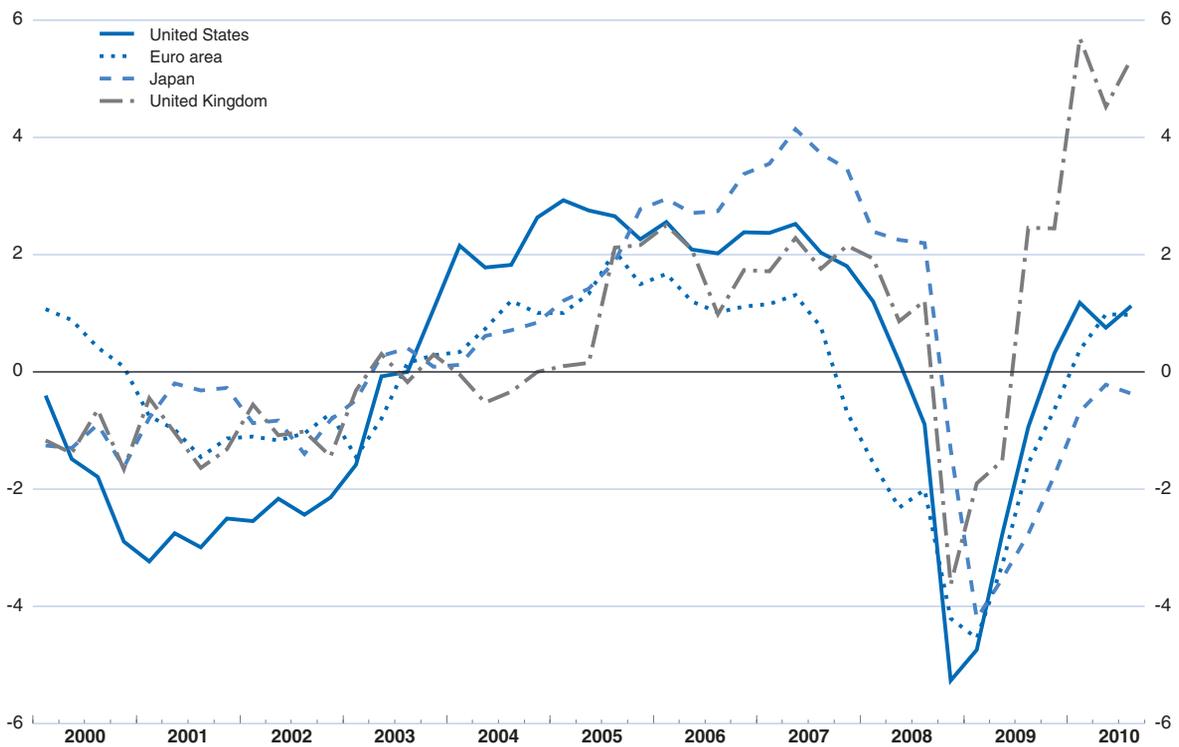
Die finanziellen Bedingungen wirken insgesamt weiterhin wachstumsstützend ...

Die finanziellen Bedingungen sind, wie die Indizes der finanziellen Rahmenbedingungen der OECD zeigen, seit Anfang des Jahres weitgehend unverändert geblieben und befinden sich in den großen OECD-Regionen auf einem nahezu normalen Niveau (Abb. 1.2). In Anbetracht der zeitverzögerten Wirkung werden die zuvor erzielten Verbesserungen der finanziellen Bedingungen insgesamt die Wirtschaftstätigkeit noch eine Zeit lang stützen. Die jüngste Stabilität der Indizes der finanziellen Rahmenbedingungen insgesamt kaschiert, dass sich ihre einzelnen Komponenten unterschiedlich entwickelt haben – reale Zinssätze, Anleihespreads, Kreditbedingungen, reale Wechselkurse sowie Nettovermögen der privaten Haushalte. In den Vereinigten Staaten haben niedrigere reale Zinssätze, insbesondere am langen Ende der Kurve, sowie die Lockerung der Kreditvergabebedingungen die anhaltende Schwäche der Nettovermögensposition der privaten Haushalte aufgewogen. Im Euroraum sind die Kreditvergabestandards ein wenig gestraft worden, und der ausgleichende Effekt, der zuvor von einem schwächeren Wechselkurs ausging, ist abgeklungen. In Japan hat die Verbesserung der Kreditbedingungen und der Spreads die Auswirkungen der Yen-Aufwertung und der Aktienkursrückgänge weitgehend ausgeglichen. Als wichtigste Faktoren, die zur Stützung der finanziellen Bedingungen beitragen, sind zu nennen:

... die Geldmarktsätze und die Renditen der Benchmark-Anleihen haben nachgegeben ...

- Die niedrigen Geldmarktsätze und Renditen für Staatsanleihen wirken sich derzeit stützend auf die Finanzierungsbedingungen aus, trotz neuerlicher Spannungen an den Finanzmärkten auf Grund der Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung in mehreren Ländern des Euroraums (weiter unten erörtert). Die im EU-Bankensektor durchgeführten Stresstests haben dazu beigetragen, die unmittelbaren Marktbedenken zu mindern, auch wenn die Kosten für die Versicherung von Bankanleihen gegen Zahlungsausfälle, die – insbesondere in einigen kleineren Volkswirtschaften des Euroraums – hoch geblieben sind, nach wie vor vorhandene Bedenken in Bezug auf Adressenausfallrisiken widerspiegeln¹. Die langfristigen Renditen für Benchmark-Staatsanleihen sind in den Vereinigten Staaten und Deutschland auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau gesunken und auch in Japan und vielen anderen europäischen Ländern zurückgegangen (vgl. Kasten 1.4 unten). In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen auf Grund niedrigerer Renditen für Staatsanleihen ebenfalls dynamisch entwickelt. Kräftige Kapitalzuflüsse haben in vielen dieser Länder einen Anstieg der Vermögenspreise befördert, jedoch auch Aufwärtsdruck auf die Wechselkurse ausgeübt.

1. Die Stresstests zeigten, dass die kurzfristigen Risiken, u.a. auf Grund einer staatlichen Zahlungsunfähigkeit, wesentlich niedriger waren, als viele befürchtet hatten. In den Tests wurden Verluste aus Staatsanleihen in den Anlagebüchern der Banken (wo der Großteil dieser Anleihen gehalten wird) nicht berücksichtigt und daher die damit verbundenen längerfristigen Risiken nicht geprüft, sie lieferten aber dennoch Informationen über diese Risiken (Blundell-Wignall und Slovik, 2010).

Figure 1.2. **Financial conditions indices have improved markedly**

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

Source: Datastream; OECD Economic Outlook 88 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932344995>

... die privaten Anleihemärkte konnten sich gut behaupten ...

- Die privaten Anleihemärkte konnten sich trotz der Turbulenzen um die europäische Staatsverschuldung gut behaupten, so dass – insbesondere größere – Unternehmen günstige Finanzierungsaussichten haben. Die Renditen für Kreditnehmer mit dem Rating „Investment Grade“ sind auf ein sehr niedriges Niveau gesunken und auch für Kreditnehmer mit höherem Risikoprofil zurückgegangen, nachdem sie auf dem Höhepunkt der Turbulenzen an den Märkten für Staatsanleihen im früheren Jahresverlauf deutlich gestiegen waren. Die Anleiheemissionen von Nichtfinanzunternehmen liegen in diesem Jahr unter dem Rekordniveau von 2009, verharren jedoch – insbesondere im Euroraum – über dem langfristigen Durchschnitt, und die privaten Märkte für Verbriefungen haben sich – wenn auch nur leicht – zu beleben begonnen².

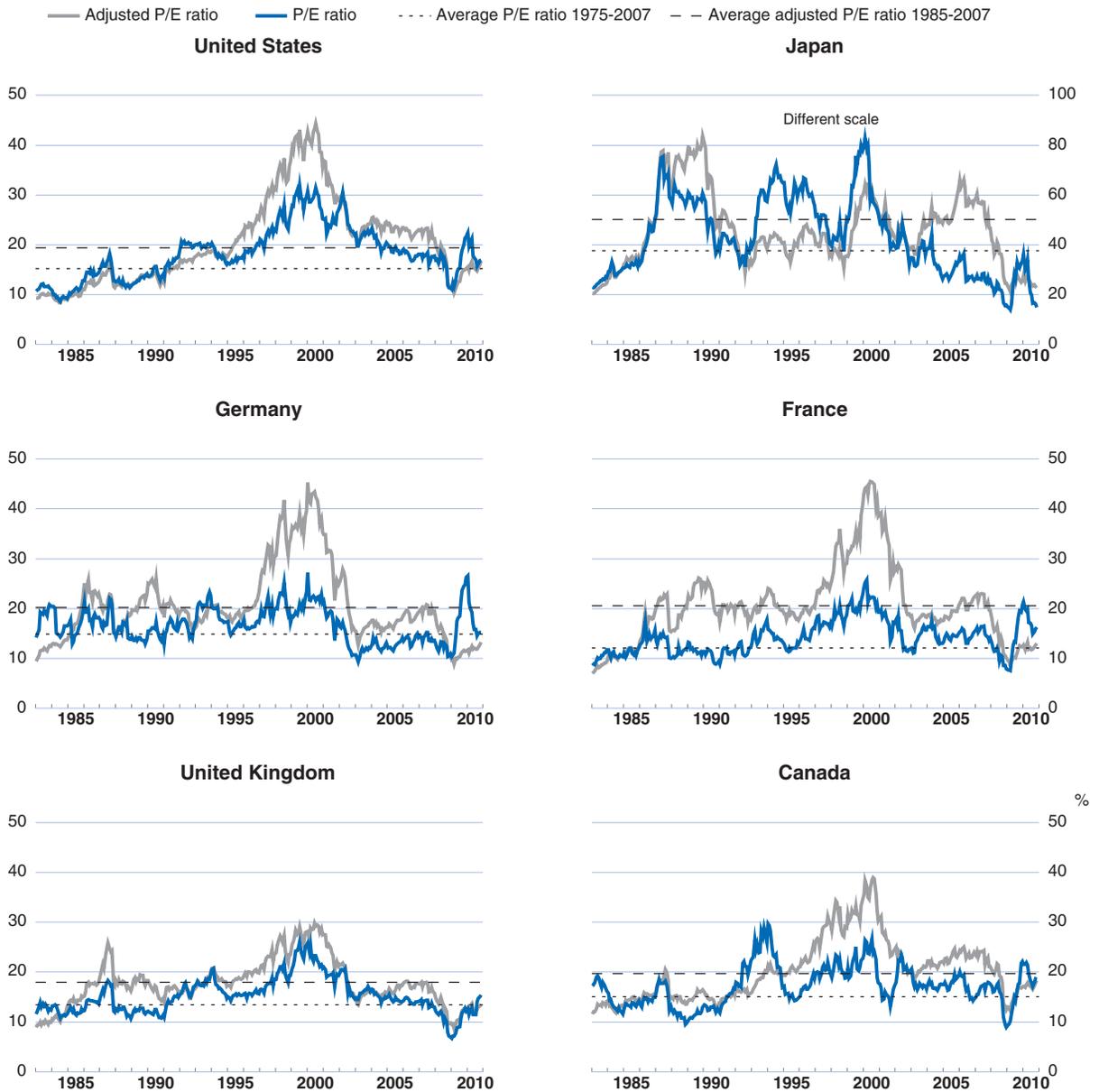
... die Aktienkurse sind gestiegen ...

- Auf den Aktienmärkten war in den vergangenen Monaten eine erhebliche Volatilität zu verzeichnen, in den meisten Industriestaaten liegen die Kurse jedoch über ihrem Stand von Jahresbeginn, auch wenn Japan eine nennenswerte Ausnahme darstellt. Die Kurse muten gegenüber der geschätzten Gewinnentwicklung in einigen Ländern moderat an (Abb. 1.3), was darauf schließen lässt, dass das Risiko weiterer hoher Kursverluste – die sich negativ auf die Nettovermögens-

2. Beispiele für neue Geschäfte sind etwa besicherte Schuldverschreibungen (Collateralised Debt Obligations – CDO) auf der Grundlage hypothekarisch besicherter Wertpapiere sowie besicherte Schuldverschreibungen (Collateralised Loan Obligations – CLO) auf der Grundlage von Hochzinskrediten (Leveraged Loans).

Figure 1.3. Price-earnings ratios remain below long-run averages

Last observation: November 2010



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. Last observations refer to 12 November 2010.

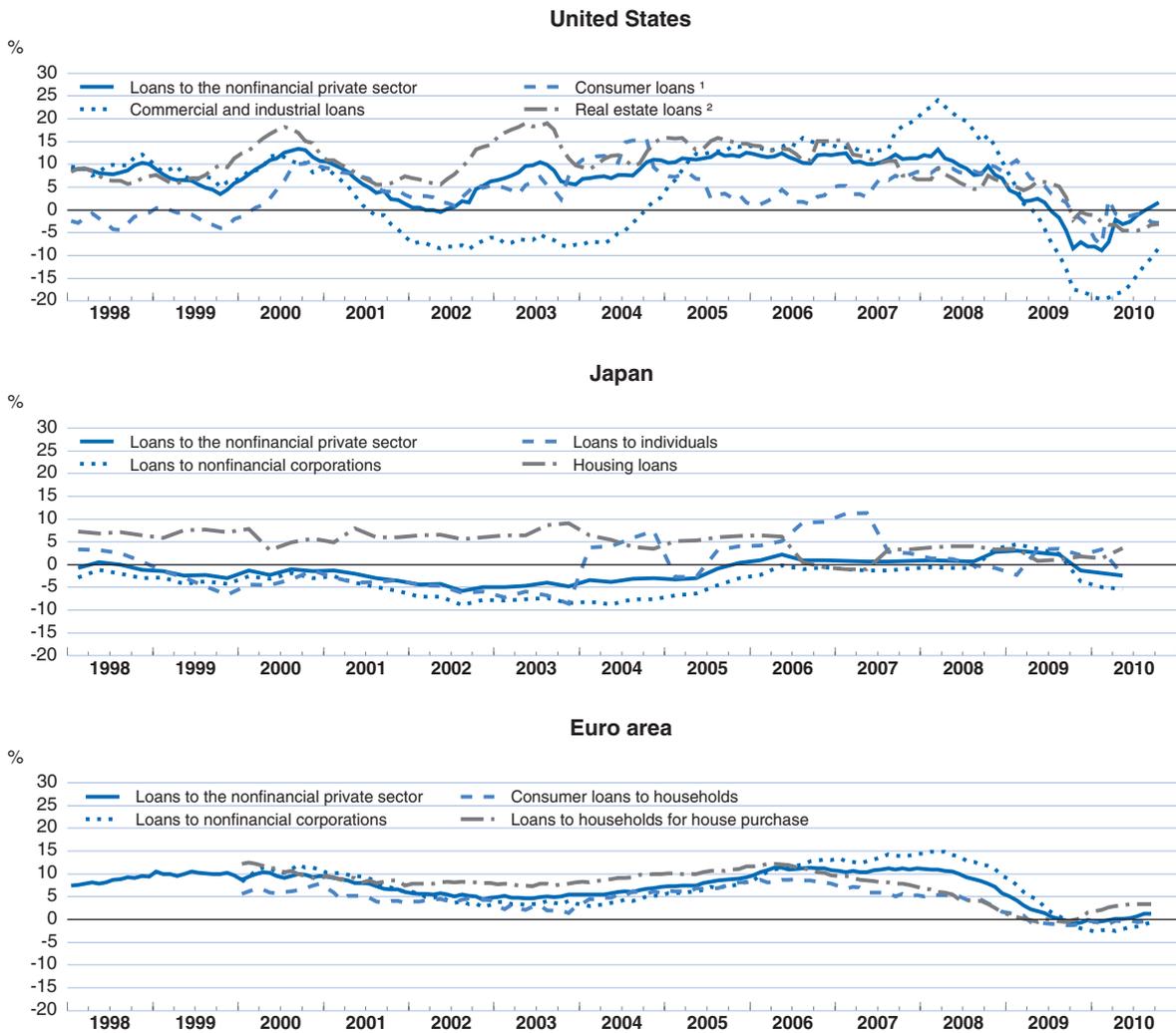
Source: Datastream; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345014>

position der privaten Haushalte auswirken würden – begrenzt ist. Die Aktienmärkte haben sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften 2010 etwas dynamischer entwickelt als in den OECD-Ländern, sind jedoch im Allgemeinen eng mit den Entwicklungen der Weltwirtschaft verknüpft.

Figure 1.4. **Bank lending may be bottoming**

Year-on-year growth rate



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

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

Source: Thomson Financial.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345033>

... und die Verschlechterung der Bankbedingungen ist zum Stillstand gekommen ...

- Unterstützt durch die sehr niedrigen Finanzierungskosten war die Ertragslage der Banken in der ersten Jahreshälfte 2010 weiterhin äußerst gut. Aus den Berichten über die Kreditvergabe der Banken für das dritte Quartal ging hervor, dass bei den Kreditvergabestandards in den Vereinigten Staaten kontinuierlich eine leichte Lockerung, im Euroraum jedoch eine sehr leichte Nettoverschärfung der Kreditbedingungen erfolgte. Angesichts der rückläufigen langfristigen Referenzzinssätze sind die von den Geschäftsbanken praktizierten Kreditzinsen

für Hypotheken und Konsumentenkredite im Allgemeinen gesunken. Dies schlägt sich möglicherweise in den Kreditvergebepvolumen an den privaten Sektor nieder, da es Anzeichen für eine leichte Belebung im Euroraum gegeben hat, auch wenn dies in den Vereinigten Staaten bislang noch nicht der Fall ist (Abb. 1.4). Mit zunehmender Reife der Erholung dürften die Kreditvergabebedingungen gelockert werden, was eine Belebung der Kreditvergabe an den privaten Sektor begünstigen würde. Wie weiter unten erörtert, besteht allerdings weiterhin längerfristig eine gewisse Unsicherheit bezüglich der Auswirkungen der neuen Regularisierungsanforderungen auf die Bilanzen der Banken sowie das Wachstum der Kreditvergabe.

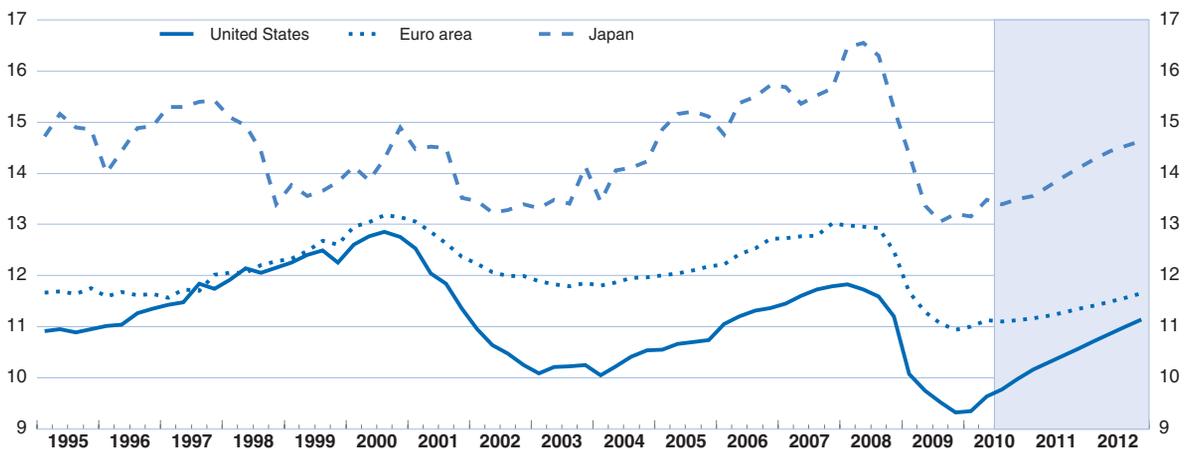
Mit Blick auf die Zukunft dürften die finanziellen Bedingungen insgesamt weiterhin konjunkturstützend wirken, auch wenn diese Wirkung in dem Maße, wie die schrittweise Normalisierung der Leitzinssätze einsetzt und die Anleiherenditen steigen, etwas nachlassen dürfte.

... was zur Belebung der Unternehmensinvestitionen in diesem Jahr beigetragen hat

Die Unternehmensinvestitionen im OECD-Raum liegen trotz des Aufschwungs bei den Investitionsvolumen seit Beginn des Jahres weiterhin deutlich unter der durchschnittlichen Investitionsintensität der vorangegangenen dreißig Jahre (Abb. 1.5). Dies dürfte das Risiko möglicher weiterer Abwärtskorrekturen beim Investitionsniveau begrenzen und bietet im Zuge der fortschreitenden Erholung reichlich Spielraum für eine Steigerung der Dynamik der Unternehmensinvestitionen, insbesondere im Hinblick auf neue Ausrüstung und Software. Die Verbesserungen auf den Kapitalmärkten sowie bei der Ertragslage der Unternehmen (Abb. 1.6) haben zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen in diesem Jahr geführt, auch wenn die Bankkreditvergabe nach wie vor verhalten ausfällt, und die Bilanzen der

Figure 1.5. **Business investment has started to pick up**

Percentage of nominal GDP

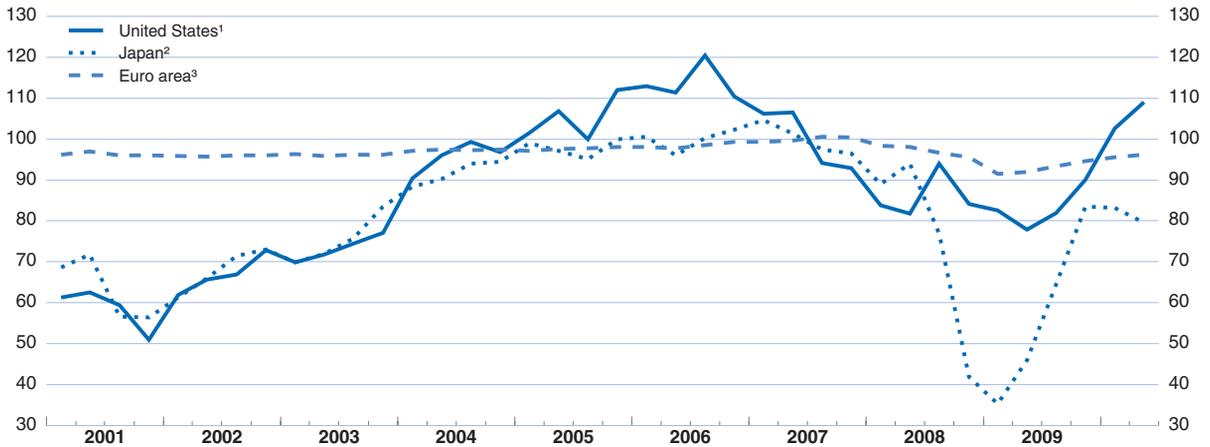


Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345052>

Figure 1.6. **The profitability of non-financial corporations has improved**

Index 2007=100



1. Ratio of pre-tax profits to gross value-added of nonfinancial corporations.
2. Ratio of ordinary profits to sales reported by all incorporated businesses.
3. Ratio of gross operating surplus to gross value-added of nonfinancial corporations.

Source: BEA; Eurostat; and Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345071>

Nichtfinanzunternehmen sind in mehreren Ländern in einer guten Verfassung. Bei den Investitionsgüterlieferungen und -auftragseingängen setzte sich die Expansion in den großen OECD-Volkswirtschaften fort, auch wenn sie sich seit Mitte des Jahres – besonders in den Vereinigten Staaten – etwas verlangsamt hat, was darauf schließen lässt, dass das Wachstum der Investitionsgüteranschaffungen in den letzten Monaten des Jahres etwas schwächer ausfallen könnte als im früheren Jahresverlauf. In der Zukunft dürften die normalen konjunkturbedingten Faktoren und die konjunkturverträglicheren Finanzierungsbedingungen während des Projektionszeitraums zu einer Anhebung des Investitionsniveaus führen.

Die Lagerbestände liegen nunmehr nahe bei ihren langfristigen Normwerten ...

Der Aufschwung im Lagerzyklus seit Mitte 2009 schwächt sich in mehreren OECD-Volkswirtschaften nunmehr ab. Da es wenig Anzeichen dafür gibt, dass die Lagerbestände in den großen OECD-Ländern gegenwärtig übermäßig hoch sind, dürfte sich die Wahrscheinlichkeit, dass die vorübergehende Schwäche der Endnachfrage durch einen signifikanten Rückgang der Lagerbestände verstärkt wird und dass sich die Lagerbestände weiterhin deutlich erhöhen, in Grenzen halten. In den Projektionen wird davon ausgegangen, dass von den Lagerbeständen ab dem zweiten Quartal 2011 kein Beitrag mehr zum vierteljährlichen Produktionswachstum ausgehen wird.

... und die Sanierung der Finanzen der privaten Haushalte ist auf gutem Weg

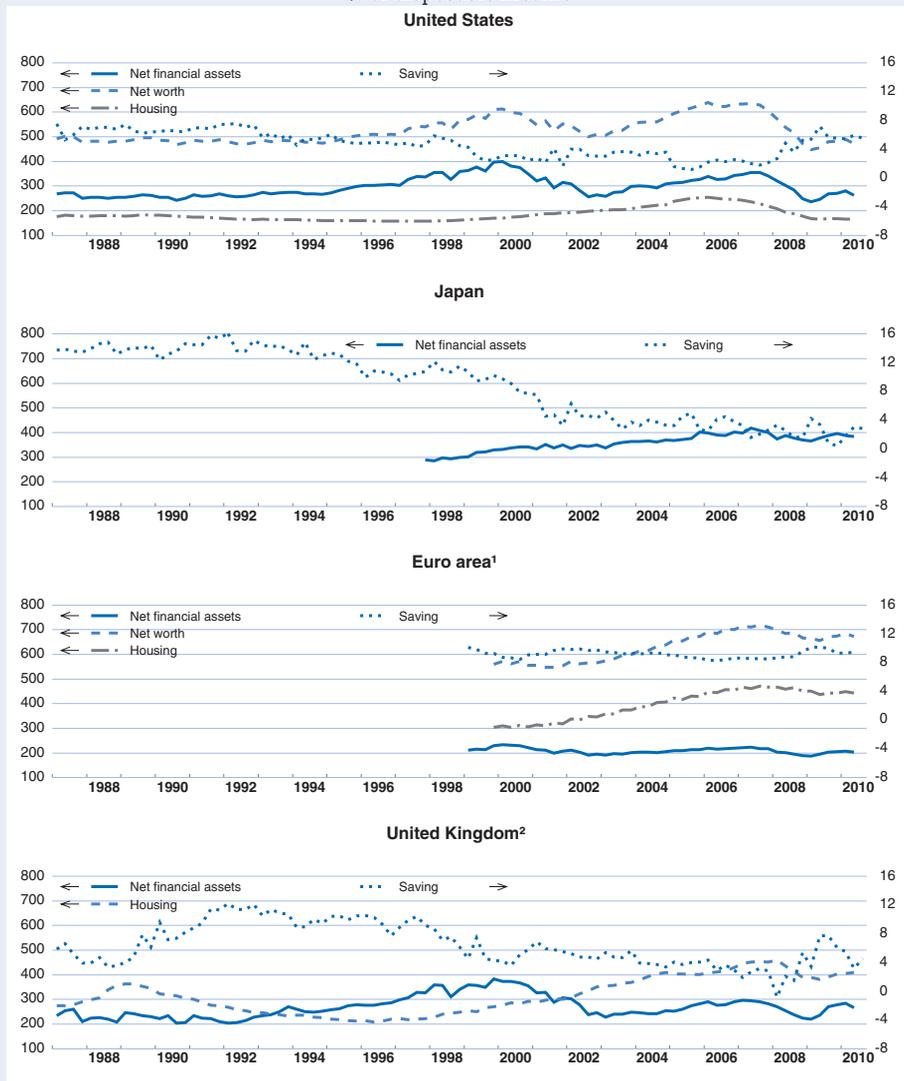
Die Sparquote der privaten Haushalte ist dieses Jahr in den meisten OECD-Ländern im Vergleich zu den Normwerten vor der Krise nach wie vor hoch. Daher ist das Wachstum des privaten Konsums unter dem Einfluss der notwendigen Wiederherstellung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte sowie der nach wie vor unsicheren, sich jedoch allmählich verbessernden Kredit- und Arbeitsmarktbedingungen vergleichsweise verhalten ausgefallen. Der Anstieg der Vermögenspreise hat zusammen mit der höheren Ersparnisbildung zur Wiederherstellung der Finanzposition der privaten Haushalte beigetragen, seitdem die Erholung eingesetzt hat (Kasten 1.1). Das

Kasten 1.1 Die Vermögensposition der privaten Haushalte und die Sparquote

Der private Konsum wird für die gesamtwirtschaftliche Erholung in den OECD-Volkswirtschaften mit dem allmählichen Abklingen vorübergehender konjunkturbedingter Faktoren und fiskalischer Stützungsmaßnahmen eine entscheidende Rolle spielen. Die derzeit stattfindende Sanierung der Finanzen der privaten Haushalte hat in allen großen OECD-Volkswirtschaften die Sparquoten der privaten Haushalte in die Höhe getrieben und den privaten Konsum gedrückt. Eine wichtige Frage ist, wie weit die Anpassungen der Vermögensposition bereits fortgeschritten sind, und damit auch, ob die Sparquoten bereits ihren Höchststand erreicht haben oder ob davon auszugehen ist, dass sie im Projektionszeitraum weiter steigen werden. In diesem Kasten werden einige wichtige Entwicklungen im Hinblick auf die Vermögensposition der privaten Haushalte in den großen OECD-Regionen betrachtet (vgl. Abbildung) und mögliche Auswirkungen auf die Sparquote skizziert.

Wealth and saving

% of disposable income



1. Uses data for all euro area member states for the level of financial assets and data for the EA-14 member states otherwise.
2. Gross disposable income and gross saving ratios.

Source: OECD Economic Outlook 88 database; Federal Reserve; Bank of Japan; and ECB.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345090>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Die Vermögensposition der privaten Haushalte im OECD-Raum hat sich im vergangenen Jahr vor dem Hintergrund der sich stabilisierenden Wohnimmobilienmärkte, der Kursgewinne an den Aktienmärkten sowie des kontinuierlichen Schuldenabbaus erholt. Allerdings liegen die Nettovermögen der privaten Haushalte in den meisten Ländern nach wie vor unter den Vorkrisenhöchstständen¹, und in einigen OECD-Ländern sind weiterhin Risiken im Hinblick auf eine erneute Verschlechterung der Lage an den Wohnimmobilienmärkten vorhanden.

- In den Vereinigten Staaten betrug das Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen im zweiten Quartal 2010 etwa drei Viertel seines Höchststands unmittelbar vor der Krise und lag nach wie vor unter seinem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt vor der Krise. Das Verhältnis des Nettogeldvermögens zum verfügbaren Einkommen lag ebenfalls 25% unter seinem Vorkrisenhöchststand und blieb trotz der Kursgewinne an den Aktienmärkten sowie eines Rückgangs des Verhältnisses zwischen Verbindlichkeiten und Einkommen um 10 Prozentpunkte seit Krisenbeginn unter seinem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt vor der Krise. Zwar dürften die Nettogeldvermögen sich im dritten Quartal von der vorübergehenden schwachen Entwicklung an den Aktienmärkten im zweiten Quartal erholt haben, die Lage am Wohnimmobilienmarkt übt jedoch weiterhin eine Bremswirkung auf die Vermögensposition der privaten Haushalte aus und stellt ein erhebliches Risiko dar: Ein Rückgang der Wohnimmobilienpreise um 10% würde über ein Drittel des Anstiegs der Nettovermögen zwischen dem Tiefstand im ersten Quartal 2009 und dem ersten Quartal 2010 zunichte machen.
- In Japan liegt das Verhältnis der Nettogeldvermögen zum verfügbaren Einkommen nunmehr rd. 10% unter seinem Höchststand unmittelbar vor der Krise, befindet sich jedoch über seinem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt. Seit Beginn der Krise wurde nur ein geringer Teil der Verschuldung abgebaut, und das Wohnimmobilienvermögen dürfte weiter gesunken sein, da die Wohnimmobilienpreise in den zwölf Monaten bis zum zweiten Quartal 2010 weiter rückläufig waren.
- Im Euroraum lag das Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen im zweiten Quartal 2010 rd. 5% unter seinem unmittelbaren Vorkrisenhöchststand, aber über seinem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt vor der Krise. Das Verhältnis der Nettogeldvermögen zum verfügbaren Einkommen hat trotz nach oben tendierender finanzieller Verbindlichkeiten sein Vorkrisenniveau wieder erreicht, liegt jedoch nach wie vor rd. 10% unter dem Vorkrisenhöchststand. Das Wohnimmobilienvermögen, das im Euroraum größer ist als das Finanzvermögen, begann sich im Zwölfmonatszeitraum zum zweiten Quartal 2010 leicht zu erholen.
- Im Vereinigten Königreich hat sich das Verhältnis des Nettovermögens zum verfügbaren Einkommen ebenfalls deutlich erhöht und liegt nunmehr über dem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt. Es befindet sich jedoch weiterhin rd. 10% unter dem Vorkrisenhöchststand. Ein kontinuierlicher Schuldenabbau sowie Kursgewinne an den Aktienmärkten sind als Faktoren zu nennen, die für den Wiederanstieg des Nettogeldvermögens verantwortlich waren. Das Verhältnis des Nettogeldvermögens zum verfügbaren Einkommen liegt nahe bei seinem Fünf- bzw. Zehnjahresdurchschnitt vor der Krise.

Analysen, die Sparquoten im Verhältnis zu langfristigeren Fundamentaldaten betrachten, deuten darauf hin, dass die Sparquote vor Beginn der Krise im Jahr 2007 im Vereinigten Königreich – abhängig vom Haushaltsvermögen – etwa 1 Prozentpunkt unter ihrem langfristigen Gleichgewichtsniveau lag (Hüfner und Koske, 2010). In den Vereinigten Staaten und im Euroraum lag die Sparquote jeweils näher bei ihrem langfristigen Gleichgewichtswert. Das Gleichgewichtsniveau der Sparquote ist auf Grund der Verluste bei den Nettovermögen der privaten Haushalte seit Beginn der Krise unter Druck geraten. Einige einfache überschlägige Berechnungen auf der Grundlage der langfristigen Elastizitäten des Konsums im Verhältnis zum Nettovermögen können kaum Anhaltspunkte zur Größenordnung der nötigen zusätzlichen langfristigen Anpassungen der Sparquoten liefern. In Anbetracht der zwischen Mitte 2007 und dem zweiten Quartal 2010 beobachteten Rückgänge des Nettogeldvermögens wäre unter sonst gleichen Bedingungen eine Steigerung der Sparquote um rd. 2½ Prozentpunkte in den Vereinigten Staaten, 1 Prozentpunkt in Japan sowie ½ Prozentpunkt im Euroraum und im Vereinigten Königreich im Vergleich zum Vorkrisenniveau zu erwarten². Bei gesonderter Berücksichtigung der Vermögenseffekte aus Wohnimmobilienbesitz, die in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich besonders groß und im Euroraum moderater sind (z.B. EZB, 2009), wäre die Anpassung der Sparquote in den Vereinigten Staaten rd. 1 Prozentpunkt und im Vereinigten Königreich ½ Prozentpunkt höher³. Diese Anpassungen scheinen bereits erfolgt zu sein, da die Sparquote seit Beginn der Krise in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich um 4 Prozentpunkte und im Euroraum um 1 Prozentpunkt gestiegen ist. Tatsächlich könnten die Sparquoten im Euroraum und im Vereinigten Königreich Mitte 2009 durchaus bereits ihren Höchststand erreicht haben.

Es bestehen jedoch mehrere kurzfristige Risiken, die noch eine Zeit lang dafür sorgen könnten, dass die Sparquoten hoch bleiben oder sogar vorübergehend weiter steigen. Das erste Risiko bezieht sich auf die Kreditbedingungen, die für die künftige Entwicklung der Sparquoten, sowohl unmittelbar als auch in Wechselwirkung mit den Wohnimmobilienpreisen,

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

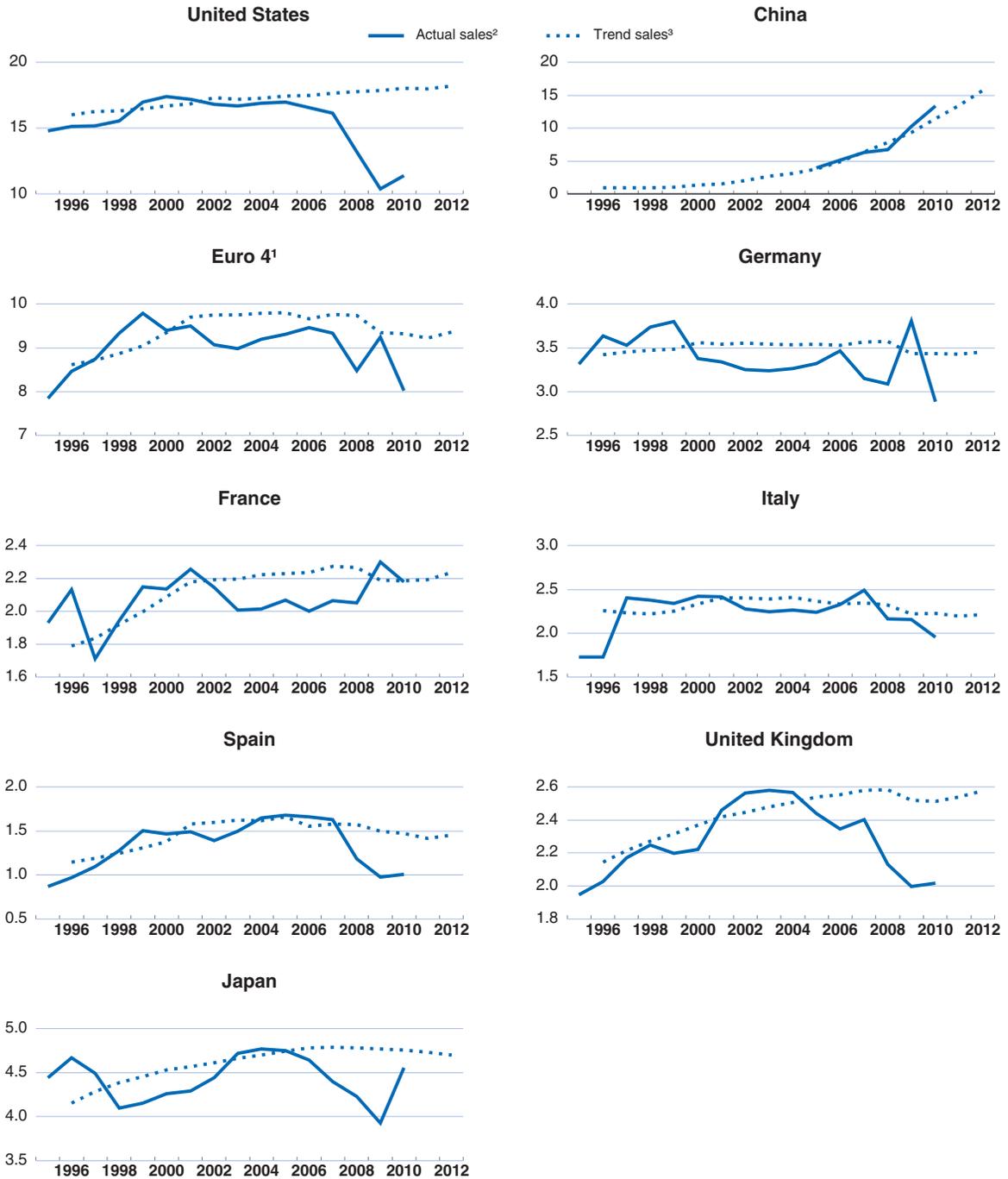
eine wichtige Rolle spielen. Erstens begrenzen günstige Kreditbedingungen unter sonst gleichen Bedingungen die Notwendigkeit zum Vorsorgesparen und dürften daher zur Verringerung der Sparquote führen. Zweitens können die Kreditbedingungen den Effekt des Wohnimmobilienvermögens auf den Verbrauch und die Sparquote der privaten Haushalte neueren Studien zufolge ebenfalls beeinflussen, indem sie sich auf den Umfang auswirken, in dem das Wohnimmobilienvermögen als Sicherheit für die Kreditaufnahme der privaten Haushalte eingesetzt werden kann (Aron et al., 2010; Kerdrain, 2010). Auf kurze Sicht lassen diese beiden Faktoren darauf schließen, dass die Auswirkungen weiter rückläufiger Wohnimmobilienpreise auf den Verbrauch der privaten Haushalte verstärkt werden könnten, wenn die Kreditbedingungen erneut verschärft werden, was die Sparquote noch stärker in die Höhe treiben würde. Ein zweites Risiko für die Sparquoten ergibt sich aus dem gegenwärtigen Entschuldungsprozess. Die Schuldenquote im Verhältnis zum Einkommen ist in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich seit Beginn der Krise wesentlich gesunken, und die Schätzungen der Schuldendienstquote in den Vereinigten Staaten liegen wieder im längerfristigen historischen Durchschnitt (Deutsche Bank, 2010). Der Entschuldungsprozess ist jedoch noch nicht abgeschlossen: Die Schuldenquoten im Verhältnis zum Einkommen liegen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Vereinigten Königreich weiterhin deutlich über dem längerfristigen historischen Durchschnitt, den privaten Haushalten ist möglicherweise vorsorglich daran gelegen, die Schuldenquoten im Verhältnis zum Einkommen unter dem unmittelbar vor der Krise verzeichneten Niveau zu halten, und die Verschärfung der Kreditstandards der Banken macht u.U. ebenfalls niedrigere Schuldenquoten im Verhältnis zum Einkommen erforderlich. Wenn sich die privaten Haushalte dazu entschließen, die Schuldenquoten im Verhältnis zum Einkommen zu verringern, wie dies bei den privaten Haushalten in Japan in den 1990er Jahren der Fall war, könnte die Sparquote weiter steigen (Glick und Lansing, 2009). Schließlich dürfte die Arbeitslosenquote in vielen großen OECD-Volkswirtschaften hoch bleiben, was darauf schließen lässt, dass die Sparquoten noch eine Zeit lang auf dem derzeitigen hohen Niveau verharren werden. Ebenso hat sich das Niveau der Staatsverschuldung drastisch erhöht und dürfte in naher Zukunft noch weiter zunehmen. Dies könnte die privaten Haushalte dazu veranlassen, in Erwartung künftiger Steuererhöhungen mehr zu sparen, auch wenn derartige Anpassungen möglicherweise bereits erfolgt sein könnten.

1. Im Folgenden bezieht sich der Höchststand vor der Krise für alle Länder und Regionen auf das zweite Quartal 2007.
2. Diese Berechnungen setzen eine repräsentative langfristige Elastizität des Verbrauchs im Verhältnis zum Nettofinanzvermögen von 0,09 voraus (wobei die Elastizität des Verbrauchs im Verhältnis zum Einkommen 0,91 beträgt). Dies bedeutet, dass $\ln(c/y) = 0,09 \ln(w/y)$, wobei c , w und y der Verbrauch, das Nettofinanzvermögen und die Einkommen sind (ohne jegliche Konstanten). Dies deckt sich mit den Schätzungen für den Euroraum in OECD (2009), die wiederum mit einer marginalen Konsumneigung aus dem Vermögen von etwa 0,04 übereinstimmen. Vergleichbare Zahlen wurden für mehrere andere Länder geschätzt, darunter auch die Länder außerhalb des Euroraums, wenngleich diese Schätzungen sehr starke Abweichungen aufweisen (vgl. z.B. Altissimo et al., 2005; und Mishkin, 2007). Dies vorausgesetzt und unter Verwendung der Approximierung, wonach Veränderungen der Sparquote dem Gegenteil der Veränderungen des Logarithmus des Verhältnisses Verbrauch/Einkommen entsprechen, ist $\Delta S = -0,09 \Delta \ln(w/y)$, wobei S die Sparquote darstellt. Dale (2009) hat darauf hingewiesen, dass ein solcher Ansatz möglicherweise das Ausmaß der notwendigen Anpassung überzeichnet. So bleibt z.B. unberücksichtigt, dass das Vermögen einschließlich des Humankapitals (das vom späteren Erwerbseinkommen abhängt) wahrscheinlich weniger drastisch gesunken ist als das Finanzvermögen.
3. Diese Berechnung geht von der Annahme aus, dass $\ln(c/y) = 0,04 \ln(hw/y) + 0,08 \ln(fw/y)$, wobei hw und fw für das Nettowohnimmobilien- bzw. das Nettofinanzvermögen (ohne Immobilienkredite) stehen. Die Koeffizienten basieren auf Schätzungen der Elastizitäten des Konsums im Verhältnis zu Wohnimmobilienpreisen und Aktienkursen in den OECD-Ländern nach Ludwig und Slok (2002).

Verhältnis zwischen Vermögen und Einkommen liegt in den großen Volkswirtschaften nach wie vor unter dem unmittelbaren Vorkrisenniveau, befindet sich im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich jedoch nahe bei den Fünf- bis Zehnjahresnormwerten vor der Krise, was darauf schließen lässt, dass die Sparquote ihren Höchstwert entweder bereits überschritten hat oder in seiner Nähe liegt, sofern sich die Vermögenspreise und die Arbeitsmärkte nicht erneut schwach entwickeln. In den Vereinigten Staaten sind nach wie vor vergleichsweise größere Anpassungen erforderlich, was auf die anhaltende Schwäche am Wohnimmobilienmarkt sowie der Nettovermögensposition der privaten Haushalte zurückzuführen ist, was darauf hindeutet, dass die Sparquote möglicherweise noch eine Zeit lang auf ihrem gegenwärtigen hohen Niveau verharren und u.U. sogar noch weiter steigen könnte, falls sich die Kreditvergabebedingungen verschlechtern sollten. Der aktualisierte Vergleich des tatsächlichen und des tendenziellen Automobilabsatzes, wobei letzterer auf den Daten über das Pro-Kopf-Einkommen, das Bevölkerungswachstum und die Verschrottungs-

Figure 1.7. **Car sales are generally below trend levels**

Actual and trend car sales 1995-2012; number of cars, Millions



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

2. For 2010 based on annualised sales in first nine months for Japan, and in first ten months for the United States, China, Germany, France, Italy, Spain and the United Kingdom.

3. Trend car sales are derived using a non-linear relationship between income per capita and car ownership, population growth and scrapping rates.

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

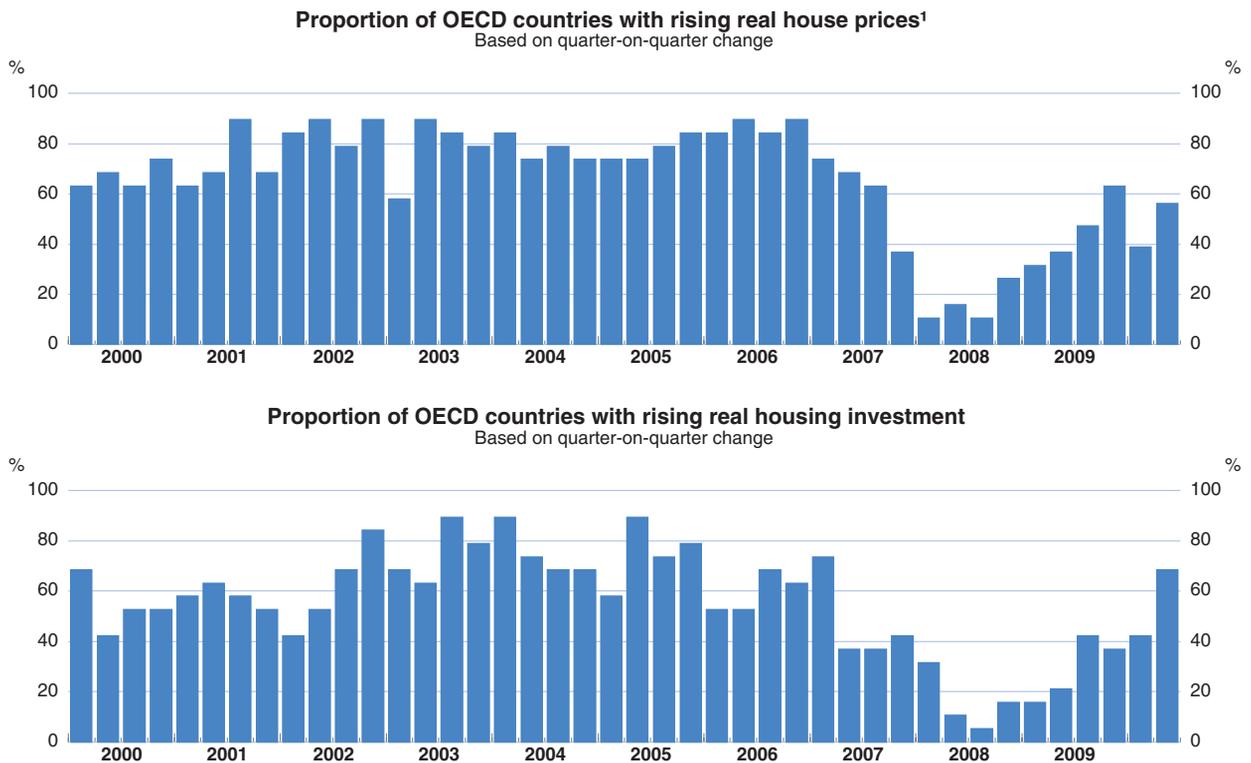
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932345109>

rate beruht (Haugh et al., 2010), bietet einen weiteren Hinweis darauf, dass die Verbrauchernachfrage gegenwärtig tendenziell widerstandsfähig ist. Der Automobilabsatz scheint im Euroraum, in Japan, im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten seit einigen Monaten jeweils unter der Trendrate zu liegen (Abb. 1.7). Auf dieser Grundlage dürften die Abwärtsrisiken für den Absatz in all diesen Volkswirtschaften, insbesondere in den Vereinigten Staaten, begrenzt sein.

Die Erholung an den Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkten fällt jedoch nach wie vor verhalten aus ...

Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten hat in der ersten Jahreshälfte 2010 an Breite gewonnen, die Lage an diesen Märkten ist in einigen Ländern jedoch nach wie vor unsicher. Sowohl die Investitionsvolumen als auch die realen Wohnimmobilienpreise sind in der Mehrzahl der Länder im zweiten Quartal gestiegen (Abb. 1.8). Das Verhältnis der Wohnimmobilieninvestitionen zum BIP liegt nunmehr nahe bei bzw. sogar unter den in der Mehrzahl der OECD-Länder in der Vergangenheit verzeichneten Tiefständen, was darauf schließen lässt, dass die Wahrscheinlichkeit einer weiteren erheblichen Verschlechterung in den meisten Ländern gering ist, und den Gesamteffekt auf das BIP begrenzen würde, selbst wenn eine entsprechende Korrektur erfolgen sollte.

Figure 1.8. **Housing markets continue to recover**



1. House prices deflated by the private consumption deflator. Calculation based on 19 countries (18 available in 2010q1 and 16 available in 2010q2).

Source: OECD Economic Outlook 88 database; and various national sources, see table A.1 in Girouard et al. (2006).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345128>

... und dürfte sich langsam vollziehen

Für die Zukunft wird davon ausgegangen, dass die Wohnimmobilieninvestitionen im Verhältnis zum BIP ab dem vierten Quartal 2010 OECD-weit leicht steigen werden, auch wenn der hiervon ausgehende Beitrag zur Erholung insgesamt deutlich geringer ausfallen dürfte als in der Vergangenheit (Kasten 1.2). Gleichwohl sind die Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zu den Einkommen und den Mieten in zahlreichen Volkswirtschaften, mit Ausnahme der drei größten, nach wie vor hoch (Tabelle 1.2), was z.T. auf das derzeit von niedrigen Zinssätzen geprägte Umfeld zurückzuführen ist. Daher sind im Zuge der beginnenden Normalisierung der Geldpolitik sowie des Anstiegs der Anleiherenditen bei den Wohnimmobilienpreisen und damit auch bei den Wohnimmobilieninvestitionen sowie der Vermögensposition der privaten Haushalte nach wie vor gewisse Abwärtsrisiken vorhanden. Die Wohnimmobilienmärkte haben sich in den Vereinigten Staaten (wo nach dem Auslaufen der Steuergutschrift für Wohnimmobilienkäufer Ende April ein deutlicher Abschwung einsetzte), im Vereinigten Königreich, in Spanien und in Irland nach wie vor relativ schwach entwickelt. Die Ausgaben für Bauvorhaben (ohne Wohnungsbau) dürften in den Vereinigten Staaten bald die Talsohle durchschritten haben, auch wenn die Gewerbeimmobilienpreise bis August weiter rückläufig waren. Es ist immer noch ein erheblicher Kapazitäts-

Kasten 1.2 Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt

In den meisten früheren Rezessionen haben die Wohnimmobilienmärkte den Erholungsprozess unterstützt. In den Vereinigten Staaten beispielsweise trugen die Wohnungsbauinvestitionen in den zwölf Monaten nach dem Tiefstand des BIP in früheren Rezessionen durchschnittlich 0,6 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei (vgl. Tabelle), und die Wohnimmobilienpreise haben sich im Durchschnitt um 4% erhöht, was den privaten Verbrauch über Vermögenseffekte leicht gestützt hat. Demgegenüber ist der Wachstumsbeitrag der Wohnungsbauinvestitionen in der jüngsten Erholung mit 0,1 Prozentpunkten deutlich geringer ausgefallen, was sowohl auf ein niedrigeres Investitionswachstum als auch auf einen geringeren Anteil der Investitionen am BIP nach dem Zusammenbruch der Wohnungsbauinvestitionen zurückzuführen ist. Die Wohnimmobilienpreise waren sogar weiter rückläufig, was zum schwachen Wachstum des privaten Verbrauchs beigetragen haben dürfte¹. Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten setzte sich in der ersten Jahreshälfte 2010 in den meisten OECD-Ländern zwar fort (vgl. Haupttext), bei einigen Ländern tritt jedoch eine anhaltende bzw. erneute Schwäche zu Tage. Unter diesen sind insbesondere die Vereinigten Staaten, Spanien, Irland und neuerdings auch das Vereinigte Königreich zu nennen.

- In den Vereinigten Staaten ist das Geschäftsklima bei den Wohnungsbaunehmen nach wie vor stark eingetrübt, und die Preise sind nach einigen Messgrößen gesunken, wobei es nach dem Auslaufen der Steuergutschrift für den Kauf von Wohnimmobilien zu einem früheren Zeitpunkt dieses Jahres zu einem Einbruch der Verkäufe und einer Stagnation bei den Baugenehmigungen kam. Darüber hinaus ist der Bestand an unveräußerten Wohnimmobilien seit dem Frühjahr wieder gestiegen, und die Zahl der eingeleiteten Zwangsversteigerungen ist nach wie vor hoch. Diese jüngsten Indikatoren lassen – zusammen mit der langsamen Erholung und der hartnäckig auf hohem Niveau verharrenden Arbeitslosenquote – darauf schließen, dass die schwache Verfassung des US-Wohnimmobilienmarkts noch längere Zeit andauern könnte. Ein erschwerender Faktor, der an dieser Feststellung jedoch kaum etwas ändern dürfte, sind die Verfahrensprobleme bei den Banken, die die Zwangsversteigerungen u.U. eine Zeit lang aufhalten werden.
- Im Vereinigten Königreich sind die realen Wohnimmobilienpreise in den zwölf Monaten bis zum zweiten Quartal 2010 zwar gestiegen, die jüngsten Anzeichen deuten jedoch darauf hin, dass sich der Wohnimmobilienmarkt erneut schwach entwickelt. Die auf Erhebungsergebnissen basierenden Indikatoren der Preiserwartungen des Royal Institute of Chartered Surveyors haben in den vergangenen Monaten deutlich nachgegeben, es gibt Anzeichen dafür, dass sich Verkaufsaufträge erhöhen, und mehrere monatliche Wohnimmobilienindizes lassen in jüngster Zeit auf sinkende Wohnimmobilienpreise schließen. Möglicherweise liegt diesen erneuten Zeichen der Schwäche die Erwartung zu Grunde, dass die Wirtschaftstätigkeit und die Einkommen und damit die Nachfrage nach Wohnimmobilien sich verringern werden.
- Irland und Spanien gehörten zu den Ländern, die den ausgeprägtesten Boom-and-Bust-Zyklus auf dem Wohnimmobilien-sektor erlebten, und der Prozess der Abwärtskorrektur ist nach wie vor im Gang. Die realen Wohnimmobilienpreise sowie das Verhältnis von Wohnimmobilienpreisen zu Mieten und Einkommen sind – ausgehend von einem historisch hohen

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Housing investment and house prices in previous recessions

Trough in GDP	House price increase in the year following the trough in GDP in %	Contribution of housing investment to real GDP growth in the year following the trough in GDP in percentage points
Mar-58		1.5
Dec-60		0.5
Mar-70	6.4	0.6
Mar-75	5.1	0.9
Sep-80	4.7	-0.2
Mar-82	2.4	0.7
Mar-91	2.8	0.5
<i>Average of previous recessions</i>	4.3	0.6
Jun-09	-5.0	0.1

Source: OECD calculation.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346724>

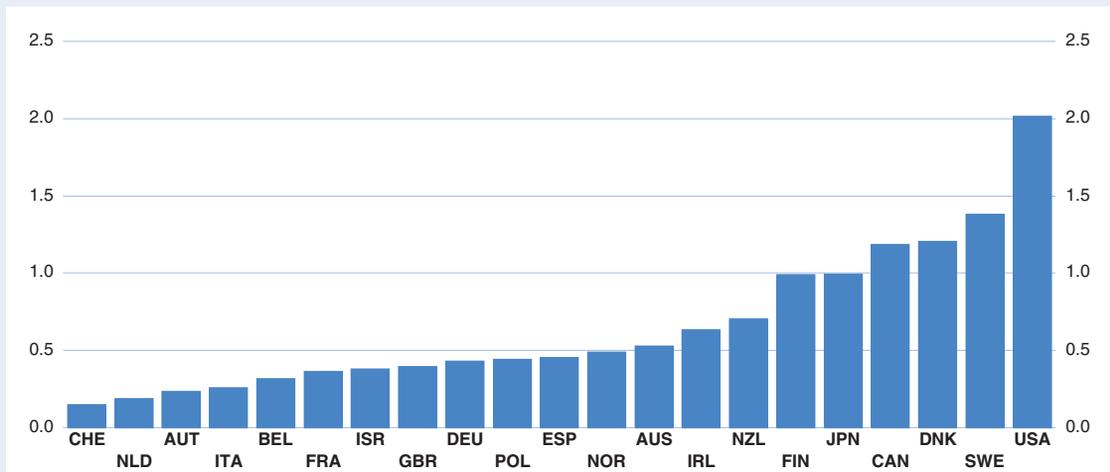
Niveau – weiter rückläufig. Von den resoluten Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung dürfte ein weiterer Bremseneffekt auf das ohnehin bereits schwache Einkommenswachstum und somit auch auf die Wohnimmobiliennachfrage ausgehen. In Spanien ist die Zahl der Baugenehmigungen weiterhin rückläufig, und die Wohnungsbauinvestitionen sind verglichen mit früheren Tiefständen im Verhältnis zum BIP nach wie vor hoch, was darauf schließen lässt, dass weitere Abwärtskorrekturen wahrscheinlich sind. In Irland könnte die erneut schwierige Lage an den Finanzmärkten auf Grund der gegenwärtigen Bedenken hinsichtlich der Verfassung des Bankensystems zu einer nochmaligen Verschärfung der Kreditbedingungen führen. Darüber hinaus könnte die jüngsten Anzeichen zufolge höhere Nettoarbeitskräfteabwanderung aus Irland die Nachfrage nach Wohnimmobilien weiter schwächen.

Ein Ansatz zur Einschätzung der letztlichen Größenordnung des Effekts möglicher weiterer negativer Nachfrageschocks auf die Wohnimmobilienpreise sowie das Angebot an neuem Wohneigentum ist die Verwendung geschätzter langfristiger Angebots- und Nachfrage-(Semi-)Elastizitäten². Auf der Grundlage der jüngsten länderspezifischen Elastizitäten aus Caldera Sánchez und Johansson (2010) würde ein negativer Einkommenschock von rd. 1%, wenn alle anderen Faktoren (einschließlich des Wohnimmobilienangebots) konstant gehalten würden, im Vereinigten Königreich letztlich zur Senkung der Wohnimmobilienpreise um 3,5% führen. Der Effekt wäre auch in Spanien überproportional hoch (1,6%). In den Vereinigten Staaten und Irland würden die Preise leicht unterproportional um 0,8% bzw. um 0,6% sinken. Dagegen würde eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen den irischen Wohnimmobilienmarkt besonders hart treffen: Eine Anhebung der Zinssätze um 2 Prozentpunkte würde die Preise in Irland bei sonst gleichen Bedingungen um rd. 3% drücken, wohingegen der Effekt in den Vereinigten Staaten (2%), Spanien (1%) und im Vereinigten Königreich (0,5%) geringer ausfiel.

Derartige Preisreaktionen auf Nachfrageschocks würden jedoch Reaktionen der Angebotsseite auslösen, die sich von einem Land zum anderen erheblich unterscheiden würden (vgl. Abbildung). So dürfte z.B. ein Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise um 6% (was in etwa der Größenordnung der Preisrückgänge in den Vereinigten Staaten und Spanien in den zwölf Monaten bis zum zweiten Quartal 2010 entspricht), wenn er langfristig anhalten würde, in den Vereinigten Staaten einen Rückgang der Wohnimmobilieninvestitionen um 12% bewirken. Derselbe Preisrückgang würde in Irland, Spanien und im Vereinigten Königreich zu geringeren Investitionsrückgängen in Höhe von jeweils rd. 4%, 2,7% bzw. 2,4% führen. Diese kalibrierten Effekte lassen darauf schließen, dass in den Vereinigten Staaten bei einem weiteren langfristigen negativen Nachfrageschock am Wohnimmobilienmarkt ein Großteil der Anpassung, die erforderlich wäre, um Nachfrage und Angebot wieder ins Gleichgewicht zu bringen, auf der Angebotsseite erfolgen könnte. In den anderen hier untersuchten Ländern hingegen müssten die Anpassungen in Form größerer Preissenkungen erfolgen, um die Nachfrage nach Wohnimmobilien anzukurbeln, auch wenn dies über negative Vermögensseffekte nachteilige Auswirkungen auf den privaten Konsum haben dürfte. Es ist jedoch hervorzuheben, dass die Kalibrierungen auf in der Vergangenheit beobachteten Verhaltensmustern beruhen, die in den gegenwärtigen Wohnimmobilienmarktbedingungen, die durch ein ungewöhnlich niedriges Niveau an Wohnimmobilieninvestitionen gekennzeichnet sind, u.U. nicht vollständig nachgebildet sind.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Price responsiveness of housing supply: selected countriesEstimates of the long-run price-elasticity of new housing supply¹

1. Estimates of the long-run price elasticity of new housing supply where new supply is measured by residential investments (i.e. the coefficient on lagged prices in a long-run investment equation). All elasticities are significant at least at the 10% level. In the case of Spain, restricting the sample to the period 1995-2007, which would reflect recent developments in housing markets (such as the large stock of unsold houses resulting from the construction boom starting in 2000 and peaking in 2007-09), only slightly increases the estimate of the elasticity of housing supply from 0.45 to 0.58. Estimation period early 1980s to early/mid-2000s. See Caldera Sánchez and Johansson (2010) for details.

Source: OECD estimates.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345147>

1. Ein ähnliches Bild ergibt sich beim Vergleich früherer Rezessionen mit der jüngsten Rezessionsphase in Bezug auf die Wohnimmobilieninvestitionen und Wohnimmobilienpreise für die G7-Länder insgesamt.
2. Einige Befunde lassen darauf schließen, dass sich die Wohnimmobilienpreise in Spanien, den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich (vgl. Europäische Kommission, 2010) und im Euroraum (Gattini und Hiebert, 2010) noch nicht vollständig an die Werte angepasst haben, die auf Grund der längerfristigen fundamentalen Wohnimmobilienpreisdeterminanten gerechtfertigt wären. Demnach würden die Preise weiter sinken müssen, als die hier durchgeführten einfachen Simulationen vermuten lassen.

überhang in diesem Sektor vorhanden, der die Unternehmensinvestitionen in Gebäude und Anlagen dämpfen dürfte. Weltweit verzeichnen zahlreiche Länder ferner nach wie vor zunehmende Gewerbeimmobilienveräußerungen durch in Finanznot geratene Investoren.

Die Arbeitsmarktbedingungen haben sich zu verbessern begonnen ...

Die Arbeitsmarktbedingungen haben sich dieses Jahr in den meisten OECD-Ländern zu verbessern begonnen. Die Arbeitslosenquote im OECD-Raum insgesamt, die Ende 2009 mit 8½% ihren Höchststand erreichte, ging bis zum dritten Quartal 2010 auf schätzungsweise 8¼% zurück, und die Gesamtbeschäftigung hat zu steigen begonnen. Die Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland ist dank der Arbeitsmarktreformen der vergangenen zehn Jahre weiterhin stärker als in den meisten anderen Ländern, wobei die weiter rückläufige Arbeitslosenquote mit einem Beschäftigungswachstum einhergeht. Dennoch sind die Arbeitsmärkte OECD-weit angesichts der Arbeitslosenquote, die im dritten Quartal über 2½ Prozentpunkte höher war als zu Beginn der Krise (Abb. 1.9), und der aus Unternehmenserhebungen hervorgehenden relativ geringen Einstellungsabsichten nach wie vor durch einen erheblichen Arbeitskräfteüberhang gekennzeichnet.

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

	Per cent annual rate of change				Level relative to long-term average ¹		
	2001-2007	2008	2009 ²	Latest quarter ³	Price-to-rent ratio	Price-to-income ratio	Latest available quarter
United States	4.5	-6.2	-4.1	-6.7	109	93	Q2 2010
Japan	-3.4	-2.0	-1.7	-2.0	64	66	Q1 2010
Germany	-2.5	-0.7	-1.0	-1.9	74	72	Q4 2009
France	9.5	-1.6	-6.7	4.7	138	131	Q2 2010
Italy	5.4	-1.4	-3.5	-3.9	108	126	Q1 2010
United Kingdom	8.6	-3.9	-9.0	4.7	144	137	Q2 2010
Canada	8.4	-2.8	4.0	7.9	156	131	Q2 2010
Australia	7.8	0.7	0.3	13.2	163	150	Q2 2010
Belgium	6.8	1.6	0.1	3.1	163	153	Q2 2010
Denmark	7.9	-7.4	-13.2	0.6	128	133	Q2 2010
Finland	5.6	-2.8	-0.8	9.1	139	109	Q2 2010
Ireland	5.4	-11.6	-10.0	-14.8	120	93	Q2 2010
Korea	4.4	-0.5	-2.3	0.8	110	67	Q2 2010
Netherlands	2.4	1.5	-2.7	-3.6	139	148	Q2 2010
Norway	6.8	-4.5	-0.6	7.7	157	131	Q2 2010
New Zealand	11.6	-7.7	-4.0	2.3	156	159	Q2 2010
Spain	10.5	-3.2	-7.7	-5.6	138	126	Q2 2010
Sweden	7.6	0.4	-0.3	7.7	144	133	Q2 2010
Switzerland	1.7	0.0	5.5	4.0	90	93	Q2 2010
Euro area ^{4,5}	4.5	-1.4	-3.9	-1.3	114	112	
Total of above countries ⁵	3.9	-3.6	-3.4	-2.3	107	98	

Note: House prices deflated by the private consumption deflator.

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

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

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

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

5. Using 2005 GDP weights, calculated using latest country data available.

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

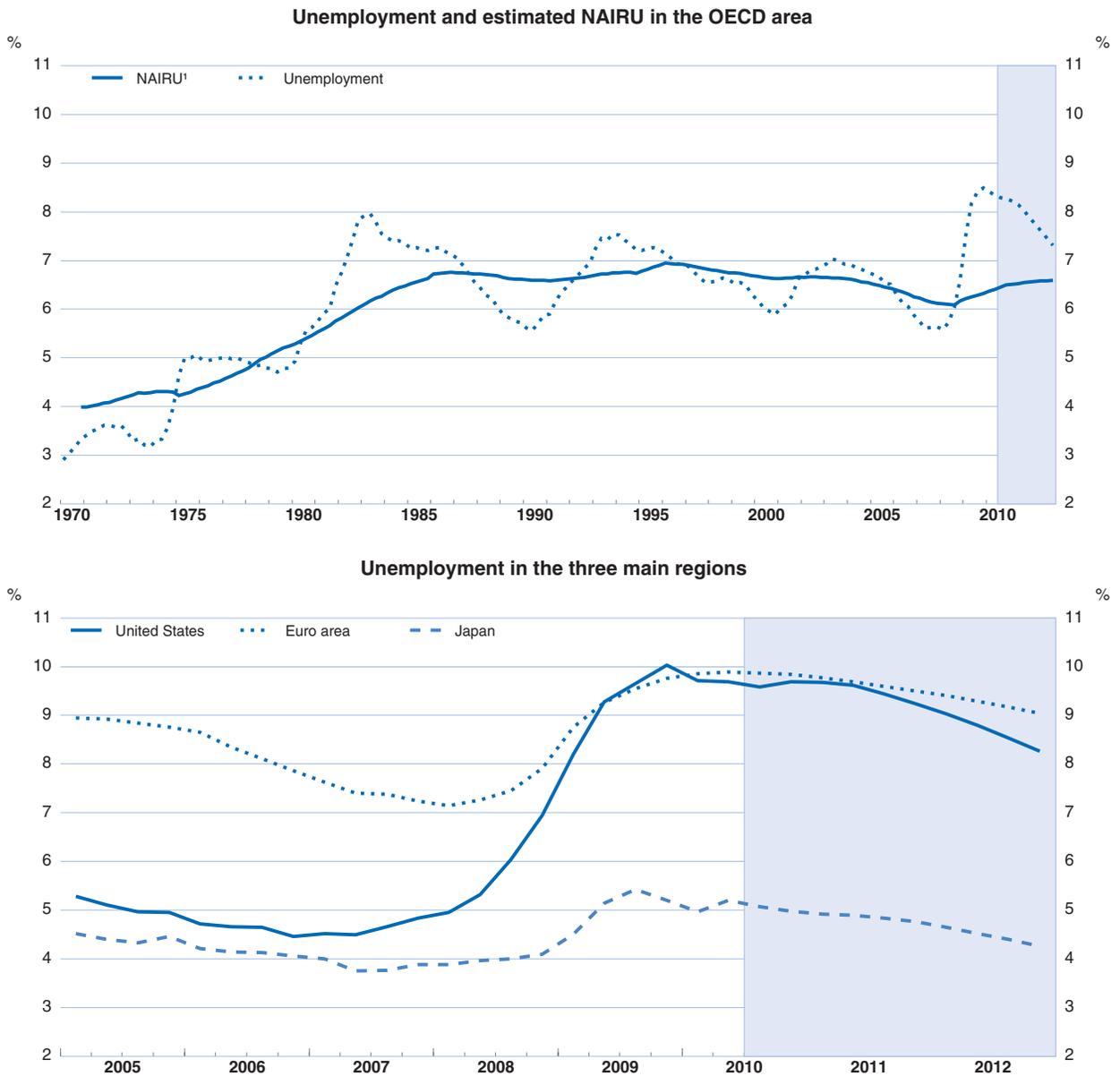
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346629>

... das Beschäftigungswachstum wird jedoch wohl kaum kräftig ausfallen

In Anbetracht der lediglich moderaten Belebung des Wirtschaftswachstums dürften die Aussichten auf ein kräftiges Beschäftigungswachstum begrenzt sein (Tabelle 1.3), insbesondere angesichts des in zahlreichen Volkswirtschaften, vor allem in Japan sowie einigen europäischen Ländern, vorhandenen Spielraums, um Produktionssteigerungen durch eine Erhöhung der konjunkturbedingt geringen Arbeitsstundenzahl und Produktivität zu erreichen. Die Arbeitslosenquote wird den Projektionen zufolge bis Ende 2012 im OECD-Raum insgesamt auf leicht über 7¼% sinken, so dass nach wie vor ein erheblicher Arbeitskräfteüberhang vorhanden wäre, was den Lohndruck dämpfen würde. Eine entscheidende wirtschaftspolitische Herausforderung besteht darin, die strukturelle Verfestigung der konjunkturell bedingten Arbeitslosig-

Figure 1.9. **Unemployment rates remain high**

Percentage of labour force



1. NAIUR is based on OECD Secretariat estimates.

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932345166>

keit auf ein Mindestmaß zu begrenzen, insbesondere in Ländern wie den Vereinigten Staaten, in denen die Arbeitslosigkeit vor dem Hintergrund eines langfristigen Abwärtstrends bei der Abgangsquote aus der Arbeitslosigkeit außergewöhnlich stark gestiegen ist (Elsby et al., 2010). Der Arbeitsmarktstrukturpolitik wird in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle zukommen, wie weiter unten erörtert wird.

Table 1.3. **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	-0.5	1.2	1.6
Japan	0.5	-0.4	-1.6	-0.4	0.1	-0.3
Euro area	1.8	1.0	-1.8	-0.5	0.3	0.6
OECD	1.5	0.6	-1.8	0.3	1.0	1.1
Labour force						
United States	1.1	0.8	-0.1	-0.1	1.0	0.6
Japan	0.2	-0.3	-0.5	-0.4	-0.2	-0.8
Euro area	0.9	1.0	0.3	0.1	0.1	0.1
OECD	1.0	1.0	0.5	0.5	0.7	0.5
Unemployment rate						
	Per cent of labour force					
United States	4.6	5.8	9.3	9.7	9.5	8.7
Japan	3.8	4.0	5.1	5.1	4.9	4.5
Euro area	7.4	7.4	9.3	9.9	9.6	9.2
OECD	5.7	6.0	8.1	8.3	8.1	7.5

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346648>

Wachstumsaussichten

Das Wachstum wird allmählich an Dynamik gewinnen ...

Das Produktionswachstum war in den OECD-Volkswirtschaften im dritten Quartal relativ gedrückt, und es fiel auch in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften schwächer aus als in früheren Stadien der Konjunkturerholung. Die leichte Konjunkturerholung wird sich voraussichtlich als nur vorübergehend erweisen, wobei sich das Wachstum ab Jahresbeginn 2011 nach und nach beschleunigen wird – in den OECD-Volkswirtschaften etwas zögerlicher als in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften (Abb. 1.10) –, vorausgesetzt, die wirtschaftspolitischen Impulse werden nur ganz allmählich entzogen (Kasten 1.3) und die finanziellen Bedingungen bleiben günstig. Das Wachstum sollte während des ganzen Projektionszeitraums weiter durch akkommodierende geldpolitische Maßnahmen gestützt werden, angesichts der notwendigen Konsolidierung der staatlichen Haushalte sowie des Fortbestehens von auf die vergangene Rezession zurückgehenden Belastungsfaktoren, insbesondere des weiter andauernden Prozesses der Bilanzanpassung und der schlechten Arbeitsmarktverfassung wird jedoch nur ein moderater Aufschwung möglich sein.

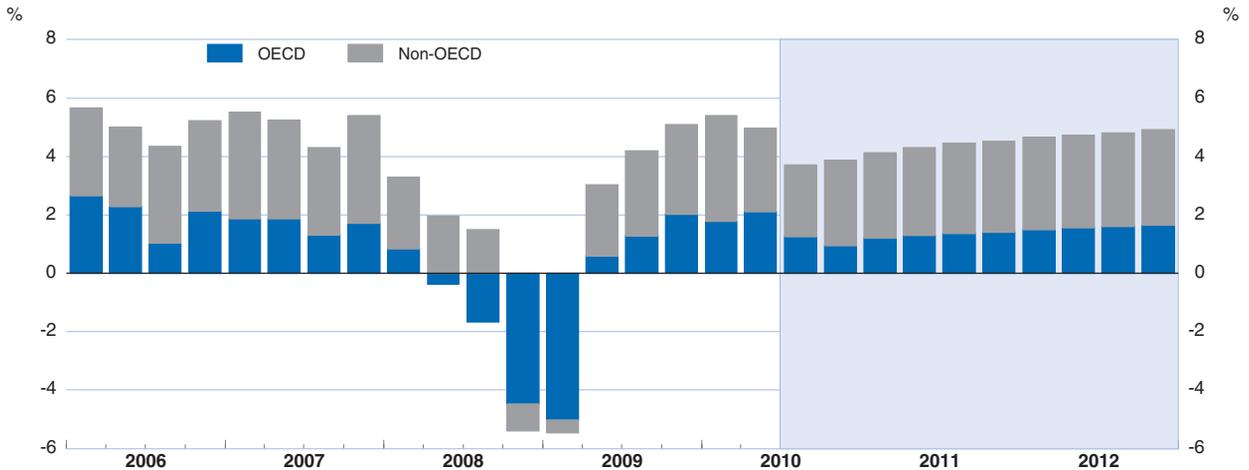
Der Ausblick für die großen Volkswirtschaften und den Welthandel stellt sich im Wesentlichen folgendermaßen dar:

... in den Vereinigten Staaten ...

- Es wird davon ausgegangen, dass das Wachstum in den Vereinigten Staaten bis Ende 2010 gedrückt bleibt, dann aber im Zeitraum 2011-2012, trotz der während dieser Periode von einer starken Haushaltskonsolidierung ausgehenden dämpfenden Effekte, langsam an Dynamik gewinnen wird. Kräftige Unternehmensgewinne, zeitverzögerte Effekte der Verbesserung der finanziellen Bedingungen insgesamt und normale konjunkturbedingte Faktoren werden allesamt dazu beitragen, dass die Ausrüstungsinvestitionen robust bleiben, während die Wohn- und Gewerbeimmobilieninvestitionen allmählich anziehen werden, wenn sich der Angebotsüberhang auf den Immobilienmärkten verringert. Unter dem Einfluss der laufenden

Figure 1.10. **Global growth continues 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 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345185>

Bilanzanpassungen wird die Sparquote der privaten Haushalte wahrscheinlich auf ihrem jetzigen Stand oder etwas darüber verharren, eine allmähliche Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen dürfte jedoch eine Ausweitung des privaten Verbrauchs unterstützen. Trotz eines Anstiegs des Beschäftigungswachstums wird die Arbeitslosenquote den Projektionen zufolge auf einem hohen Niveau verharren und bis Ende 2012 nur auf rd. 8¼% zurückgehen, was bedeutet, dass noch einige Zeit erhebliche Kapazitätsüberhänge bestehen bleiben werden.

... in Japan ...

- In Japan hat das Wachstum im dritten Quartal angezogen, wobei private Verbrauchsausgaben zur Nutzung befristeter Steuervorteile vorgezogen wurden. Dies dürfte den Verbrauch in den kommenden Monaten schwächen. Die im Herbst angekündigten neuen Konjunkturpakete dürften die Wirtschaftstätigkeit jedoch bis zum ersten Quartal 2011 stützen. Anschließend wird in den Projektionen von einem geringeren Produktionswachstum ausgegangen, was sich u.a. aus einer z.T. durch die Aufwertung des realen Wechselkurses bedingten Abschwächung der Auslandsnachfrage erklärt. Eine kontinuierliche Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen und kräftige Unternehmensgewinne dürften trotz der ab Mitte 2011 wahrscheinlich rückläufigen öffentlichen Ausgaben zur Stützung der Inlandsnachfrage beitragen. Die Arbeitslosenquote wird im Projektionszeitraum voraussichtlich leicht sinken, aber nach wie vor über ihrem Vorkrisenniveau liegen.

... und im Euroraum ...

- Im Euroraum wird die Inlandsnachfrage im Projektionszeitraum unter dem Einfluss einer akkommodierenden Geldpolitik, kräftiger Unternehmensgewinne und der bereits erfolgten Verbesserung der finanziellen Bedingungen voraussichtlich allmählich an Dynamik gewinnen, doch wird das Tempo des Aufschwungs durch die Haushaltskonsolidierung und die weiter andauernde Bilanzbereinigung im privaten Sektor gedämpft werden. Der Staatsverbrauch wird im gesamten Euroraum ab Jahresbeginn 2011 wahrscheinlich systematisch zurückgeführt werden. Die Arbeitsmarktbedingungen dürften sich langsam verbessern, wobei sich das

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 sehr 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 mindestens 1% des BIP unterstellt. Für Länder mit gravierenden Haushaltsproblemen, die dem Druck der Märkte ausgesetzt sind, wird ein stärkerer Rückgang unterstellt, für Länder mit besserer Haushaltsposition ein leichterer. 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 Einnahmenseite erfolgen und sich proportional auf die einzelnen Posten verteilen werden. Diese Festlegungen, die sich von der Praxis früherer OECD-Haushaltsprojektionen unterscheiden, ermöglichen es, den Konsolidierungsbedarf in Ländern zu berücksichtigen, in denen die Regierungen noch keine Pläne vorgelegt haben, die detailgenau 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 stützen sich die Haushaltsprojektionen auf den von der US-Regierung im *Mid Session Review* im August 2010 vorgelegten Haushaltsentwurf.
- Für Japan wurden die im September und Oktober angekündigten Konjunkturpakete in die Projektionen einbezogen, wobei die Hälfte der im Oktober angekündigten Ausgaben im Finanzjahr 2010 erfolgen soll. Die Staatsausgaben werden im Zeitraum 2011-2012 entsprechend dem im Juni 2010 angekündigten Haushaltsplan begrenzt.
- 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 Maßnahmen. Für das Vereinigte Königreich basieren die Projektionen auf den Steuermaßnahmen und Ausgabenplänen, die im Haushalt von Juni 2010 dargelegt sind.

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 der Zielsatz für Tagesgeld der Federal Reserve bis Mitte 2011 konstant bei ¼% verharret, da die Konjunkturerholung relativ schwach ist und der Inflationsdruck verhalten bleiben dürfte. Es wird davon ausgegangen, dass das Programm der quantitativen Lockerung wie angekündigt umgesetzt wird. Anschließend wird der Zielsatz für Tagesgeld angehoben, um wieder eine normale Funktionsweise der Geldmärkte zu gewährleisten und die negativen Effekte nahe null liegender Zinssätze zu begrenzen, und er dürfte Ende 2011 bei 1% liegen. Sobald die Konjunkturerholung festeren Tritt gefasst hat, was den Projektionen zufolge etwa Mitte 2012 der Fall sein dürfte, wird unterstellt, dass der Leitzins wieder heraufgesetzt wird und im vierten Quartal 2012 etwas über 2% liegt.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass der Refinanzierungssatz vor dem Hintergrund gut verankerter Inflationserwartungen bis zum ersten Quartal 2012 auf dem derzeitigen Niveau verharret und dann bis zum Ende des Projektionszeitraums auf 2% ansteigt.
- Für Japan wird davon ausgegangen, dass der kurzfristige Leitzins im ganzen Projektionszeitraum bei 10 Basispunkten verharret, da die Verbraucherpreise weiterhin sinken.

Die Projektionen gehen von allgemein unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 26. Oktober 2010 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 81,39 Yen, 0,72 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,39 US-\$) und 6,66 Renminbi.

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

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

Beschäftigungswachstum fortsetzt und die Arbeitslosenquote im Zeitraum 2011-2012 um etwas weniger als 1 Prozentpunkt zurückgeht. Dies dürfte zur Stützung des privaten Verbrauchs beitragen, der von einer Abschwächung der Sparquote zusätzliche Impulse erhalten dürfte. Die Konjunkturerholung wird voraussichtlich weiter ungleichmäßig verlaufen, wobei das Wachstum in den Kernländern robuster ausfallen wird als in den an der Peripherie gelegenen Ländern, wo ein erhebliches Maß an fiskalischer Konsolidierung erforderlich ist und es in einigen Fällen zugleich starker Bilanzbereinigungen im privaten Sektor bedarf.

... und außerhalb des OECD-Raums stark bleiben ...

- In China wird das gesamtwirtschaftliche Wachstum den Projektionen zufolge robust bleiben und sich im Zeitraum 2011-2012 durchschnittlich auf 9¼% belaufen. Die Inlandsnachfrage wird sich voraussichtlich weiter dynamisch entwickeln, da eine zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage und eine Neuausrichtung der öffentlichen Ausgaben zu Gunsten sozialer Ziele die Expansion des privaten Verbrauchs unterstützen wird, doch dürften vom Handel per Saldo Bremseffekte auf das Wachstum ausgehen. In Indien wird die in jüngster Zeit zu beobachtende Konjunkturverlangsamung voraussichtlich nur von vorübergehender Dauer sein. Dank einer lebhaften Entwicklung der Investitionen und des Konsums wird das Produktionswachstum den Projektionen zufolge ab Mitte 2011 seine Trendrate von 8½% erreichen. In Brasilien wird die Inlandsnachfrage zum Jahresende wohl wieder steigen. Für die nächsten Jahre wird davon ausgegangen, dass umfangreiche öffentliche Infrastruktur- und Energieprogramme zu einem robusten Wirtschaftswachstum beitragen werden, selbst wenn von einem Rückgang der Nettoexporte und der fortschreitenden Politiknormalisierung moderate Bremseffekte ausgehen werden. Für Russland gehen die Projektionen davon aus, dass das Wirtschaftswachstum nach den durch die Wetterbedingungen beeinträchtigten Ergebnissen des dritten Quartals 2010 wieder steigen und in den Jahren 2011 und 2012 etwas über der Potenzialrate verharren wird, auch wenn gleichzeitig die Normalisierung der fiskal- und geldpolitischen Rahmenbedingungen vorangetrieben wird.

... während sich der Welthandel kräftig ausweiten dürfte

- Mit der Abschwächung der Expansion der Handelsvolumen im zweiten Halbjahr 2010 sank die Wachstumsrate wieder auf historische Normalwerte. Angesichts der projizierten Weltwirtschaftsbelebung ab Jahresbeginn 2011 wird davon ausgegangen, dass der Handel 2011-2012 weiter kräftig expandiert – um durchschnittlich knapp über 8% –, besonders in vielen Volkswirtschaften Asiens und in Brasilien (Tabelle 1.4).

Die Kerninflation gibt weiter nach ...

Die Jahresrate der Gesamtinflation ist in den letzten Monaten in den meisten großen OECD-Volkswirtschaften unter dem Einfluss der sich weltweit festigenden Rohstoffpreise (sowie in einigen Ländern einer Anpassung des Preisniveaus nach der Anhebung indirekter Steuern) etwas gestiegen (Abb. 1.11). Während die Ölpreise in den sechs Monaten bis Ende Oktober mehr oder minder konstant blieben, erhöhten sich die Preise anderer Rohstoffe in diesem Zeitraum um nahezu 20%. Die Kerninflation, in der die direkten Effekte des Nahrungsmittel- und Energiepreisauftriebs ausgeklammert sind, hat jedoch ebenso wie statistische Messgrößen der Grundtendenz der Teuerung in der Regel weiter nachgegeben, wenn auch nur relativ geringfügig in Anbetracht der hohen Kapazitätsüberhänge, die auf den Arbeits- und Produktmärkten bestehen bleiben. Die Jahresrate der Kerninflation (die sich auf die privaten Konsumausgaben bezieht) ist in diesem Jahr in den Vereinigten Staaten auf ein Niveau von rd. 1¼% gesunken, und im Euroraum lag die Kerninflation seit Jahresbeginn bei oder unter der 1%-Marke. In Japan ist die Jahresrate der Deflation weiterhin in der Nähe einer Trendrate von 1% angesiedelt. Höherfrequente Schätzungen der Kerninflation bzw.

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

	2008	2009	2010	2011	2012
Goods and services trade volume					
Percentage change from previous period					
World trade¹	3.1	-11.1	12.3	8.3	8.1
<i>of which:</i> OECD	1.2	-12.2	11.4	7.3	7.0
OECD America	0.7	-12.8	13.5	8.5	8.5
OECD Asia-Pacific	3.4	-13.0	16.0	8.9	9.0
OECD Europe	1.0	-11.8	9.5	6.4	5.8
China	6.5	-4.0	25.8	13.5	13.3
Other industrialised Asia ²	6.7	-10.3	18.0	10.2	9.9
Russia	7.0	-17.1	8.9	8.3	7.0
Brazil	8.4	-11.0	21.3	8.0	12.0
Other oil producers	8.2	-6.4	2.9	8.0	8.4
Rest of the world	7.4	-10.9	0.7	7.3	7.4
OECD exports	2.0	-11.8	11.3	7.2	7.2
OECD imports	0.5	-12.6	11.2	7.3	6.6
Trade prices³					
OECD exports	9.1	-9.0	3.0	4.7	1.0
OECD imports	11.1	-11.1	3.9	4.3	1.2
Non-OECD exports	14.9	-13.7	10.4	3.8	1.7
Non-OECD imports	11.8	-9.7	8.0	3.6	1.6
Current account balances					
Per cent of GDP					
United States	-4.7	-2.7	-3.4	-3.7	-3.7
Japan	3.3	2.8	3.4	3.7	3.7
Euro area	-0.8	-0.4	-0.2	0.3	0.9
OECD	-1.5	-0.5	-0.7	-0.7	-0.5
China	9.6	6.0	5.8	5.9	5.5
\$ billion					
United States	-669	-378	-496	-559	-587
Japan	157	142	191	219	221
Euro area	-100	-43	-26	42	121
OECD	-671	-220	-316	-304	-257
China	436	297	340	396	421
Other industrialised Asia ²	95	135	69	65	60
Russia	102	49	84	59	49
Brazil	-28	-24	-53	-76	-107
Other oil producers	497	92	313	358	384
Rest of the world	-194	-85	-3	-1	-6
Non-OECD	907	464	750	801	801
World	237	244	434	497	544

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.

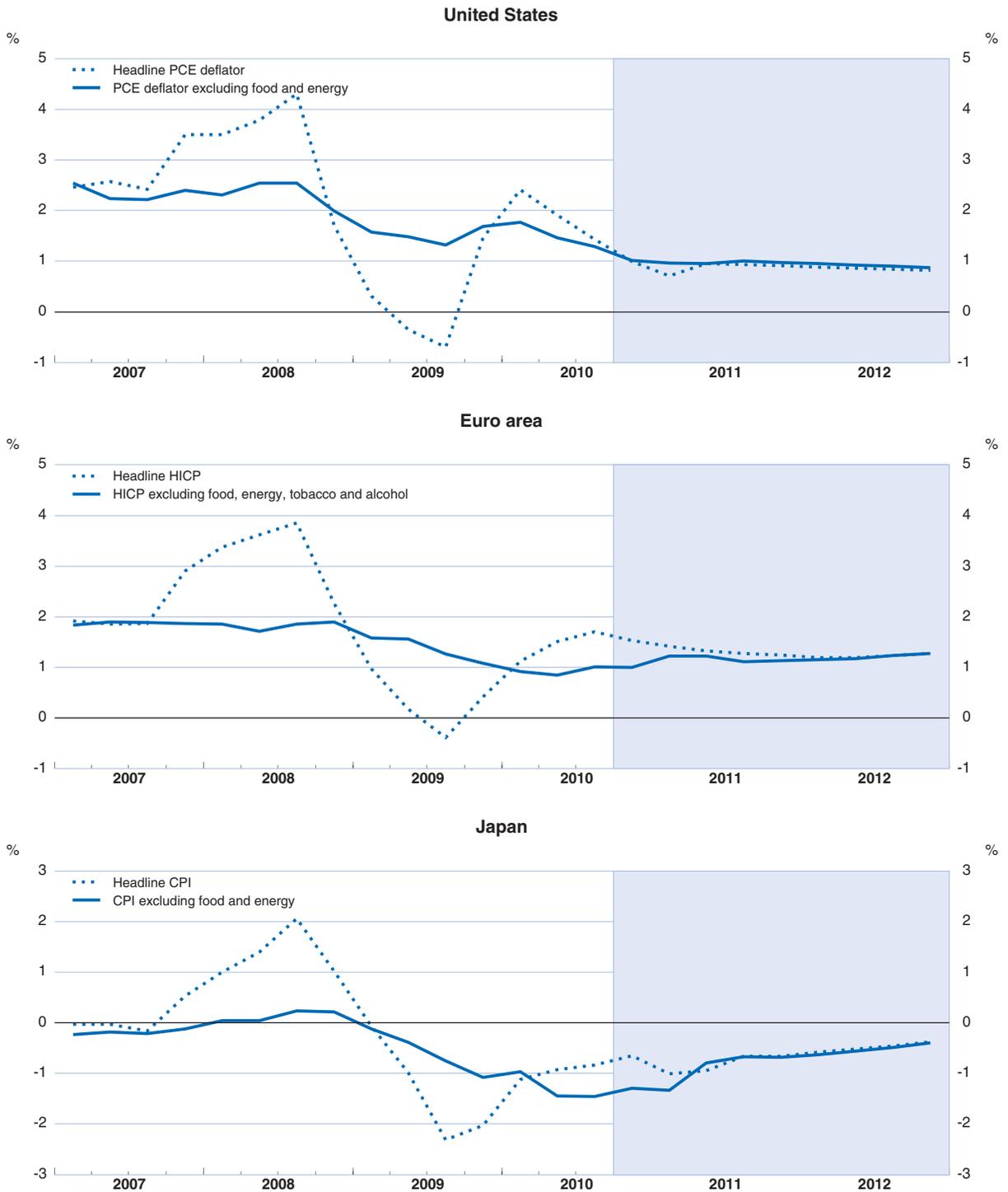
3. Average unit values in dollars.

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346667>

der Trendrate der Inflation deuten in den Vereinigten Staaten und Japan auf eine Fortsetzung des Deflationsdrucks hin, wobei die auf Jahresrate hochgerechnete Inflation über einen Zeitraum von drei oder sechs Monaten unter der Jahresrate liegt. Der Lohnkostendruck bleibt zurzeit minimal. Die Lohnstückkosten sind unter dem Einfluss eines stärkeren Arbeitsproduktivitätswachstums und einer anhaltenden Lohnmäßigung insbesondere in den Vereinigten Staaten stark gesunken und in jüngerer Zeit auch in Japan und im Euroraum zurückgegangen. Für den Euroraum wird ab 2011 von einem

Figure 1.11. **Underlying inflation is set to remain subdued**
12-month percentage change



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

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345204>

leichten Anstieg des Lohnauftriebs im privaten Sektor ausgegangen, der gesamtwirtschaftliche Lohnstückkostenanstieg dürfte angesichts des fortdauernden Produktivitätswachstums und der Lohnmäßigung im öffentlichen Sektor mehrerer Länder jedoch minimal sein. Außerhalb des OECD-Raums haben die steigenden Lebensmittelpreise und die Tatsache, dass sich viele Volkswirtschaften nun der Kapazitätsgrenze nähern, in Indien, China und Brasilien gewisse inflationäre Spannungen aufkommen lassen.

... und dürfte gedämpft bleiben...

Die weiterhin bestehenden Kapazitätsüberhänge, die zwar schwer mit Genauigkeit zu messen sind, werden im Projektionszeitraum voraussichtlich nur langsam abnehmen und dürften den Inflationsdruck noch eine Zeit lang drosseln, selbst wenn sich der Effekt andauernder großer Produktionslücken mit nachlassendem Preisauftrieb abzuschwächen scheint (Meier, 2010)³. In den Vereinigten Staaten dürfte die Jahresrate der Kerninflation im Projektionszeitraum auf ein durchschnittliches Niveau von etwas unter 1% sinken. In Japan wird die Deflation voraussichtlich andauern, auch wenn sich ihr Tempo im Verlauf des Projektionszeitraums allmählich verringern dürfte. Im Euroraum wird die Kerninflation im Zeitraum 2011-2012 wohl – großenteils infolge höherer Gewinnmargen – auf 1¼% ansteigen. Im Euroraum wird eine allmähliche Wende im Vergleich zu den vergangenen Kosteninflationen erwartet; die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten werden den Projektionen zufolge in den nächsten zwei Jahren in Irland, Spanien, Portugal und Griechenland sowohl in absoluter Rechnung als auch gegenüber dem Euroraum-Durchschnitt sinken. Die Preisinflation in Spanien und Irland wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2011-2012 ebenfalls auf oder unter dem Niveau des Euroraum-Durchschnitts liegen. Dagegen wird für Griechenland und Portugal davon ausgegangen, dass der Preisauftrieb z.T. auf Grund höherer indirekter Steuern stärker bleibt.

... vor allem wenn die Inflationserwartungen gut verankert bleiben

Die Wahrscheinlichkeit, dass sich im ganzen OECD-Raum deflationäre Spannungen verbreiten, dürfte sich alles in allem in Grenzen halten, wenn die längerfristigen Inflationserwartungen gut verankert bleiben. Derzeit sind die Inflationserwartungen in den meisten Volkswirtschaften nach wie vor relativ nahe bei den expliziten oder impliziten Inflationszielen der jeweiligen Währungsbehörden verankert, was vermuten lässt, dass eine niedrige, aber positive Inflationsrate in den nächsten zwei Jahren weiterhin das Szenario mit der höchsten Wahrscheinlichkeit sein wird. Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen, die aus der Differenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Anleihen abgeleitet sind, ließen in den letzten Monaten einen leichten Rückgang erkennen, was aber teilweise die Folge einer Fehlmessung sein könnte, die sich daraus ergibt, dass die Anleger angesichts der Turbulenzen an den Märkten für Staatsschuldtitel den liquideren nominalen Anleihen den Vorzug geben. Auf Erhebungsdaten basierende Messgrößen der Inflationserwartungen waren in der Regel etwas stabiler.

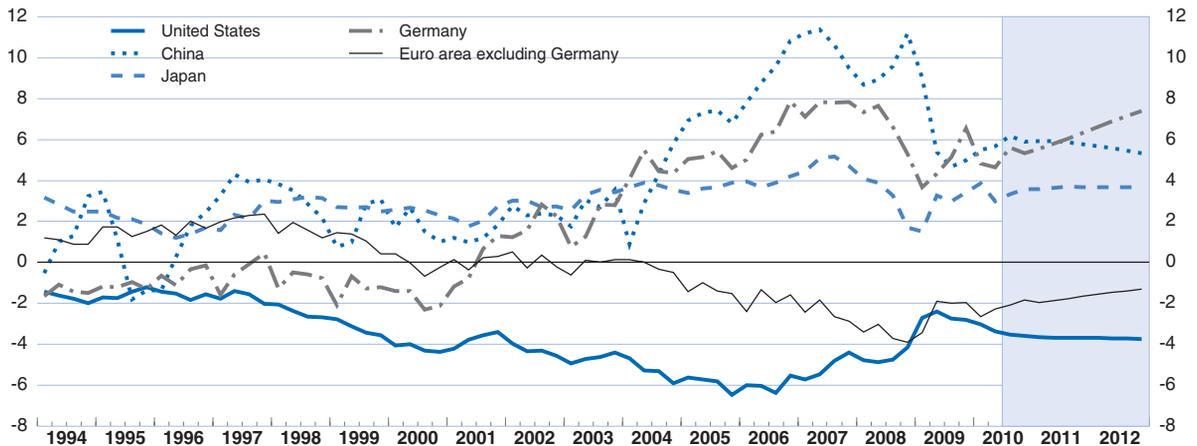
Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben sich in einigen Volkswirtschaften zu vergrößern begonnen

In der Anfangsphase der Konjunkturerholung kam es zu einer erneuten Vergrößerung der beobachteten globalen Ungleichgewichte, wobei sich die strukturellen Defizite und Überschüsse erhöhten⁴. Die Ungleichgewichte werden den Projektionen zufolge groß bleiben und sich in einigen Fällen in den Jahren 2011 und 2012 verstärken (Abb. 1.12). Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hat sich im Jahr bis Mitte 2010 um

3. Jüngste Schätzungen für die Vereinigten Staaten legen den Schluss nahe, dass die projizierte Differenz zwischen der Arbeitslosenquote und ihrem tiefsten Wert der letzten drei Jahre die Kerninflation zwischen Mitte 2010 und Mitte 2011 um mindestens 0,5 Prozentpunkte und möglicherweise bis zu 1 Prozentpunkt reduzieren könnte (Stock und Watson, 2010), was eine extrem niedrige, aber noch positive Inflationsrate zur Folge hätte.
4. Die strukturellen (konjunkturbereinigten) Handelsbilanzsalden der großen OECD-Volkswirtschaften (Cheung et al., 2010) haben sich Schätzungen zufolge 2010 etwas vergrößert, wobei es zu einem Anstieg des Überschusses Japans und des Euroraums und einer leichten Erhöhung des Defizits der Vereinigten Staaten kam.

Figure 1.12. **Global imbalances will remain pronounced**

Current account balance, in per cent of GDP



Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345223>

$\frac{1}{2}$ Prozentpunkt des BIP vergrößert und könnte in den nächsten zwei Jahren um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt steigen. Während der beträchtliche Leistungsbilanzüberschuss Japans den Projektionen zufolge 2011 und 2012 stabil bleiben wird, dürfte sich der Überschuss Deutschlands u.a. auf Grund der relativ großen Präsenz der dortigen Exportwirtschaft auf rasch expandierenden asiatischen Märkten erhöhen. Die meisten traditionellen Defizitländer des Euroraums werden voraussichtlich eine Verbesserung ihrer Leistungsbilanz zu verzeichnen haben, die stärker ausfallen dürfte als bei den traditionellen Überschussländern. Auch die Leistungsbilanzüberschüsse der großen ölproduzierenden Nicht-OECD-Volkswirtschaften, die bereits 2010 durch die Stärke der Ölpreise Auftrieb erhielten, werden sich in den nächsten Jahren ausweiten. Dagegen wird sich der chinesische Leistungsbilanzüberschuss, der im ersten Halbjahr 2010 schon geringer war als 2009, unter dem Einfluss des dynamischen Wachstums der Inlandsnachfrage in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich nochmals leicht verringern.

Die Abwärtsrisiken wiegen schwerer, und zu ihnen gehören ...

Die Projektionen sind kurzfristig weiterhin mit erheblichen Risiken behaftet. Auch wenn nach wie vor die Möglichkeit besteht, dass die der Konjunkturerholung zu Grunde liegende Dynamik in den OECD-Volkswirtschaften deutlicher zunimmt, als nach der derzeitigen Eintrübung angenommen wird, sind die Risiken einer ungünstigeren Entwicklung als erwartet doch größer. Diese Abwärtsrisiken hängen großenteils mit der Möglichkeit von Wechselwirkungen zwischen dem Eintreten besonderer Ereignisse und bestehenden Anfälligkeiten zusammen, die eine erneute Phase anhaltender Konjunkturschwäche im privaten Sektor zur Folge haben könnten. Viele dieser verbleibenden Schwachstellen gehen auf durch die Rezession und den ihr vorangegangenen Boom entstandene Belastungen zurück. Die Hauptrisikofaktoren stellen sich zurzeit folgendermaßen dar:

... eine verstärkte Besorgnis über die öffentliche Verschuldung ...

- Zu negativen Rückkopplungseffekten zwischen dem öffentlichen und dem Finanzsektor könnte es kommen, falls verstärkte Besorgnis über die öffentliche Verschuldung in Ländern mit schlechter Haushaltslage zu neuen Verlusten für die Banken führen sollte. Selbst wenn die Turbulenzen im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise mit der Errichtung zeitlich befristeter Stüt-

zungsfazilitäten nachgelassen haben, haben sich die Zinsspreads in Griechenland, Irland und Portugal in jüngster Zeit ausgeweitet, ohne jedoch die Interbanken- und Devisenmärkte destabilisiert zu haben. Es besteht allerdings weiterhin das Risiko, dass sich solche Krisensituationen bei den Staatsschulden stärker verbreiten und systemischere Konsequenzen haben. Darüber hinaus würde ein Schwund des Vertrauens in die Fähigkeit der Regierungen, eine nicht tragbare Entwicklung der Haushaltspositionen zu stoppen, infolge steigender Anleiherenditen bei den Finanzinstituten zu entsprechenden Verlusten führen. Eine solche Entwicklung könnte auf internationaler Ebene weiterreichende Folgen haben und das weltweite Finanzsystem destabilisieren, wenn ein größeres Land betroffen wäre und dessen Banken mit einer Repatriierung von Geldern aus ihren ausländischen Tochterunternehmen reagieren würden.

... eine abrupte Wende bei den Anleiherenditen ...

- Ein allgemeineres Risiko ist mit dem sehr niedrigen Niveau der langfristigen Zinssätze in den großen OECD-Volkswirtschaften gegeben. Das gegenwärtige Niveau der langfristigen Zinsen ist schwer mit der Projektion einer sanften, aber anhaltenden Konjunkturerholung zu vereinbaren (Kasten 1.4). In den aktuellen Projektionen wird unterstellt, dass die langfristigen Zinsen mittelfristig allmählich wieder zu historischen Normalwerten zurückkehren werden. Aus den Erfahrungen der Vergangenheit lässt sich jedoch schließen, dass die Korrektur abrupt erfolgen könnte. Ein rascher, unvorhergesehener Anstieg der langfristigen Zinssätze könnte durch seine direkten Effekte auf die Investitionen die Konjunkturerholung abschwächen. Um eine Vorstellung von der Größenordnung dieses Effekts zu geben, zeigen makroökonomische Simulationen mit dem Global Model der OECD (Hervé et al., 2010), dass ein in allen Ländern gleichzeitig erfolgender Anstieg der Anleiherenditen um 100 Basispunkte zu einer Verringerung des gesamtwirtschaftlichen Produktionswachstums um rd. $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt sowohl im ersten als auch im zweiten Jahr nach dem Anstieg führen würde. Ein abrupter Anstieg der Renditen könnte die Konjunkturerholung auch indirekt über seine Effekte auf den Finanzsektor gefährden, da der mit ihm verbundene Rückgang der Anleihekurse Banken und andere Investoren mit einer neuen Verlustwelle konfrontieren würde.

... anhaltender Druck auf die Banken ...

- Spezifische Risiken gehen weiterhin von den Banken aus. In mehreren Euroländern mit schlechter Haushaltslage ist der Bankensektor weiterhin stark auf Liquiditätshilfen der EZB angewiesen (Abb. 1.13). Sollte es diesen Banken in den nächsten Quartalen nicht gelingen, das Vertrauen der Märkte wiederzugewinnen, werden sie u.U. in Finanzierungsschwierigkeiten geraten, wenn die EZB wie erwartet ihre außergewöhnlichen Liquiditätsfazilitäten beendet, weil sie den Erfordernissen des Finanzsektors des Euroraums insgesamt nicht mehr angemessen sind. Ein weiteres vom Finanzsektor ausgehendes Risiko ist die Möglichkeit, dass die Banken, anstatt sich schrittweise an die neuen Eigenkapitalanforderungen anzupassen, was auf das Wirtschaftswachstum nur wenig negative Auswirkungen hätte (siehe weiter unten und Kasten 1.6), überstürzt handeln und versuchen, die neuen Standards zu erfüllen, indem sie ihre Bilanzen verkürzen und damit die Kreditvergabe einschränken oder neue Aktien auflegen, was die Eigenkapitalkosten für die Wirtschaft insgesamt in die Höhe treiben würde.

... Nettokapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften und damit verbundene Wechselkursspannungen ...

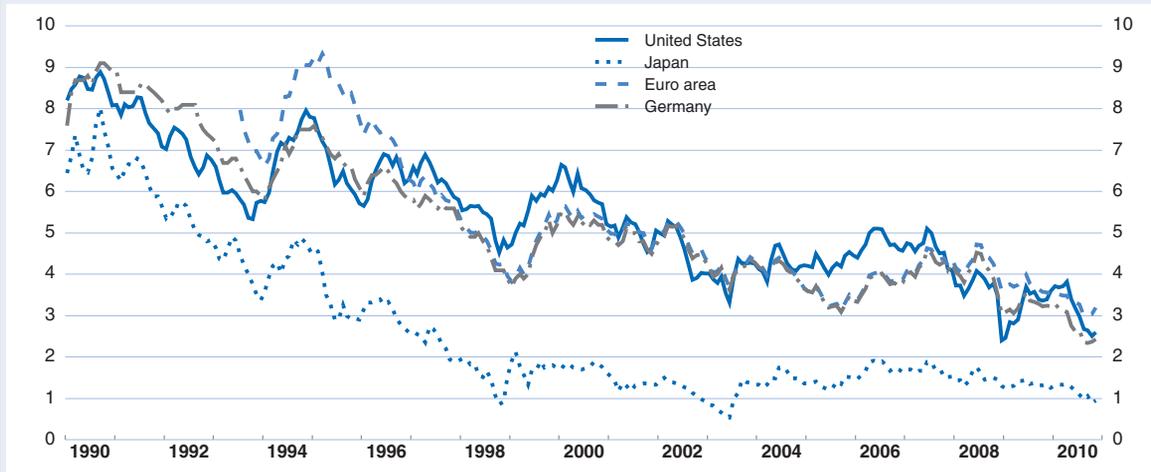
- Die Kapitalströme aus Ländern mit schwacher Konjunktur und akkommodierender Geldpolitik in Länder mit dynamischerer Wirtschaftstätigkeit und weniger akkommodierender Geldpolitik, insbesondere aufstrebende Volkswirtschaften, vor allem in Asien und Lateinamerika, sind 2010 drastisch gestiegen. Die damit verbundenen realen Wechselkursänderungen bzw. die Versuche, diese abzuwenden,

Kasten 1.4 Risiken im Zusammenhang mit dem derzeitigen niedrigen Anleiherenditenniveau

Die Staatsanleiherenditen sind in den großen OECD-Volkswirtschaften auf ein sehr niedriges Niveau gesunken, was Befürchtungen aufkommen lässt, dass eine Blase entstehen und dann platzen könnte, was schwerwiegende Folgen für die finanzielle Stabilität, die öffentlichen Finanzen und die Wirtschaft ganz allgemein hätte (erste Abbildung). In Deutschland sind die langfristigen Zinsen auf ihr niedrigstes Niveau seit über fünfzig Jahren gesunken. In den Vereinigten Staaten liegen sie sehr nahe bei ihrem zwischen Dezember 2008 und Januar 2009 erreichten historischen Tiefstand. Dieser Rückgang war sogar bei den Benchmark-Anleihen des Euroraums zu beobachten, wobei die seit Jahresbeginn andauernde Abnahme der Zinssätze auf deutsche, französische und niederländische langfristige Schuldtitel den Anstieg der Kredit-Spreads in den finanzschwächeren Mitgliedsländern der Währungsunion mehr als ausgeglichen hat.

Yields on long-term government bonds

Last observation: 12 November 2010



Source: Datastream.

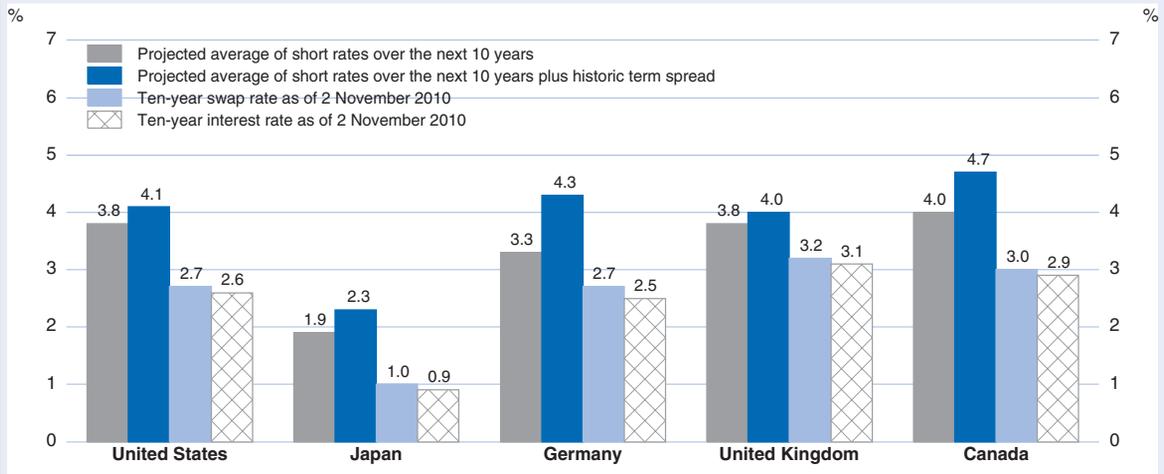
Die Renditen der von den großen OECD-Volkswirtschaften emittierten langfristigen Staatsschuldverschreibungen liegen weit unter dem für die nächsten zehn Jahre unterstellten Durchschnittsniveau der kurzfristigen Zinsen, auf dem die OECD-Projektionen und deren langfristige Extrapolation basieren (vgl. Kapitel 4 der Druckfassung und zweite Abbildung)¹. Auf den ersten Blick widerspricht diese Konfiguration dem normalen Preisbildungsprozess für langfristige Schuldverschreibungen, der gewährleisten soll, dass die Anleger eine Rendite erhalten, die über dem erwarteten Durchschnitt der kurzfristigen Zinssätze liegt, damit sie für das eingegangene Zinsrisiko entschädigt werden. In der Tat wäre eigentlich zu erwarten, dass der Ausblick für die öffentliche Verschuldung angesichts der Notwendigkeit der Finanzierung sehr hoher Staatsdefizite und des steigenden Kreditrisikos der Emittenten von Staatsanleihen die Anleiherenditen in die Höhe treiben sollte.

Ein Faktor, der diese Diskrepanz erklären könnte, ist, dass die Märkte für die nächsten zehn Jahre möglicherweise einen geringeren Anstieg der kurzfristigen Zinsen antizipieren als in diesen Projektionen unterstellt. Die Zinsswaps, die die von den Märkten erwarteten durchschnittlichen Geldmarktsätze widerspiegeln, weisen in diese Richtung, denn sie liegen weit unter dem unterstellten Durchschnittsniveau der kurzfristigen Zinssätze, das diesen Projektionen zu Grunde liegt (zweite Abbildung)². Diese Differenz könnte darauf zurückzuführen sein, dass an den Finanzmärkten mit einer viel schwächeren inhärenten Wachstumsdynamik gerechnet wird als in den kurz- und längerfristigen OECD-Projektionen unterstellt; diese schwächere Wachstumsdynamik würde weiterhin niedrige Leitzinssätze rechtfertigen, damit erreicht werden kann, dass das Produktionswachstum mit der Potenzialrate konvergiert und die Inflation wieder den Zielvorgaben entspricht. Es wäre aber auch denkbar, dass sich in den Markterwartungen die Annahme ausdrückt, dass sich das Zinssetzungsverhalten der Zeit vor der Krise fortsetzt und insbesondere die gravierende Unterschreitung des aus einfachen Regeln abzuleitenden Zinsniveaus, die in den letzten zehn Jahren bei den Zentralbanken einiger großer OECD-Volkswirtschaften zu beobachten war. Die aktuellen Projektionen basieren dagegen auf der Annahme, dass sich diese Abweichungen, die in der Vergangenheit zum Entstehen der Kreditblase beigetragen haben, nicht wiederholen werden³.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Government bond yields vs. future short rates



Die Staatsschuldenkrise, von der mehrere Euroländer getroffen waren, dürfte in den wichtigsten Ländern ebenfalls zum Rückgang der Zinssätze beigetragen haben, da die Anleger bestrebt waren, ihr Portfolio zu Gunsten von Staatsanleihen umzuschichten, bei denen mit einem geringeren Kredit- und Liquiditätsrisiko zu rechnen ist. Die Beseitigung der Staatsschuldenprobleme bzw. schon die Antizipation einer solchen Entwicklung dürfte zu einer Abschwächung dieses Effekts führen.

Die quantitative Lockerung ist eine weitere mögliche Ursache des derzeitigen niedrigen Zinsniveaus. Die Federal Reserve und die Bank von England haben in großem Maßstab Staatsanleihen oder staatlich besicherte Anleihen aufgekauft, um die Renditen zu drücken und eine Entspannung der Finanzierungsbedingungen herbeizuführen. Die Schätzungen des Effekts dieser Maßnahmen gehen sehr weit auseinander. Die von der Federal Reserve und der Bank von England durchgeführten Analysen legen den Schluss nahe, dass der Effekt ganz erheblich war und in den Vereinigten Staaten im Bereich von 30-100 Basispunkten und im Vereinigten Königreich bei nahe 100 Basispunkten lag (Doh, 2010; Gagnon et al., 2010; Joyce et al., 2010). In von Forschungseinrichtungen durchgeführten Arbeiten wurden dagegen nur statistisch nicht signifikante oder geringfügige Effekte festgestellt (Hamilton und Wu, 2010; Stroebel und Taylor, 2010).

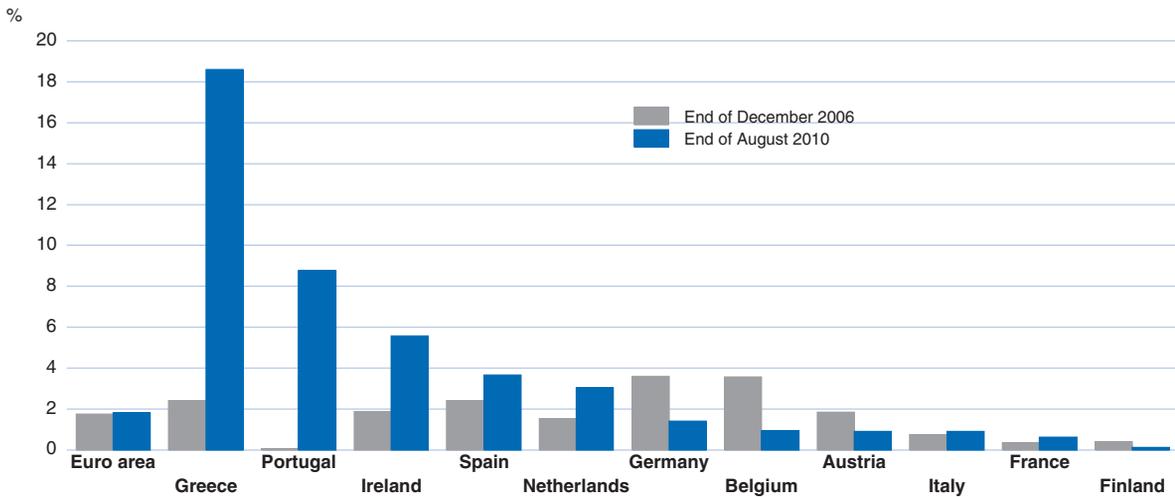
Insgesamt hat es den Anschein, als wäre das gegenwärtige Niveau der langfristigen Zinssätze weitgehend auf die – z.T. durch die quantitative Lockerung bedingte – Erwartung zurückzuführen, dass die Zentralbanken der großen Länder die kurzfristigen Zinssätze über einen außergewöhnlich langen Zeitraum hinweg auf einem sehr niedrigen Niveau halten werden. In den aktuellen Projektionen wird davon ausgegangen, dass diese Erwartung, je fester die Konjunkturerholung Tritt fasst, allmählich korrigiert wird, um der anschließend wahrscheinlich erfolgenden Normalisierung der Leitzinsen Rechnung zu tragen, so dass sich die langfristigen Zinssätze nach und nach dem projizierten Durchschnittsniveau der künftigen kurzfristigen Zinssätze nähern werden. Die Möglichkeit einer abrupten Korrektur ist jedoch nicht ganz auszuschließen und stellt ein Abwärtsrisiko für die Projektionen dar.

1. Es wird unterstellt, dass die kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum hinaus allmählich gegen ihr Gleichgewichtsniveau konvergieren.
2. Auch wenn die Zinsswaps-Sätze grundsätzlich sehr eng an die erwarteten künftigen Geldmarktsätze gebunden sind, stehen sie doch auch mit den Renditen der Staatsanleihen in Zusammenhang, da jede signifikante Abweichung zwischen den beiden Arbitragemöglichkeiten eröffnet.
3. Vgl. hierzu z.B. Ahrend et al. (2009) und Taylor (2009) wegen einer Untersuchung der Beziehung zwischen Marktüberreibungen und Regelabweichungen der Leitzinsen nach unten.

können jedoch zu politischen Spannungen führen. Angesichts der potenziell negativen Wachstumseffekte von Wechselkursbewegungen bei Handelspartnern (Tabelle 1.5) könnten Devisenmarktinterventionen, bei denen der Eindruck besteht, dass sie großenteils der Erhaltung oder Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit dienen sollen, Vergeltungsmaßnahmen nach sich ziehen, wie z.B. protektionistische Maßnahmen, die für die Weltwirtschaft gravierende Folgen hätten.

Figure 1.13. **Banks in some euro area countries have become dependent on central bank facilities**

Liquidity provided by the central banks as per cent of total assets of monetary and financial institutions



Source: ECB and respective national central banks.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932345280>

**... sowie ein erneuter
Preisrückgang bei den
Wohnimmobilien**

- Wie bereits ausgeführt, ist eine erneute Abnahme der nominalen und realen Wohnimmobilienpreise in einigen Ländern nicht auszuschließen, und in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich ist dieses Risiko auf Grund der gedrückten Umsätze und der hohen Vorratsbestände besonders akut geworden. Niedrigere Wohnimmobilienpreise hätten einen negativen Effekt auf das Vermögen der privaten Haushalte und würden dazu führen, dass sich der private Verbrauch weiter abschwächt. Makroökonomische Simulationen mit dem Global Model der OECD zeigen, dass – unter der Annahme einer unveränderten makroökonomischen Politik – ein Rückgang der US-Wohnimmobilienpreise um 10%

Table 1.5. **The activity effects of exchange rate depreciations**

Difference from baseline, percentage points

	US dollar depreciation ¹		Euro depreciation ²		Yen depreciation ³	
	Year		Year		Year	
	1	2	1	2	1	2
United States						
GDP growth	0.5	0.5	-0.1	-0.1	0.0	-0.1
Japan						
GDP growth	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.4	0.4
Euro area						
GDP growth	-0.2	-0.2	0.7	0.6	-0.1	-0.1

1. The US dollar falls by 10% against all currencies.

2. The euro falls by 10% against all currencies.

3. The yen falls by 10% against all currencies.

Source: Hervé *et al.*, (2010).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932346686>

das Produktionswachstum in den Vereinigten Staaten 2011 um rd. 0,2% und 2012 um rd. 0,4% reduzieren würde, wovon negative, wenn auch nur geringfügige Spillover-Effekte auf andere Länder ausgingen. Ein 10%iger Rückgang der Wohnimmobilienpreise im gesamten OECD-Raum hätte stärkere Effekte und würde das BIP der OECD-Länder insgesamt nach zwei Jahren um 0,8% und den Verbraucherpreisanstieg 2011 und 2012 jeweils um rd. ¼ Prozentpunkt reduzieren. Das Risiko starker negativer Rückkopplungseffekte zwischen den Wohnimmobilienpreisen, der Nachfrage des privaten Sektors und der Schwäche des Finanzsektors ist nicht auszuschließen, obwohl diese Effekte in den Modellsimulationen unberücksichtigt bleiben.

Von den Unternehmensinvestitionen gehen aber auch Aufwärtsrisiken aus ...

- Was die Aufwärtsrisiken betrifft, so könnten sich die Unternehmensinvestitionen gegenüber ihrem gedrückten Niveau kräftiger erholen als in den Projektionen unterstellt, falls hohe Gewinne und eine Verbesserung des Cashflow denselben Effekt auf die Investitionsausgaben haben sollten wie in der Vergangenheit (Martinez-Carrascal und Ferrando, 2008). Und in Anbetracht der außergewöhnlich starken Komprimierung während des Abschwungs könnte auch die Entwicklung im Wohnungsbau dynamischer als erwartet ausfallen, sofern die Wohnimmobilienpreise nicht nachgeben, was indessen angesichts der Tatsache, dass sich der BIP-Beitrag der Wohnungsbauinvestitionen in den meisten OECD-Volkswirtschaften auf einem historisch tiefen Niveau befindet, nur geringe Effekte auf das BIP hätte.

... ebenso wie von den Finanzmärkten

- Vom Finanzsektor gehen ebenfalls Aufwärtsrisiken aus. Da das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Aktien in einigen Ländern unter dem historischen Durchschnitt liegt, besteht z.B. die Möglichkeit einer Aufwärtskorrektur. Diese Entwicklung würde die Bilanzanpassungen des privaten Sektors erleichtern und vielleicht zu einer niedrigeren Sparquote führen als in den aktuellen Projektionen unterstellt.

Politikmaßnahmen und Politikerfordernisse

Die krisenbezogenen Maßnahmen müssen normalisiert und die Strukturreformen weiterverfolgt werden

Da die gegenwärtige Wachstumsschwäche den Projektionen zufolge nur von vorübergehender Dauer sein wird, müssen die in den kommenden Jahren getroffenen Politikentscheidungen zwei großen Herausforderungen Rechnung tragen – der Notwendigkeit einer weitgehenden Normalisierung der krisenbedingten Maßnahmen und dem Bedarf an Reformen zur Verstärkung der künftigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten sowie der Dauerhaftigkeit der Erholung. Zugleich muss die Politik aber auch gerüstet sein, um reagieren zu können, falls Risiken, wie die oben diskutierten, tatsächlich eintreten. Zu den möglicherweise zu ergreifenden Maßnahmen zählen Aktionen im Bereich der Fiskal- und Geldpolitik sowie Finanz- und sonstige Struktur-reformen.

Fiskalpolitik

Die Haushaltsdefizite sinken derzeit, dürften aber hoch bleiben

Nach Rekordständen im Jahr 2009 wird das OECD-weite Haushaltsdefizit 2011 voraussichtlich auf etwa 6% des BIP sinken (Tabelle 1.6), wobei nahezu alle Länder Reduzierungen verzeichnen. Der Defizitabbau ist vor allem die Folge der angekündigten Konsolidierungsmaßnahmen, doch dürften den Projektionen zufolge auch konjunkturelle Faktoren einen Beitrag leisten und den Effekt steigender Zinszahlungen mehr als

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	-10.5	-8.8	-6.8
Underlying balance ²	-5.9	-8.8	-8.6	-7.6	-6.0
Underlying primary balance ²	-4.2	-7.4	-7.0	-5.8	-3.9
Gross financial liabilities	71.1	84.4	92.8	98.5	101.4
Japan					
Actual balance	-2.1	-7.1	-7.7	-7.5	-7.3
Underlying balance ²	-3.5	-5.7	-6.7	-6.4	-6.3
Underlying primary balance ²	-2.6	-4.7	-5.5	-5.3	-4.7
Gross financial liabilities	173.9	192.8	198.4	204.2	210.2
Euro area					
Actual balance	-2.0	-6.2	-6.3	-4.6	-3.5
Underlying balance ²	-2.1	-4.1	-3.9	-2.8	-2.2
Underlying primary balance ²	0.6	-1.7	-1.4	-0.3	0.5
Gross financial liabilities	76.0	86.3	91.6	94.8	96.3
OECD¹					
Actual balance	-3.3	-7.9	-7.6	-6.1	-4.7
Underlying balance ²	-3.7	-6.2	-6.1	-5.2	-4.2
Underlying primary balance ²	-2.0	-4.7	-4.4	-3.3	-2.1
Gross financial liabilities	79.1	90.6	96.9	100.7	102.8

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

1. Total OECD excludes Mexico and Turkey.

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

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346705>

kompensieren⁵. Die öffentlichen Finanzen werden sich 2012 auf der Basis der von den Regierungen angekündigten Pläne und der Annahmen der OECD hinsichtlich der Konsolidierung in jenem Jahr (siehe weiter unten und Kasten 1.3) sowie der Stärkung der Konjunkturpositionen weiter verbessern. Obgleich die Schätzungen mit erheblichen Unsicherheitsmomenten behaftet sind, dürften im Jahr 2012 dennoch über drei Viertel des Defizits struktureller Natur sein. Das Aufkommen dieser großen strukturellen Defizite ist in erster Linie auf den Wegfall der im Vorfeld der Krise außergewöhnlichen Einnahmedynamik, das Fortbestehen eines Teils der krisenbezogenen konjunkturellen Stützungsmaßnahmen, den Effekt der krisenbedingten Reduzierung des Produktionspotenzials und den Anstieg der Schuldendienstzahlungen zurückzuführen. Im OECD-Raum insgesamt wird die Bruttoschuldenquote voraussichtlich weiter steigen und 2011 100% überschreiten (Abb. 1.14).

In den meisten Ländern besteht großer Konsolidierungsbedarf

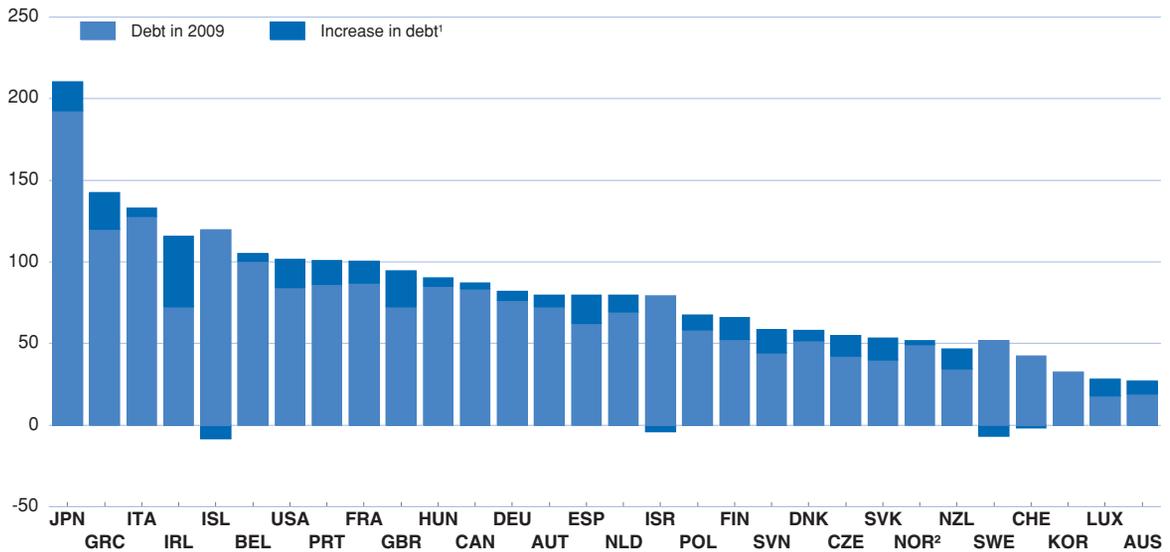
Aus den OECD-Berechnungen geht hervor, dass auf der Basis plausibler Annahmen hinsichtlich des mittelfristigen Wachstums und der Zinsentwicklung allein die Stabilisierung der Staatsschuldenquote vor 2025 in Japan und den Vereinigten

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

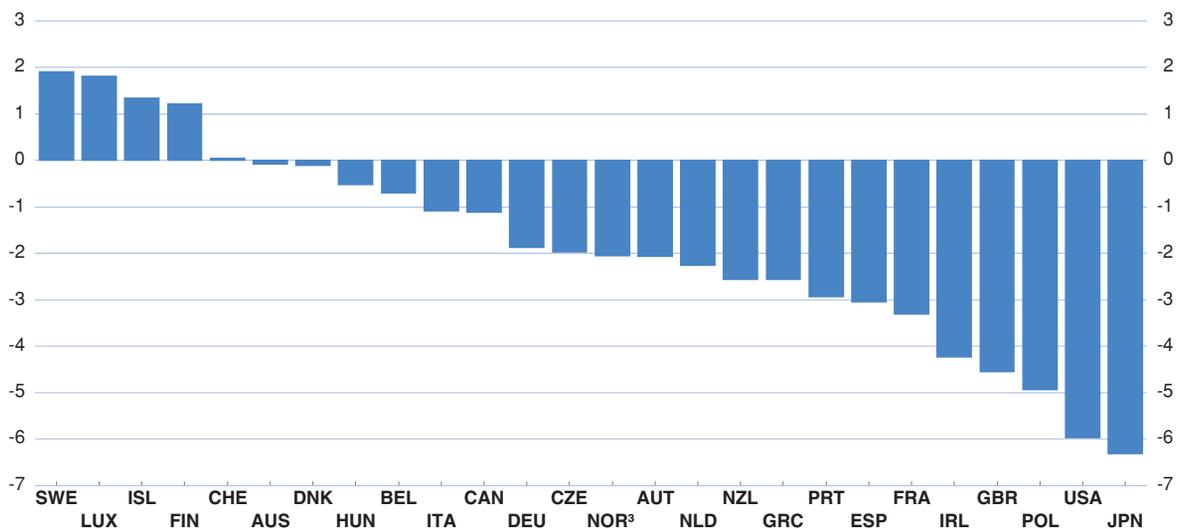
Figure 1.14. Accumulated debt and evolution of underlying deficits

% of GDP

Decomposition of the debt in 2012



Underlying budget balance in 2012



1. This includes cumulated deficit for 2010-12, debt-increasing equity participations in companies and the impact of GDP growth.
2. Cumulated deficits correspond to mainland only.
3. As a percentage of mainland potential GDP.

Source: OECD Economic Outlook 88 database.

Staaten, den Ländern mit dem größten Primärdefizit, eine Straffung der strukturellen Haushaltssalden um über 8% des BIP erfordern würde (vgl. Kapitel 4 der Druckfassung). Zudem dürfte die Stabilisierung der Schuldenquote für viele Länder auf hohem Niveau erfolgen. Das würde die Anfälligkeit der Staatsfinanzen gegenüber Finanzmarktfluktuationen erhöhen und den Spielraum sowie die Wirksamkeit haushaltspoli-

tischer Maßnahmen zur Vorbeugung gegen künftige Konjunkturabschwünge einschränken. Eine Rückführung der Schuldenquote auf ihr Vorkrisenniveau oder ein komfortableres Niveau von 60% des BIP würde eine sehr viel stärkere Konsolidierung voraussetzen als ihre Stabilisierung (vgl. Kapitel 4).

**Internationale
Zusammenarbeit wird
die Glaubwürdigkeit der
Konsolidierungspolitik
erhöhen**

Die Haushaltskonsolidierung wird sich kurzfristig negativ auf die Nachfrage auswirken, zumal eine Vielzahl von Ländern ihre Haushalte gleichzeitig konsolidiert. Derartige Effekte dürften aber auf ein Mindestmaß reduziert werden, wenn die Konsolidierung in glaubwürdige langfristige Konsolidierungsprogramme eingebettet wird, die dazu beitragen können, das Vertrauen wieder zu festigen und die Erholung eines selbsttragenden Wachstums zu beschleunigen. Obwohl länderspezifische Effekte den Konsolidierungspfad beeinflussen können, kann die Glaubwürdigkeit der Konsolidierung weiter verstärkt werden, wenn sie durch eine intensivere internationale Zusammenarbeit getragen wird, darunter auch durch den G20-Rahmen für ein starkes, nachhaltiges und ausgewogenes Wachstum. Wie im *OECD-Wirtschaftsausblick 87* gezeigt wurde, würde eine koordinierte Umsetzung wirtschafts-, wechsellkurs- und strukturpolitischer Maßnahmen das Wachstum erhöhen, den Prozess der Haushaltskonsolidierung vorantreiben und die globalen Ungleichgewichte verringern.

**Maßgeblich für das
Konsolidierungstempo sind**

Für die Geschwindigkeit, mit der die Länder ihre Haushalte auf kurze Sicht konsolidieren sollten, ist eine Reihe von Faktoren ausschlaggebend:

**... die Verfassung der
öffentlichen Finanzen ...**

- Die Verfassung der öffentlichen Finanzen. Je größer der globale Konsolidierungsbedarf zur Stabilisierung des Schuldenstands auf einem erträglichen Niveau ist, desto intensiver muss die Konsolidierung auf kurze Sicht ausfallen.

**... die Mühelosigkeit der
Staatsschulden-
finanzierung ...**

- Die Mühelosigkeit, mit der die Staatsschulden finanziert werden können. Die Haushaltskonsolidierung sollte rascher erfolgen, wenn die Finanzierung der Staatsverschuldung zunehmend auf Schwierigkeiten stößt und Verzögerungen bei der Haushaltskonsolidierung das künftige BIP durch höhere langfristige Zinsen übermäßig schmälern würden. Die Tatsache, dass die Renditespreads zwischen Benchmark-Staatsanleihen in Deutschland und den von der europäischen Schuldenkrise in Mitleidenschaft gezogenen Ländern noch immer auf Rekordhöhe liegen, bestätigt, wie schwierig es ist, das Vertrauen der Märkte in solide Staatsfinanzen wiederherzustellen, wenn es einmal verlorengegangen ist (Abb. 1.15).

**... die Dynamik der
Erholung ...**

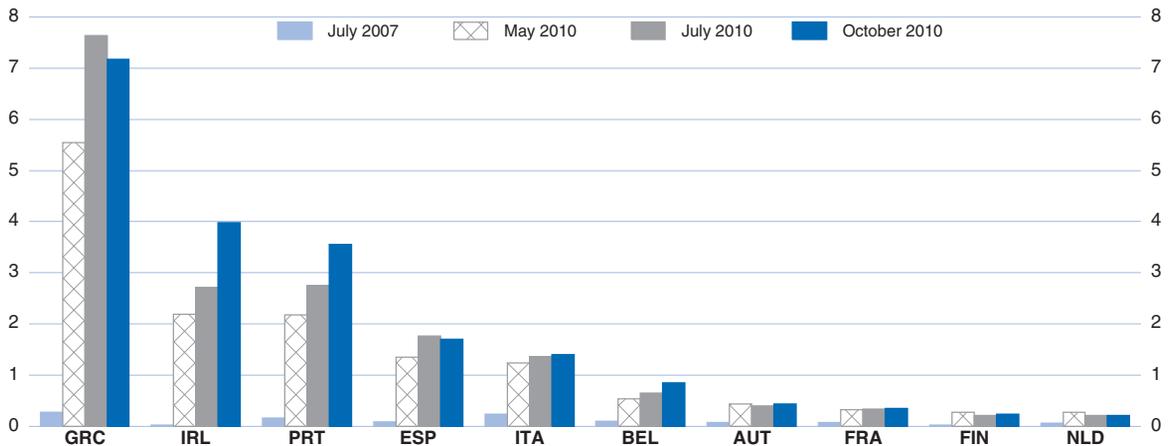
- Die Stärke der Erholung. Länder, die eine robuste Erholung aufweisen, können es sich leisten, ihre Haushaltsdefizite rascher zu reduzieren als Länder, in denen die Erholung weniger gefestigt ist. Sollte sich das Wachstum zudem als deutlich schwächer erweisen als projiziert, könnte das Tempo der Konsolidierung in Ländern mit einer einigermaßen soliden öffentlichen Finanzlage und glaubwürdigen mittelfristigen Konsolidierungsstrategien verringert werden. Ganz allgemein könnte unter derartigen Umständen auch das Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren entlang des geplanten Konsolidierungspfades in den Ländern zugelassen werden, die das Vertrauen der Finanzmärkte nicht verloren haben. Länder in schlechter finanzieller Verfassung, die wenig Glaubwürdigkeit genießen, könnten sich indessen gezwungen sehen, auf eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit prozyklisch zu reagieren – was veranschaulicht, wie wichtig es ist, die Glaubwürdigkeit zu wahren.

**... der Spielraum der
Geldpolitik für die
Verleihung von Impulsen ...**

- Der Spielraum der Geldpolitik zur Kompensation nachfragedämpfender Effekte der Haushaltskontraktion. Angesichts der im Großteil des OECD-Raums nahe bei null liegenden Leitzinsen verfügen die Währungsbehörden zurzeit nur über begrenzten Spielraum für zusätzliche Impulse. Bei Bedarf könnte das Tempo der Leitzins-

Figure 1.15. **Sovereign bond spreads in the euro area remain elevated**

Spread with German yield (percentage points)



Source: Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345318>

normalisierung in Zukunft aber angepasst werden, um einen Ausgleich für die infolge der Haushaltskonsolidierung eingetretene Konjunkturschwäche zu schaffen. Daher sollte die Konsolidierung dort, wo Spielraum für einen Aufschub der Normalisierung der Leitzinsen und die Drosselung ihres Tempos vorhanden ist, in Zukunft rascher erfolgen.

... sowie die eingegangenen Verpflichtungen

- Die eingegangenen Verpflichtungen. Die Staaten müssen eingegangene Verpflichtungen zur Haushaltskonsolidierung einhalten, da sie sonst Gefahr laufen, ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel zu setzen.

Die für 2011 geplante Haushaltskonsolidierung ist in den meisten Ländern angemessen ...

Vor dem Hintergrund dieser Kriterien scheint die 2011 in den meisten OECD-Ländern geplante Stärkung der strukturellen Haushaltspositionen angemessen zu sein:

- In den Vereinigten Staaten lässt der Haushaltsentwurf der Regierung unter Berücksichtigung der projizierten Haushaltskonsolidierung auf der Ebene der Bundesstaaten eine Konsolidierung des Staatshaushalts von rd. 1¼ Prozentpunkten des BIP erwarten, womit sowohl der Notwendigkeit, die untragbare Schuldendynamik zu stoppen, als auch der Erfordernis, eine zu rasche Rücknahme der Impulse zu verhindern, Rechnung getragen wird. Das strukturelle Defizit bleibt im historischen Vergleich aber dennoch sehr hoch, und die Bruttostaatsschuldenquote steigt weiter auf 98½%.
- In Japan werden die Konsolidierungsmaßnahmen, die 2011 umgesetzt werden sollen, den strukturellen Haushaltssaldo nach Berücksichtigung der im jüngsten Nachtragshaushalt für das laufende Finanzjahr enthaltenen Stimulierungsmaßnahmen voraussichtlich um etwa ¼ Prozentpunkt des BIP verbessern. Während diese begrenzte Konsolidierung mit der mittelfristigen Strategie der Regierung im Einklang stehen würde, ist ihre Umsetzung mit einer ungewöhnlich hohen politischen Ungewissheit behaftet. Die Staatsschuldenquote wird voraussichtlich auf fast 205% ansteigen. Angesichts dieser außergewöhnlich hohen Schuldenstände wäre eine über die derzeit geplante Konsolidierung hinausgehende Anstrengung angebracht.

- Im Euroraum dürften die Rücknahme der Stimulierungsmaßnahmen und die fiskalische Straffung die strukturellen Haushaltssalden im Durchschnitt um 1 Prozentpunkt des BIP verbessern. Für die meisten Länder, die einem starken Konsolidierungsdruck durch die Märkte ausgesetzt sind oder waren, namentlich Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, wird eine energische Konsolidierung projiziert, mit Verbesserungen der strukturellen Salden von insgesamt 2-4¼ Prozentpunkten des BIP. In Irland haben außergewöhnliche budgetäre Kosten in Verbindung mit der Rekapitalisierung des Bankensystems zu einer drastischen Verbesserung der effektiven Haushaltspositionen geführt, doch dürften diese Maßnahmen die öffentlichen Finanzen 2011 nicht beeinflussen. In Frankreich ist die Reduzierung des strukturellen Defizits um 1 Prozentpunkt des BIP angesichts des hohen Staatsverschuldungs- und Defizitniveaus notwendig. Dagegen werden die Konsolidierungsfortschritte in mehreren anderen Ländern des Euroraums, darunter Deutschland und Italien, voraussichtlich moderater ausfallen und sich in einer Größenordnung von ½-1 Prozentpunkt des BIP bewegen, was angesichts der vergleichsweise niedrigen strukturellen Haushaltsdefizite und der Kapazitätsüberhänge in diesen Ländern angemessen ist. In einigen europäischen Ländern sollen Verbesserungen der strukturellen Haushaltssalden auf kurze Sicht z.T. durch Einmalmaßnahmen erzielt werden (wie außergewöhnliche Einnahmen im Austausch gegen die Übernahme von Rentenverpflichtungen privater Unternehmen), die die öffentlichen Finanzen auf Dauer nicht stärken, aber die Transparenz der öffentlichen Haushaltsrechnung verringern werden. Kasten 1.5 enthält einen Überblick über jüngste Initiativen zur Stärkung der Koordinierung und Kontrolle der Fiskalpolitik im Euroraum.
- Im Vereinigten Königreich wird damit gerechnet, dass der Konsolidierungsplan der Regierung den strukturellen Haushaltssaldo 2011 um 1¼ Prozentpunkte des BIP verbessern wird, eine weitere Etappe im Prozess zur Vermeidung einer untragbaren Schuldenakkumulierung.

**... und ihr müssen 2012
weitere bedeutende Schritte
folgen**

2012 bedarf es weiterer bedeutender Schritte, um die Tragfähigkeit der Haushaltspositionen sicherzustellen. Dort, wo Regierungspläne für 2012 verfügbar sind, orientieren sich die Haushaltsprojektionen in diesem *Wirtschaftsausblick* an diesen Plänen. Wo das nicht der Fall ist, wurde davon ausgegangen, dass die Konsolidierung entlang der in Kasten 1.3 skizzierten Linien erfolgt.

- In den Vereinigten Staaten, wo der Aufschwung den Projektionen zufolge an Dynamik gewinnt, sind angesichts des hohen strukturellen Defizits und der steigenden Schuldenlast bedeutende Konsolidierungsbemühungen erforderlich. Die projizierte Reduzierung des strukturellen Defizits um rd. 1 Prozentpunkt des BIP, die laut Angaben des Mid-Session Review von August mit der Zielvorgabe der Regierung im Einklang steht, scheint angemessen zu sein. Da ein Aufkommen von Spannungen an den Finanzmärkten in unmittelbarer Zukunft kaum zu erwarten sein dürfte, sollte das Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren entlang des projizierten Konsolidierungspfads zugelassen werden, und es könnten vorübergehende Stützungsmaßnahmen ergriffen werden, falls sich die Wirtschaftstätigkeit als viel schwächer erweisen sollte als angenommen.
- Auf der Basis des mittelfristigen Ausgabenplans der Regierung und ungeachtet von Änderungen in der Steuerpolitik wird der strukturelle Haushaltssaldo Japans den Projektionen zufolge unverändert bleiben. Angesichts der projizierten Kräftigung des Aufschwungs und der hartnäckig fortbestehenden Haushaltsungleichgewichte in Japan scheint eine ehrgeizigere Konsolidierung erforderlich zu sein.

Kasten 1.5 Haushaltsregeln im Euroraum

Die hohen Schuldenstände und großen Haushaltsdefizite in einigen Ländern des Euroraums haben Befürchtungen hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen aufkommen lassen, was in den letzten Monaten im gesamten Euroraum Turbulenzen ausgelöst hat. Das hat die Aufmerksamkeit auf Schwachstellen in der Ausführung und Konzeption der Haushaltsregeln des Euroraums gelenkt. Daher müssen die Institutionen und Rahmenbedingungen der Haushaltspolitik (fiscal governance) im Euroraum gestärkt werden. Um dieses Ziel zu erreichen, ist neben gestärkten Institutionen eine intensivere Marktdisziplin erforderlich.

Stärkung des institutionellen Rahmens

Zur Erreichung der notwendigen Haushaltsdisziplin kündigte die Europäische Kommission im September 2010 ein Legislativpaket an, um die Koordinierung und Überwachung der Haushaltspolitik in den einzelnen Mitgliedsländern zu verstärken und die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu gewährleisten. Viele dieser Vorschläge wurden in den Bericht der EU-Taskforce aufgenommen, der am 21. Oktober veröffentlicht und vom Europäischen Rat am 29. Oktober verabschiedet wurde. Wichtige Elemente des Gesamtpakets sind:

- Bessere Ex-ante-Koordinierung nationaler Haushalte im Rahmen eines „Europäischen Semesters“ in den ersten Monaten des Jahres, wobei der ECOFIN länderspezifische politische Handlungsempfehlungen formuliert, die bei der Aufstellung der nationalen Haushalte berücksichtigt werden können. Die Einführung dieses Mechanismus war bereits vor der Vorstellung des Legislativpakets beschlossen worden.
- Eine frühere und weiter reichende Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP). Im Fall einer Nichteinhaltung der präventiven Komponente könnte eine verzinliche Einlage erforderlich werden. Bei der korrektiven Komponente des Pakts wäre nach einem Beschluss zur Feststellung eines übermäßigen Defizits eine unverzinliche Einlage fällig, die in eine Geldbuße umgewandelt werden könnte, wenn das betreffende Land seiner Verpflichtung zur Korrektur des übermäßigen Defizits nicht nachkommt.
- Stärkere Fokussierung auf den Schuldenstand und die fiskalische Tragfähigkeit bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, mit eindeutigen Schuldenabbauzielen für jedes einzelne Mitgliedsland bei Schuldenständen, die über die 60%-Schwelle des BIP gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt hinausgehen.
- Stärkere nationale Haushaltsrahmen durch die Einführung von Mindestanforderungen, wie gesetzlich verankerte nationale Haushaltsregeln, die die EU-Verpflichtungen widerspiegeln, mehrjährige Haushaltspläne und bessere Prognosemethoden.

Insgesamt zielen diese Vorschläge darauf ab, die Haushaltsdisziplin durch den Übergang zu Ex-ante-Sanktionen zu verstärken, die das Verhalten eines Landes beeinflussen können, bevor es in eine sehr schwache Haushaltsposition gerät. Um der mangelnden Bereitschaft des ECOFIN zur Verhängung von Sanktionen gegen seine eigenen Mitglieder in einigen Fällen entgegenzuwirken, ist vorgesehen, dass die neuen Sanktionen auf eine Empfehlung der Kommission hin systematisch angewendet würden, bis sich der Rat mit qualifizierter Mehrheit innerhalb von 10 Tagen dagegen entscheidet. Dieser quasi-automatische Charakter der Sanktionen könnte dazu beitragen, die Einhaltung der Bestimmungen zu verbessern, da unter den gegebenen Bedingungen Disziplinarverfahren nur mit expliziter Mehrheitsentscheidung in die Wege geleitet werden können. Jedoch werden diese Vorschläge derzeit noch immer von den Mitgliedsländern diskutiert.

Zusätzlich zur Minderung des Krisenrisikos besteht Einvernehmen darüber, dass es zur Überwindung eventuell eintretender Krisen eines institutionellen Rahmens bedarf¹. Zu diesem Zweck und im Einklang mit einem Konzept, das auf einer Ex-ante-Überwachung beruht, könnte eine Vereinbarung nach dem Schema der dreijährigen Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) zu einer dauerhaften Einrichtung der Finanzarchitektur des Euroraums werden und mithin eine wichtige Lücke in Bezug auf die Absicherung der kurzfristigen Liquiditätsversorgung von Ländern schließen, die Schwierigkeiten bei der Finanzierung haben. Allerdings beschwören derartige Mechanismen die Gefahr des Moral Hazard herauf und untergraben die Bemühungen um eine Verbesserung der Haushaltsdisziplin, wenn sie als Instrument aufgefasst werden, das Ländern, die eine schlechte Haushaltspolitik verfolgen, zur Rettung angeboten wird, ohne mit strengen Auflagen verbunden zu sein. Länder mit Solvenzproblemen dürften keinen Zugang zur EFSF haben, und diese Praxis könnte auf jene Länder ausgedehnt werden, die für ihre Nichteinhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts bekannt sind. Allgemeiner gesagt könnte eine finanzielle Belohnung einzelner Länder des Euroraums für ihre soliden öffentlichen Finanzen die Haushaltsdisziplin im gesamten Euroraum stärken. Eine Option könnte darin bestehen, Ländern mit langjährig soliden Haushaltspositionen, die sich aber auf Grund von Ansteckungseffekten in finanziellen Schwierigkeiten befinden, auf der Basis klarer objektiver Kriterien die Aufnahme von Mitteln bei einer gemeinsamen Fazilität (wie dem EFSF) ohne Auflagen (wie im Fall der präventiven Kreditlinie, *flexible credit line* – FCL, des IWF) oder nur mit Mindestauflagen zu gestatten. Das würde einzelne Länder ermutigen, Schritte zu ergreifen, um sich für die mit derartigen Regelungen einhergehende Absicherung zu qualifizieren.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Gleichzeitig bedarf es klar definierter Verfahren für den Umgang mit Solvenzproblemen, damit die Auflagen glaubwürdig sind und die Gefahr schwerer Turbulenzen an den Finanzmärkten, die bei einer Verweigerung des Zugangs zur EFSF aufkommen könnten, auf ein Mindestmaß reduziert werden kann. Wenn derartige Verfahren auf kurze Sicht eingeführt werden, könnten sie die Finanzmärkte angesichts der schlechten Verfassung der öffentlichen Finanzen in einigen Ländern des Euroraums destabilisieren. Dennoch wären sie durchaus ein wichtiger Bestandteil eines mittelfristigen Rahmens.

Verstärkte Abhängigkeit von marktbasierter Mechanismen

Auf längere Sicht könnte die Möglichkeit der Umstrukturierung der Staatsschulden eines Landes auf der Basis freiwilliger, durch angemessene Rechtsrahmen gestützter Vereinbarungen die Anreize zur Verfolgung einer soliden Haushaltspolitik verstärken. Diese Anreize würden sich sowohl aus dem Wegfall des Nachteils in Form höherer Kreditkosten seitens der Märkte für Länder, die eine unsolide Haushaltspolitik verfolgen, als auch aus der Tatsache ergeben, dass eine eventuell erforderliche Schuldenumstrukturierung ernste Folgen für das betreffende Land haben würde. Ein solches Land würde auf kurze Sicht mit großer Wahrscheinlichkeit von der Kreditaufnahme an internationalen Märkten ausgeschlossen und müsste eine erhebliche Prämie zahlen, wenn es später wieder an die Märkte zurückkehrt.

Um wirksam zu sein, muss die Marktdisziplin auf der Annahme basieren, dass Länder mit untragbaren Haushaltspositionen nicht gerettet würden und der private Sektor im Fall einer Schuldenumstrukturierung die Verluste selbst tragen müsste. Das würde die Finanzmärkte dazu ermutigen, ihre Überwachung der fiskalischen Entwicklungen zu verstärken, damit sich untragbare Haushaltspositionen in höheren Renditen niederschlagen würden. Eine notwendige Voraussetzung für eine angemessene Berechnung des Umstrukturierungsrisikos durch die Märkte ist jedoch, dass dieses als glaubwürdig gilt.

Die Etablierung der Umstrukturierung als glaubwürdige Option in einer längerfristigen Perspektive würde durch Regeln und Institutionen unterstützt, die für eine geordnete und freiwillige Umstrukturierung der Staatsschulden sorgen. Die Rangfolge der Forderungen müsste klar definiert werden, insbesondere die Frage, ob Forderungen der Regierungen anderer Mitgliedsländer gegenüber privaten Forderungen Vorrang eingeräumt wird. Während die Rangfolge der Forderungen und der Mindestanteil an Gläubigern, der der Schuldenumstrukturierung zustimmen muss, damit diese für alle Gläubiger verbindlich ist, im Rahmen der nationalen Gesetzgebung festgelegt werden kann, könnte die Aufstellung gemeinsamer Standards für alle Länder des Euroraums zu einer geordneten Schuldenumwandlung beitragen und Konflikte zwischen Gläubigern auf ein Mindestmaß reduzieren helfen.

Eine Schuldenumstrukturierung könnte ernsthafte Folgen für andere Mitgliedsländer der Währungsunion haben, deren Finanzinstitute gegenüber den öffentlichen und privaten Schuldnern des betreffenden Landes stark exponiert sind, insbesondere wenn sich die Finanzinstitute bereits in einer prekären Verfassung befinden und Verluste nur in begrenztem Maße auffangen können. Hierdurch entsteht die Gefahr eines nachsichtigen Umgangs mit Ländern, die in Solvenzprobleme geraten. Angesichts der Tatsache, dass die Bankensysteme in den kommenden Jahren robuster werden dürften, was die finanzielle Ansteckungsgefahr mindert, und vor dem Hintergrund, dass die jüngste Phase der Turbulenzen in Zusammenhang mit den Staatsschulden beendet ist, sollte die Finanzmarktregulierung innerhalb des Euroraums der Möglichkeit der Zahlungsunfähigkeit eines Staats sowohl in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen als auch bei der Forderung nach einer angemessenen Risikodiversifizierung Rechnung tragen.

1. Der Europäische Rat hat bis Dezember 2010 um die Vorlage eines Berichts gebeten, der Aufschluss darüber gibt, wie dies auf der Basis einer „begrenzten“ EU-Vertragsänderung erreicht werden soll. Die Rolle des privaten Sektors und des IWF werden näher untersucht.

- Auch in den europäischen Ländern, deren öffentliche Finanzen von der Finanzkrise oder der sich anschließenden Staatsschuldenkrise ganz besonders stark getroffen wurden, gibt es keine Alternative zu einer Fortsetzung der Umsetzung stringenter Konsolidierungsmaßnahmen. Die in Griechenland, Portugal und Spanien in den Regierungsprogrammen vorgesehenen Verringerungen des Defizits um ½-1 Prozentpunkt des BIP werden geringer ausfallen als in der Anfangsphase des Konsolidierungsprozesses, während sich der strukturelle Haushaltssaldo in Island den Projektionen zufolge weiter in raschem Tempo um 2½ Prozentpunkte des BIP verbessern wird. In Irland beträgt die projizierte Verringerung des strukturellen Haushaltsdefizits 1½ Prozentpunkte des BIP, unter der Annahme, dass die Regierung ihren Anfang November 2010 bekanntgegebenen Plan effektiv umsetzen wird.

- In Frankreich und Italien werden sich die strukturellen Haushaltssalden den Projektionen zufolge um 1 bzw. ½ Prozentpunkt des BIP verringern, sofern ausreichende Maßnahmen eingeführt werden, um die Konsolidierungsziele der Regierung zu erfüllen. In beiden Ländern ist es angesichts des erheblichen Bedarfs an Konsolidierungsanstrengungen zur Rückführung der Staatsverschuldung auf den im Wachstums- und Stabilitätspakt der EU vereinbarten Referenzwert von 60% des BIP wichtig, Maßnahmen umzusetzen, um die Pläne zu erreichen (vgl. Kapitel 4 der Druckfassung), wenngleich das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren dort zugelassen werden sollte, wo die Konjunkturentwicklung einen anderen Verlauf nimmt als in den Projektionen unterstellt.
- Im Vereinigten Königreich ist in Anbetracht des hohen strukturellen Defizits und der untragbaren Schuldendynamik eine Fortsetzung der Konsolidierung um knapp über 1 Prozentpunkt des BIP geboten, wie dies im Regierungsprogramm vorgesehen ist. Das Wirksamwerden der automatischen Stabilisatoren sollte zugelassen werden, um der Wirtschaft bei Bedarf Impulse zu verleihen. Selbst wenn die Wirtschaft Zeichen dafür erkennen ließe, dass sich die Konjunktur schwächer entwickelt, als in den Projektionen unterstellt, sollte an den geplanten strukturellen Haushaltsanpassungen festgehalten werden, wenngleich im Fall eines signifikanten Einbruchs vorübergehende Stützungsmaßnahmen ergriffen werden könnten.
- In den meisten anderen Ländern mit verhältnismäßig niedrigem Schuldenstand und weniger prekären Haushaltspositionen wird die Konsolidierung den Projektionen zufolge in moderateren Bahnen verlaufen. Vor allem in den nordischen Ländern, in Österreich, Deutschland und der Schweiz wird damit gerechnet, dass sich die strukturellen Haushaltssalden um etwa ½ Prozentpunkt des BIP verbessern. Das Wirksamwerden automatischer Stabilisatoren sollte in diesen Ländern zugelassen werden, und das Konsolidierungstempo könnte bei Bedarf weiter gedrosselt werden.

***Andernorts ist eine
moderatere Konsolidierung
möglich***

***Außerhalb des OECD-
Raums ist der
Konsolidierungsbedarf
weniger dringend***

Der Konsolidierungsbedarf ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften höchst unterschiedlich und in einigen Ländern wesentlich weniger dringend als innerhalb des OECD-Raums. In der Tat sollten im Fall Chinas das Kreditaufnahmeniveau aufrechterhalten und die Neuorientierung der Regierungsausgaben zu Gunsten der Erreichung sozialer Ziele fortgesetzt werden. Dagegen wird in Indien, wo Haushaltsdefizit und Schuldenstand vergleichsweise hoch sind, ein festes Engagement für eine zeitnahe Haushaltskonsolidierung zur Gewährleistung eines ausgewogenen Wachstums in der Zukunft wichtig sein. In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften, darunter Russland, sollte die Haushaltskonsolidierung mittels einer Reduzierung der Subventionen weiter verfolgt werden, von denen einige im Kontext der Krisenbekämpfungsmaßnahmen gewährt worden waren.

***Mittelfristige
Konsolidierungs-
pläne müssen weiter
ausgearbeitet werden***

Mit Blick auf die Zukunft haben die meisten OECD-Länder mittelfristige Konsolidierungsprogramme angekündigt. In einigen Fällen gehen diese aber möglicherweise nicht weit genug, um der negativen Schuldendynamik Einhalt zu gebieten (Abb. 1.16). Außerdem liefern mehrere Programme wenig konkrete Informationen darüber, auf welche ausgaben- und einnahmenbezogenen Maßnahmen zurückgegriffen werden soll, um die Konsolidierungsziele zu erreichen, und wie die Aktionen zeitlich gestuft werden sollen.

- In den Vereinigten Staaten zielt die Regierung darauf ab, das Primärhaushaltsdefizit auf Bundesebene bis 2015 zu beseitigen. Sollten sich BIP-Wachstum und Zinssätze gemäß dem in dieser Ausgabe des *Wirtschaftsausblicks* dargestellten lang-

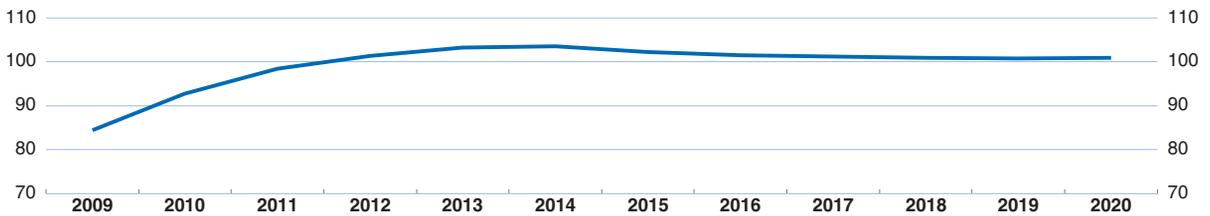
fristigen Szenario entwickeln, würde dies die Staatsschuldenquote in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts stabilisieren. Konkrete Maßnahmen müssen aber erst noch definiert werden. Angesichts des zu erwartenden Ausgabendrucks wäre es für die Vereinigten Staaten außerdem wünschenswert, für den Zeitraum nach 2015 Konsolidierungsziele aufzustellen, wie z.B. rückläufige Staatsschuldenquoten.

- Die japanische Regierung zielt trotz jüngster Konjunkturmaßnahmen darauf ab, das Primärhaushaltsdefizit auf der Ebene der Zentralregierung und der nachgeordneten Gebietskörperschaften zwischen dem Finanzjahr 2010 und dem Finanzjahr 2015 zu halbieren und bis zum Finanzjahr 2020 einen Überschuss im

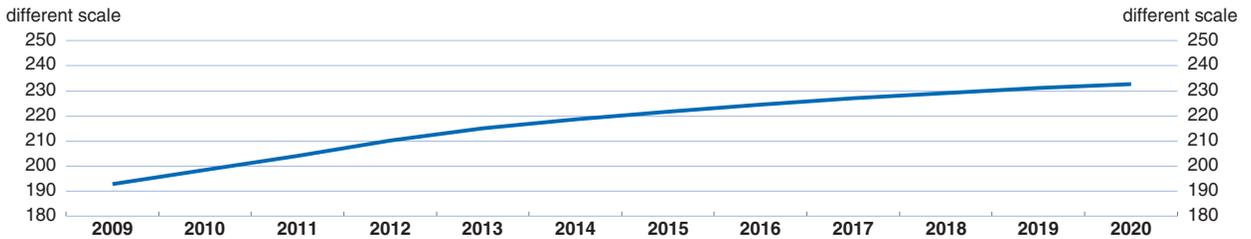
Figure 1.16. **Gross debt ratios under announced government consolidation plans**

Percentage of GDP

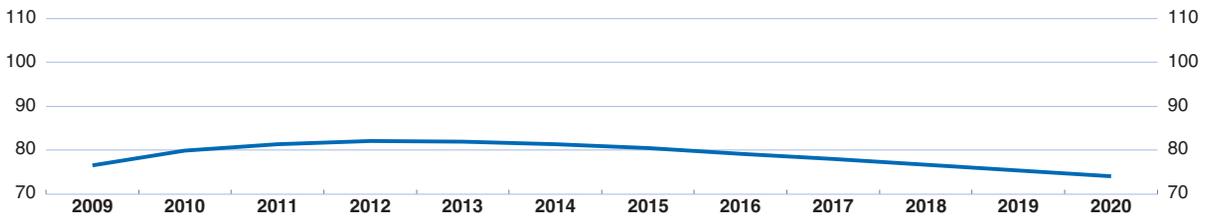
United States¹



Japan²



Germany³



Note: Up to 2012, growth, interest rate and fiscal projections are taken from Economic Outlook No. 88. Thereafter, growth rates and gross asset ratios are based on the long-term scenario, while fiscal projections are derived using the assumptions explained below.

1. The debt path is consistent with the intention to balance the primary balance of the federal government by fiscal year 2015. After 2015, the primary balance is assumed to be constant. The general government balance is assumed to evolve in line with the federal government balance.
2. The debt path is consistent with the intention to halve the primary balance of the central and local governments between 2010 and 2015 and then to balance it by 2020.
3. The debt path is consistent with the constitutional fiscal rule requiring that the cyclically adjusted budget deficit of the federal government must not exceed 0.35% of GDP by 2016 and that the cyclically adjusted budgets for the Länder must be balanced by 2020.

Source: OECD Economic Outlook 88 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932345337>

Primärhaushalt zu erzielen. Um diese Zielvorgaben zu erreichen, sollen die Regierungsausgaben nach Bereinigung um Zinszahlungen im Zeitraum der Finanzjahre 2011-2013 gegenüber dem Niveau von 2010 nicht weiter steigen. Unter Zugrundelegung der Annahmen des Wirtschaftsausblicks bezüglich der Entwicklung von Wachstum und Zinssätzen würde dieser Plan die Staatsschuldenquote innerhalb dieses Jahrzehnts nicht stabilisieren. Da die Erreichung der mittelfristigen Konsolidierungsziele auf Grund des alterungsbedingten fiskalischen Drucks eine große Herausforderung darstellen dürfte, müssen zur Erreichung des Ziels glaubwürdige Konsolidierungsmaßnahmen angekündigt werden, die möglicherweise auch Steuererhöhungen implizieren.

- In Deutschland werden die im Grundgesetz verankerten Defizitziele wahrscheinlich dafür sorgen, dass die Staatsschuldenquote nach weiteren Erhöhungen in den kommenden drei Jahren auf einen abwärtsgerichteten Pfad einschwenken wird. Die Bundesregierung hat ein mittelfristiges Konsolidierungsprogramm vorgestellt, das Zielvorgaben für große Einnahmen- und Ausgabenposten enthält, während ein bedeutender Teil der geplanten budgetären Verbesserungen nicht näher definiert wird.

Nähere Einzelheiten zu den Maßnahmen, die ergriffen werden können, um den derzeitigen Konsolidierungserfordernissen in den OECD-Ländern gerecht zu werden, unter Berücksichtigung des Potenzials jedes einzelnen Instruments zur Erzielung budgetärer Verbesserungen und seiner Auswirkungen auf Wachstum und Vermögenspositionen, finden sich in Kapitel 4 der Druckfassung.

Geldpolitik

Der Normalisierungsprozess der Geldpolitik wurde teilweise wieder rückgängig gemacht ...

Vor dem Hintergrund im Allgemeinen widerstandsfähiger Finanzmärkte und der allmählichen Erholung der Weltwirtschaft haben einige Länder damit begonnen, die außergewöhnlichen, wegen der Krise eingeführten Maßnahmen zurückzunehmen. Die Zentralbanken anderer Länder haben diesen Prozess indessen auf Grund anhaltender deflationärer Tendenzen und Anzeichen für ein verhalten bleibendes Wachstum unterbrochen oder sogar weitere Schritte zur Stimulierung der Konjunktur ergriffen.

... in den Vereinigten Staaten ...

- Die Federal Reserve hat Ende Juni den Zugang zu all ihren besonderen liquiditätszuführenden Fazilitäten geschlossen und den Nettoankauf von Wertpapieren beendet. Mit der anschließend im August getroffenen Entscheidung, den Umfang des Wertpapierportfolios konstant zu halten (anstatt zuzulassen, dass er mit dem Fälligwerden und der vorzeitigen Rückzahlung der Schuldtitel öffentlicher und quasiöffentlicher Stellen sowie deren hypothekarisch besicherter Wertpapiere sinkt), wurde der Abbau der außergewöhnlichen Bestände an langfristigen Vermögenswerten jedoch vorerst gestoppt. Vor kurzem hat die Federal Reserve angesichts der schwachen Erholung und der niedrigen Inflation ein weiteres Programm der quantitativen Lockerung in Höhe von 600 Mrd. US-\$ angekündigt. Diese Lockerung soll in Form von regulären wenig umfangreichen Ankäufen von langfristigen Schatzpapieren bis Mitte 2011 erfolgen, wodurch sich die Bilanz der Federal Reserve nochmals um ein Viertel ausweiten dürfte. Das Tempo und der letztendliche Umfang zusätzlicher Wertpapierankäufe sollen entsprechend den wirtschaftlichen Entwicklungen angepasst werden. Der Ankündigungseffekt dieses Programms scheint großenteils bereits zuvor an den Finanzmärkten eingepreist

worden zu sein, sollten die Märkte aber zusätzlich zu den bereits angekündigten mit umfangreichen weiteren Wertpapierankäufen rechnen, könnten die realen Anleiherenditen noch mehr sinken. In Anbetracht der derzeit außergewöhnlich niedrigen Renditen (Kasten 1.4) sind dem weiteren Rückgang der Nominalrenditen jedoch Grenzen gesetzt, diese Entwicklung könnte sich allerdings auf andere Vermögenspreise auswirken. Getrennt davon hat die Federal Reserve auch eine Debatte über eine größere Akzeptanz künftiger Überschreitungen der Inflationsziele angestoßen. Insofern sich dadurch die Inflationserwartungen erhöhen, könnte dies unter den gegenwärtigen Umständen als hilfreich betrachtet werden. Hier scheint jedoch ein nicht unerhebliches Risiko zu bestehen, dass ein solcher Ansatz die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen lösen könnte, was negative Konsequenzen für die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden hätte. Die jüngste Klärung des mittelfristigen Inflationsziels dürfte im Gegensatz dazu nützlich sein, um die Glaubwürdigkeit des Preisstabilitätsziels der Währungsbehörden zu stärken.

... in Japan ...

- Nachdem die meisten zeitlich befristeten Fazilitäten und Programme zum Ankauf von Wertpapieren, die am Höhepunkt der Krise eingeführt wurden, beendet wurden, hat die Bank von Japan in den letzten Monaten als Reaktion auf die Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten neue Maßnahmen eingeleitet, indem sie ihre Kreditfazilitäten für Finanzinstitute im August erweiterte⁶ und im Auftrag des Finanzministeriums an den Devisenmärkten intervenierte, um der Aufwertung des Yen entgegenzuwirken. Im Oktober senkte die Bank von Japan ihren Richtwert für den wichtigsten Leitzins von 0,1% auf einen Zielkorridor von 0-0,1% und verpflichtete sich, an diesem Kurs festzuhalten, bis die mittel- bis langfristigen Inflationsaussichten im positiven Bereich liegen; darüber hinaus richtete sie eine neue Fazilität (im Umfang von 1% des BIP) zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen sowie von Commercial Paper und Anteilen von Immobilien-Aktiengesellschaften (REIT) ein.

... und im Euroraum ...

- Obwohl die Europäische Zentralbank wie vorgesehen den Ankauf von Covered Bonds abgeschlossen hat, sah sie sich durch die Spannungen an den europäischen Finanzmärkten im Mai veranlasst, ihren Ausstieg aus den krisenbedingten Liquiditätsmaßnahmen zu verschieben. In diesem Zusammenhang wurde beschlossen, am Vollzuteilungsverfahren noch einige Zeit festzuhalten und ein neues Programm zum Direktankauf von öffentlichen und privaten Wertpapieren (Securities Markets Programme) aufzulegen.

... während im Vereinigten Königreich eine Pause eingelegt wurde ...

- Die Bank von England hat sich einstweilen verpflichtet, den Wertpapierbestand unverändert bei 200 Mrd. £ zu belassen, nachdem sie die Umsetzung ihres Programms zum Ankauf von Wertpapieren abgeschlossen hat.

... und andere Länder mit der Straffung der Geldpolitik begonnen haben ...

- In OECD-Ländern, in denen sich die Konjunktur kräftiger erholt, wie in Australien, Israel, Kanada, Korea, Norwegen und Schweden, sind die Zentralbanken einen Schritt weiter gegangen und haben bereits begonnen, die Leitzinsen anzuheben.

... insbesondere außerhalb des OECD-Raums

- Die Bemühungen zur Normalisierung des geldpolitischen Kurses treten in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften noch deutlicher zu Tage, wo die Konjunkturerholung generell an Dynamik gewonnen hat und Bedenken über einen Inflations-

6. Die Kreditlinie mit dreimonatiger Laufzeit für Finanzinstitute (bis zu 20 Bill. Yen), die letzten Dezember eingeführt worden war, wurde im August um eine Fazilität mit sechsmonatiger Laufzeit (bis zu 10 Bill. Yen) ergänzt.

und Vermögenspreisanstieg aufgekommen sind; so wurden in Brasilien die Leitzinsen angehoben, während sich in Indien ihre Anhebung fortsetzte und in China ebenfalls mehrere Schritte zur Straffung der Geldpolitik ergriffen wurden, u.a. mit einer Erhöhung der Mindestreservesätze für Geschäftsbanken und der Leitzinsen.

Die Geldpolitik sollte konjunkturstützend bleiben ...

Der aktuelle und künftige Kurs der Geldpolitik sollte den Inflations- und Konjunkturaussichten Rechnung tragen, wobei es auch die von der Haushaltskonsolidierung ausgehenden Effekte zu berücksichtigen gilt. In Anbetracht der jüngsten Ankündigungen, denen zufolge in den kommenden Jahren mit einer umfangreicheren Haushaltskonsolidierung zu rechnen ist als zuvor angenommen, und angesichts der schwachen Erholung in vielen OECD-Ländern dürften die Inflationsrisiken auf absehbare Zeit begrenzt bleiben, und es besteht sogar ein nicht unerhebliches Risiko deflationärer Tendenzen. Im Prinzip sollte das Ziel der Währungsbehörden darin bestehen, sicherzustellen, dass die Leitzinsen wieder auf neutralem Niveau liegen, wenn der Kapazitätsüberhang beseitigt ist. Es ist jedoch schwierig zu beurteilen, wie groß der Kapazitätsüberhang ist, da sich das Produktionspotenzial durch die tiefe Rezession in einem Umfang reduziert hat, der sich nur schwer mit normalen Fehlermargen bestimmen lässt. Angesichts der ungewöhnlich großen Unsicherheit in Bezug auf das Ausmaß des Kapazitätsüberhangs sollte sich die Geldpolitik besser auf direkter beobachtbare Größen stützen, an denen abzulesen ist, wie sich die Nachfrage im Verhältnis zur Kapazität verhält (Pain und Koske, 2008). Daher müssen die Zentralbanken u.U. mehr Gewicht auf Erhebungsdaten zur Kapazitätsauslastung und zu den Inflationserwartungen legen und größere Aufmerksamkeit darauf richten, ob sich der Preisaufrtrieb beschleunigt oder verlangsam⁷. Erst zu handeln, wenn eine deutliche Beschleunigung der Trendrate der Inflation festzustellen ist, wäre unter normalen Bedingungen riskant, weil die Kerninflation ein Spätindikator ist und der Effekt der Geldpolitik mit großer und unterschiedlich langer Verzögerung zum Tragen kommt. Unter den gegenwärtigen Umständen, wo die Kapazitätsauslastung in vielen Ländern noch immer gering und die Inflation niedrig ist und die Inflationserwartungen nahe an den Zielvorgaben der Währungsbehörden liegen, sind die Risiken einer Geldpolitik, die konjunkturstützend bleibt und erst dann einen entschlossenen Schritt hin zu neutralen Zinssätzen macht, wenn die Trendrate der Inflation anzusteigen scheint, allerdings begrenzt.

... die finanzielle Stabilität würde jedoch durch niedrige, aber positive Leitzinsen gefördert

Eine reichliche Liquiditätszufuhr zu nahe bei null Prozent liegenden Finanzierungskosten könnte jedoch insolvente Banken am Leben erhalten und es ihnen ermöglichen, die Schulden von unrentablen Unternehmen zu refinanzieren. Zudem könnten äußerst niedrige Zinssätze als Negativanreiz für Geldmarktgeschäfte wirken, was den Normalisierungsprozess in der Zukunft behindern könnte. Hinzu kommt, dass über längere Zeit nahe bei null liegende Zinssätze zu einer verstärkten Renditesuche („Search for Yield“) führen könnten, was die Spreads komprimieren und die Bewertung der Risiken verzerren würde und letztlich zur Folge hätte, dass Investitionen in die falschen Projekte fließen oder die Anfälligkeit der Finanzmärkte erhöht würde oder beides, was wahrscheinlicher ist. Nullzinsen in größeren fortgeschrittenen Volkswirtschaften könnten sich in einer Vermögenspreisinflation in aufstrebenden Volkswirtschaften niederschlagen, was weitere verzerrende Politikmaßnahmen in diesen Ländern auslösen würde. Folglich spricht einiges dafür, dass die Zentralbanken – unter der Voraussetzung, dass sich eine solide Erholung eingestellt hat und die Deflationsrisiken verschwunden sind – die Leitzinsen auf ein Niveau führen, das

7. Insoweit die Schätzungen der Wachstumsrate des Produktionspotenzials als zuverlässiger zu betrachten sind als die seines Niveaus, könnten auch nützliche Informationen aus der Differenz zwischen den tatsächlichen und den potenziellen Wachstumsraten abgeleitet werden.

noch immer sehr niedrig ist, um die schwache Nachfrage zu stützen, das aber deutlich über null liegt, um die mit „kostenlosem Geld“ zusammenhängenden Risiken zu reduzieren.

Die Zentralbanken sollten einen zweistufigen Ansatz verfolgen ...

Vor diesem Hintergrund sollten die Zentralbanken relativ früh – sobald die Erholung festen Tritt gefasst hat und die Deflationsrisiken abklingen – von den nahe bei null liegenden Leitzinsen abgehen, dann aber warten, bis sich Anzeichen eines einsetzenden Inflationsanstiegs bemerkbar machen, bevor sie richtig mit der Normalisierung beginnen:

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunkturerholung stärker abgeschwächt als erwartet, und folglich dürfte der Inflationsdruck auf absehbare Zeit sehr gedämpft bleiben, selbst in Anbetracht der neuen quantitativen Lockerungsrunde. Daher sollte mit der Schaffung eines über dem Nullniveau liegenden Zinspuffers bis Mitte 2011 gewartet werden. Sobald die Erholung festeren Tritt gefasst hat – womit gegen Mitte 2012 zu rechnen ist –, sollte die Federal Reserve beginnen, die Leitzinsen anzuheben, um die Geldpolitik allmählich weniger akkommodierend zu gestalten, wenngleich das Tempo der Straffung durch die erhebliche für 2012 und die Folgejahre geplante Haushaltskonsolidierung gedämpft werden dürfte.

... im Euroraum ...

- Im Euroraum sollte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz konstant bei 1% halten und an ihrer Politik der Vollzuteilung für eine Weile festhalten. Da sich die Funktionsweise der Geldmärkte weiter verbessert⁸, dürfte der Tagesgeldsatz in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes verharren. Sobald die Erholung an Dynamik gewinnt, kann der Prozess der Normalisierung der Leitzinsen 2012 beginnen, jedoch in einem mäßigen Tempo, insbesondere weil im Euroraum insgesamt in den kommenden Jahren umfassende Haushaltskonsolidierungen geplant sind, die die Wirtschaftstätigkeit belasten werden.

... und im Vereinigten Königreich

- Im Vereinigten Königreich sollte die Bank von England vor dem Hintergrund der jüngsten Verlangsamung der Weltwirtschaft und der stärkeren Haushaltskonsolidierung den aktuellen geldpolitischen Kurs bis Mitte 2011 beibehalten. Sie könnte dann im zweiten Halbjahr 2011 den Zinspuffer über den Nullbereich von ½% auf 1% erhöhen. Weitere Schritte zu einer Normalisierung sollten nicht erfolgen, bevor die Konjunkturerholung als gefestigt betrachtet werden kann, was in etwa im zweiten Quartal 2012 der Fall sein dürfte.

In Kanada können die Leitzinsen früher angehoben werden ...

- In Kanada sollte die Normalisierung parallel zu der an Dynamik gewinnenden Erholung fortgesetzt werden, wobei das Tempo der Leitzinsanhebungen im zweiten Halbjahr 2011 beschleunigt werden sollte.

... in Japan jedoch erst viel später

- In Japan deutet die anhaltende Deflation darauf hin, dass mit einer Leitzinsanhebung gewartet werden sollte, bis sich die Inflation eindeutig im positiven Bereich bewegt, was nach 2012 der Fall sein dürfte. Die Priorität für die Währungsbehörden besteht darin, den verfestigten deflationären Tendenzen entgegenzuwirken. Die jüngsten Entscheidungen der Bank von Japan, die Kreditversorgung auszuweiten und den Banken die Möglichkeit zu bieten, ihre Kredite an wachstumsfördernde Bereiche zu refinanzieren, sollen diesem Zweck dienen. Die zuständigen Stellen müssen

8. In der gegenwärtigen Situation halten unter Druck stehende Banken als Vorsichtsmaßnahme über das erforderliche Mindestniveau hinaus Liquidität vor, die sie beim Eurosystem zu einem Satz von 1% ausleihen und dann entweder in der Einlagefazilität zu ¼% anlegen oder am Tagesgeldmarkt zu Sätzen verleihen, die bis vor kurzem durchschnittlich unter ½% lagen. Da sich die Finanzierungsbedingungen verbessert haben, sind die Banken immer weniger bereit, einen Spread von ½-¾% auf ihre Überschussreserven zu zahlen. Die daraus resultierende Vergrößerung ihrer Überschussreserven hat dazu geführt, dass der Tagesgeldsatz gegen den Hauptrefinanzierungssatz der EZB konvergiert.

aber weitere Möglichkeiten untersuchen, um der Wirtschaft Impulse zu verleihen. Der Ankauf langfristiger Staatsanleihen in einem wesentlich größeren Umfang als derzeit geplant wäre besonders dringend notwendig, falls die jüngste Aufwertung des Yen und die schwachen Inlandsausgaben zu einer Bedrohung für die Konjunkturerholung werden und die deflationären Spannungen verstärken sollten.

In China kann der aktuelle Kurs noch einige Zeit beibehalten werden

- In China scheinen die bisherigen Politikaktionen wirksam gewesen zu sein, um das Kredit- und Geldmengenwachstum zu verlangsamen und die Immobilienpreissteigerungen einzudämmen. Die jüngste Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion und die auf kurze Sicht weniger günstigen weltweiten Wirtschaftsaussichten lassen darauf schließen, dass für die Währungsbehörden zumindest eine Zeit lang trotz des jüngsten Anstiegs der Inflation keine Notwendigkeit besteht, den geldpolitischen Kurs weiter zu straffen. Auf mittlere Sicht sollte die im Juni getroffene Entscheidung, Wechselkursschwankungen in einem breiteren Band zuzulassen, dadurch ergänzt werden, dass größeres Augenmerk auf die Erzielung einer Aufwertung gegenüber einem Korb von Währungen gerichtet wird.

In Brasilien und Indien sollte eine weitere Straffung erfolgen

- In Brasilien wurde der Prozess der geldpolitischen Straffung in den letzten Monaten unterbrochen, was z.T. durch die beträchtliche Währungsaufwertung und die jüngste Abschwächung der Gesamtinflation bedingt war. Da die Lage am Arbeitsmarkt jedoch angespannt ist und die Kapazitätsauslastung über dem langfristigen Durchschnittsniveau liegt, sollten bald weitere Schritte zur Normalisierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen unternommen werden. In Indien setzte sich die Normalisierung der Geldpolitik in den letzten Monaten fort, obwohl der von den steigenden Nahrungsmittelpreisen ausgehende Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation nachgelassen hat. Angesichts des weiterhin starken Wachstums der Binnennachfrage und der nur begrenzten Kapazitätsreserven ist eine zusätzliche Straffung der Geldpolitik weiterhin angebracht.

Im Fall eines erneuten Abschwungs wären zusätzliche Impulse notwendig

Auch wenn die Befürchtungen über einen Double-Dip seit dem Sommer nachgelassen haben, müssen die Währungsbehörden gebührende Aufmerksamkeit auf das Risiko richten, dass die gegenwärtige Konjunkturschwäche länger anhalten und tiefergreifender sein könnte als es derzeit den Anschein hat, und sich bereithalten, die Wirtschaft nötigenfalls durch weitere geldpolitische Impulse zu stützen. Da der Spielraum für eine weitere Senkung der Leitzinsen inzwischen sehr begrenzt ist – selbst wenn geringfügig negative Leitzinsen als eine Möglichkeit betrachtet würden –, könnten weitere Impulse auch von einer zusätzlichen quantitativen Lockerung (über die bereits angekündigte Lockerung hinaus) durch den Ankauf von Staatsanleihen kommen. Bei Entscheidungen über eine umfangreiche weitere quantitative Lockerung muss das Risiko berücksichtigt werden, dass große Bestände an privaten und öffentlichen Vermögenswerten u.U. die Finanzierungskosten künstlich niedrig halten, was eine Ressourcenfehlallokation und eine Verringerung des Produktionspotenzials nach sich ziehen könnte. Des Weiteren können die Zentralbanken sich auch stärker darauf verpflichten, die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum nahe bei null zu halten.

Die Interventionen an den Devisenmärkten sollten begrenzt werden

Starke Kapitalzuflüsse und Aufwärtsdruck auf ihre Währungen haben in jüngster Zeit mehrere Länder (darunter Japan, Israel, Korea, die Schweiz, Brasilien und Südafrika) dazu veranlasst, an den Devisenmärkten zu intervenieren oder die Kapitalverkehrsvorschriften zu ändern. Im Fall der aufstrebenden Volkswirtschaften stehen die hohen Kapitalzuflüsse und die Währungsaufwertungen mit ihren relativ guten Wirtschaftsaussichten im Einklang, so dass sie zu einem ausgewogeneren globalen Wachstum beitragen werden. Allerdings wurde der Druck auf einige dieser Länder mit

verhältnismäßig freiem Kapitalverkehr und frei floatenden Wechselkursen wohl dadurch verstärkt, dass andere große aufstrebende Volkswirtschaften die Kapital- und Wechselkursbewegungen beschränken. Außerdem können Schwächen in der inländischen Finanzmarktregulierung Anlass zu Besorgnis über die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute im Fall einer Umkehr der Kapitalflüsse geben, was in manchen Fällen ein Argument für Maßnahmen zur Beschränkung volatiler Kapitalzuflüsse sein könnte, obwohl die Wirksamkeit solcher Maßnahmen fraglich ist. Am besten dürften stattdessen Ansätze sein, bei denen mikro- und makroprudenzielle Maßnahmen im Mittelpunkt stehen. Im Allgemeinen sollten die Länder von Interventionen an den Devisenmärkten absehen, die einer Abwertung der Währung zur Stärkung der Wettbewerbsposition dienen. Devisenmarktinterventionen sind hauptsächlich dann wirksam, wenn sie nicht sterilisiert werden, so dass sie den Kurs der Geldpolitik ändern. Wie weiter oben erörtert, besteht bei ihnen ferner ein starkes Risiko, dass sich ihr Effekt gegenseitig aufhebt, was letztlich zu protektionistischen Maßnahmen führen könnte, die negative Auswirkungen nicht nur auf die Erholung, sondern auch auf das langfristige wirtschaftliche Wohlergehen hätten.

Finanzmarktpolitik und makroprudenzielle Aufsicht

Die Finanzmarktreform ist unerlässlich, und sie ist bezahlbar

In einigen Ländern und Gebieten wurden Initiativen zur Reform der Finanzmarktregulierung ergriffen, um die Schwachstellen zu beseitigen, die zu der Finanzkrise geführt hatten. Die Maßnahmen zur Stärkung der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten wurden allerdings in den verschiedenen Ländern mit unterschiedlichem Tempo vorangetrieben, wobei die Vereinigten Staaten besonders rasch vorgegangen sind. Im Einzelnen war Folgendes festzustellen:

In den Vereinigten Staaten wurden weitreichende Reformen umgesetzt

- In den Vereinigten Staaten wurde mit dem im Juli verabschiedeten Gesetz zur Reform der Finanzmärkte eine Behörde zum Schutz der Verbraucher bei Geldgeschäften eingerichtet, ein Regulierungsrat für systemische Risiken (Financial Stability Oversight Council) geschaffen, den Regulierungsstellen die Möglichkeit gegeben, zu entscheiden, welche Derivategeschäfte über zentrale Clearingstellen abgerechnet werden müssen, eine zuständige Stelle für die Abwicklung insolventer Banken gegründet und eine von der Größe der Institute abhängige Bankenabgabe eingeführt (die in einen Liquidationsfonds eingezahlt werden muss). Das neue Gesetz hindert die Banken auch daran, aufsichtsrechtliches Kapital zur Finanzierung bestimmter Kategorien riskanter Anlagen zu nutzen (Volcker-Regel) und verlangt von ihnen insbesondere, dass sie ihre Eigenhandelsaktivitäten ausgliedern. Die meisten Regelungen werden voraussichtlich im Verlauf der nächsten zwei Jahre umgesetzt werden.

Die Europäische Union richtet mehrere neue Aufsichtsstellen ein

- Auf der Ebene der Europäischen Union haben die zuständigen Behörden die Einrichtung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB), der für die Aufsicht auf der Makroebene zuständig ist, sowie neuer europäischer Aufsichtsbehörden für das Bank-, Wertpapier- und Versicherungswesen beschlossen. Die neuen Organe werden einheitliche technische Vorschriften festlegen, die bindend sein werden, wenn auch nur in manchen Bereichen, und auf eine Harmonisierung der Finanzmarktaufsicht in den verschiedenen Mitgliedsländern der EU hinwirken⁹. Die Behörden haben auch Fortschritte auf dem Weg zur Harmonisierung und Vereinfachung der Einlagensiche-

9. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken und die drei neuen Aufsichtsbehörden sollen im Januar 2011 ihre Tätigkeit aufnehmen. Die neuen Aufsichtsbehörden werden die Aufsicht über Aufsichtskollegien führen, deren Einrichtung für grenzübergreifend tätige Institute vorgeschrieben wird.

regungssysteme erzielt (wobei sie das Sicherungsniveau insgesamt angehoben haben), da sich die Uneinheitlichkeit der entsprechenden Regelungen während der Krise als ein Risiko für die Finanzmarktstabilität erwiesen hat. Sie beabsichtigen auch, einen Mechanismus für die Bewältigung von Bankenkrisen einzurichten, um im Fall des Zusammenbruchs europäischer Banken wirkungsvoll eingreifen zu können; dieser Mechanismus könnte die Einführung einer Abgabe zur Vorfinanzierung von Liquidierungskosten beinhalten. Die Europäische Kommission hat zudem ein Konsultationspapier für die Harmonisierung der in den Mitgliedstaaten für Leerverkäufe geltenden Vorschriften und Instrumente vorgelegt.

Einige EU-Länder haben eigene Maßnahmen ergriffen

- Einige EU-Länder haben Maßnahmen auf nationaler Ebene ergriffen bzw. planen die Einführung solcher Maßnahmen. Im Vereinigten Königreich haben die zuständigen Behörden der Bank von England die Verantwortung für die Aufsicht über die prudenzielle Regulierung übertragen. Mit der endgültigen Einrichtung des neuen Regulierungssystems im Vereinigten Königreich ist nicht vor 2012 zu rechnen, da dem Finanzsektor Zeit zur Anpassung gelassen werden soll. Darüber hinaus wurde einer unabhängigen Kommission ein Jahr eingeräumt, um den zuständigen Behörden des Vereinigten Königreichs einen Bericht über die Frage der Trennung von Kundengeschäft und Investmentbanking sowie die Notwendigkeit einer Zerschlagung von Großbanken zu unterbreiten. Schweden und das Vereinigte Königreich haben eine Bankenabgabe eingeführt, um eine faire Teilung der Lasten zu gewährleisten und Negativanreize für riskante Finanzierungen zu schaffen¹⁰. Deutschland hat ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe für bestimmte Wertpapierklassen eingeführt¹¹.

Die Regulierungsverantwortlichen haben sich auf neue Eigenkapitalanforderungen für Banken geeinigt

Auch unter der Schirmherrschaft der G20 werden internationale Anstrengungen zur Reform der Finanzmärkte unternommen, wobei der Finanzstabilitätsrat die Führungsrolle übernimmt. Die Regulierungsverantwortlichen haben sich vor kurzem auf die zentralen Elemente eines globalen Reformpakets für den Bankensektor und insbesondere die Definition und die Höhe der Mindestkapitalanforderungen für Banken geeinigt (Kasten 1.6). In diesem Zusammenhang wurde die versuchsweise Einführung einer Leverage-Ratio (Höchstverschuldungsquote) sowie von Liquiditätsstandards beschlossen. Es laufen Beratungen über vorausschauende Vorschriften für die Risikovorsorge, Contingent Capital (bedingtes Kapital) und zusätzliche Eigenkapitalanforderungen für systemwichtige Finanzinstitute. Die Regulierungsverantwortlichen haben sich darauf geeinigt, dass auf nationaler Ebene antizyklische Kapitalpuffer in Höhe von 0-2½% der risikogewichteten Aktiva vorgeschrieben werden.

Die Kosten der Reform dürften begrenzt sein

Die vereinbarte Reform der Kapital- und Liquiditätsanforderungen dürfte die Häufigkeit und die wirtschaftlichen Kosten von Finanzkrisen verringern¹². Auch wenn die vorgeschlagenen Regulierungsänderungen eine heftige Debatte über ihre Auswirkungen auf Kreditzinsen, Kreditdynamik und Wirtschaftstätigkeit ausgelöst haben, lassen

10. Die im Vereinigten Königreich vorgeschlagene Abgabe soll sich auf 0,07% der Gesamtverbindlichkeiten abzüglich Kernkapital (Tier 1) und Einlagen belaufen und für Banken mit einer Bilanzsumme ab 20 Mrd. £ gelten. 2011 soll die Abgabe niedriger sein (0,04%), und es ist auch ein reduzierter Satz für Finanzierungen mit langer Laufzeit vorgesehen.

11. Darüber hinaus wird im Deutschen Bundestag derzeit über eine Maßnahme zur Restrukturierung von Kreditinstituten debattiert, die zum Jahresende umgesetzt werden soll. Beabsichtigt ist die Einrichtung eines (über eine Bankenabgabe zu finanzierenden) Restrukturierungsfonds für Banken, die in Schwierigkeiten geraten, wobei das Ziel die Vereinfachung der Sanierung oder Abwicklung solcher Banken ist.

12. Laut einer Studie, in der eine Gruppe von 14 OECD-Volkswirtschaften im Zeitraum 1980-2006 untersucht wurde, sind die Kapitaladäquanz und die Liquidität der Banken neben dem realen Wachstum der Wohnimmobilienpreise die wichtigsten Determinanten von Bankenkrisen, vgl. Barrell et al. (2010). Vor kurzem hat auch der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) eine Beurteilung der Vorteile strengerer Kapital- und Liquiditätsanforderungen vorgelegt, vgl. BCBS (2010).

Kasten 1.6 Schätzung des makroökonomischen Effekts der Eigenkapitalanforderungen von Basel III

Die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) im September 2010 beschlossenen strengeren Regelungen beinhalten eine Anhebung der Mindestanforderungen in Bezug auf das harte Kernkapital sowie das Kernkapital insgesamt im Zeitraum 2011-2015 (vgl. erste Tabelle). Im Verlauf der darauffolgenden vier Jahre werden diese beiden Eigenkapitalquoten ebenso wie die Gesamteigenkapitalquote (Kernkapital zzgl. Ergänzungskapital) dann schrittweise um einen Kapitalerhaltungspuffer im Umfang von weiteren 2½ Prozentpunkten erhöht; bei Unterschreitung der für diesen Puffer vorgeschriebenen Quote werden die Banken noch nicht als insolvent eingestuft, unterliegen aber Beschränkungen in Bezug auf Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe. Basel III umfasst zudem Liquiditäts- und sonstige Vorschriften, die in diesem Kasten nicht erörtert werden.

Bank capital: current and future requirements

Per cent of risk-weighted assets

	Current requirement	Requirement in 2015	Requirement in 2019 (incl. conservation buffer)
Common equity Tier I capital	2	4.5	7
Tier I capital	4	6	8.5
Total capital	8	8	10.5

Source : BCBS (2010).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346743>

Wie groß die Anstrengungen sein werden, die die Banken unternehmen müssen, um die Eigenkapitalanforderungen von Basel III zu erfüllen, kann anhand eines Vergleichs der Kapitalausstattung der Banken in den Jahren 2006 und 2009 beurteilt werden. Es ist anzunehmen, dass die Banken 2006, zum Höhepunkt des Kreditbooms, über die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen hinaus so wenig Kapital wie möglich vorhielten. Nach dem Ausbruch der Krise sahen sie sich jedoch auf Grund des vom Markt ausgehenden Drucks sowie der bevorstehenden Reformen veranlasst, Kapitalpuffer zu bilden. Die Kernkapitalquote stieg in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und in Japan zwischen 2006 und Ende 2009 um nahezu 1½ Prozentpunkte. Die TCE-Quote (*Tangible Common Equity*), eine engere Abgrenzung des Eigenkapitals, die in etwa dem harten Kernkapital entspricht, ist während dieses Zeitraums ebenfalls gestiegen, in Japan allerdings in geringerem Umfang (vgl. zweite Tabelle). Insofern mit den zwischen 2006 und 2009 erfolgten Kapitalaufstockungen den neuen Vorschriften vorgegriffen werden sollte, ist anzunehmen, dass die Banken diesen Teil ihrer Kapitalpuffer nutzen werden, um die Anforderungen bis 2019 zu erfüllen. Nach einer derart schweren Bankenkrise ist es unwahrscheinlich, dass sie darüber hinausgehen

Pre-crisis and current levels of bank capital

	Percentage of risk-weighted assets				Percentage points 2006 – 2009
	2006	2007	2008	2009	
United States					
Tier 1	9.8	9.4	9.7	11.4	1.6
TCE	8.6	8.6	8.4	10.5	1.9
Euro area					
Tier 1	8.0	7.7	8.6	9.4	1.4
TCE	6.8	6.6	7.3	8.0	1.2
Japan					
Tier 1	5.4	5.6	5.6	6.9	1.5
TCE	3.3	3.3	3.3	4.1	0.8

Source : IIF (2010) and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346762>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

und ihre nicht aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Kapitalpuffer unter ihr Niveau von 2006 reduzieren werden. Vor diesem Hintergrund wird hier unterstellt, dass die Banken ihre Eigenkapitalquoten in gleichem Umfang erhöhen, wie die Eigenkapitalanforderungen zwischen 2010 und 2019 steigen, abzüglich der zwischen 2006 und 2009 gebildeten Kapitalpuffer (vgl. dritte Tabelle). Angesichts des Ziels der Verbesserung der Eigenkapitalqualität dürfte es die Auflage in Bezug auf das harte Kernkapital sein, die bindend ist (und weniger die in Bezug auf das Kernkapital insgesamt), insbesondere in Japan, wo die Kernkapitalausstattung der Banken derzeit vergleichsweise gering ist.

Required increase in bank capital ratios to attain Basel III standards

Percentage points

	Required	Achieved in 2006-09	Remaining
United States			
Tier 1	4.5	1.6	2.9
TCE	5.0	1.9	3.1
Euro area			
Tier 1	4.5	1.4	3.1
TCE	5.0	1.2	3.8
Japan			
Tier 1	4.5	1.5	3.0
TCE	5.0	0.8	4.2

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346781>

Wenn die Banken trotz der höheren Eigenkapitalanforderungen die gleiche Eigenkapitalrendite wie vor der Krise erzielen wollen und dazu die Kreditzinsen erhöhen, werden teurere Bankkredite einen dämpfenden Effekt auf die Wirtschaftstätigkeit ausüben. Der Umfang dieses Effekts kann anhand der Ergebnisse eines breiten Spektrums von Modellen geschätzt werden, die unter der Leitung der Macroeconomic Assessment Group (MAG) des Finanzstabilitätsrats (FSB) und des BCBS entwickelt wurden. Auf der Grundlage der Gesamtschätzung des MAG-Berichts sowie der Beurteilung des Umfangs der noch zu unternehmenden Anstrengungen (dritte Tabelle) könnten die Eigenkapitalanforderungen von Basel III das jährliche Produktionswachstum im Zeitraum 2011-2018 in den Vereinigten Staaten um 0,07 Prozentpunkte und in Japan um 0,1 Prozentpunkt reduzieren (vgl. vierte Tabelle)¹. Wenn zusätzlich zu den höheren Kreditspreads quantitative Kreditbeschränkungen greifen würden, wären die Effekte unter Zugrundelegung der Hauptergebnisse der MAG-Studie stärker: Sie würden dann im Zeitraum 2011-2018 in einer Bandbreite von 0,12 Prozentpunkten jährlich in den Vereinigten Staaten bis 0,17 Prozentpunkten jährlich in Japan liegen. Bei diesen Ergebnissen wird unterstellt, dass eine Reaktion der Geldpolitik ausbleibt; insofern sich diese jedoch von der Untergrenze null lösen kann, könnte sie zur Verringerung des Effekts eingesetzt werden. Es gilt darauf hinzuweisen, dass die Hauptergebnisse aus der MAG-Studie mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Betrachtet man beispielsweise den Fall Japan, so erhöht sich der geschätzte Effekt auf das BIP-Wachstum, wenn statt der Hauptergebnisse aus dem MAG-Bericht Modellsimulationen der Bank von Japan, die ebenfalls in diesem Bericht angegeben sind, zu Grunde gelegt werden, in Modellen mit quantitativen Kreditbeschränkungen von 0,17 auf fast 0,6 Prozentpunkte jährlich. Quantitative Kreditbeschränkungen

Impact estimates on average annual GDP growth rates in 2011–2018

Percentage points

United States	-0.07 - -0.12
Euro area	-0.09 - -0.15
Japan	-0.10 - -0.17

Source : MAG (2010) and OECD calculations

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346800>

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

sind in Japan zwar möglich, wo die Banken auf Grund ihrer schwachen Ertragslage weniger Spielraum zur Erfüllung der Auflagen durch Einbehaltung von Gewinnen haben; das Risiko, dass es zu solchen Beschränkungen kommt, wird durch die lange Einführungsphase allerdings erheblich reduziert.

Sollten die Banken jedoch beschließen, die neuen Eigenkapitalanforderungen schon vor dem gesetzten Termin zu erfüllen, würden die Kosten vorgezogen, anstatt sich über einen längeren Zeitraum zu verteilen, und damit in einer Phase zum Tragen kommen, in der die Geldpolitik über sehr wenig Spielraum verfügt, um den Effekt auszugleichen. Da die Vorschläge zur Reform der Bankenregulierung eine Änderung der Definition des Eigenkapitals umfassen, könnten Unterschiede in der Zusammensetzung des Eigenkapitals in den verschiedenen Ländern außerdem im Ländervergleich zu zusätzlichen Abweichungen bei der Stärke des makroökonomischen Effekts führen. In Ländern, in denen der TCE-Anteil am Kernkapital derzeit relativ hoch ist, wie in den Vereinigten Staaten und im Euroraum, wird der Effekt voraussichtlich relativ schwach ausfallen. In Japan dürften die Auswirkungen auf das BIP indessen höher sein, da der Bankensektor dort u.U. in großem Umfang hartes Kernkapital auf aufnehmen müssen und es für die Banken auf Grund ihrer schwachen Ertragslage schwierig ist, ihre Kapitalbasis über einbehaltene Gewinne zu erhöhen.

Wenn die neuen Auflagen zu dauerhaften Veränderungen im Finanzsektor führen, können sie auf lange Sicht einen Effekt auf das Gleichgewichtsniveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion haben. Die neuen Regelungen könnten effektiv zu dauerhaft höheren Kreditspreads führen, falls es den Banken gelingen sollte, ihre Eigenkapitalrendite auf dem Vorkrisenniveau zu halten. Die Ergebnisse des MAG deuten darauf hin, dass eine Erhöhung der Kernkapitalanforderungen um 1 Prozentpunkt zu einem Anstieg der Kreditspreads der Banken um 16 Basispunkte führen kann. Sollten sich die höheren Kreditspreads 1:1 in höheren Kreditzinsen niederschlagen, durch die sich die Kapitalkosten proportional zum Anteil der Bankkredite an der Außenfinanzierung der Nichtfinanzunternehmen erhöhen, so ergeben Schätzungen in Cournède (2010), dass in den Vereinigten Staaten mit einem Effekt auf das Produktionspotenzial in einer Größenordnung von 0,2% und im Euroraum von 0,6% zu rechnen ist. In diesen Berechnungen werden allerdings die Gründe für die Einführung der neuen Regelungen außer Acht gelassen, nämlich die Tatsache, dass sie die Wahrscheinlichkeit des Eintretens und die Kosten von Finanzkrisen reduzieren und die Qualität der Kapitalallokation in der Volkswirtschaft verbessern sollen. Dieser Effekt wird die Bruttokosten der neuen Regelungen Schätzungen zufolge bei weitem ausgleichen (BCBS, 2010).

Alles in allem dürfen die volkswirtschaftlichen Bruttokosten der Eigenkapitalanforderungen von Basel III gering sein. Auch wenn Kreditangebotseffekte theoretisch deutlichere Auswirkungen haben könnten, dürften diese Auswirkungen in der Praxis auf Grund der langen Übergangsphase kaum zum Tragen kommen, vor allem nicht in Ländern, in denen die Banken bereits umfangreiche Kapitalpolster gebildet haben, die über das aufsichtsrechtliche Mindestniveau hinausgehen. Auf längere Sicht könnten höhere Eigenkapitalanforderungen mit einer gewissen Ausweitung der Kreditspreads und einer leichten Verringerung des Gleichgewichtskapitalstocks verbunden sein. Dieser negative Effekt dürfte durch die Vorteile eines gesünderen Bankwesens, die sich in einer Verringerung der Häufigkeit und der Kosten künftiger Finanzkrisen äußern, jedoch weit mehr als aufgewogen werden.

1. Alternative Schätzungen mit dem Global Model und den Indizes der finanziellen Rahmenbedingungen (FCI) der OECD liefern sehr ähnliche Ergebnisse (Slovik und Cournède, 2010).

Schätzungen der Macroeconomic Assessment Group (MAG) des Finanzstabilitätsrats und des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht doch darauf schließen, dass der Effekt strengerer Kapitalanforderungen auf das BIP relativ bescheiden ausfallen und sich zudem über einen längeren Zeitraum verteilen würde; wie im Vorstehenden erwähnt könnte er allerdings stärker sein, sollten die Banken beschleunigte Anstrengungen unternehmen, um die neuen Auflagen noch vor dem dafür gesetzten Termin zu erfüllen. Abgesehen davon dürfte allein schon die Tatsache, dass eine Einigung erzielt wurde, einen stützenden Effekt auf die Kreditfähigkeit ausüben, da damit die vorherige Unsicherheit über den neuen Regulierungsrahmen beseitigt wird.

Die Probleme mit Instituten vom Typ „Too big to fail“ müssen behoben werden ...

Eine entscheidende Frage, mit der sich die Regulierungsreform noch auseinandersetzen muss, ist die der Banken, die so groß bzw. so stark vernetzt sind, dass sie systemwichtig sind und ihre Insolvenz nicht zugelassen werden kann. Da diese systemwichtigen Banken in den Genuss einer De-facto-Staatsgarantie kommen, besteht für sie ein Anreiz, überhöhte Risiken einzugehen, und haben sie einen Wettbewerbsvorteil in

Bezug auf die Finanzierungskosten und die geforderten Sicherheiten gegenüber kleineren Konkurrenzinstituten, die nicht auf eine solche Garantie zählen können. Dies zeigt sich u.a. daran, dass die Kapitalausstattung dieser Großbanken wesentlich geringer ist als die ihrer kleineren Konkurrenten, wodurch es ihnen möglich ist, Anlegern höhere Renditen zu bieten (Tabelle 1.7). Solche Institute gab es zwar schon vor der Krise, und sie haben in der Tat zu den Übersteigerungen beigetragen, die zu der Krise führten, durch die Krise hat sich dieses Problem jedoch noch vergrößert, da die staatliche Unterstützung explizit wurde und die Konzentration im Bankensektor erheblich zugenommen hat.

Table 1.7. **The largest banks hold less capital to generate a higher return on equity**

2006

	United States		Europe	
	Tier 1 capital	Pre-tax profit	Tier 1 capital	Pre-tax profit
	<i>per cent of risk-weighted assets</i>	<i>per cent of Tier 1 capital</i>	<i>per cent of risk-weighted assets</i>	<i>per cent of Tier 1 capital</i>
Top 10 banks	8.8	29	9	29
11th to 50th largest banks	10	27	8.1	19
51st to 100th largest banks	13	24	9.3	15
101st to 150th banks	12	20	13	19
151st to 200th banks	15	18	12	12

Source: The Banker Database and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932346819>

**... sei es durch
Umstrukturierungen
oder andere Methoden**

Dem „Too big to fail“-Problem kann auf verschiedene Weise begegnet werden. Die direkteste Methode wäre die Aufspaltung systemwichtiger Institute¹³. Wo diese Option aus Gründen der politischen Ökonomie unrealistisch ist, würde sich als alternative Möglichkeit die Einführung höherer Eigenkapitalanforderungen anbieten, u.a. in Form von Contingent Capital Notes, wie dies kürzlich in der Schweiz vorgeschlagen wurde¹⁴. Außerdem könnten systemwichtige Institute gezwungen werden, sogenannte *Living Wills* auszuarbeiten, in denen die Modalitäten ihrer Abwicklung geregelt sind, einschließlich der Frage, wie die Verluste im Fall der Insolvenz zwischen den Gläubigern und Vertragspartnern zu verteilen sind. Schwierig ist die Anwendung spezifischer Regeln für eine bestimmte Gruppe von Unternehmen u.a. deshalb, weil deren „Too big to fail“-Status damit implizit in der Regulierung anerkannt würde, womit das Problem, dem sie eigentlich zu begegnen suchen, tendenziell vergrößert würde. Diese Schwierigkeit kann jedoch überwunden werden, wenn die höheren Eigenkapitalanforderungen bzw. Contingent-Capital-Auflagen nicht für eine bestimmte Gruppe von Instituten eingeführt, sondern für alle gelten würden, aber mit der Größe und dem Grad der Vernetzung der Institute zunehmen würden.

13. Die Bruttowohlfahrtsverluste einer solchen Maßnahme wären bescheiden, da empirische Studien zeigen, dass im Bankengeschäft bereits ab einer relativ geringen Unternehmensgröße keine nennenswerten Skalen- oder Größenvorteile mehr erzielt werden können (Amel et al., 2004). Es gibt konkrete Optionen, mit denen gewährleistet werden kann, dass die Übergangskosten ebenfalls begrenzt bleiben; eine davon bestünde darin, die entscheidenden zentralen Dienste der zerschlagenen Megabank in einer gesonderten Struktur zusammenzufassen, die für die Einzelbanken arbeiten würde, die durch die Zerschlagung entstehen.

14. Contingent Capital Notes sind hybride Schuldverschreibungen, die im Fall der Überschreitung eines bestimmten Grenzwerts automatisch in Stammkapital umgewandelt werden. Problematisch könnte dabei sein, dass die Furcht vor einer solchen Umwandlung beim Emittenten Panik auslösen bzw. bereits bestehende Panik erhöhen könnte, wenn er sich diesem Grenzwert nähert. Wegen Methoden zur Einführung von Contingent Capital Notes, mit denen die Entstehung unerwünschter Verstärkereffekte in Krisenzeiten verhindert werden könnte, vgl. Penacchi et al. (2010).

Es bedarf Reformen in Bezug auf Höchstverschuldungsquoten, Rechnungslegungsvorschriften sowie Nichtbanken-Finanzinstitute

Eine erfolgreiche Finanzmarktreform setzt voraus, dass auch in anderen Bereichen weitere Fortschritte erzielt werden. Ein entscheidender Bestandteil der neuen Regelungen in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen wird die Festlegung einer Leverage-Ratio, d.h. einer Höchstverschuldungsquote sein, die für alle Aktiva gilt. Damit kann der Regulierungsarbitrage entgegengewirkt werden, mit der der Risikogewichtungsprozess unweigerlich verbunden ist, auf den sich die bereits beschlossenen Mindestkapitalquoten stützen. Die Festlegung verbindlicher Standards für die Leverage-Ratio wird bislang durch die fehlende internationale Konvergenz bei den Rechnungslegungsvorschriften behindert, wobei es um die Frage geht, ob die Aufrechnung (das sogenannte Netting) von Derivatepositionen zugelassen werden soll oder nicht. Würde die Aufrechnung von Derivatepositionen in den Jahresabschlüssen nicht mehr gestattet, würde dies nicht nur die Einführung einer einheitlichen Leverage-Ratio erleichtern, sondern auch die Gefahr verringern, dass die Anleger in Ländern, in denen Derivatepositionen derzeit noch immer gegeneinander aufgerechnet werden können, das Kontrahentenrisiko unterschätzen. Zuletzt gilt es noch zu beachten, dass sich die Finanzmarktreform nicht auf den Bankensektor beschränken darf. Bei sonst gleichen Bedingungen wird eine Verschärfung der Bankenregulierung dazu führen, dass Risiken in andere Teile des Finanzsektors verschoben werden. Diesbezüglich ist es besonders wichtig, sicherzustellen, dass es mit den für Versicherungen und Pensionsfonds geltenden Vorschriften möglich ist, die Entstehung systemischer Risiken in diesen Bereichen zu verhindern.

Strukturpolitik

Strukturreformen sind weiterhin unerlässlich ...

Angesichts des Risikos eines niedrigeren Produktionspotenzials nach der Krise und der notwendigen Stärkung der öffentlichen Finanzen bedarf es mehr denn je wachstumsfördernder Strukturreformen. In der Tat könnten die mittelfristigen Effekte der Umsetzung solcher Reformen die parallel dazu erforderliche Haushaltskonsolidierung erleichtern (vgl. Kapitel 4 der Druckfassung) und zugleich das längerfristige Wachstum ankurbeln und zur Verringerung der globalen Ungleichgewichte beitragen. In Tabelle 1.8 ist ein ganzes Spektrum möglicher Interaktionen zwischen Strukturreformen, Ersparnis- und Investitionssalden sowie Haushaltskonsolidierungsaufgaben zusammengefasst, die in früheren und aktuellen OECD-Arbeiten aufgezeigt wurden¹⁵.

... und können direkt zur Haushaltskonsolidierung beitragen ...

Wie in Kapitel 4 erörtert wird, kann die Haushaltskonsolidierung durch mehrere Strukturreformen erleichtert werden:

... durch eine Erhöhung der Produktivität des öffentlichen Sektors ...

- 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 Annäherung an die besten Praktiken auf nationaler oder internationaler Ebene im Bereich Gesundheit und Bildung.

... und eine Zunahme der Beschäftigung ...

- Beschäftigungsfördernde Reformen, wie sie weiter unten im Einzelnen besprochen sind, könnten sich unmittelbar – durch eine Senkung der Staatsausgaben – und mittelfristig – durch einen Anstieg der Beschäftigung und der Steuereinnahmen – auf die Haushaltspositionen auswirken. OECD-Schätzungen deuten darauf hin, dass eine Steigerung des Beschäftigungspotenzials um 1 Prozentpunkt die Haushaltssalden um 0,3-0,8% des BIP verbessern könnte.

15. Zu solchen Interaktionen kommt es zusätzlich zu den indirekten Effekten der Reformen auf den Haushalts- und den Leistungsbilanzsaldo durch deren Auswirkungen auf die makroökonomischen Bedingungen.

Tabelle 1.8 Wachstumsfördernde Strukturreformen können auch zur Verringerung der Haushalts- und Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen

Besonders geeignet für Länder mit Leistungsbilanzüberschuss und:

Mit hohem oder moderatem Haushaltskonsolidierungsbedarf

Lockerung der Produktmarktregulierung

Verringerung der staatlichen Kontrolle potenziell wettbewerbsfähiger Aktivitäten

Reduzierung der Agrarstützung

Steigerung der Effizienz der Staatsausgaben für Gesundheit, Bildung und Renten

Anhebung des Rentenalters

Reduzierung der Steuerbelastung des Faktors Arbeit und Änderung der Steuerstruktur

Reduzierung der Unternehmensteuern und Änderung der Steuerstruktur

Lockerung der Beschränkungen für ADI

Mit niedrigem Haushaltskonsolidierungsbedarf

Anhebung wachstumsfördernder Staatsausgaben (Bildung, Innovation, Infrastruktur)

Erhöhung der Ausgaben für die aktive Arbeitsmarktpolitik (AAMP)

Reduzierung der Zollsätze im internationalen Handel

Besonders geeignet für Länder mit Leistungsbilanzdefizit und:

Mit hohem oder moderatem Haushaltskonsolidierungsbedarf

Reform des Beschäftigungsschutzes

Reform der Leistungen bei Arbeitslosigkeit, Invalidität und Krankheit

Mit niedrigem Haushaltskonsolidierungsbedarf

Maßnahmen zur Verbesserung der preislichen und nichtpreislichen außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit (Erhöhung der staatlichen Innovationsförderung, Reduzierung der Arbeitskosten der Arbeitgeber)

Anmerkung: Die aufgeführten Reformen könnten die Leistungsbilanzungleichgewichte in allen Volkswirtschaften entweder reduzieren oder sich neutral auswirken. Die Reformen, die als für Länder mit hohem oder moderatem Haushaltskonsolidierungsbedarf geeignet aufgeführt sind, wirken sich entweder positiv oder neutral auf die Haushaltspositionen aus. Länder mit geringem Haushaltskonsolidierungsbedarf sind diejenigen, in denen ausreichender fiskalischer Spielraum zur Umsetzung der empfohlenen Reformen besteht.

In der Tabelle nicht erwähnt sind Reformen, die zwar die Wachstumsperspektiven verbessern, aber das Leistungsbilanzungleichgewicht und/oder – bei Ländern mit hohem oder moderatem Haushaltskonsolidierungsbedarf – das Haushaltsdefizit erhöhen würden. Hier werden lediglich die direkten fiskalischen Auswirkungen der Reformen betrachtet: Mittel- oder langfristig tragen viele Reformen durch ihren positiven Effekt auf das Arbeitsvolumen und/oder die Produktivität indirekt zur Haushaltskonsolidierung bei.

Quelle: OECD-Klassifizierung, *Going for Growth 2011*, erscheint demnächst.

... und indirekt auch durch Veränderungen der Steuerstruktur ...

- Die Umsetzung einnahmenneutraler Veränderungen der Steuerstruktur, weg von der Besteuerung der Unternehmens- und Arbeitseinkommen hin zu höheren Verbrauchs- und Vermögensteuern, würde sich indirekt positiv auf die Haushaltspositionen auswirken, indem sie mehr Anreize schaffen und das mittelfristige Wachstum verstärken würde.

... eine Reform der Steuervergünstigungen und -erleichterungen ...

- Eine Reform der Steuervergünstigungen und -erleichterungen könnte die öffentlichen Finanzen stärken, sowohl direkt als auch vielfach indirekt über eine Zunahme der Wirtschaftstätigkeit.

... sowie zusätzliche Pollution-Pricing-Mechanismen

- Zusätzliche Mechanismen zur Festsetzung eines Preises für umweltbelastendes Verhalten (Pollution Pricing), wie Umweltsteuern und die Versteigerung von Emissionsrechten, könnten nicht nur zur Haushaltskonsolidierung beitragen, sondern auch das gesellschaftliche Wohlergehen erhöhen.

Strukturreformen können außerdem zu einem ausgewogeneren Wachstum beitragen ...

Strukturreformen, die bereits aus Gründen der Effizienz und/oder des gesellschaftlichen Wohlergehens und der Verteilungsgerechtigkeit wünschenswert sind, können außerdem für ein ausgewogeneres globales Wachstum sorgen, u.a. über ihre Auswirkungen auf die Haushaltsergebnisse (Tabelle 1.8)¹⁶. Im Einzelnen ist festzustellen:

... u.a. durch verbesserte Sozialversicherungssysteme in Nicht-OECD-Ländern mit hoher Sparquote ...

- Eine Ausdehnung des Versichertenkreises und Verbesserung der Qualität der Sozialversicherungssysteme, die an sich schon begrüßenswert wäre, würde das Vorsorgesparen in Nicht-OECD-Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss reduzieren. Eine Liberalisierung der Finanzmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte bei adäquater Regulierung die Kreditengpässe im privaten Sektor mindern und so über die Verringerung des Zwangssparens das gesellschaftliche Wohlergehen erhöhen.

... Reformen zur Verlängerung der Lebensarbeitszeit in OECD-Ländern ...

- Reformen zur Verbesserung der Tragfähigkeit der staatlichen Rentensysteme durch eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit könnten auch zur Minderung des Vorsorgesparens in OECD-Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss beitragen¹⁷.

... und einen Abbau wettbewerbsbehindernder Produktmarktregulierungen ...

- Durch einen Abbau wettbewerbsbehindernder Produktmarktregulierungen, insbesondere in vergleichsweise geschützten Dienstleistungssektoren, könnten höhere Investitionsausgaben gefördert werden, wodurch sich der Leistungsbilanzüberschuss von Überschussländern verringern würde.

... wodurch die globalen Ungleichgewichte reduziert würden

- Simulations- und Szenarienanalysen deuten darauf hin, dass ein umfassendes Reformmaßnahmenpaket dazu beitragen könnte, die globalen Ungleichgewichte mittelfristig um bis zu ein Drittel zu verringern¹⁸. Viele dieser Reformen wären auch in Ländern wünschenswert, die keine großen Haushalts- oder Handelsbilanzdefizite aufweisen. Würden sie auf breiterer Basis umgesetzt, könnte dies zwar den Gesamteffekt der Reformen auf die globalen Ungleichgewichte schwächen. Das gesellschaftliche Wohlergehen würde jedoch erhöht, da das Wirtschaftswachstum mittelfristig zusätzlich gestärkt würde.

Strukturreformen könnten außerdem kurzfristige Vorteile haben

Auf kurze Sicht könnten die Effekte wachstumsfreundlicher Strukturpolitiken auch die Erholung nach der Krise erleichtern, wobei die zukünftigen positiven Effekte neuer Reformen in einer vorausschauenden Vermögenspreisbewertung berücksichtigt würden, was zur Stärkung der Bilanzen und Stützung der Nachfrage beitragen würde. Ebenso können manche Reformen einen Angebots- und Nachfragestau beseitigen, wie dies in der Vergangenheit bei den Reformen im Telekommunikationssektor zu beobachten war. Und wenn gegen einige der durch die Rezession entstandenen Belastungen vorgegangen würde, insbesondere den deutlichen Arbeitskräfteüberhang, könnte die Erholung ebenfalls erleichtert werden. Darüber hinaus würden wachstumsfördernde Strukturreformen durch die Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazität auch eine Fortführung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses über einen längeren Zeitraum gestatten, was zu einer kräftigeren Erholung beitragen

16. Vgl. auch OECD-Wirtschaftsausblick 87, Paris, 2010.

17. Solche Reformen würden außerdem in allen OECD-Ländern die Haushaltskonsolidierungsanstrengungen unterstützen.

18. 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 (Kerdrain et al., 2010).

würde. In manchen Fällen ist die Situation jedoch komplizierter. Einige Reformen, die auf Grund ihrer großen langfristigen Vorteile empfehlenswert sind, z.B. manche Reformen zur Verbesserung des Produktmarkt Wettbewerbs, können kurzfristig negative Nebeneffekte haben, wenn sie den Arbeitsplatzabbau in schrumpfenden Industriebereichen beschleunigen; solche Nebeneffekte werden allerdings begrenzt bleiben, falls wettbewerbsfördernde Reformen in Bereichen umgesetzt werden, in denen ein starkes Potenzial für neues Beschäftigungswachstum besteht, wie im Einzelhandel und bei den freiberuflichen Dienstleistungen.

... insbesondere auf den Arbeitsmärkten ...

Besonders dringend sind Strukturreformen auf den Arbeitsmärkten notwendig, um den Ländern dabei zu helfen, die verfügbaren Arbeitskräfteresourcen besser und schneller zu nutzen. Finden solche Reformen nicht statt, besteht ein erhebliches Risiko, dass sich die hohe Arbeitslosigkeit verfestigt. Reformen können insbesondere für eine beschäftigungswirksamere Erholung sorgen, die Reallokation von Arbeitsplätzen und Arbeitskräften zwischen den Sektoren und Regionen erleichtern und dazu beitragen, die Arbeitsmarktbindung freigesetzter Arbeitskräfte und gefährdeter Gruppen aufrechtzuerhalten. Dies gilt insbesondere für viele kontinentaleuropäische EU-Länder, in denen die Arbeitsmarktinstitutionen und -bestimmungen trotz der Reformen der letzten Jahre immer noch wenig beschäftigungsfreundlich sind.

... auf denen sich ein weites Spektrum verschiedener Reformen positiv auswirken würde

Konkret sollten u.a. folgende Maßnahmen ergriffen werden (vgl. *OECD-Wirtschaftsausblick 87*): Aufrechterhaltung der Ausgaben für aktive arbeitsmarktpolitische Maßnahmen, wobei starke Aktivierungsmaßnahmen für Arbeitsuchende Priorität haben sollten, Neuaustarierung des Beschäftigungsschutzes in Richtung weniger strenger Bestimmungen für reguläre Arbeitnehmer, aber strengerer Vorschriften für Arbeitskräfte in befristeten Beschäftigungsverhältnissen, Rücknahme krisenbedingter Erhöhungen des Leistungsumfanges der Arbeitslosenunterstützung, und Verschärfung der Zugangskriterien zu Leistungen, die möglicherweise als Ausstiegswege aus dem Erwerbsleben genutzt werden könnten. Einstellungszuschüsse und zusätzliche Weiterbildungsausgaben sind zwar keine Strukturmaßnahmen, könnten jedoch im gegenwärtigen Umfeld ebenfalls erwogen werden; angesichts der angespannten Haushaltslage müssten sie allerdings befristet und sehr zielgerichtet sein. Besonders hilfreich könnten solche Maßnahmen in den Vereinigten Staaten sein, wo die risikoabhängige Festlegung der Arbeitgeberbeiträge zur Arbeitslosenversicherung („experience rating“) zusammen mit der Unsicherheit über die Nachhaltigkeit der Erholung möglicherweise die Zurückhaltung der Arbeitgeber bei der Einstellung neuer Mitarbeiter erhöht. Der Abbau wettbewerbsbehindernder Produktmarktregulierungen könnte ebenfalls zu einer beschäftigungswirksameren Erholung beitragen, insbesondere wenn er in relativ arbeitsintensiven Sektoren wie dem Einzelhandel und den freiberuflichen Dienstleistungen erfolgen würde.

Reformen des Wohnimmobilienmarkts können die Situation auf dem Arbeitsmarkt ebenfalls verbessern

Zusätzlich zu einem negativen Wohnimmobilienvermögen kann auch eine restriktive Wohnungsbaupolitik die geografische Mobilität zwischen den Regionen einschränken und so die Funktionsweise der Arbeitsmärkte durch die Behinderung des Ausgleichsprozesses zwischen Arbeitskräfteangebot und Arbeitskräftenachfrage beeinträchtigen. Dies ist derzeit angesichts der in zahlreichen OECD-Ländern bestehenden Notwendigkeit einer Arbeitskräftereallokation zwischen den einzelnen Sektoren und Regionen von besonderer Bedeutung. Neue OECD-Schätzungen lassen darauf schließen, dass die geografische Mobilität in Ländern mit strengerer Regulierung des Mietwohnungsmarkts und hohen Transaktionskosten beim Wohnungswechsel tendenziell wesentlich

geringer ist¹⁹. Niedriger ist die Mobilität in der Regel auch in Regionen, in denen das Wohnimmobilienangebot relativ unelastisch auf Rentabilitätssteigerungen im Wohnungsbau reagiert. Dies deutet darauf hin, dass Strukturreformen wie eine Umgestaltung der Regulierung des Mietwohnungsmarkts, die über die bloße Korrektur von Marktversagen hinausginge, eine Überarbeitung der Flächennutzungs- und Raumplanungspolitik sowie die Beseitigung von transaktionskostenerhöhenden Hindernissen die geografische Mobilität verbessern könnten, was auch dem Arbeitsmarkt zugute käme.

19. Schätzungen in Andrews et al. (2010) deuten darauf hin, dass eine Senkung der Mietpreisbindung vom strengsten Niveau auf den Durchschnitt der OECD-Länder (was einer Veränderung um 2 Standardabweichungen entspräche) die durchschnittliche Mobilität der Haushalte um etwa 4 Prozentpunkte steigern würde. Eine Reduzierung der Transaktionskosten beim Wohnungswechsel vom höchsten auf das im Länderdurchschnitt beobachtete Niveau (was einer Veränderung um 2 Standardabweichungen entspräche) würde die Wahrscheinlichkeit eines Umzugs (die über einen Zweijahreszeitraum bei 12% liegt) um 1½ Prozentpunkte erhöhen.

Literaturverzeichnis

- Ahrend, R., B. Cournède und R. Price (2009), "Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 597.
- Altissimo, F., E. Georgiou, T. Sastre, M.T. Valderrama, G. Sterne, M. Stoker, M. Weth, K. Whelan und A. Willman (2005), "Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity", *ECB Occasional Paper*, No. 29.
- Amel, D., C. Barnes, F. Pancetta und C. Salleo (2004), "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28.
- Andrews, D., A. Caldera Sánchez und Å. Johansson (2010), "Housing Markets and Structural Policies in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Anil, K. Kayshap und David Weinstein (Hrsg.), *Japan's Bubble, Deflation and Long-term Stagnation*. Cambridge: MIT Press.
- Aron, J., J. Duca, K. Muellbauer, Murata und A. Murphy (2010), "Credit, Housing Collateral and Consumption: Evidence from the UK, Japan and the US", *University of Oxford Discussion Paper*, No. 487.
- Barrell, R., E.P. Davis und T. Fic (2009), "Optimal Regulation of Bank Capital and Liquidity: how to Calibrate New International Standards", *Financial Services Authority Occasional Paper Series*, No. 38, London.
- Barrell, R., E.P. Davis, D. Karim und I. Liadze (2010), "Bank regulation, property prices and early warning systems for banking crises", *Journal of Banking and Finance*, erscheint demnächst.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, BIZ, August.
- 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, OECD, Abteilung Finanzielle Angelegenheiten.
- Caldera Sánchez, A. und Å. Johansson (2010), "The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Cheung, C., D. Furceri und E. Rusticelli (2010), "Structural and Cyclical Factors behind Current Account Balances", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 775.
- Cournède, B. (2010), "Gauging the Impact of Higher Capital and Oil Costs on Potential Output", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 789.
- Cournède, B. und D. Moccero (2010), "Is There a Case for Price-Level Targeting?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 721, OECD.
- Dale, S. (2009), "Separating fact from fiction – household balance sheets and the economic outlook", *BIS Review*, No. 114.
- De Mello, L. und P.C. Padoan (2010), "Are Global Imbalances Sustainable? Post-Crisis Scenarios", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 795.
- Deutsche Bank (2010), *Global Economic Perspectives*, 8. September 2010.
- Doh, D. (2010), "The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter.
- Europäische Kommission (2010), *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 9, No. 3.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2009), "Immobilienvermögen und private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet", *Monatsbericht*, Januar.
- Elsby, M., B. Hobijn und A. Sahin (2010), "The Labor Market in the Great Recession", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, No. 2010-07.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache und B. Sack (2010), "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, No. 2010-07.

- Gattini, I. und P. Hiebert (2010), "Forecasting and Assessing Euro Area House Prices Through the Lens of Key Fundamentals", *ECB Working Paper*, No. 1249.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord und C. André (2006), „Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals“, *OECD Economic Department Working Papers*, No. 475.
- Glick, R. und K.J. Lansing (2009), "US Household Deleveraging and Consumption Growth", *FRBSF Economic Letter*, No. 16.
- Hamilton, J. und C. Wu (2010), "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," Mimeo, 25. August.
- 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., N. Pain, P. Richardson, F. Sédillot und P.O. Beffy (2010), "The OECD's New Global Model", *Economic Modelling*, erscheint demnächst.
- Hüfner, F. und I. Koske (2010), "Explaining Household Saving rates in G7 Countries: Implications for Germany", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 754.
- Institute of International Finance (2010), "Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework", Washington, D.C.
- Joyce, M., A. Lasoosa, I. Stevens und M. Tong (2010), "The Financial Market Impact of Quantitative Easing," *Bank of England Working Papers*, No. 393.
- Kerdrain, C. (2010), "How Important is Wealth for Explaining Household Consumption over the Recent Crisis? An Empirical Study for the United States, Japan and the Euro Area", *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Kerdrain, C., I. Koske und I. Wanner (2010), „The Impact of Structural Policies on Saving, Investment and Current Accounts“, *OECD Economics Department Working Papers*, erscheint demnächst.
- Ludwig, A. und T. Slok (2002), "The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries", *IMF Working Paper*, Vol. 02/1.
- Macroeconomic Assessment Group (2010), "Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements", Interim Report, Financial Stability Board und Basel Committee on Banking Supervision, August, Basel.
- Martinez-Carrascal, C. und A. Ferrando, (2008), "The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area", *ECB Working Paper*, No. 943.
- Meier, A. (2010), "Still Minding the Gap: Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps", *IMF Working Paper*, No. WP/10/189.
- Mishkin, F. (2007), "Housing and the Monetary Transmission Mechanism", *Finance and Economics Discussion Paper*, No. 40.
- OECD (2009), *Economic Survey of the Euro Area*, Paris.
- OECD (2010), *OECD Economic Surveys: China 2010*, Paris.
- Pain, N. und I. Koske (2008), "The Usefulness of Output Gaps for Policy Analysis", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 621.
- Pennacchi, G. G., T. Vermaelen und C. Wolff, "Contingent Capital: The Case for COERCs", *INSEAD Working Paper*, No. 2010/89/FIN.
- Slovik, P. und B. Cournède (2010), "Estimating the impact of Basle III", *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.
- Stock, J. und M. Watson (2010), "Modelling Inflation After the Crisis", Vorlage für das Federal Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, August.
- Stroebel, J. und J. B. Taylor (2009), "Estimated Impact of the Fed's Mortgage-Backed Securities Purchase Program," *NBER Working Papers*, No. 15626.
- Taylor, J. B. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," *NBER Working Papers*, No. 14631.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2010 Issue 2

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2010-2-en

Please cite this chapter as:

OECD (2011), "Gesamtbeurteilung der wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2010 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2010-2-3-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.