

V. Zurück zu tragfähigen öffentlichen Finanzen

Schon vor Ausbruch der Finanzkrise waren die öffentlichen Finanzen vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften nicht mehr tragfähig. Infolge der Krise spitzte sich die Lage noch zu, als Haushaltsdefizite anschwellen und die Verschuldung zunahm. Die Finanzmärkte und die Ratingagenturen reagierten darauf mit einer Neubewertung des Kreditrisikos staatlicher Schuldner. Schulden- und Defizitstände, die vor der Krise hingenommen worden waren, wurden nun als nicht mehr tragbar eingestuft.

Dies führte dazu, dass sich einerseits die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) auf Staatsschulden ausweiteten und andererseits vermehrt Ratingherabstufungen vorgenommen wurden, allen voran für Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien. Ein ähnliches Schicksal wurde allerdings auch Ländern zuteil, deren Status als risikofreie Schuldner kaum in Frage gestellt wird, wie z.B. den USA und Japan, und das obwohl ihre Finanzierungskosten dank der starken Nachfrage nach sicheren Anlagen gesunken waren.

Das weckte die Besorgnis, dass Staaten ihren Status als ausfallsichere Schuldner verlieren und ihre Verbindlichkeiten damit einem nicht zu vernachlässigenden Kreditrisiko unterliegen würden. Als vollends risikofrei bewertet zu werden entspricht allerdings, selbst aus dieser engen Perspektive heraus, mehr einem erstrebenswerten Ideal als einem wirklich greifbaren Ziel. Umgekehrt kann es verheerende Folgen haben, wenn ein Vermögenswert fälschlicherweise als risikofrei bewertet wird. Das war vor der jüngsten Krise für zahlreiche Staaten der Fall und trifft für einige Länder nach wie vor zu. Als „risikofrei“ werden daher im Folgenden jene Schuldtitel bezeichnet, von denen mit ausreichend hoher Wahrscheinlichkeit angenommen werden kann, dass sie an die Gläubiger zurückgezahlt werden, sodass die Finanzmarktteilnehmer bei ihren Anlageentscheidungen das Kreditrisiko solcher Papiere vernachlässigen können. Derartige Papiere tragen dazu bei, dass das Finanzsystem reibungslos und effizient funktioniert.

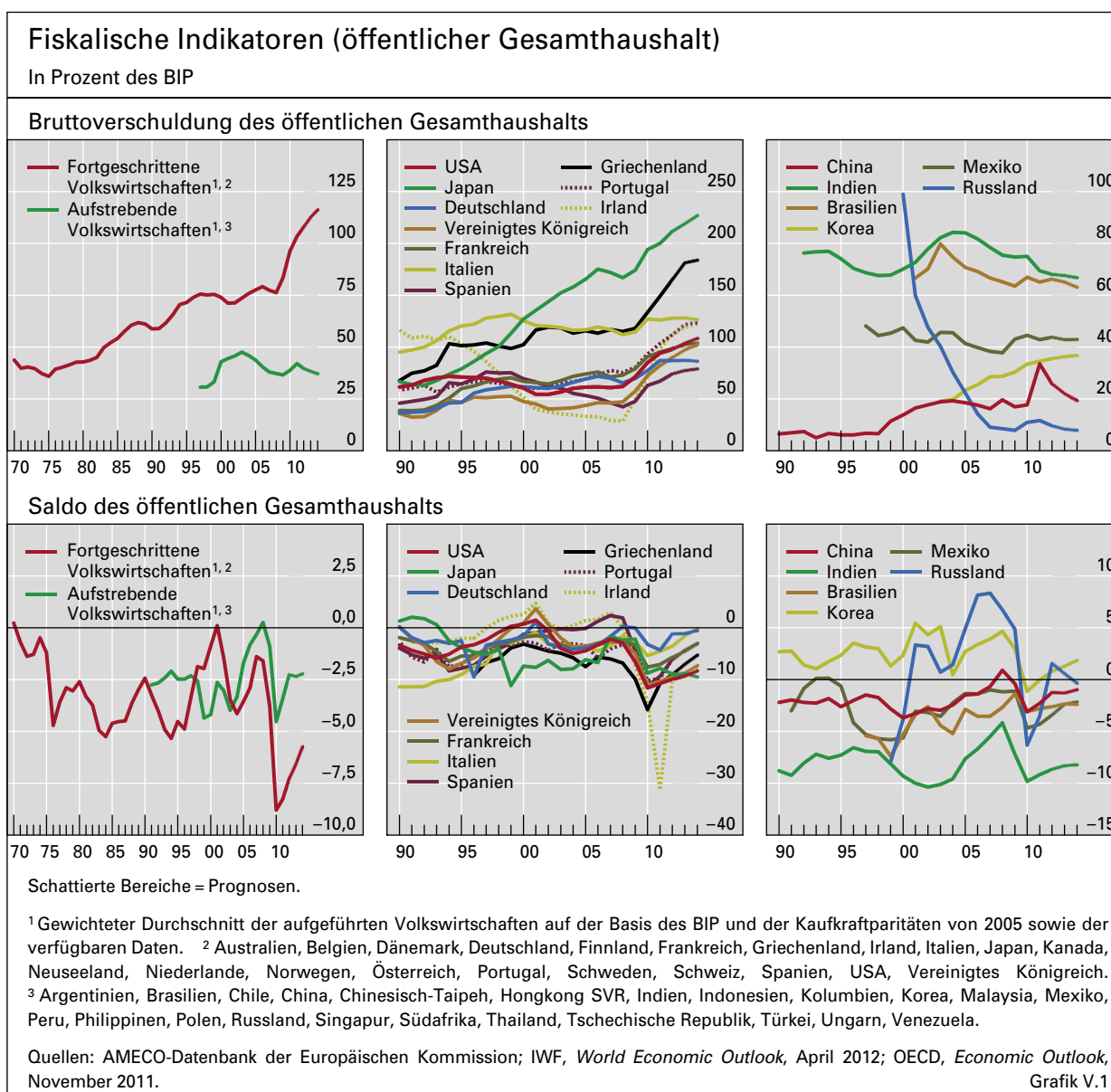
Verschlechtert sich die Kreditwürdigkeit eines Staates, hat das nachteilige Auswirkungen auf die Finanzstabilität, auf die Durchführung und Glaubwürdigkeit der Fiskal- und Geldpolitik, auf das Funktionieren der Finanzmärkte und auf die Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors. Das erhöhte Ausfallrisiko von Staaten ist besonders besorgniserregend im gegenwärtigen Umfeld kraftlosen Wirtschaftswachstums, nach wie vor angeschlagener Finanzmärkte und stark beanspruchter Zentralbanken. Das Gebot der Stunde lautet daher: Rückkehr zu tragfähigen öffentlichen Finanzen.

Der folgende Abschnitt befasst sich mit der Bonitätsverschlechterung staatlicher Schuldner und geht deren Hauptursachen auf den Grund. Im Anschluss werden die Auswirkungen dieser Entwicklung behandelt, ehe zuletzt Schlussfolgerungen bezüglich des Handlungsbedarfs gezogen werden.

Verlust des Status als risikofreier Schuldner – Ursachen und Auswirkungen

Öffentliche Finanzen

Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren schon lange vor Ausbruch der jüngsten Finanzkrise aufgekommen. Schließlich waren die expliziten öffentlichen Schuldenquoten dort von Mitte der 1970er Jahre bis Mitte der 1990er Jahre stetig gewachsen. Dieser Trend schwächte sich im darauffolgenden Jahrzehnt zwar ab, was auf eine Kombination aus dynamischem Weltwirtschaftswachstum und haushaltspolitischen Konsolidierungsbestrebungen sowohl in Europa als auch in den USA zurückzuführen war. Dennoch blieb die Verschuldung recht hoch. Im Zuge der globalen Finanzkrise schnellten die Schuldenquoten dann drastisch in die Höhe (Grafik V.1).



Als wäre die explizite öffentliche Verschuldung nicht bereits beunruhigend genug, stellt sich die Haushaltslage noch prekärer dar, wenn die angesichts einer alternden Bevölkerung prognostizierten Zuwächse der öffentlichen Renten- und Gesundheitsausgaben einkalkuliert werden.¹ Schätzungen zufolge werden diese Ausgaben in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von 2010 bis 2050 um durchschnittlich 7,9 Prozentpunkte des BIP steigen.²

Kredit- und Vermögenspreisbooms hatten überdies in einer Reihe fortgeschrittener Volkswirtschaften die Haushaltssituation vor der Krise günstiger erscheinen lassen, als sie tatsächlich war. Die Regierungen einiger Länder, insbesondere Irlands und Spaniens, wiegten sich angesichts der steigenden Steuereinnahmen in trügerischer Sicherheit. Diese Einnahmen beruhten aber, wie sich herausstellen sollte, ausschließlich auf nicht tragfähigen Finanzbooms.³ Die temporäre Zunahme des Steueraufkommens im Finanz- und Immobiliensektor ließ die staatlichen Haushaltssalden vorübergehend auf ein Niveau anschwellen, das jenes übertraf, das üblicherweise mit zyklischen Wirtschaftsaufschwüngen in Verbindung gebracht wird. In der Folge überschätzten öffentliche Entscheidungsträger die strukturellen Haushaltssalden (s. Kasten).⁴ Derartige Fehleinschätzungen verleiteten dazu, die Fiskalpolitik zu lockern, was sich beim Platzen der Finanzblasen als gefährlich herausstellte.

Die Haushaltslage in den aufstrebenden Volkswirtschaften hebt sich auf den ersten Blick deutlich positiv von jener in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ab. So verharrten in diesen Ländern Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung (gemessen am BIP) in der Regel auf einem viel niedrigeren Niveau (Grafik V.1). Seit 2010 ist darüber hinaus zu beobachten, dass die öffentlichen Schuldenquoten im Durchschnitt abnehmen.

Der Schein trügt allerdings etwas, denn nicht in allen aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte der zugrundeliegende Haushalt gleichermaßen solide sein. Grafik V.1 zeigt, dass die Haushaltspositionen im Ländervergleich ziemlich heterogen sind. Die sog. Schuldentoleranz ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Allgemeinen niedriger als in den fortgeschrittenen Ländern. Dies ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, u.a. frühere Zahlungsausfälle und eine geringere Steuerkapazität. Weil auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften die Bevölkerung altert, kommen im Zusammenhang mit dem Renten- und Gesundheitswesen auf diese Länder beträchtliche Mehrausgaben zu (für den Zeitraum 2010 bis 2050 in Höhe von

¹ Siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, „The future of public debt: prospects and implications“, *BIS Working Papers*, Nr. 300, März 2010, und IWF, *Global Financial Stability Report*, April 2012, Kapitel 4.

² Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005 der in Fußnote 2 von Grafik V.1 aufgeführten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, für die Schätzungen verfügbar sind in IWF, Fiscal Affairs Department, „*The challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*“, Dezember 2011, und IWF, Fiscal Affairs Department, „*Macro-fiscal implications of health care reform in advanced and emerging economies*“, Dezember 2010.

³ Siehe J. Suárez, „The Spanish crisis: background and policy challenges“, *CEPR Discussion Papers*, Nr. 7909, Juli 2010.

⁴ Siehe auch BIZ, *81. Jahresbericht*, Juni 2011, Kapitel II.

Finanzzyklus, Produktionspotenzial und konjunkturbereinigte Haushaltssalden

Schätzungen des Produktionspotenzials erfüllen bei der Feinabstimmung wirtschaftspolitischer Maßnahmen einen wichtigen Zweck: Sie helfen den Entscheidungsträgern, zwischen vorübergehenden Schwankungen und längerfristigen Trends zu unterscheiden. Die Differenz zwischen der tatsächlichen Produktion und dem Produktionspotenzial wird allgemein als Produktionslücke bezeichnet, wobei sich das Produktionspotenzial allerdings nicht unmittelbar beobachten lässt. In diesem Kasten wird gezeigt, wie aus Informationen über den Finanzzyklus Schätzungen des Produktionspotenzials und der Produktionslücke abgeleitet und dann für die Messung der strukturellen Haushaltssalden verwendet werden können.

Am häufigsten werden solche Schätzungen ausgehend vom langfristigen Trend der tatsächlichen Produktion auf rein statistischer Basis (z.B. durch den Hodrick-Prescott-Filter/HP-Filter) ermittelt. Dieses Verfahren ist einfach, stützt sich aber nicht auf zusätzliche Informationen über Wirtschaftsbeziehungen. Andere Ansätze sind stärker modellbasiert und bilden in sehr unterschiedlichem Ausmaß Wirtschaftsdaten ab. Das Verhältnis zwischen den Kapazitätsreserven und der Inflation (Phillips-Kurve) wird am häufigsten einbezogen. Der Grundgedanke dabei ist, dass sich die Inflation relativ zur Produktionslücke verändert. Bei einigen Ansätzen wird darüber hinaus auch die Produktionsfunktion der Wirtschaft berücksichtigt.

Die bestehenden Ansätze erfassen keine Daten zum Finanzzyklus. Vieles deutet jedoch darauf hin, dass die Finanzmarktbedingungen die Produktion wesentlich beeinflussen können. Das gilt insbesondere für Phasen, in denen das Kreditvolumen und die Vermögenspreise auf ein unhaltbares Niveau ansteigen und dadurch finanzielle Ungleichgewichte entstehen. Beispielsweise würden bestimmte Muster im Anlage- und Konsumverhalten, die sich parallel dazu verfestigen können, mit der Zeit zu gravierenden Fehlallokationen der Produktion und des Kapitalstocks führen. Solche längerfristig nicht aufrechterhaltenden Booms können, obwohl sie anfänglich unproblematisch erscheinen, das nachhaltige Wachstum untergraben. Halten die Booms länger an, gehen die Produktionszuwächse nämlich zusehends über ein tragfähiges Niveau hinaus.

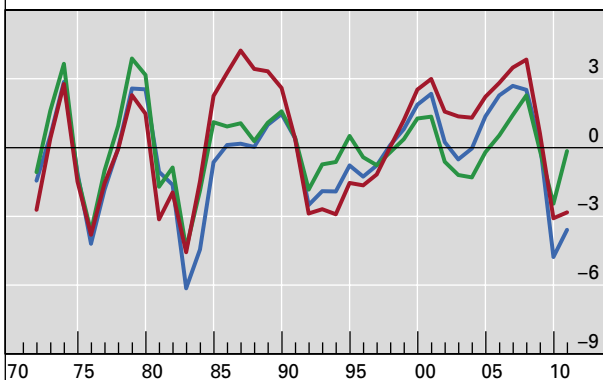
Vor diesem Hintergrund soll hier die gängigste statistische Methode zur Schätzung des Produktionspotenzials (der HP-Filter) um Informationen zum Finanzzyklus erweitert werden. Zur leichteren Darstellung werden nur Kreditaggregate herangezogen.[®] Als allgemeiner Näherungswert für die Finanzmarktbedingungen dient im Speziellen die prozentuale Veränderung der Kredite an den privaten Sektor (inflationsbereinigt) gegenüber dem Stichprobendurchschnitt. Das Gewicht dieser Variable wird parallel zum Anstieg des Kreditvolumens (im Verhältnis zum BIP) über normale historische Niveaus hinaus allmählich erhöht. Letzteres deutet auf eine unhaltbare Entwicklung bzw. den Aufbau finanzieller Ungleichgewichte hin.

Zur Veranschaulichung werden in Grafik V.A.1 die auf unterschiedliche Weise ermittelten Produktionslücken der USA und Spaniens (kreditbasiert; HP-Filter sowie OECD-Schätzung auf Basis des Produktionsfunktionsansatzes) einander gegenübergestellt. Dieser Vergleich verdeutlicht, dass die kreditbasierten Schätzungen für die Phasen eines unhaltbaren Kreditbooms, die vor der jüngsten Finanzkrise in

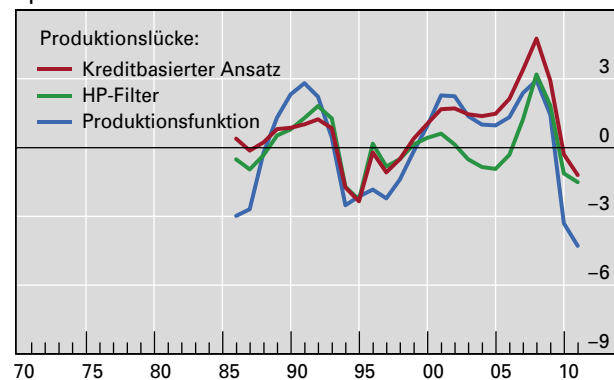
Unterschiedliche Schätzungen der Produktionslücke

Prozentpunkte

USA



Spanien



Quellen: OECD, *Economic Outlook*, November 2011; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik V.A.1

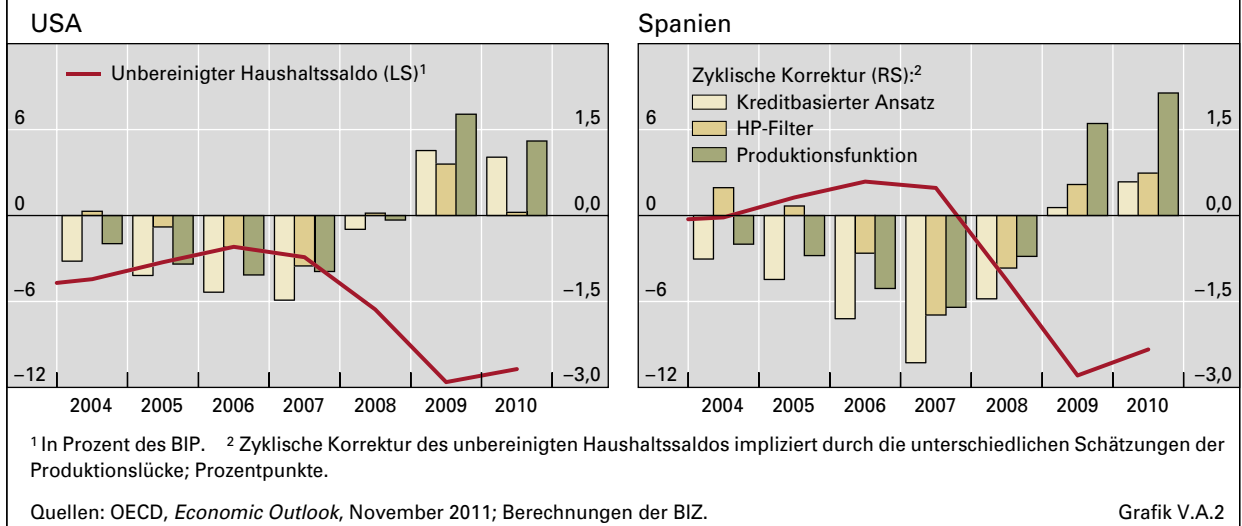
beiden Ländern auftraten, ein viel geringeres Produktionspotenzial anzeigen. Was hingegen die Phasen betrifft, in denen sich das Kreditvolumen weniger stark veränderte, decken sich die Ergebnisse der verschiedenen Ansätze relativ stark. Eine solche Phase erlebten die USA beispielsweise in den 1970er Jahren, als die Finanzmarktregulierung verschärft wurde.

Um abzuschätzen, wie sich die Unterschiede zwischen den Produktionslücken-Schätzungen auf die Wirtschaft auswirken, werden diese Schätzungen zur Konjunkturbereinigung der öffentlichen Haushalts-salden herangezogen. Zur Konstruktion solcher strukturellen Haushaltssalden sind für verschiedene Steuerkategorien und Staatsausgaben Elastizitätsschätzungen hinsichtlich der Produktionslücke erforderlich. Hierfür kommen OECD-Schätzungen zum Einsatz.[®] In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass nicht um die zusätzlichen Effekte, die ein Auftrieb der Vermögenspreise auf die Staatseinnahmen haben kann, korrigiert wird. Die Unterschiede zwischen den konjunkturbereinigten Haushaltssalden spiegeln daher rein die Abweichungen in den Schätzungen der Produktionslücke wider.

Grafik V.A.2 zeigt die unbereinigten Haushaltssalden der USA und Spaniens sowie die von den unterschiedlichen Schätzungen der Produktionslücke implizierten zyklischen Korrekturen. Ein Unterschied von mehr als einem halben Prozentpunkt wird in diesem Zusammenhang landläufig als wirtschaftlich signifikant eingestuft. Ersichtlich ist, dass sich die Unterschiede zwischen den kreditbasierten und den übrigen Schätzungen generell in dieser Größenordnung bewegen. Es zeigt sich zudem, dass die kreditbasierten konjunkturbereinigten Salden während unhaltbarer Kreditbooms am geringsten sind. Das steht im Einklang mit der – durch Folgeereignisse bestätigten – Auffassung, dass solche Booms ein unrealistisch positives Bild der öffentlichen Finanzen zeichnen.

[®] Eine breiter angelegte Analyse würde auch Informationen zu den Vermögenspreisen enthalten, insbesondere den Immobilienpreisen (s. Kapitel III sowie M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!“, *BIS Working Papers*, erscheint demnächst). Für Details zur Ableitung der Schätzungen s. C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, „Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle“, *BIS Working Papers*, erscheint demnächst. [®] Siehe N. Girouard und C. André, „Measuring cyclically adjusted budget balances for OECD countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 434, 2005.

Haushaltssaldo und zyklische Korrektur



durchschnittlich 7,0 Prozentpunkten des BIP).⁵ In einigen dieser Länder dürfte sich die öffentliche Haushaltslage auch durch potenziell untragbare Kredit- und Vermögenspreisbooms günstiger darstellen, als sie tatsächlich ist (Kapitel III).

Ein Indikator für die fiskalpolitische Nachhaltigkeit ist die fiskalische Lücke („fiscal gap“). Sie beziffert die Korrektur, die in den konjunkturbereinigten

⁵ Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005 der in Fußnote 3 von Grafik V.1 aufgeführten aufstrebenden Volkswirtschaften, für die Schätzungen verfügbar sind in IWF, Fiscal Affairs Department, 2011, op. cit., und IWF, Fiscal Affairs Department, 2010, op. cit.

Primärsalden erforderlich ist, um die Schuldenquote über einen festgelegten Zeithorizont wieder auf ein tragfähiges Niveau zurückzuführen.⁶ Über das optimale Niveau der Schuldenquote mögen die Meinungen auseinandergehen; als Faustregel kann jedoch eine durch die bisherige empirische Forschung belegte Annahme herangezogen werden: Ein Anstieg auf über 85% wirkt wachstumshemmend.⁷ Wenn dem so ist und angesichts der jüngsten Erfahrungen, würde dies bedeuten, dass die Schuldenquote deutlich unter 85% liegen müsste, damit während eines Abschwungs ein gewisser Spielraum besteht, um eine antizyklische Fiskalpolitik zu betreiben und die öffentliche Verschuldung zu erhöhen.

Zur Veranschaulichung kann ein Beispiel dienen, in dem von einer Benchmark-Quote von 50% (also mit ausreichend Spielraum nach oben) für den langfristigen Zeithorizont bis 2050 ausgegangen wird. Mit Blick auf diese grobe Referenzgröße müssten die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihren konjunkturbereinigten Primärsaldo gegenüber den für 2012 prognostizierten Werten⁸ (gemäß OECD-Schätzungen, s. Tabelle V.1) umgehend um mindestens 3% des BIP verbessern, wenn gleichzeitig die erwarteten Mehrausgaben im Renten- und Gesundheitswesen berücksichtigt werden.⁹ Besonders große fiskalische Lücken weisen 2012 Irland, Japan, die USA und das Vereinigte Königreich auf, nämlich über 8% des BIP; es folgen Frankreich, Kanada und die Niederlande (zwischen 5,4% und 6,3% des BIP). Griechenland, Italien und Portugal verzeichnen für dieses Jahr geringere fiskalische Lücken (zwischen 2,6% und 3,3% des BIP), was hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, dass die für 2012 prognostizierten konjunkturbereinigten Primärsalden dank der jüngsten Bemühungen zur Haushaltskonsolidierung positiver ausfallen. Unter den betrachteten Ländern hat nur Schweden keinen Handlungsbedarf. Die beträchtlichen Fiskallücken vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften machen deutlich, dass große Anpassungen bei den Staatshaushalten notwendig sind, um zu nachhaltig gesicherten öffentlichen Finanzen zurückzukehren.

Die Anfälligkeit der öffentlichen Finanzen wird nicht nur durch langfristige fiskalpolitische und gesamtwirtschaftliche Trends bestimmt. Eine Rolle spielt auch die Besitzverteilung von Staatsanleihen unter in- und ausländischen Haltern (Grafik V.2). Wird, wie im Fall Brasiliens und Japans, ein größerer Teil der Anleihen im Inland gehalten, kann das unter sonst gleichen Rahmenbedingungen höhere Schuldenquoten vorübergehend stützen: Eine Kapitalflucht ins Ausland birgt weniger Gefahrenpotenzial, und das inländische Einkommen wird durch die Zinszahlungen in geringerem Maße geschmälert. Entfällt außerdem ein größerer Anteil der im Ausland gehaltenen Staats-

⁶ Dabei handelt es sich um eine unvollkommene Näherungsgröße, da die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auch durch Faktoren mitbestimmt wird, die in der fiskalischen Lücke nicht abgebildet sind.

⁷ Siehe S. Cecchetti, M. Mohanty und F. Zampolli, „The real effects of debt“, *BIS Working Papers*, Nr. 352, September 2011.

⁸ Auf der Basis von Prognosen aus dem Jahr 2011.

⁹ Siehe OECD, „Fiscal consolidation: How much is needed to reduce debt to a prudent level?“, *OECD Economics Department Policy Notes*, Nr. 11, April 2012, sowie R. Merola und D. Sutherland, „Fiscal consolidation: Part 3. Long-run projections and fiscal gap calculations“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 934, Januar 2012; hier finden sich auch Einzelheiten zu den den Projektionen zugrundeliegenden Annahmen.

Entwicklung der fiskalischen Lücke					
Prozentpunkte					
	Fiskalische Lücke ¹		Veränderung der fiskalischen Lücke ² (2007–12), aufgeschlüsselt nach		
	2007 ³	2012	Veränderung des zugrundeliegenden Primärsaldos	Veränderung des Schulden- stands	Veränderung der Schuldzinsen
Japan	7,4	12,2	2,6	1,7	0,4
Neuseeland	3,2	9,6	5,5	0,8	0,1
USA	3,8	9,4	5,0	1,2	-0,5
Luxemburg	9,3	9,3	0,0	0,0	0,0
Irland	3,1	8,6	2,3	2,3	1,0
Vereinigtes Königreich	6,5	8,5	1,9	1,2	-1,1
Niederlande	5,4	6,3	1,0	0,3	-0,4
Belgien	4,6	6,0	1,5	0,3	-0,4
Finnland	3,8	5,7	1,4	0,4	0,1
Kanada	3,5	5,5	2,5	0,4	-0,9
Frankreich	4,8	5,4	0,3	0,9	-0,5
Slowakei	4,9	5,2	-0,8	0,7	0,4
Deutschland	4,1	4,8	1,2	-0,1	-0,4
Polen	1,9	4,7	1,7	0,6	0,5
Österreich	3,5	4,6	0,9	0,5	-0,3
Tschechische Republik	5,0	4,6	-1,2	0,7	0,1
Korea	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
Spanien	3,1	4,2	0,7	0,7	-0,3
Ungarn	6,6	3,5	-3,1	0,1	-0,1
Griechenland	7,8	3,3	-6,3	1,4	0,4
Australien	2,4	3,2	0,5	0,5	-0,2
Portugal	4,2	3,0	-1,9	0,5	0,2
Italien	3,7	2,6	-1,0	0,1	-0,3
Schweiz	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0
Dänemark	1,7	2,0	0,1	0,1	0,1
Schweden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Unmittelbar erforderlicher Anstieg des zugrundeliegenden Primärsaldos in Prozent des BIP, um die Bruttoverschuldung bis 2050 auf 50% des BIP zu reduzieren; einschließlich der Kosten für die Gesundheitsfürsorge und Langzeitpflege sowie der prognostizierten Zunahme bei den Rentenausgaben. ² Der Beitrag der Veränderung entspricht der Differenz der in einer Basissimulation ermittelten Fiskallücken. Dabei werden die Ausgaben für Renten, Gesundheitsfürsorge und Langzeitpflege als ein konstant bleibender Anteil des BIP angenommen. Ein negativer Beitrag impliziert eine Verbesserung der zugrundeliegenden Haushaltsposition bzw. einen Rückgang des für die Staatsschuld gezahlten Zinssatzes, jeweils bezogen auf den Zeitraum von 2007 bis 2012 (Prognosewert). ³ Die implizite fiskalische Lücke berücksichtigt die Auswirkungen der zugrundeliegenden Haushaltsposition, Schuldenstände und Zinssätze des Jahres 2007 auf die Lücke im Jahr 2012.

Quelle: OECD, „Fiscal consolidation: how much is needed to reduce debt to a prudent level?“, *OECD Economics Department Policy Notes*, Nr. 11, April 2012.

Tabelle V.1

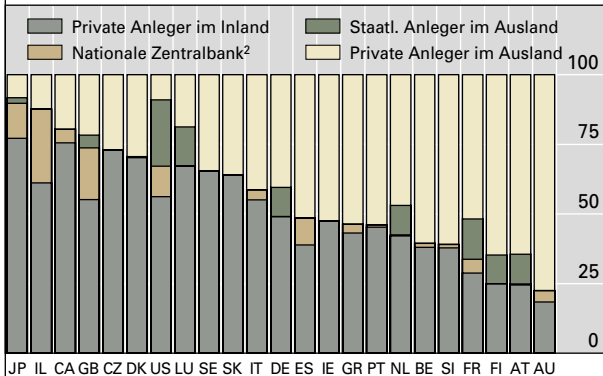
anleihen auf staatliche Anleger, kann das, wie im Fall der USA, stabilere Finanzierungskosten für den Staat bedeuten. Staatliche Anleger reagieren nämlich tendenziell weniger auf kurzfristige Wirtschaftsdaten und auf abrupte Ausschläge in der weltweiten Risikoaversion.

Auch die Nettoauslandsvermögensposition kann sich auf die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen auswirken. Jene Länder, die am stärksten in den Sog

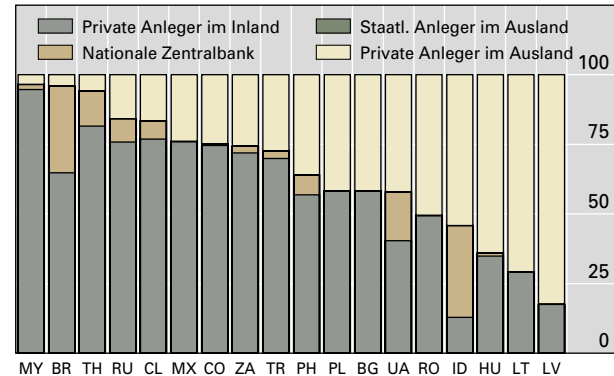
Halter von Staatsschuldtiteln¹

In Prozent des ausstehenden Gesamtbetrags

Fortgeschrittene Volkswirtschaften



Aufstrebende Volkswirtschaften



JP IL CA GB CZ DK US LU SE SK IT DE ES IE GR PT NL BE SI FR FI AT AU

MY BR TH RU CL MX CO ZA TR PH PL BG UA RO ID HU LT LV

AT = Österreich; AU = Australien; BE = Belgien; BG = Bulgarien; BR = Brasilien; CA = Kanada; CL = Chile; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; DE = Deutschland; DK = Dänemark; ES = Spanien; FI = Finnland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; GR = Griechenland; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IE = Irland; IL = Israel; IT = Italien; JP = Japan; LT = Litauen; LU = Luxemburg; LV = Lettland; MX = Mexiko; MY = Malaysia; NL = Niederlande; PH = Philippinen; PL = Polen; PT = Portugal; RO = Rumänien; RU = Russland; SE = Schweden; SI = Slowenien; SK = Slowakei; TH = Thailand; TR = Türkei; UA = Ukraine; US = USA; ZA = Südafrika.

¹ Vereinigtes Königreich und USA: Daten für Q4 2011; Brasilien und Spanien: Daten für Q3 2011; Australien, Frankreich, Israel und Japan: Daten für Q2 2011; Deutschland: Daten für Q1 2011; übrige aufstrebende Volkswirtschaften: Daten für Q2 2011; übrige fortgeschrittene Volkswirtschaften: Daten für Q4 2010. Bruttoverschuldung des öffentlichen Gesamthaushalts, außer in Australien (Staatspapiere des Commonwealth, einschl. Schatzanweisungen), Kanada (Anleihen und kurzfristige Papiere des kanadischen Staates), Frankreich (börsengängige Staatspapiere), Israel (handelbare Staatsanleihen), Japan (Anleihen des Zentralstaates, u.a. auch der Japan Post Bank, die zu 100% JP Holdings gehört, die wiederum zu 100% im Eigentum der Regierung steht), Spanien (marktgängige Papiere des Zentralstaates), dem Vereinigten Königreich (Anleihen des Zentralstaates) und den USA (Schatzpapiere, einschl. nicht marktgängiger Schuldtitel). ² Ohne EZB.

Quellen: IWF, *Fiscal Monitor*, April 2012, und *World Economic Outlook*, April 2012; OECD, *Economic Outlook*, November 2011; Weltbank, *Quarterly External Debt Statistics*; Berechnungen der BIZ. Grafik V.2

der Schuldenkrise im Euro-Raum geraten sind, weisen gemessen am BIP eine große negative Nettoauslandsvermögensposition auf. Mit -108% des BIP verzeichnete Portugal Ende 2011 die größte negative Nettoauslandsvermögensposition, gefolgt von Irland (-95%), Spanien (-86%) und Griechenland (-73%). Die große positive Position Japans (51%) wiederum trägt dazu bei, die prekäre Haushaltssituation des Landes zu entschärfen, und dies obwohl sich die japanische Schuldenquote 2011 auf 212% belief.

Auswirkungen der Finanzkrise auf die öffentlichen Finanzen

Infolge der Finanzkrise verdüsterte sich die Lage der öffentlichen Finanzen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zusehends. Praktisch alle entwickelten Staaten verzeichneten viel höhere Schuldenstände als 2007 (Grafik V.1). Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften blieben nicht verschont; allerdings war dort der Anstieg der öffentlichen Verschuldung verhaltener.

Die marginalen Effekte der Finanzkrise auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen erschließen sich, wenn analysiert wird, wie sich die fiskalischen Lücken seit dem Ausbruch der Finanzkrise entwickelt haben. In etlichen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften (etwa in Japan, in den USA und im Vereinigten Königreich) weiteten sie sich stark aus, da dort die Haushaltsdefizite und die Verschuldung krisenbedingt anschwellen

(Tabelle V.1). In Irland und Spanien kam es den jüngsten Konsolidierungsbemühungen zum Trotz von 2007 bis 2012 ebenfalls zu einer Ausweitung. In beiden Ländern resultierte die Zunahme der Fiskallücke ungefähr zu gleichen Teilen aus dem Anstieg der Staatsverschuldung und dem Anstieg des konjunkturbereinigten Primärsaldos.

Mehrere Faktoren erklären, warum als Reaktion auf die Krise die Defizite beträchtlich zugenommen haben. Erstens verkleinerten sich die nicht diskretionären Komponenten des Staatshaushalts, als die Staatseinnahmen sanken und die automatischen Ausgaben zunahmen. Zweitens führten viele Regierungen umfangreiche Konjunkturprogramme durch, um dem Wirtschaftsabschwung gegenzusteuern. Drittens griffen unmittelbar nach der Krise zahlreiche Staaten den heimischen Finanzinstituten unter die Arme – mittels Programmen zum Ankauf von Vermögenswerten, direkten Eigenkapitalzuführungen sowie Schuldengarantien. Viele dieser Finanzhilfen nahmen beträchtliche Ausmaße an, und die Initialkosten erreichten bis zu 55% des BIP.¹⁰ Wie bereits erwähnt gingen darüber hinaus in Ländern, die vor der Krise Kredit- und Vermögenspreisbooms erlebt hatten, die Steuereinnahmen ungleich stärker zurück, als dies normalerweise bei einem Konjunkturabschwung der Fall ist.

Auswirkungen der öffentlichen Haushaltsprobleme auf das Finanzsystem

Die Krise löste eine negative Rückkopplung zwischen dem Kreditrisiko von Banken und demjenigen von Staaten aus. Mit anderen Worten: Die Schwäche des Finanzsystems belastete die öffentlichen Finanzen, und umgekehrt litten die Finanzinstitute darunter, dass sich die wahrgenommene Kreditwürdigkeit staatlicher Schuldner verschlechterte.

Dass staatliche Schuldner zunehmend als weniger kreditwürdig eingeschätzt wurden, setzte dem Finanzsektor über eine Reihe von Kanälen zu.¹¹ So mussten Banken Marktwerteinbußen bei ihren Beständen an Staatsanleihen hinnehmen. Zudem hat sich die Verfügbarkeit erstklassiger Sicherheiten verringert, was die Refinanzierung der Banken erschwert (s. nächster Abschnitt und Kapitel VI). Das gesunkene Vertrauen in die Fähigkeit der Staaten, als Auffangnetz für das Finanzsystem zu fungieren, hat darüber hinaus die Mittelaufnahme von Finanzinstituten verteuert. Am deutlichsten trat dieses Phänomen in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien zutage. Dort mussten die Banken im vergangenen Jahr schlechtere All-in-Ratings hinnehmen, weil die wahrgenommene staatliche Unterstützung für den Bankensektor zurückgegangen war.¹² Zu guter Letzt sind die nicht mehr als risikofrei eingestufteten Staatsanleihen in den Anlageportfolios nun ein engeres Substitut für Banktitel. Die Verdrängung von Bankschuldverschreibungen durch Staatsanleihen wird dadurch wahrscheinlicher. Dieser Effekt ist zwar nicht auf Banken beschränkt,

¹⁰ Siehe C. Borio, B. Vale und G. von Peter, „Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?“, *BIS Working Papers*, Nr. 311, Juni 2010.

¹¹ Siehe Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions“, *CGFS Publications*, Nr. 43, Juli 2011.

¹² Siehe N. Tarashev, „Verschiedene Ursachen der jüngsten Herabstufungen von Bankenratings“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2011, S. 16–17.

trifft sie angesichts ihres beträchtlichen Finanzierungsbedarfs aber härter als andere Schuldner des privaten Sektors.

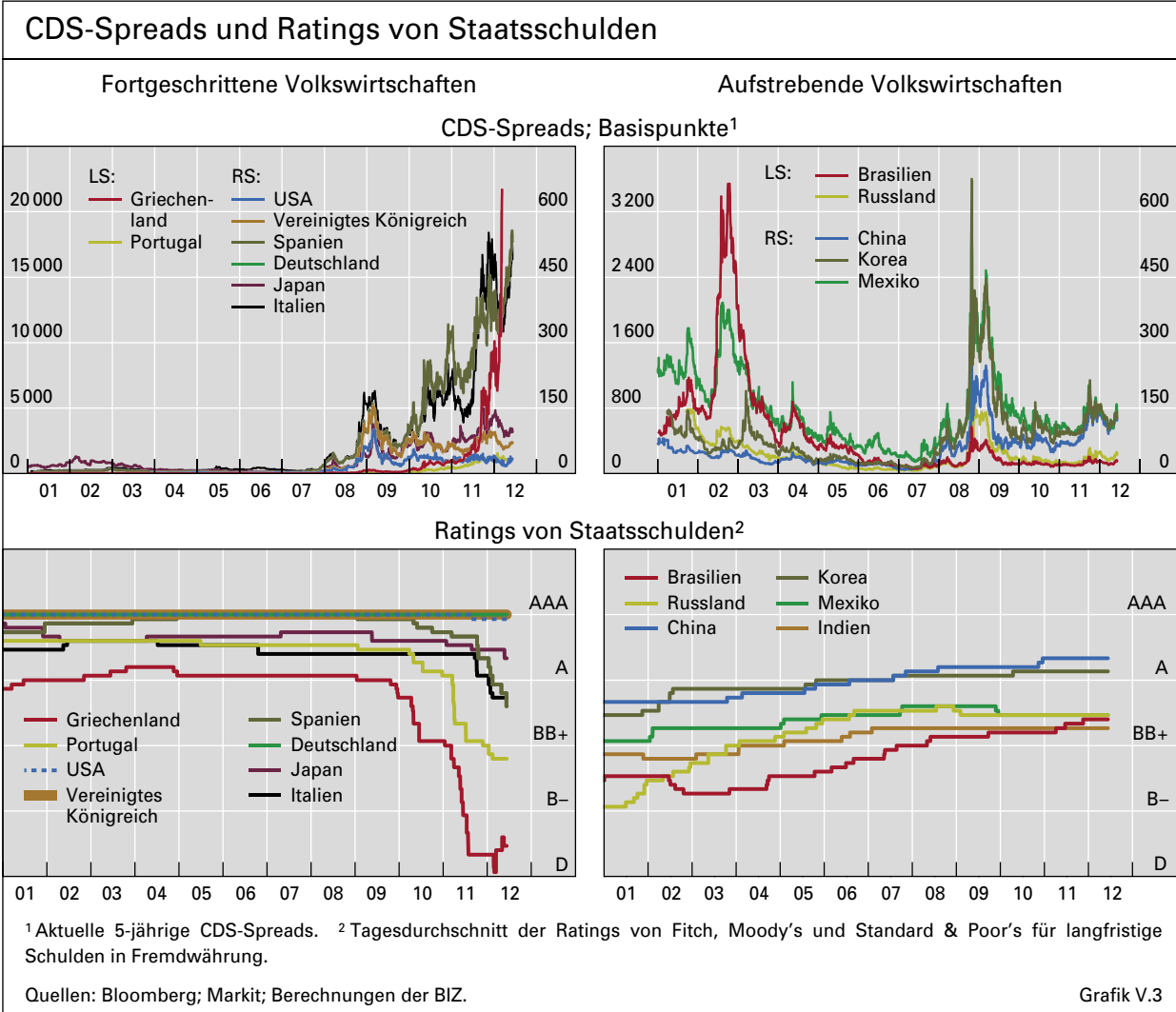
Die Marktpreise spiegeln die erhöhten Ansteckungsrisiken zwischen dem Finanz- und dem Staatssektor klar wider. Seit Anfang 2010 verstärkte sich die Korrelation zwischen den Spreads von CDS auf Bank- und Staatsanleihen erheblich, und zwar nicht nur innerhalb eines Landes, sondern vielfach auch über verschiedene Länder hinweg. Der Korrelationskoeffizient zwischen den täglichen Veränderungen der Spreads von CDS auf französische Bank- und Staatsanleihen beispielsweise erhöhte sich von 0,38 (2008/09) auf 0,79 (2010/11). Merkbare Zuwächse wurden im gleichen Zeitraum auch in Deutschland (von 0,33 auf 0,66), Italien (von 0,53 auf 0,78), Spanien (von 0,38 auf 0,71) und dem Vereinigten Königreich (von 0,34 auf 0,71) registriert.

Reaktionen auf die sich verschlechternde Finanzlage von Staaten

In den vergangenen Jahren ist die langfristige Schuldenfinanzierung für viele (aber nicht alle) fortgeschrittene Volkswirtschaften empfindlich teurer geworden. Insbesondere mit Blick auf die Kreditwürdigkeit einiger Länder des Euro-Raums kamen erhebliche Bedenken auf. So zogen die Renditen 10-jähriger griechischer, irischer und portugiesischer Staatsanleihen 2010 kräftig an. Die griechischen und portugiesischen Renditen schnellten 2011 noch weiter in die Höhe und erreichten per Jahresende 35,0% bzw. 13,4%. Nachdem den drei Ländern der Zugang zu den Märkten praktisch verschlossen war, ersuchten ihre Regierungen um internationale Unterstützung. Die langfristigen Finanzierungskosten von Italien und Spanien, deren aggregierte Staatsverschuldung 2011 rund € 2,7 Bio. betrug, stiegen bis Ende Mai 2012 auf 5,9% bzw. 6,6%. Dagegen sanken infolge der Flucht in sichere Anlagen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen Deutschlands, Japans und der USA auf 1,2%, 0,8% bzw. 1,6% (Stand Ende Mai 2012).

Noch massiver war der Anstieg des in den Kreditderivaten eingepreisten Kreditrisikos von Staaten. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften erklommen die Prämien von CDS auf Staatsschulden gegen Ende 2011 Rekordhöhen. Und auch wenn sie Anfang 2012 etwas rückläufig waren, sind sie nach wie vor sehr hoch (Grafik V.3 links oben). Die CDS-Spreads auf Staatsanleihen erhöhten sich selbst an denjenigen Anleihemärkten, die von der Flucht in sichere Anlagen und einer Verringerung der Finanzierungskosten profitierten.

Die Erosion der wahrgenommenen Kreditwürdigkeit fortgeschrittener Volkswirtschaften löste zahlreiche Bonitätsrückstufungen aus (Grafik V.3 links unten). Selbst den USA als Emittenten der weltweit am stärksten nachgefragten internationalen Reservewährung wurde im August 2011 von Standard & Poor's die Bonitätsbestnote entzogen, nachdem es einem US-Kongressausschuss nicht gelungen war, sich über eine mittelfristige Strategie zum strikten öffentlichen Schuldenabbau zu einigen. Ähnlich wie bei der Marktpreisentwicklung dürfte allerdings manche Ratingherabstufung nicht nur von der krisenbedingt ungünstigeren Lage der öffentlichen Haushalte herrühren, sondern auch daher, dass das Kreditrisiko von Staaten neu eingeschätzt wird: Was in Vor-krisenzeiten noch als tragbar galt, wird nun als riskanter eingestuft.



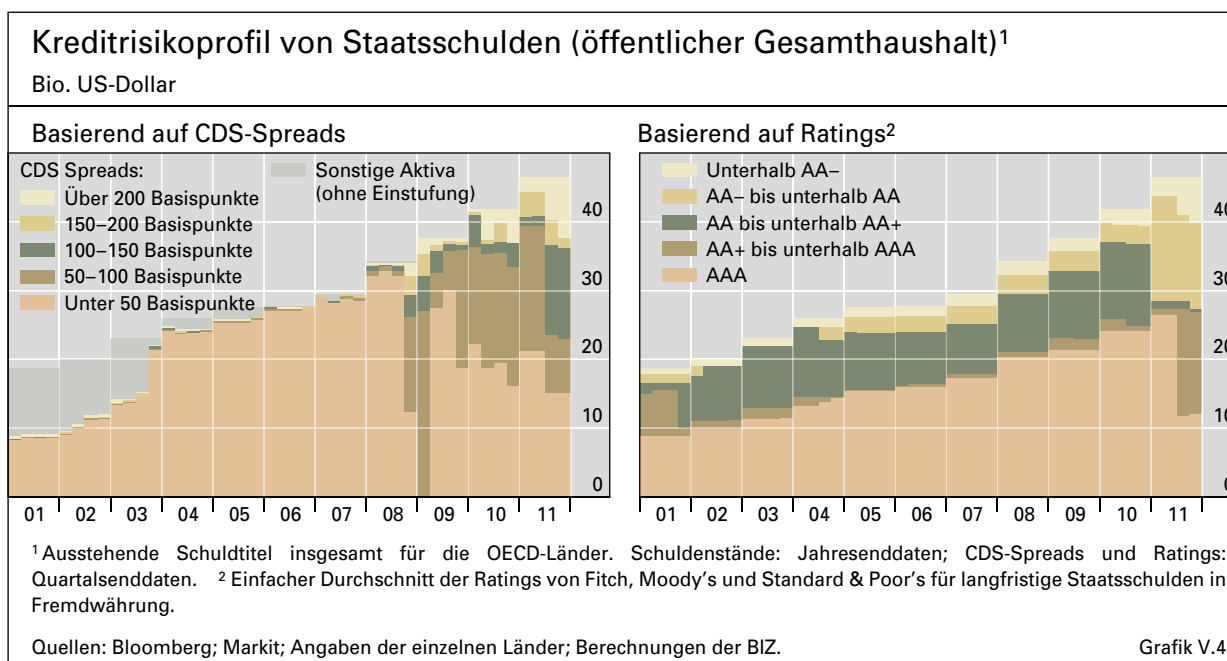
Die aufstrebenden Volkswirtschaften wurden im Unterschied zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von den Märkten und Ratingagenturen besser beurteilt. Die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten in den letzten Jahren kaum Veränderungen bei den CDS-Spreads. In der zweiten Jahreshälfte 2011 zogen diese zwar etwas an, waren aber weit entfernt von den Höchstständen der Jahre 2008/09 (Grafik V.3 rechts oben). Was die Bonitätsbeurteilungen angeht, so zeigt der Trend seit zehn Jahren nach oben, wodurch bereits eine gewisse Annäherung an die fortgeschrittenen Volkswirtschaften erreicht wurde (Grafik V.3 rechts unten). Trotz dieses positiven Gesamtbilds ist die Lage nicht überall gleich. Einige kleinere aufstrebende Volkswirtschaften beispielsweise mussten in den letzten Jahren Ratingherabstufungen hinnehmen. Bei anderen wiederum blieben Ratings und Finanzierungskosten praktisch unverändert, obwohl ihre Wirtschaft kräftig expandierte. Viele aufstrebende Länder Asiens haben derzeit ein niedrigeres Rating als vor dem Beginn der Asien-Krise im Jahr 1997.

Auswirkungen des Verlusts des risikofreien Status

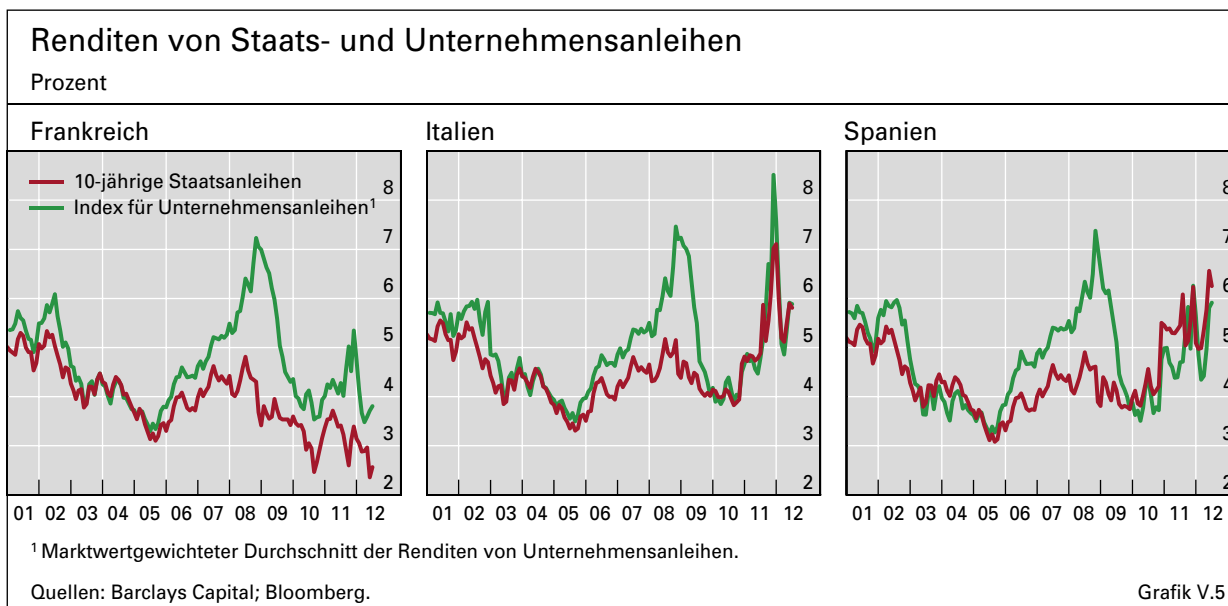
Sinkt die Kreditwürdigkeit eines Staates, hat dies etliche unerwünschte Folgen. Die Finanzstabilität leidet, ebenso die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik, und für den privaten Sektor wird die Kreditaufnahme zusehends teurer.

Wird einem Staat der Status als risikofreier Schuldner entzogen, untergräbt das die Finanzstabilität. Ein Staat, dessen Schulden als riskant eingestuft werden, ist nicht mehr imstande, das Finanzsystem zuverlässig abzusichern und als letzte Bastion der Stabilität zu fungieren. Außerdem wird risikoscheuen Privatanlegern und Finanzintermediären damit ein wertvolles Instrument genommen, das in Krisenzeiten zur Geldanlage mit wertstabilisierender Wirkung (einschl. für Besicherungszwecke) genutzt werden kann. Tatsächlich hat sich das Kreditrisikoprofil des globalen Bestands an Staatsanleihen deutlich verschlechtert. Das signalisieren sowohl die CDS-Spreads als auch die Ratings (Grafik V.4 links bzw. rechts). Das weltweite Angebot an „sicheren“ Staatsanleihen hat sich folglich verringert, und das ausgerechnet zu einem Zeitpunkt, wo die Nachfrage nach risikofreien Anlagen infolge einer Flucht in die Sicherheit zugenommen hat. Die Folge ist eine erhebliche Verknappung an sicheren Vermögenswerten im globalen Finanzsystem.

Der größere Risikogehalt der Staatsverschuldung schwächt die gesamtwirtschaftliche Stabilität auch, indem er auf die Fiskal- und Geldpolitik durchschlägt. Er verringert beispielsweise den Spielraum für stabilisierende antizyklische fiskalpolitische Maßnahmen. Darüber hinaus kann er die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik untergraben, wenn Befürchtungen einer fiskalpolitischen Beeinflussung der Geldpolitik („fiscal dominance“) und der Monetisierung von Staatsschulden aufkommen.¹³ Dadurch könnten die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung gerissen und die Volkswirtschaft destabilisiert werden.



¹³ Siehe auch BIZ, „Threat of fiscal dominance?“, *BIS Papers*, Nr. 65, Mai 2012.



Verschlechtert sich die wahrgenommene Kreditwürdigkeit eines Landes, bürdet das praktisch allen dort ansässigen privatwirtschaftlichen Kreditnehmern höhere Finanzierungskosten auf. Die Zinssätze für Staatsanleihen stellen für die Mehrheit dieser Kreditnehmer eine wirksame Untergrenze für ihre Finanzierungskosten dar¹⁴ und korrelieren vor allem in Krisenzeiten besonders stark mit diesen Kosten (Grafik V.5).¹⁵

Wie lässt sich der Status als risikofreier Schuldner zurückgewinnen?

Um ihre Schuldenstände wieder auf ein nachhaltiges Niveau zurückfahren und das Vertrauen in ihren Haushalt zurückgewinnen zu können, müssen die Regierungen in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre Haushalts-salden signifikant verbessern. Das ist der einzige Weg zurück zu nachhaltigem Wachstum. Hierfür ist es unabdingbar, die öffentlichen Finanzen entschlossen zu konsolidieren und die negative Rückkopplung zwischen dem Ausfallrisiko von Banken und demjenigen von Staaten zu unterbinden.

Etliche fortgeschrittene Volkswirtschaften haben die Konsolidierung ihrer Staatshaushalte bereits in Angriff genommen (Kapitel II), aber es bleibt noch viel zu tun. Das durchschnittliche konjunkturbereinigte Primärdefizit in Prozent des BIP sank gemäß OECD-Schätzungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf 4,1% im Jahr 2011 und soll weiter schrumpfen: auf 3,1% im Jahr 2012 und 2,1% im Jahr 2013. In den aufstrebenden Volkswirtschaften fiel der diesbezügliche Durchschnittswert für das vergangene Jahr geringer aus, und für 2012/13 wird nur eine leichte Abnahme erwartet.¹⁶ Vielen Ländern, die

¹⁴ Zu den wenigen Ausnahmen gehören in der Regel multinationale Großkonzerne, deren Geschäfte und Erträge international diversifiziert sind.

¹⁵ Siehe G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier und J. Mueller, „Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability“, *IMF Working Papers*, Nr. 12/33, Januar 2012.

¹⁶ Siehe IWF, *Fiscal Monitor*, April 2012.

Maßnahmen zur Rückführung des Haushaltsdefizits eingeleitet haben, gelang es dennoch nicht, ihre Defizite (gemessen am BIP) im angestrebten Ausmaß zu verringern. Grund dafür war, dass einerseits das Wachstum schwächer und andererseits das Defizit höher als erwartet ausfiel.

Die Finanzmärkte können die Rückkehr zu langfristig tragbaren öffentlichen Finanzen sowohl unterstützen als auch behindern. So kann Marktdisziplin einen Anreiz zur Haushaltskonsolidierung setzen. Es besteht aber auch die Gefahr, dass die Finanzmärkte haushaltspolitische Probleme zu lange ignorieren und daher zu spät reagieren. Die öffentlichen Entscheidungsträger sollten daher nicht erst Marktsignale abwarten, bevor sie die Haushaltskonsolidierung angehen.

Die Staaten sollten umgehend Reformen der Renten- und Gesundheitssysteme durchführen. Dadurch können sie ihre langfristigen Eventualverbindlichkeiten reduzieren und das Vertrauen in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf lange Sicht stärken.

Um wieder auf einen nachhaltigen Schuldenpfad zu gelangen, müssen viele fortgeschrittene Volkswirtschaften große Anpassungen am Haushaltsbudget vornehmen und einschneidende Reformen im öffentlichen Sektor einleiten. Der Zeitplan und die Intensität der einzelnen Maßnahmen werden zwangsläufig von länderspezifischen Bedingungen abhängen. Wird jedoch die Konsolidierung des Staatshaushalts verzögert, dürfte schwindendes Vertrauen die Finanzierungskosten in die Höhe treiben. Für einige Länder, die von einer veritablen Vertrauenskrise hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gebeutelt werden, ist der einzig mögliche Ausweg, unverzüglich einen Konsolidierungskurs einzuschlagen. In diesen Ländern wird sich die Wirtschaftstätigkeit nur durch einen solchen vertrauensbildenden Impuls ankurbeln lassen.

Hinsichtlich des besten Zeitpunkts für die Sanierung der öffentlichen Haushalte gehen die Meinungen auseinander. Ungewiss ist nämlich die Größe der fiskalischen Multiplikatoren, die durch die allgemeine Wirtschaftslage und den jeweiligen geldpolitischen Spielraum mitbestimmt werden dürfte. Jüngsten Forschungsergebnissen zufolge könnten fiskalische Multiplikatoren größer sein, wenn negative Produktionslücken vorliegen und die Geldpolitik durch die Nullzinsgrenze eingeschränkt wird, wie das zurzeit in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Fall ist.¹⁷ In einer Bilanzrezession können die fiskalischen Multiplikatoren jedoch geringer sein als in normalen Rezessionen. In einer Bilanzrezession tendieren überschuldete Akteure, dieser Tage zumeist private Haushalte, nämlich dazu, einen höheren Anteil jeder zusätzlichen Einkommenseinheit zur Schuldentilgung anstatt für diskretionäre Ausgaben zu verwenden.

Dies legt nahe, dass bei einer Haushaltskonsolidierung auch Spielraum einkalkuliert werden sollte, der nötigenfalls genutzt werden kann, um die

¹⁷ Siehe A. Baum, M. Poplawski-Ribeiro und A. Weber, „Fiscal multipliers and the state of the economy“, *IMF Working Papers*, erscheint demnächst, J. DeLong und L. Summers, „Fiscal policy in a depressed economy“, März 2012, Mimeo, sowie R. Barrell, D. Holland und I. Hurst, „Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal multipliers and fiscal consolidations“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 933, Februar 2012.

Bilanzsanierung im Finanz- wie auch im Nichtfinanzsektor zu unterstützen. In Ländern, in denen Bilanzsanierungen im privaten Sektor ein Problem sind, sollte unbeschadet der Haushaltskonsolidierung und Schuldenkürzung ein entsprechender fiskalpolitischer Handlungsspielraum geschaffen werden, um das Problem anzugehen (Kapitel III und VI).

Wichtig ist auch, dass die Politik die Wirtschaftsakteure und Finanzmärkte dazu ermutigt, ihre Erwartungshaltung nicht nur am kurzfristigen Horizont auszurichten. Dies setzt klare Aussagen darüber voraus, wie sich geplante Konsolidierungsmaßnahmen voraussichtlich über verschiedene Zeithorizonte hinweg auswirken werden. Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass eine straffere Haushaltspolitik die Wirtschaftstätigkeit nur vorübergehend beeinträchtigt.¹⁸

Eine Flexibilisierung der Wirtschaft kann kurzlebige widrige Effekte auf die Produktion abfedern und die Rückkehr zu einem auf längere Sicht nachhaltigen Wachstum beschleunigen. Strukturelle Reformen, u.a. an den Güter- und Arbeitsmärkten, spielen ebenfalls eine maßgebliche Rolle; sie tragen dazu bei, die Ressourcen umzuverteilen, die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und das Produktivitätswachstum zu steigern.

Längerfristig müssen die öffentlichen Entscheidungsträger auch die negative Rückkopplung zwischen dem Kreditrisiko des Staates und dem des Finanzsektors unterbinden. Beispielsweise sind Banken dazu anzuhalten, Kapital- und Liquiditätspolster aufzubauen – eines der dringlichsten Anliegen bei der laufenden Reform der Finanzmarktregulierung (Kapitel VI). Dadurch verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass erneut staatliche Rettungsaktionen notwendig werden. Für die Staaten empfiehlt sich des Weiteren, in guten Zeiten besonders umsichtig zu haushalten und finanzielle Reservepolster anzulegen, um nötigenfalls das Finanzsystem stützen zu können, ohne die eigene Kreditwürdigkeit gravierend zu beeinträchtigen (s. vorherigen Abschnitt). Die Risikogewichte schließlich, die für von Banken gehaltene Staatsanleihen angesetzt werden, sollten auf einer realistischen Einschätzung des Kreditrisikos der Staaten basieren, entsprechend den Kriterien des auf internen Ratings basierenden Ansatzes (IRB-Ansatzes) des Basler Rahmenwerks. Das würde die Banken davon abhalten, ihre Portfolios allzu sehr auf Staatsanleihen zu konzentrieren. Entgegen diesem Grundprinzip weisen viele Banken und Regulierungsinstanzen inländischen Staatsanleihen ein Risikogewicht von null zu und verstärken damit den Anreiz, solche Vermögenswerte zu halten.¹⁹

Weniger stark von der Finanzkrise betroffene Länder, darunter viele aufstrebende Volkswirtschaften, könnten die Gelegenheit nutzen, ihre Staatsfinanzen auf einen langfristig tragfähigen Pfad zu bringen. Damit wären sie besser gewappnet für die künftigen Herausforderungen, die sich angesichts

¹⁸ Siehe K. Clinton, M. Kumhof, D. Laxton und S. Mursula, „Budget consolidation: short-term pain and long-term gain“, *IMF Working Papers*, Nr. 10/163, Juli 2010, C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir und S. Mursula, „Global effects of fiscal stimulus during the crisis“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, Nr. 5, 2010, sowie IWF, *World Economic Outlook*, Oktober 2010, Kapitel 3.

¹⁹ Eine EU-Richtlinie etwa schreibt für Staatsanleihen der EU-Mitgliedsländer, die auf die jeweilige Landeswährung lauten und in dieser refinanziert sind, ein Risikogewicht von null vor. Siehe auch H. Hannoun, „Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?“, Rede anlässlich des Financial Stability Institute High-Level Meeting, Abu Dhabi, VAE, 26. Oktober 2011.

einer alternden Bevölkerung für die öffentlichen Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen abzeichnen. Gleichzeitig würden sie sich mehr Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik in der Zukunft schaffen.

Zusammenfassung

In beängstigendem Tempo haben viele Staaten in jüngster Zeit ihren Status als risikofreie Schuldner eingebüßt. Waren in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften die öffentlichen Haushalte schon vor der Finanzkrise nicht mehr tragfähig, so hat sich die Lage durch die Krise empfindlich zugespitzt. Infolgedessen wurden nicht nur die Finanzstabilität, die Glaubwürdigkeit der Fiskal- und Geldpolitik sowie die Funktionsweise der Finanzmärkte untergraben, auch die Kreditaufnahme im Privatsektor wurde immer teurer. Für die Wiederherstellung tragfähiger Finanzen ist es unabdingbar, die Haushaltskonsolidierung entschlossen voranzutreiben, Impulse für ein langfristiges Wachstum zu setzen und die negative Rückkopplung zwischen dem Ausfallrisiko von Banken und von Staaten zu unterbinden.