



## Konjunktur und Finanzpolitik

Dezember 2011

*Insgesamt haben sich die Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft gemäss IWF und OECD deutlich eingetrübt. Trotz Bemühungen der EU hat sich die Krise in der Eurozone weiter verschärft. Das fehlende Vertrauen in die Tragfähigkeit der Schuldenlast der EU-Länder und in den Euro wirkt sich negativ auf die Wirtschaft aus. Zusammen mit der dringend notwendigen Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wird das Wachstum aller EU-Mitgliedsländer gebremst. Das niedrige Wirtschaftswachstum wird in den meisten OECD-Ländern nicht genügen, um die überhöhte Verschuldung ihrer öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum BIP zu stabilisieren, geschweige denn zu reduzieren. In der Schweiz hingegen dürfte sich die Schuldenquote für den gesamten Staatssektor bis 2013 verringern.*

### 1 Makroökonomischer Rahmen

Nach einer fast zweijährigen Erholungsphase (bis Frühjahr 2011) schwächt sich das weltweite Wachstum gemäss dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der OECD deutlich ab (IWF: 5% im Jahr 2010 und 4% in den Jahren 2011 und 2012). Gegenüber den letzten Veröffentlichungen Mitte Jahr wurden die Prognosen relativ stark nach unten korrigiert. In den Industrieländern stellt die Eurokrise das grösste Risiko dar. So wird für die EU denn auch erwartet, dass das reale BIP-Wachstum gegen Ende Jahr zu einem Stillstand kommt und einige Mitgliedsstaaten gar in eine leichte Rezession geraten. Ein weiteres negatives Risiko sieht die OECD in den gescheiterten Verhandlungen des amerikanischen Budgetkomitees. Kommt es zu den angedrohten automatischen Budgetkürzungen, könnte die USA in eine Rezession fallen. Allerdings wird angenommen, dass sich die weltweiten Konjunkturaussichten ab Mitte 2012 wieder graduell aufhellen.

Tabelle 1: Herbstprognosen BIP

	IMF, Sept.		OECD, Nov.	
BIP-Wachstum in %	2011	2012	2011	2012
USA	1.5	1.8	1.7	2.0
Japan	-0.5	2.3	-0.3	2.0
China	9.5	9.0	9.3	8.5
Euro-Raum	1.6	1.1	1.6	0.2
Deutschland	2.7	1.3	3.0	0.6
Frankreich	1.7	1.4	1.6	0.3
Grossbritannien	1.1	1.6	0.9	0.5
Italien	0.6	0.3	0.7	-0.5
Spanien	0.8	1.1	0.7	0.3
Portugal	-2.2	-1.8	-1.6	-3.2
Griechenland	-5.0	-2.0	-6.1	-3.0
Irland	0.4	1.5	1.2	1.0
Schweiz	2.1	1.4	1.8	0.8

Die Schwellenländer dürften nach wie vor gesunde, wenn auch etwas abgeschwächte Wachstumsraten aufweisen. Die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern verharrt auf sehr hohem Niveau (10% in der Eurozone). Die Inflation verläuft in vielen Ländern auf relativ hohem Niveau, über die längerfristigen Inflationstendenzen bestehen erhebliche Meinungsdivergenzen unter Experten.

In der Schweiz verlief das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr trotz leichter konjunktureller Verlangsamung noch solide, nun soll das wirtschaftliche Wachstum jedoch stark abgebremst werden. Die Expertengruppe «Konjunkturprognosen» des Bundes erwartet für das Jahr 2011 noch ein ansprechendes Wachstum von 1,8%, die Prognose für 2012 wird jedoch deutlich nach unten korrigiert, auf 0,5%. Grund dafür ist die weltwirtschaftliche Abschwächung sowie der nach wie vor starke Franken, welcher die Exporte dämpft. Zudem wird für das Jahr 2012 mit einer negativen Jahreststeuerung gerechnet (-0,3%).

## 2 Finanzpolitische Entwicklungen

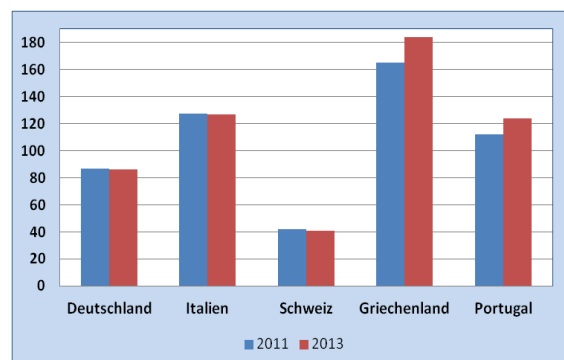
### Hoch verschuldete Industrieländer

Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte stieg in der Folge der globalen Finanzkrise stark an und ist in vielen Industrieländern nach wie vor sehr hoch (s. Grafik 1 und Tabelle A1 im Anhang). Die OECD erwartet, dass die OECD-Länder ihr Budgetdefizit in den Jahren 2012 und 2013 jeweils durchschnittlich um 0,75 BIP-Prozent reduzieren können. Allerdings wird sich die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum BIP weiter vergrössern, wobei im Jahr 2013 die Verschuldung der Vereinigten Staaten in Prozent des BIP 11 Prozentpunkte über dem Wert von 2011 liegen soll, in der Eurozone 2,6 Prozentpunkte und in Japan gar 15 Prozentpunkte. In der Euro-Zone machen zwar einige Länder spürbare Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Haushalte, doch die Staatsschuldenkrise spitzt sich kontinuierlich weiter zu, wobei u.a. die Risi-

koaufschläge auf Staatsanleihen von Spanien und Italien markant angestiegen sind und eine latente Ansteckungsgefahr auf den Märkten für europäische Staatsanleihen besteht (s. Abschnitt 3). In Japan und den USA lassen sich gemäss IWF weniger Fortschritte im Bereich der finanzpolitischen Anpassungen feststellen. In den USA hat sich die Haushaltskrise in den vergangenen Monaten weiter zugespitzt. Nachdem im Sommer die Schuldenobergrenze erhöht wurde, sollten in den kommenden zehn Jahren Einsparungen von mindestens 1,2 Billionen Dollar gemacht werden. Doch auch mit Hilfe eines «Superkomitees» konnte keine überparteiliche Einigung zum Defizitabbau erreicht werden. Deshalb drohen nun automatische Einsparungen in den Budgets ab 2013, welche sich negativ auf das Wachstum auswirken könnten. In Japan andererseits wird das Budgetdefizit durch die Rekonstruktionsausgaben nach dem Erdbeben im März 2011 temporär nach oben gedrückt. Trotzdem liegen die Zinssätze sowohl in Japan wie auch in den USA weiterhin ausserordentlich tief.

Die Stabilisierung, respektive die Reduktion der Verschuldung in den Industriestaaten wird zusätzlich erschwert durch die schlechten Wachstumsaussichten.

**Grafik 1: Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (in % des BIP)**



Quelle: OECD, Economic Outlook November 2011

## **Ausblick der Entwicklungs- und Schwellenländer etwas günstiger**

Der finanzpolitische Ausblick in den Entwicklungs- und Schwellenländern variiert beträchtlich zwischen den einzelnen Staaten: Während in Asien und Europa eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Gang kommt, erwartet die OECD für Länder im Nahen Osten und Nordafrika einen markanten Anstieg der Defizite, in erster Linie durch die Unruhen im Zuge des arabischen Frühlings begründet.

Grundsätzlich ist der finanzielle Ausblick für die Entwicklungs- und Schwellenländer zur Zeit eher besser als für die Mehrzahl der Industriestaaten, nicht zuletzt weil die hohen Wachstumsraten die Verschuldungsdynamik zu entschärfen vermögen. Allerdings weist die OECD auch auf wachsende Risiken hin, weshalb eine kontinuierliche Konsolidierung notwendig ist und z.T. beschleunigt werden sollte.

## **Schweiz: Positives Rechnungsergebnis 2011 beim Bund**

Für 2011 rechnet der Bund anstelle des budgetierten Defizits von 0,6 Milliarden mit einem Überschuss von 1,4 Milliarden Franken. Im Vergleich zur Juni-Hochrechnung bedeutet dies eine Verschlechterung um 1,1 Milliarden Franken. Diese Abnahme ist hauptsächlich auf die Massnahmen zur Abfederung der Frankenstärke sowie auf die jüngste Einnahmenentwicklung zurückzuführen.

Aufgrund der hohen ausserordentlichen Ausgaben, der starken Belastung durch Sonderrechnungen und der nachlassenden Konjunktur muss für 2012 und 2013 mit einer Verschlechterung des Bundesergebnisses (inkl. Sonderrechnungen) gerechnet werden. Die Kantone und Gemeinden können ihre Rechnungsabschlüsse hingegen stabil halten, wobei auch hier – aufgrund der eingetrübten Konjunkturaussichten – die Abwärtsrisiken zugenommen haben.

## **3 Sonderthema: Aktuelle Entwicklungen in der Euro-Schuldenkrise**

### **Lage seit Sommer 2011:**

Die Euro-Schuldenkrise hat sich in den vergangenen Monaten weiter zugespitzt. Während die Lage in Griechenland weiterhin instabil ist, sind inzwischen auch Italien und Spanien mit immer höheren Refinanzierungskosten konfrontiert, die Renditen für langfristige Staatsanleihen bewegten sich Ende November deutlich über 7% in Italien und um 6,5% in Spanien. Die Finanzmärkte verlieren zunehmend das Vertrauen; mittlerweile stehen nicht nur Staaten mit enorm hoher Staatsverschuldung in der Peripherie im Blickpunkt, das Misstrauen der Investoren erfasst auch die Staaten Kerneuropas wie Belgien, Österreich und Frankreich. Es besteht eine anhaltend hohe Ungewissheit über die Solvenz europäischer Banken. Dies hat zu Illiquidität im Euro-Interbankenmarkt geführt.

Bei mehreren Euro-Gipfeln im Herbst wurden in den vergangenen Monaten Massnahmen und Gesetzesentwürfe beschlossen, welche zur Lösung der Schulden- und Bankenkrise in der Eurozone beitragen sollen. Bei den Massnahmen handelte es sich im Wesentlichen um Lösungsvorschläge für Griechenland, Schritte zur Erhöhung der Effektivität der «Rettungsschirme», Regelungen zur Bankenrekapitalisierung und weitere Verbesserungen der wirtschaftspolitischen Steuerung und der finanzpolitischen Disziplin (siehe detaillierte Beschreibung der Massnahmen unten).

Neben den Vorkehrungen der EU-Mitgliedsstaaten und des IWF fanden weiterhin Interventionen der Europäischen Zentralbank (EZB) auf den Finanzmärkten statt: Die EZB, welche seit 2010 Anleihen bedrängter Staaten (v.a. Portugal und Griechenland) kauft, um ihnen Schutz zu gewähren, interveniert seit Sommer 2011 auch auf den Märkten für italienische und spanische Staatsanleihen. Ein weiterer Versuch, den Anspannungen an den Finanzmärkten entgegenzutreten, haben sechs weltweit führende Zentralbanken

(darunter die Schweizerische Nationalbank und die EZB) unternommen. In einer konzertierten Aktion haben sie sich am 30. November 2011 darauf geeinigt, die Versorgung der europäischen Banken mit Dollar-Liquidität zu sichern. Dies indem die Kosten bestehender Dollar-Swaps, also Tauschgeschäften zwischen beispielsweise Euro und Dollar, ab dem 5. Dezember um einen halben Prozentpunkt reduziert wurden.

Die bisher beschlossenen, oder umgesetzten Massnahmen vermochten die Finanzmärkte nicht nachhaltig zu beruhigen, geschweige denn die Krise der Euro-Zone zu lösen.

### **Wichtigste Massnahmen gegen die Krise in der Euro-Zone:**

#### *Griechenland*

Am Euro-Gipfel vom 26. Oktober wurde mit der internationalen Bankenvereinigung IFF ein «freiwilliger» Schuldenschnitt («Haircut») für griechische Staatsanleihen vereinbart. Dieser sieht vor, dass private Gläubiger von griechischen Staatsschulden, insb. Banken, auf die Rückzahlung von 50% des gewährten Kapitals verzichten sollen. Die Beteiligung des Privatsektors wird von der *Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität* (EFSF) mit bis zu 30 Milliarden Euro abgesichert. Ziel des Schuldenschnitts ist die Reduktion der griechischen Staatsverschuldung auf 120% des BIP bis 2020. Im Zusammenhang mit dem Schuldenschnitt stellt sich die Frage, ob dieser ein «credit event» darstellt, d.h. ob Halter von CDS (Credit default swap = Finanzprodukte zur Absicherung des Kreditrisikos) Anrecht auf Kompensation durch den Sicherungsgeber haben oder nicht. Zusätzlich zum Schuldenschnitt wurden weitere Kredittranchen für Griechenland freigegeben.

#### *Rettungsschirme EFSF und ESM*

Das Kreditvergabevolumen der EFSF wird maximiert, ohne die ihr zugrunde liegenden Garantien der Mitgliedstaaten des Euro-

Gebiets aufzustocken. Am Euro-Gipfel vom 26. Oktober wurden für die «Hebelung» des Kreditvolumens zwei Instrumente in Betracht gezogen: eine Teilabsicherung der Gläubigerrisiken und ein Kofinanzierungsmodell. Bei letzterem sollen staatliche und private Mittel zur Absicherung angeschlagener Staaten gebündelt werden. Mit beiden Optionen soll erreicht werden, dass Mitgliedstaaten des Eurogebiets, die finanziell unter Druck geraten, weiterhin Zugang zu den Finanzmärkten haben und die finanzielle Stabilität im gesamten Euroraum erhalten bleibt. Am 29. November einigten sich die Finanzminister des Euroraums darauf, beide Optionen zur Kapazitätsausdehnung der EFSF gleichzeitig einzuführen, Anfangs 2012 soll die «neue» EFSF einsatzfähig sein. Vom gesamten EFSF-Kreditvolumen von 440 Milliarden Euro stehen nach Abzug der Verpflichtungen für Griechenland, Irland und Portugal noch etwa 250 Milliarden Euro zur Hebelung zur Verfügung. Mit der Hebelung soll ungefähr ein Volumen von 750 Milliarden Euro erreicht werden, dies ist weniger als in früheren Schätzungen genannt wurde (ca. 1 Billion Euro).

Der *Europäische Stabilitätsmechanismus* (ESM), welcher als permanente Lösung die EFSF ablösen wird, soll ein Jahr früher als vorgesehen, im Juli 2012 in Kraft treten. Dies wurde am EU-Gipfel vom 8./9. Dezember 2011 vereinbart. Während der Übergangszeit des parallelen Bestehens von EFSF und ESM soll deren kumulierte Kapazität 500 Mrd. nicht übersteigen (vor Hebelung).

#### *Rekapitalisierung und Kapitalausstattung von Banken*

Die dritte wesentliche Änderung sind Massnahmen zur Unterstützung des Europäischen Bankensystems: Von ungefähr 70 Banken wird gefordert, dass sie bis Juni 2012 eine Eigenkapitalquote von 9% an Kapital erster Güte halten, wobei die gehaltenen Anleihen europäischer Staaten zum Marktwert beurteilt werden müssen. Schätzungen der European Banking Authority (EBA) gehen von einem Kapitalbedarf von

über 100 Milliarden Euro aus. Gelingt es den Banken nicht, sich über den Privatsektor zu rekapitalisieren, sollen die nationalen Regierungen den Prozess unterstützen, wobei sie auf Darlehen der EFSF zurückgreifen können.

Für eine weitere diskutierte Massnahme, die Herausgabe von Gemeinschaftsanleihen durch die Länder der Eurozone (sog. *Eurobonds*), bestehen aufgrund starker Meinungsdivergenzen zwischen den Staaten bisher keine Umsetzungsabsichten.

#### *Stärkung der finanzpolitischen Disziplin und wirtschaftspolitische Steuerung*

Am 28. September 2011 wurde vom EU-Parlament ein sechsteiliges Gesetzgebungspaket («Sixpack») zur Reform des EU-Stabilitätspakts und zur stärkeren Überwachung der nationalen Wirtschaftspolitiken verabschiedet. Die Rechtsakte sollen einerseits eine stärkere Disziplin der Eurozone-Mitglieder betreffend Einhaltung der Maastricht-Kriterien erreichen. Dies indem vormals bestehende Freiräume der Staaten, Sanktionen aufgrund Nichteinhaltung abzuwenden, weitgehend beseitigt werden und Sanktionen schneller ausgesprochen werden. Andererseits zielen die Gesetze auf die Beseitigung makroökonomischer Ungleichgewichte ab. Damit soll das verabschiedete Gesetzespaket dazu beitragen, künftigen Krisen vorzubeugen. Eine ausführliche Beschreibung des Gesetzespakets findet sich im Anhang dieses Berichts.

Am EU-Gipfel vom 8./9. Dezember 2011 sollten weitere Regeln zur Verstärkung der finanzpolitischen Disziplin auf nationaler Ebene beschlossen werden. Diese umfassen einerseits die Einführung nationaler Schuldenbremsen, d.h. dass das jährliche strukturelle Defizit 0,5% des BIP nicht übersteigen darf. Andererseits sollen die Vorschriften für die Defizitverfahren bei Nichteinhaltung der Maastricht-Kriterien verschärft werden - zumindest für Euro-Mitgliedsstaaten. Dies indem nun auch für den Einstieg in das Defizitverfahren ein

«Automatismus» beschlossen werden sollte (siehe «Defizitverfahren» im Anhang).

Allerdings kam die für eine Verankerung dieser Neuerungen in den EU-Verträgen (Primärrecht der EU) nötige Einstimmigkeit nicht zustande. So haben die Euro-Staaten lediglich vereinbart, eine zwischenstaatliche Übereinkunft abzuschließen, an welcher sich weitere EU-Staaten beteiligen können. Sie soll bis März 2012 unterzeichnet werden. Mit Ausnahme von Grossbritannien planen alle Nicht-Euro-Staaten eine Teilnahme.

## Anhang

### Massnahmenpaket zur wirtschaftspolitischen Steuerung («Sixpack»)

Das verabschiedete Gesetzespaket reformiert den EU-Stabilitätspakt folgendermassen:

#### *Prävention:*

Der *präventive* Teil des Stabilitätspakts soll alle Mitgliedstaaten der Eurozone zu einer nicht expansiven Haushaltspolitik verpflichten, um eine Annäherung an mittelfristige Haushaltsziele zu erreichen. Das Wachstum der Staatsausgaben darf deshalb das mittelfristige BIP-Wachstum eines Landes nicht übersteigen. Im Falle von Überschreitungen (0,5 Prozentpunkte in einem bzw. 0,25 Prozentpunkten in zwei aufeinander folgenden Jahren) kann die Europäische Kommission Verwarnungen aussprechen. Dieser muss der Rat zunächst mit einer qualifizierten Mehrheit zustimmen. Gelingt dieses nicht, wird der Kommissionsvorschlag einen Monat später erneut vorgelegt. Er gilt als angenommen, wenn er vom Rat nicht mit einer einfachen Mehrheit abgelehnt wird. Verstösst ein Mitgliedstaat gegen diese Regel, oder legt fehlerhafte Statistiken vor, kann eine verzinsliche Kautions von 0,2% seines BIP zugunsten des EU-Haushalts verlangt werden.

#### *Defizitverfahren:*

In Zukunft ist es möglich, künftig auch Defizitverfahren gegen einen Mitgliedstaat einzuleiten, wenn das bislang einzige Kriterium – öffentliches Haushaltsdefizit nicht höher als 3% des BIP – nicht verletzt ist, jedoch die Gesamtverschuldung des Staates 60% seines BIP überschreitet. In diesem Fall muss der Mitgliedsstaat jährlich einen Abbau seiner Schulden von 1/20 des die 60%-Marke überschreitenden Anteils erreichen. Kommt ein Staat dieser Verpflichtung nicht nach, wird ein Defizitverfahren eröffnet, in dessen Rahmen dem Staat wiederum eine unverzinsliche Kautions von 0,2%

des BIP abverlangt werden kann, die bei weiterer Nichtbefolgung in eine Busse umgewandelt werden kann. Auch hier gilt, dass der von der Kommission vorgelegte Verfahrensvorschlag nur dann abgelehnt wird, wenn es dazu im Rat eine qualifizierte Mehrheit gibt. Das Sanktionsregime des Stabilitätspakts wird also verschärft und beschleunigt.

#### *Ungleichgewichte:*

Neu ist auch die Einführung einer Prozedur zur Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte (Excessive Imbalance Procedure – EIP). Auf Basis eines «Scoreboards» mit Kriterien wie Leistungsbilanzsaldi (auch Überschüsse) oder Immobilienpreisen wird die Kommission regelmässig eine Bewertung des Risikos makroökonomischer Ungleichgewichte durchführen. Gegebenenfalls wird das oben erwähnte Verfahren eingeleitet, wobei wiederum Kautionsen und Geldbussen gefordert werden können und das Prinzip der umgekehrten qualifizierten Mehrheit gilt.

Tabelle A1: Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte 2009 -2013, in % des BIP

	2009	2010	2011	Prognose 2012	Prognose 2013
<b>Total OECD Staaten</b>	91.4	97.9	101.6	105.7	108.4
<b>Total Euro-Zone</b>	87.6	92.9	95.6	97.9	98.2
<b>Belgien</b>	100	100.2	100.3	101.5	101
<b>Frankreich</b>	90.8	95.2	98.6	102.4	104.1
<b>Deutschland</b>	77.4	87.1	86.9	87.3	86.4
<b>Griechenland</b>	133.5	149.1	165.1	181.2	183.9
<b>Irland</b>	71.1	98.5	112.6	118.8	122.4
<b>Italien</b>	127.1	126.1	127.7	128.1	126.6
<b>Japan</b>	194.1	200	211.7	219.1	226.8
<b>Portugal</b>	93.3	103.6	111.9	121.9	123.7
<b>Spanien</b>	62.9	67.1	74.1	77.2	79
<b>Schweiz</b>	43.7	42.6	42	41.2	40.7
<b>Grossbritannien</b>	72.4	82.2	90	97.2	102.3
<b>Vereinigte Staaten</b>	85	94.2	97.6	103.6	108.5

Quelle: OECD, Economic Outlook November 2011