

## *Kapitel 1*

# **Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage**

## Einleitung

Die Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum haben sich dieses Jahr eingetrübt. Eine neuerliche drastische Verlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften belastet Weltwirtschaft und Welthandel, während das gedämpfte Investitions- und Produktivitätswachstum die Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bremst. Konjunkturfördernde makroökonomische Maßnahmen und gesunkene Rohstoffpreise dürften 2016 und 2017 einen allmählichen Anstieg des Weltwirtschaftswachstums begünstigen, dies ist aber alles andere als sicher angesichts der Abwärtsrisiken und Anfälligkeiten sowie der Ungewissheit über den in der Politik verfolgten Kurs und die Reaktion von Handel und Investitionen.

Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind in Anbetracht des erheblichen Beitrags dieser Länder zum weltweiten Handel und BIP-Wachstum derzeit eine große globale Unsicherheitsquelle. China steht vor der Herausforderung, den Prozess der Neuausrichtung der Wirtschaft reibungslos über die Bühne zu bringen und dabei einen drastischen Rückgang des BIP-Wachstums zu vermeiden und die Finanzstabilitätsrisiken einzudämmen. Eine stärkere Verlangsamung der chinesischen Inlandsnachfrage könnte das Klima an den Finanzmärkten und die Wachstumsaussichten zahlreicher Länder, auch der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, beeinträchtigen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stehen angesichts gesunkener Rohstoffpreise, angespannterer Kreditbedingungen und eines schwächeren Wachstums ihres Produktionspotenzials vor zunehmenden Herausforderungen, wobei die Gefahr besteht, dass Kapitalabflüsse und deutliche Währungsabwertungen finanzielle Anfälligkeiten zu Tage treten lassen. Dies hätte auch Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum sowie in Japan, wo die Konjunkturimpulse der jüngsten Vergangenheit weniger wirkungsvoll waren als angenommen und wo immer noch Ungewissheit in Bezug auf anstehende Politikentscheidungen herrscht.

Es mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Entwicklung des Produktionspotenzials in vielen Volkswirtschaften möglicherweise nicht wie erwartet verlaufen wird, was eine Neubeurteilung der geld- und haushaltpolitischen Strategien erforderlich machen würde. Dieses Risiko macht deutlich, wie wichtig die Umsetzung von produktivitätssteigernden Strukturreformen sowie Maßnahmen zur Reduzierung der negativen Angebotseffekte ist, die immer noch von der Nachfrageschwäche der jüngeren Vergangenheit auf den Arbeitsmärkten und bei den Anlageinvestitionen ausgehen, wobei zugleich gewährleistet werden muss, dass die makroökonomische Politik Wachstum und Stabilität fördert. Frühzeitiges, entschlossenes Handeln zu Gunsten einer rascheren Verringerung der Treibhausgasemissionen nach einem klar vorgezeichneten Politikkurs, der auf Steuerreformen, öffentlichen Investitionsprogrammen oder Maßnahmen im Bereich Forschung und Entwicklung basiert, könnte ebenfalls zur Stärkung des Wachstums auf kurze Sicht und zur Verbesserung der längerfristigen Aussichten beitragen. Dies wird in Kapitel 2 erörtert.

## Ausblick

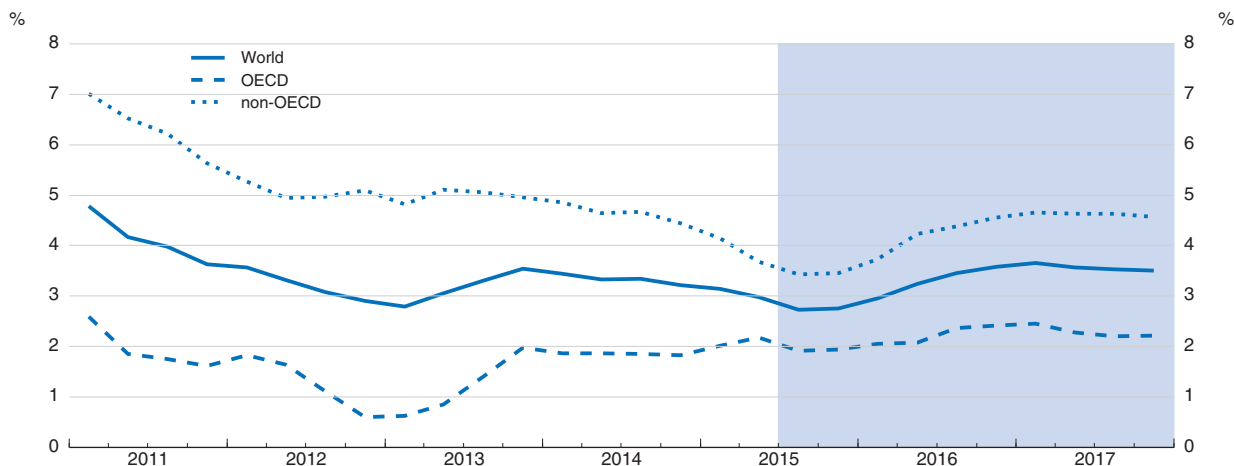
Das weltweite Wachstum hat sich dieses Jahr auf rd. 3% abgeschwächt, womit es deutlich unter seinen langfristigen Durchschnittswerten liegt. Der Hauptgrund dafür war eine nochmalige Konjunkturabschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Abb. 1.1). Brasilien und Russland sind in eine tiefe Rezession geraten, während die anhaltende Konjunkturverlangsamung in China und die damit einhergehende Rohstoffpreisschwäche die Wirtschaftstätigkeit wichtiger Handelspartner und rohstoffexportierender Länder beeinträchtigt und die Unsicherheit an den Finanzmärkten erhöht. Das Welthandelwachstum hat sich deutlich verlangsamt, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Abb. 1.2), und das finanzwirtschaftliche Umfeld ist in den meisten Volkswirtschaften weniger konjunkturstützend geworden (Abb. 1.3). Im OECD-Raum konnte sich das Wachstum dieses Jahr mit rd. 2% behaupten, was mit einem leichten Rückgang der Kapazitätsüberhänge verbunden war, der durch eine Belebung des privaten Verbrauchswachstums unterstützt wurde. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen ist jedoch nach wie vor gedämpft, was Fragen bezüglich der künftigen Potenzialwachstumsrate sowie im Hinblick darauf aufwirft, inwieweit ein stärkeres Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zur Überwindung der Konjunkturschwäche in den aufstrebenden Volkswirtschaften beitragen kann.

Das Weltwirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2016-2017 langsam zunehmen, während der Inflationsdruck verhalten bleibt (Tabelle 1.1).

- Konjunkturfördernde makroökonomische Maßnahmen (Anhang 1.1), gesunkene Rohstoffpreise und eine kontinuierliche Verbesserung der Arbeitsmarktergebnisse dürften in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter den Aufschwung unterstützen, so dass das BIP-Wachstum des OECD-Raums in den nächsten zwei Jahren wohl bei durchschnittlich 2¼% jährlich liegen wird (Abb. 1.4). Der seit Mitte 2014 verzeichnete Rückgang der Ölpreise könnte das BIP-Wachstum des OECD-Raums 2016 um ¼-½ Prozentpunkt heben, wovon 0,1-0,2 Prozentpunkte dem erneuten Preiseinbruch um über 20% zuzuschreiben wären, zu dem es seit Juni 2015 gekommen ist<sup>1</sup>. In den Vereinigten Staaten dürfte das Wachstum mit rd. 2½% pro Jahr relativ kräftig bleiben,

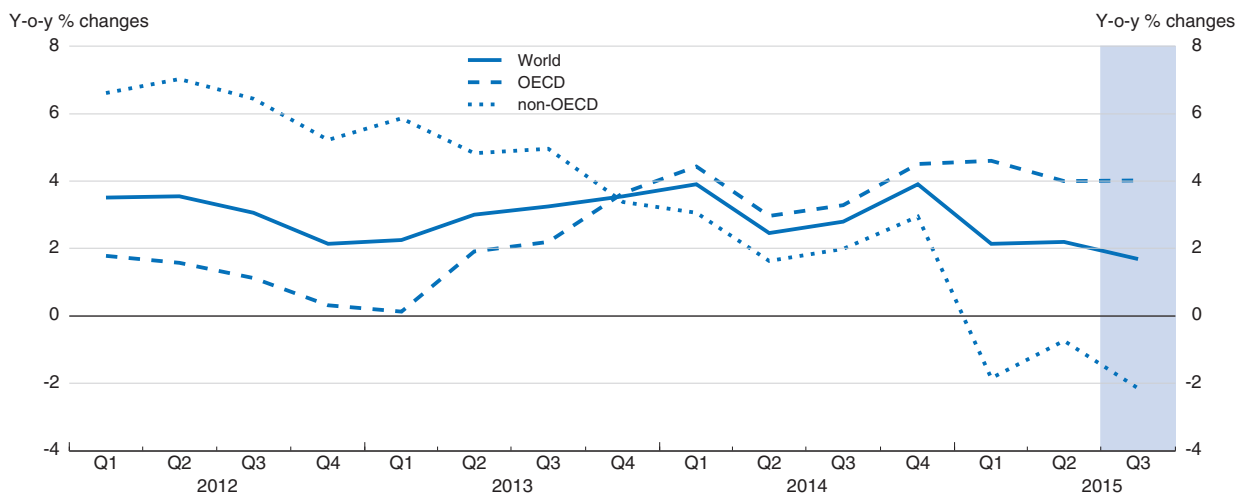
Figure 1.1. **Global GDP growth is set to recover slowly**

Year-on-year percentage changes



Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295759>

Figure 1.2. **Global import volume growth has slowed this year**

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295763>

da der Effekt der deutlichen Expansion des Verbrauchs der privaten Haushalte sowie der moderaten Erholung der privaten Investitionen stärker ins Gewicht fällt als der Effekt der im vergangenen Zwölfmonatszeitraum verzeichneten Dollaraufwertung und der eingetrübten Konjunktur im Energiesektor. Die bislang noch verhaltene Erholung im Euroraum dürfte sich etwas festigen, so dass das BIP-Wachstum im Zeitraum 2016-2017 bei

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

*OECD area, unless noted otherwise*

	Average 2003-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016 Q4 / Q4	2017	
		Per cent								
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>										
World <sup>2</sup>	4.0	3.2	3.3	2.9	3.3	3.6	2.8	3.6	3.5	
OECD <sup>2</sup>	1.7	1.2	1.9	2.0	2.2	2.3	1.9	2.4	2.2	
United States	1.8	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4	2.1	2.6	2.3	
Euro area	0.9	-0.3	0.9	1.5	1.8	1.9	1.6	1.9	2.0	
Japan	0.8	1.6	-0.1	0.6	1.0	0.5	1.1	1.4	-0.1	
Non-OECD <sup>2</sup>	6.7	5.0	4.7	3.7	4.2	4.6	3.5	4.6	4.6	
China	10.5	7.7	7.3	6.8	6.5	6.2	6.6	6.4	6.1	
<b>Output gap<sup>3</sup></b>	-0.3	-2.5	-2.2	-1.8	-1.2	-0.6				
<b>Unemployment rate<sup>4</sup></b>	7.0	7.9	7.3	6.8	6.5	6.3	6.8	6.4	6.3	
<b>Inflation<sup>5</sup></b>	1.0	1.4	1.5	0.8	1.5	1.9	0.9	1.6	2.1	
<b>Fiscal balance<sup>6</sup></b>	-4.6	-4.1	-3.8	-3.3	-2.8	-2.3				
<i>Memorandum Items</i>										
<b>World real trade growth</b>	5.6	3.3	3.4	2.0	3.6	4.8	1.4	4.4	4.9	

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

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

3. Per cent of potential GDP.

4. Per cent of labour force.

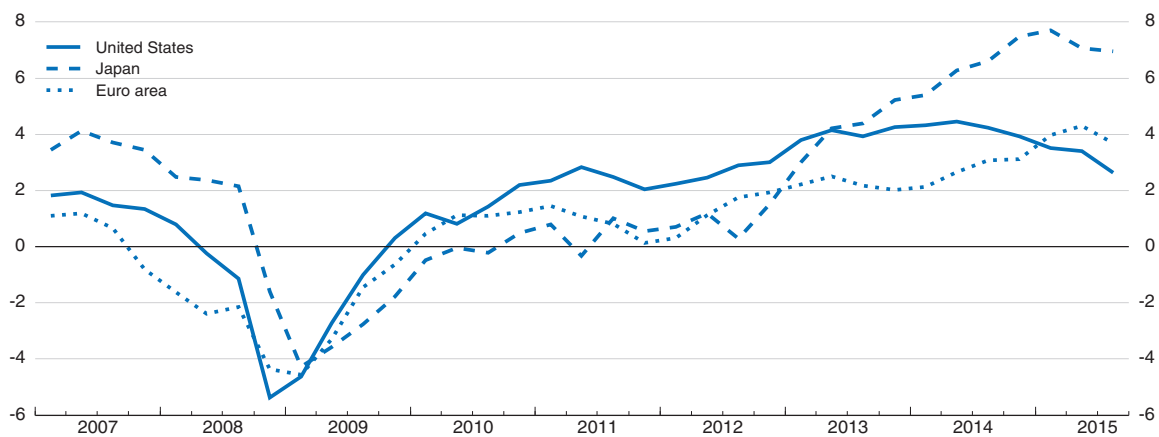
5. Private consumption deflator. Year-on-year increase; last 3 columns show the increase over a year earlier.

6. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933296655>

Figure 1.3. **Financial conditions in advanced economies have become less supportive**  
OECD financial conditions index



Note: The OECD Financial Conditions Index is a weighted average of real short and long-term interest rates, real exchange rate, bank credit conditions, household wealth and the yield spread between corporate and government long-term bonds. A unit increase (decline) in the index implies an easing (tightening) in financial conditions sufficient to produce an average increase (reduction) in the level of GDP of  $\frac{1}{2}$  to 1% after four to six quarters. See details in Guichard et al. (2009). Based on available information up to 30 October 2015.

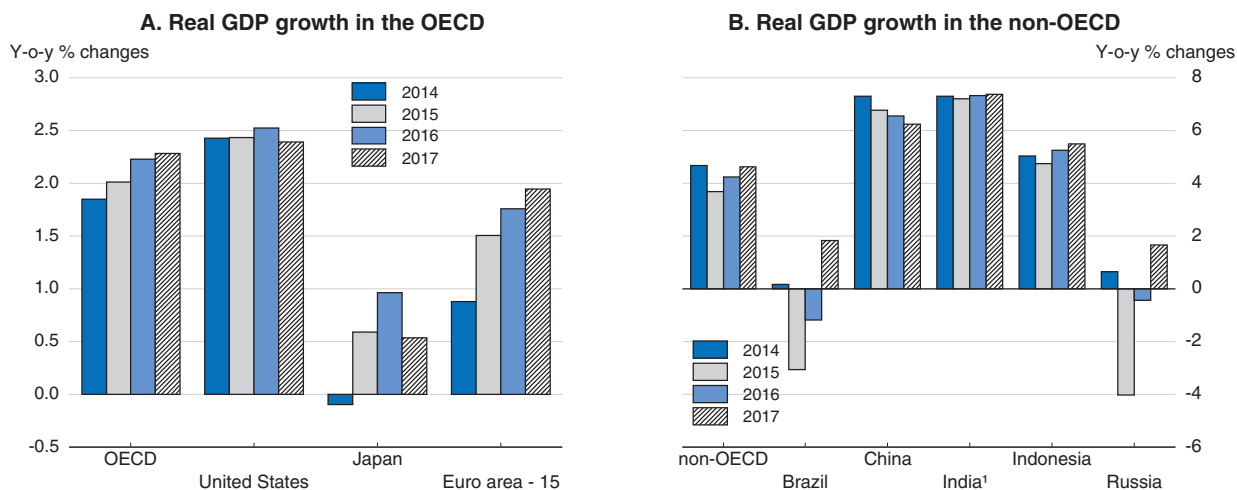
Source: OECD Economic Outlook 98 database; Thomson Reuters; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295776>

rd. 1¾-2% jährlich liegen dürfte, was durch die weiterhin akkommodierende Geldpolitik und die von den gesunkenen Ölpreisen ausgehenden Impulse unterstützt wird. Fiskalische Maßnahmen in Höhe von bis zu ¼% des BIP, mit denen Asylbewerbern geholfen werden soll, dürften für einen leichten zusätzlichen Nachfrageimpuls sorgen. Der Ausblick für Japan ist trotz der erwarteten Belebung des Reallohnwachstums ungünstiger als für andere fortgeschrittene Volkswirtschaften. Dies erklärt sich aus der größeren Bremswirkung, die dort von der schwachen Exportnachfrage, vor allem aus Asien, ausgeht sowie starken fiskalischen Belastungen, insbesondere durch die für 2017 vorgesehene weitere Anhebung der Mehrwertsteuer. Angesichts der erwarteten leichten Belebung der binnen- und weltwirtschaftlichen Konjunktur wird für den OECD-Raum insgesamt mit einem verhaltenen Anstieg der Investitionsausgaben im Verlauf von 2016-2017 gerechnet. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen wird in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich auf 4¼% jährlich ansteigen, nachdem es im Zeitraum 2014-2015 Schätzungen zufolge bei 3¼% jährlich gelegen hatte.

- In den aufstrebenden Volkswirtschaften wird sich das Wachstum im Zeitraum 2016-2017 voraussichtlich beleben, zunächst bedingt durch das Abklingen des Effekts des starken Konjunkturreinbruchs, der 2015 in den großen Rohstoffförderländern und den kleinen offenen Volkswirtschaften Asiens verzeichnet wurde. Allerdings dürfte sich der Wachstumspfad in den großen aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin unterschiedlich entwickeln (Abb. 1.4). In China wird sich die allmähliche Abschwächung wohl fortsetzen, womit das BIP-Wachstum auf 6¼% im Jahr 2017 zurückgehen und die Importquote abnehmen dürfte. Neue Haushaltsmaßnahmen in Höhe von bis zu 1½% des BIP, die dieses Jahr angekündigt wurden, sowie kleinere ergänzende Maßnahmen während der kommenden zwei Jahre dürften die Nachfrage stützen, zugleich aber das Tempo der Neuausrichtung der Wirtschaft bremsen. In Indien dürften die Wachstumsaussichten relativ gut bleiben, vorausgesetzt es werden weitere Fortschritte bei den Strukturreformen erzielt. Ausschlaggebend dafür sind

Figure 1.4. GDP growth projections for the major economies



1. Fiscal years.

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

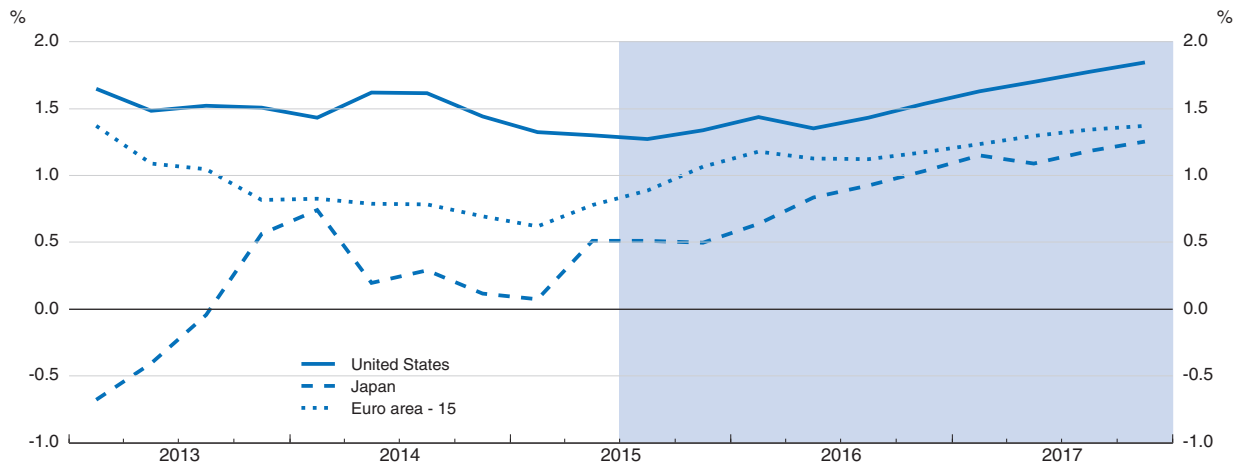
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295788>

die günstigeren Aussichten für Investitionen und Verbrauch sowie Indiens Stellung als großer Nettoimporteur von Rohstoffen. In Brasilien und Russland, wo sich die Wirtschaftstätigkeit zunächst stabilisiert, wird das wachsende Vertrauen trotz der starken Währungsabwertungen wohl nur zu einer langsamen Erholung führen, da die Exportnachfrage schwach, die Inflation nach wie vor hoch und der Spielraum für makroökonomische Konjunkturmaßnahmen gering ist. In Indonesien dürfte das Wachstum allmählich anziehen, was durch die Umsetzung von Plänen zur Ankurbelung der Infrastrukturinvestitionen unterstützt wird.

In den großen OECD-Volkswirtschaften und in China bleibt der Inflationsdruck gedämpft, in mehreren anderen aufstrebenden Volkswirtschaften – vor allem in jenen, deren Währung stark abgewertet hat – ist er jedoch gestiegen.

- Die Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe hat im OECD-Raum in den letzten Monaten nach einem erneuten starken Rückgang der Rohstoffpreise abgenommen, und die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen sind weiter gesunken. Die Kerninflation verharrte vergleichsweise stabil auf niedrigem Niveau, was sich aus den anhaltenden Kapazitätsüberhängen sowie aus niedrigen Einfuhrpreisen erklärt, vor allem in den Vereinigten Staaten, wo im vergangenen Zwölfmonatszeitraum eine effektive Währungsaufwertung um rd. 15% verzeichnet wurde. Sofern es nicht zu weiteren deutlichen Veränderungen der Rohstoffpreise, Wechselkurse und Inflationserwartungen kommt, dürfte die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) in den nächsten zwei Jahren in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften allgemein auf niedrigem Niveau verharren, wobei unter dem Einfluss der schwindenden Kapazitätsüberhänge und des Abklingens der vorübergehenden Effekte der Rohstoffpreis- und Wechselkursbewegungen der letzten Zeit ein leichter Anstieg zu erwarten ist (Abb. 1.5). In der zweiten Jahreshälfte 2017 wird die Inflation in den Vereinigten Staaten, wo die Erholung relativ weit fortgeschritten ist, voraussichtlich bei rd. 1¼% liegen, im Euroraum und in Japan aber zwischen 1¼% und 1½% verharren<sup>2</sup>.
- Was die großen aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, so wird die Verbraucherpreis-inflation in China und Indien dank des schwachen Einfuhrpreisauflaufs relativ gering

Figure 1.5. **Inflation is likely to remain weak**  
Annual rate of change in core consumer prices



Note: Consumer prices excluding food and energy. The private consumption deflator is used for the United States. Data for Japan exclude the estimated impact of the consumption tax increases in April 2014 and April 2017.  
Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295790>

bleiben. In Ländern wie Russland, Brasilien und Indonesien dürfte die Inflation noch einige Zeit auf höherem Niveau verharren, was dem Effekt der starken Währungsabwertungen der jüngsten Zeit sowie – in Russland – den Sanktionen zuzuschreiben ist. Die zunehmenden Kapazitätsüberhänge dürften den Inflationsdruck aber mit der Zeit dämpfen.

Die Arbeitsmarktlage wird sich in den großen OECD-Volkswirtschaften wohl weiter verbessern (Tabelle 1.2).

- Im OECD-Durchschnitt ist die Arbeitslosigkeit vor dem Hintergrund eines höheren Beschäftigungswachstums seit 2013 um ungefähr 1 Prozentpunkt gesunken. Für 2016-2017 wird mit einem weiteren Rückgang um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt gerechnet, wobei die Beschäftigung weiterhin um rd. 1% jährlich zulegen wird (Tabelle 1.2). Das Beschäftigungswachstum ist damit etwas geringer als 2014-2015, da es in den Vereinigten Staaten und Japan durch demografische Faktoren begrenzt wird (Aaronson et al., 2014). Die Arbeitslosigkeit wird in den Vereinigten Staaten und Japan voraussichtlich auf Vorkrisenniveau zurückgehen bzw. unter Vorkrisenniveau verharren, im Euroraum insgesamt aber vergleichsweise hoch bleiben (Abb. 1.6), da dort weiterhin relativ starke negative Angebotseffekte von der Nachfrageschwäche der jüngeren Vergangenheit ausgehen und die Arbeitsmarktentwicklung in den einzelnen Ländern immer noch erheblich variiert.
- Der Lohnauftrieb dürfte verhalten bleiben, allerdings ist unter dem Einfluss der Zunahme von Inflation und Produktivitätswachstum sowie der sinkenden Arbeitslosigkeit mit einem leichten Anstieg zu rechnen (Abb. 1.6). Der Arbeitskräfteüberhang ist allerdings größer als die Arbeitslosenquoten vermuten lassen, die auf der Zahl der gemeldeten Arbeitslosen beruhen. Allgemeinere Messgrößen der Arbeitslosigkeit, in denen auch Teilzeitbeschäftigte, die Vollzeit arbeiten möchten, und Nichterwerbspersonen, die gerne eine Beschäftigung aufnehmen würden (aber nicht aktiv Arbeit suchen), berücksichtigt sind, liegen in vielen Volkswirtschaften, einschließlich der Vereinigten Staaten und des Euroraums, nach wie vor deutlich über Vorkrisenniveau. Dies könnte den Lohnauftrieb noch einige Zeit dämpfen.

Table 1.2. **OECD labour market conditions will improve slowly**

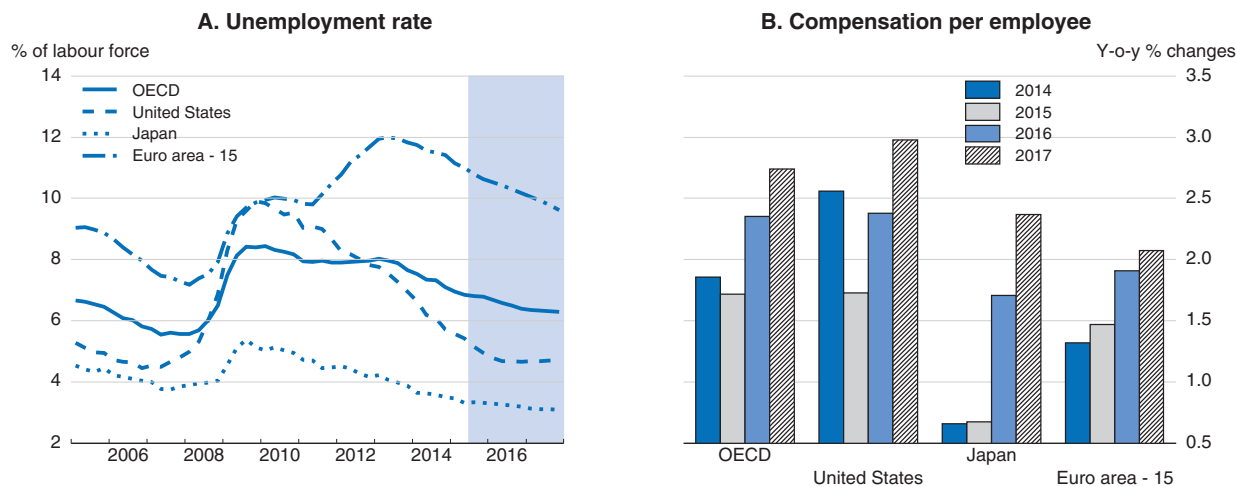
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Percentage change from previous period						
<b>Employment</b>						
United States	1.8	1.0	1.6	1.7	0.9	0.7
Euro area	-0.6	-0.6	0.6	0.9	1.0	1.1
Japan	-0.3	0.7	0.6	0.2	-0.3	-0.2
OECD	1.0	0.7	1.3	1.2	0.9	0.9
<b>Labour force</b>						
United States	0.9	0.3	0.3	0.8	0.3	0.7
Euro area	0.7	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5
Japan	-0.6	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.3
OECD	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6
Per cent of labour force						
<b>Unemployment rate</b>						
United States	8.1	7.4	6.2	5.3	4.7	4.7
Euro area	11.3	11.9	11.5	10.9	10.4	9.8
Japan	4.3	4.0	3.6	3.4	3.2	3.1
OECD	7.9	7.9	7.3	6.8	6.5	6.3

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933296668>

- Der starke Asylbewerberzustrom in Europa könnte sich in den kommenden zwei Jahren ebenfalls auf die Arbeitsmarktergebnisse auswirken. Wie dieser Effekt ausfallen wird, hängt davon ab, wie gut den neuankommenden Flüchtlingen bei der Integration geholfen werden kann, ob die geltenden Vorschriften es ihnen gestatten, eine Beschäftigung aufzunehmen, und wie es um ihre Kompetenzen bestellt ist (Kasten 1.1). Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung dürfte im Euroraum im Zeitraum 2016-2017 auf 0,5% jährlich steigen (im Vergleich zu 0,2% jährlich im Zeitraum 2013-2015), u.a. auf Grund des stärkeren Arbeitskräfteangebots in Deutschland, das der Nettozuwanderung aus

Figure 1.6. **Labour market outcomes should improve gradually in the major OECD economies**



Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295803>



### Kasten 1.1 **Die Arbeitsmarkt- und Haushaltseffekte des starken Anstiegs der Flüchtlingszahlen in Europa**

Europa sieht sich mit dem stärksten Flüchtlingszustrom seit dem Zweiten Weltkrieg konfrontiert. Die Schätzung der Zahl der Flüchtlingszuzüge bleibt sehr schwierig, es könnte aber damit zu rechnen sein, dass dieses Jahr in der Europäischen Union (EU) über 1 Million Asylanträge eingehen werden, gegenüber 630 000 im Jahr 2014. Schätzungen zufolge werden davon wahrscheinlich 350 000 bis 450 000 Personen einen Flüchtlings- oder sonstigen humanitären Status zuerkannt bekommen (was 0,07-0,09% der EU-Bevölkerung entspricht). Auch in der Türkei setzt sich der starke Zustrom von Asylsuchenden fort. Dort beläuft sich die Zahl der registrierten Flüchtlinge allein aus Syrien inzwischen auf über 2 Millionen, nachdem sie im bisherigen Jahresverlauf 2015 um über 350 000 gestiegen ist. Im Zeitraum 2016-2017 könnte mit einem erheblichen weiteren Zustrom zu rechnen sein, u.a. durch den Nachzug von Familienangehörigen und Freunden, den „Friends-and-Family-Effekt“ (Mitchell et al., 2011).

Die große Zahl der Flüchtlinge und die Heterogenität dieser Population macht die Bewältigung dieses Flüchtlingszustroms besonders schwierig (OECD, 2015d,e). Die Asylbewerber stammen aus sehr unterschiedlichen Ländergruppen (aus Nordafrika, dem Nahen Osten, Südasien und Osteuropa) und verfügen über sehr unterschiedliche Kompetenzen. Dies strapaziert die Systeme zur Bearbeitung der Asylanträge und zur Verteilung der Flüchtlinge und wirft Fragen in Bezug auf die Integration von Neuzuwanderern in die Gesellschaft der Aufnahmeländer auf. Zudem dürften die Anfangskosten der Integration von Asylbewerbern höher sein als im Fall von Wirtschaftsmigranten. Teilweise wurde auf die hohe Zahl der Neuzuzüge auch mit vorübergehenden Grenzsicherungen innerhalb des Schengenraums reagiert. Mit den richtigen Politikentscheidungen in den Aufnahmeländern lassen sich die potenziellen kurzfristigen Herausforderungen, die mit einem plötzlichen starken Zustrom von Asylbewerbern verbunden sind, verringern und die längerfristigen Vorteile, die sich daraus ergeben können, maximieren. Entscheidend hierfür ist, dass es keine Schranken gibt, die neu anerkannte Flüchtlinge daran hindern, anschließend in andere EU-Länder übersiedeln, wofür das wirtschaftliche Umfeld eher ausschlaggebend sein dürfte als andere Unterschiede.

Die stark gestiegene Zahl neuer Asylbewerber in der Europäischen Union addiert sich zu einer bereits hohen Zahl von Wirtschaftsmigranten, wobei allerdings anzumerken ist, dass beide Gruppen im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung der EU relativ klein sind (siehe Abbildung). 2014 kamen fast 1 Million Zuwanderer im EU28-Raum aus Nicht-EU-Ländern. Die Zahl der Personen, denen in Erstentscheidung ein Flüchtlings- bzw. sonstiger humanitärer Status zuerkannt wurde, lag bei rd. 160 000, weniger als der Hälfte der Zahl, mit der für 2015 gerechnet wird, wobei für 2016 ebenfalls eine hohe Zahl erwartet wird. Die Neuzuzüge im EU-Raum scheinen sich 2015 hauptsächlich auf drei Länder zu verteilen: Deutschland (wo mit etwa 900 000 neuen Asylbewerbern gerechnet wird), Österreich und Schweden (wo mit 140 000 bis 190 000 neuen Asylsuchenden in diesem und 100 000 bis 170 000 im nächsten Jahr gerechnet wird). In den meisten anderen EU-Ländern ist die Zahl der Neuzuzüge gering.

#### **Fiskalische Auswirkungen**

Die Schätzung des wirtschaftlichen Effekts des starken Anstiegs der Flüchtlingszahlen auf die Aufnahmeländer ist aus verschiedenen Gründen schwierig: Es liegen nur wenig Studien zum Effekt großer Flüchtlingsströme in fortgeschrittenen Volkswirtschaften vor, da sich die meisten Untersuchungen mit dem Effekt einer steigenden Gesamtzuwanderung befassen (wobei der Anteil der Flüchtlinge in der Regel eher gering ist). Zudem ist die Bearbeitungsdauer der Asylanträge in den verschiedenen Ländern unterschiedlich lang, wobei hinzukommt, dass dort auch unterschiedliche Fristen und Beschränkungen für den Arbeitsmarktzugang von Flüchtlingen gelten können. Auf Grund der Beispiellosigkeit und Einzigartigkeit der aktuellen Krise ist es außerdem schwierig, Lehren aus der Vergangenheit zu ziehen.

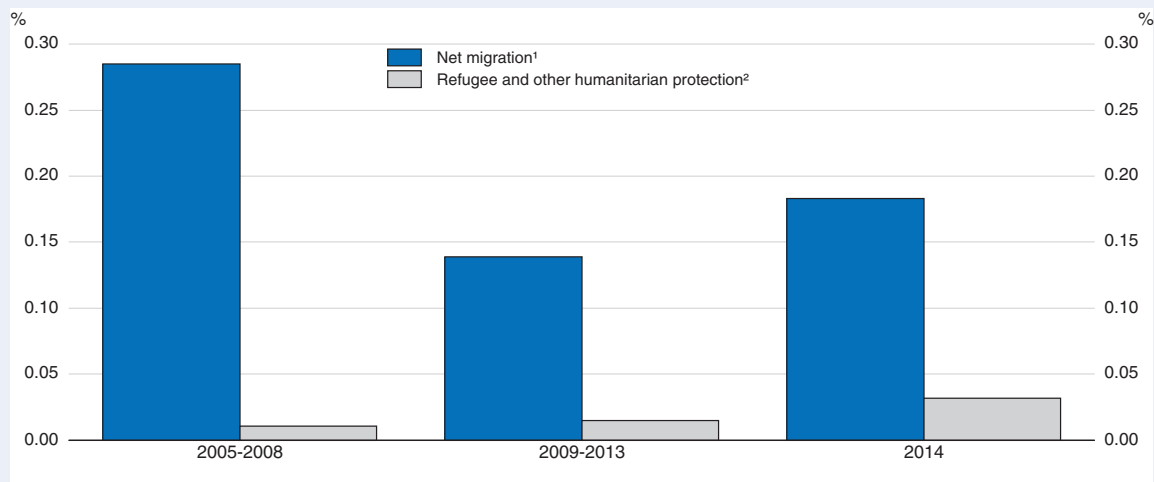
Die Schätzungen des kurz- bis mittelfristigen fiskalischen Effekts der Gesamtzuwanderung gehen je nach Untersuchung recht stark auseinander, meistens wird jedoch von einem geringen Effekt ausgegangen, wobei einige Studien einen fiskalischen Nettotonnen, andere hingegen fiskalische Nettokosten für die Aufnahmeländer feststellen (OECD, 2013b; Dustman und Fratini, 2014). Die kurzfristigen Ausgaben für die Unterstützung neu einreisender Asylbewerber umfassen: humanitäre Hilfe in Form von Nahrungsmitteln und Unterbringung sowie einer finanziellen Grundsicherung, Kosten für erforderliche Sprachkurse und

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)


### The number of refugees into Europe is rising but still small compared with total net migration

In per cent of total EU population as at the beginning of the year



1. Net migration is calculated as the residual from the change in total population, subtracting births and adding deaths. For the purpose of comparisons over time, statistical adjustments for Italy in 2012 and 2013 have been subtracted from the total net migration figures for EU28.
2. Data from 2008 onwards refer to the number of positive first-time decisions in a given year. Pre-2008 data represent the number of total decisions (first-time or otherwise). 2007 data do not include estimates for Belgium, Italy or the Netherlands.

Source: Eurostat; and ISTAT.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295939>

sonstige Schulungen, Maßnahmen zur Identifizierung der tatsächlichen Kompetenzausstattung der Migranten und Ausgaben für die Bearbeitung weiterer Asylanträge. Auf mittlere Sicht könnte zusätzliche Unterstützung notwendig sein, um den Neuankömmlingen beim Arbeitsmarkteintritt zu helfen. Zu den möglichen längerfristigen Vorteilen der Neuzuwanderer gehört, dass sie die Tragfähigkeit des Rentensystems erhöhen können, vor allem in Volkswirtschaften, in denen diese Tragfähigkeit auf Grund der Bevölkerungsalterung bedroht ist.

In den vom derzeitigen Asylbewerberzustrom am stärksten betroffenen Ländern sind die bislang angekündigten zusätzlichen Ausgaben relativ bescheiden. Deutschland hat zusätzliche Mittel in Höhe von ¼% des BIP für dieses Jahr und ½% des BIP pro Jahr im Zeitraum bis 2017 vorgesehen, um den Erstbedarf der Neuankömmlinge zu decken und sie in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Österreich hat angekündigt, dass die Ausgaben für Flüchtlinge und Asylbewerber von 0,1% des BIP im Jahr 2014 und 0,15% des BIP im Jahr 2015 auf 0,3% des BIP im Jahr 2016 steigen werden. Schweden, das schon seit Jahren zahlreiche Flüchtlinge aufnimmt, hat für 2016 zusätzliche Haushaltsmittel in Höhe von 0,9% des BIP vorgesehen, um die Integration der Neuankömmlinge zu fördern. Ungarn hat als wichtiges Transitland auf dem Weg in den Schengenraum für 2015 zusätzliche Ausgaben in Höhe von 0,1% des BIP angekündigt, um die mit dem Flüchtlingsstrom verbundenen Kosten zu decken. Die türkische Regierung hat seit 2011 Hilfen für syrische Flüchtlinge im Umfang von 0,8% des BIP des Jahres 2014 bereitgestellt. Die Europäische Kommission hat zusätzliche Mittel in Höhe von 9,2 Mrd. Euro für die Bewältigung der Flüchtlingskrise im Zeitraum 2015-2016 angekündigt (das entspricht 0,1% des BIP der EU).

Diese zusätzlichen Haushaltsmaßnahmen dürften die gesamtwirtschaftliche Nachfrage etwas steigen lassen, wobei der Großteil der fraglichen öffentlichen Ausgaben auf nichthandelbare Waren und Dienstleistungen entfallen wird. Außerdem dürfte die marginale Konsumquote der Flüchtlinge in Anbetracht ihres geringen Einkommensniveaus relativ hoch sein. In den europäischen Volkswirtschaften insgesamt könnte dies 2016-2017 zu einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage um 0,1-0,2% des BIP führen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

### **Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte**

Der Effekt der höheren Asylbewerberzahlen auf die Erwerbsbevölkerung wird zunächst davon abhängen, inwieweit es den Asylsuchenden gelingt, als Flüchtlinge anerkannt zu werden, wie lange ihre Antragsverfahren dauern und ob sie in den Arbeitsmarkt eintreten. Diesbezüglich bestehen zwischen den verschiedenen EU-Ländern und Migrantengruppen sowie im Zeitverlauf erhebliche Unterschiede. Die Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte der Aufnahmeländer dürften im Allgemeinen mit zunehmender Integration der Flüchtlinge stärker zum Tragen kommen.

- In Deutschland hat sich die Verfahrensdauer bis zur Anerkennung des Flüchtlingsstatus im ersten Halbjahr 2015 auf weniger als 5½ Monate verringert (Newhouse, 2015), im Vergleich zu einer durchschnittlichen Antragsbearbeitungsdauer von fast zwölf Monaten im Jahr 2012.
- Flüchtlinge haben Zugang zum Arbeitsmarkt der Aufnahmeländer. Auch Asylbewerber haben u.U. Zugang zum Arbeitsmarkt der Aufnahmeländer, diesbezüglich bestehen allerdings Unterschiede zwischen den Ländern. In Schweden z.B. erhalten Asylbewerber sofort Zugang zum Arbeitsmarkt, u.a. über Berufsausbildungen und Schulungsprogramme. In Deutschland gilt eine dreimonatige Wartezeit (ab Einreichung des Asylantrags). In Frankreich dauert diese Wartezeit neun Monate und im Vereinigten Königreich zwölf Monate.

In der Europäischen Union insgesamt liegt die Erwerbsquote der Zuwanderer aus Nicht-EU-Ländern mit rd. 70-75% im Durchschnitt etwas unter der Erwerbsquote von EU-Bürgern (Eurostat, 2015), dies unterscheidet sich aber stark je nach Alter, Kompetenzniveau und Geschlecht der Migranten.

Welchen Effekt die Flüchtlingszuzüge auf die Arbeitsmärkte der Zielländer haben werden, hängt von den aktuellen Arbeitsmarktbedingungen und -institutionen, den Kompetenzen und sonstigen Merkmalen der Neuzuwanderer sowie der Arbeits- und Produktmarktregulierung ab.

- Eine zügige Evaluierung der vorhandenen Kompetenzen der Neuzuwanderer wird es den zuständigen Stellen gestatten, sie besser auf die Regionen zu verteilen, in denen die Nachfrage nach den betreffenden Kompetenzen größer ist als das Angebot. Das Kompetenz-Matching ist bei Migranten generell ein Problem, was sich daran zeigt, dass sie häufiger für ihre Tätigkeiten überqualifiziert sind als im Aufnahmeland geborene Arbeitskräfte (OECD/Europäische Union, 2015). Hilfreich wäre es daher auch, eine breitere Anerkennung der im Ausland erworbenen Qualifikationen von Migranten zu gewährleisten (OECD, 2014b).
- Wenn gesichert ist, dass Migranten an aktiven Maßnahmen der Arbeitsmarktpolitik teilnehmen, sind sie eher in der Lage, rasch eine Beschäftigung zu finden (OECD, 2012; OECD, 2014b).
- Darüber hinaus muss gewährleistet werden, dass Neuzuwanderer die Möglichkeit erhalten, anschließend in andere EU-Länder überzusiedeln. Dies dürfte dazu beitragen, die längerfristigen positiven Angebotseffekte der Neuzuwanderung zu erhöhen.
- Beschäftigungsschutzbestimmungen können Auswirkungen darauf haben, inwieweit es Flüchtlingen gelingt, auf dem Arbeitsmarkt Fuß zu fassen und eine Beschäftigung zu finden, womit sie auch Einfluss auf den Umfang der Teilnahme der Flüchtlinge an der informellen Wirtschaft haben. Einige Länder wie Deutschland und Österreich haben proaktiv gehandelt, um den Problemen beim Arbeitsmarktzugang zu begegnen, vor denen Flüchtlinge stehen (OECD, 2015e).
- Die Produktmarktregulierung kann sich ebenfalls auf die Arbeitsmarktintegration neu eingereister Flüchtlinge auswirken. Eine stärkere Regulierung der Produkt- und Arbeitsmärkte kann bedeuten, dass eine Zunahme des Anteils der Migranten an der Erwerbsbevölkerung auf kurze Sicht zu einer Verschlechterung der Beschäftigungschancen der im Inland Geborenen führt. Dieser Effekt klingt auf mittlere Sicht allerdings in der Regel ab (Jean und Jimenez, 2007).
- Der starke Anstieg der Flüchtlingszahlen, der in den letzten Jahren in der Türkei verzeichnet wurde, dürfte sich sowohl auf den informellen als auch auf den formellen Arbeitsmarkt ausgewirkt haben (Del Carpio und Wagner, 2015). Die Flüchtlinge haben inländische informelle Arbeitskräfte verdrängt, haben aber wegen der von ihnen ausgehenden stärkeren Waren- und Dienstleistungsnachfrage auch zu einem Anstieg der Löhne im formellen Sektor geführt.

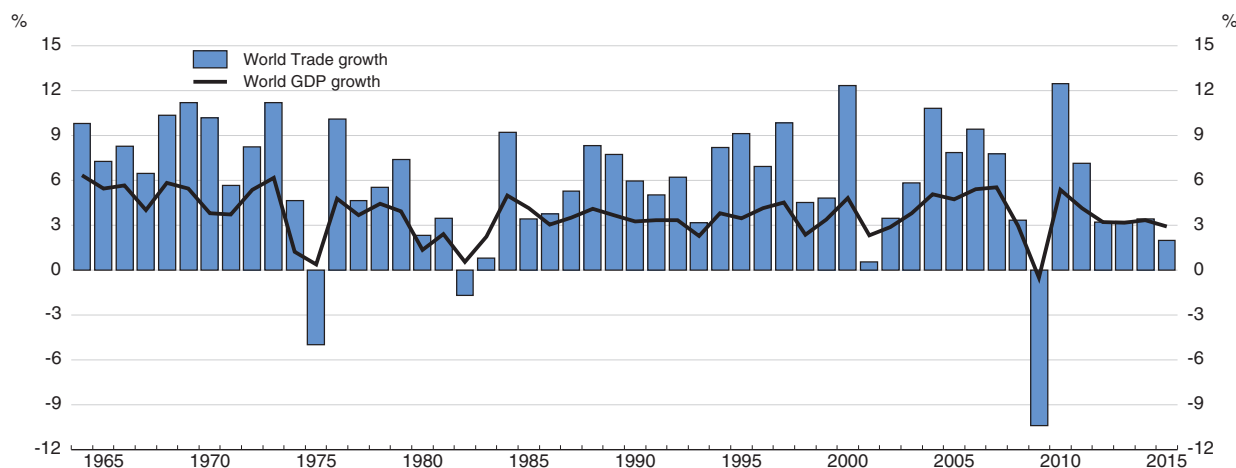
Nicht-EU-Ländern zuzuschreiben ist. Auf kurze Sicht könnte dies den wachsenden Lohnauftrieb auf dem relativ angespannten deutschen Arbeitsmarkt dämpfen. Auf längere Sicht kann die Nettozuwanderung aus Nicht-EU-Ländern auch einen Beitrag zur Verringerung der mit der Bevölkerungsalterung einhergehenden demografischen Belastungen leisten.

## Wesentliche Bestimmungsfaktoren und Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten

### Die Schwäche des Welthandels

Die unerwartet drastische Verlangsamung des Welthandelwachstums auf geschätzte 2% in diesem Jahr stellt einen großen Unsicherheitsfaktor dar. In den vergangenen 50 Jahren gab es insgesamt nur fünf weitere Jahre, in denen das Wachstum des Welthandels 2% oder weniger betrug, wobei in allen Fällen zugleich ein deutlicher Einbruch des Weltwachstums verzeichnet wurde (Abb. 1.7). Zurückzuführen ist die derzeitige Verlangsamung des Welthandels z.T. auf das schwächere weltweite BIP-Wachstum. Die Verlangsamung war jedoch stärker als auf Basis des in der Vergangenheit beobachteten Zusammenhangs mit dem weltweiten Produktionswachstum zu erwarten gewesen wäre, selbst bei Berücksichtigung des seit Krisenende beobachteten Rückgangs der Handelselastizität gegenüber der weltweiten Produktion. In den Anfangsstadien der Erholung erklärte sich das moderate Handelswachstum weitgehend aus der flauen Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere im handelsintensiven Euroraum (Ollivaud und Schwellnus, 2015). Seit kurzem geht diese Schwäche von den aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Ein beachtlicher Teil der Verlangsamung des Welthandelwachstums in diesem Jahr im Vergleich zu 2014 ist auf einen Rückgang der Importvolumen in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften zurückzuführen (Abb. 1.2), der sowohl dem schwächeren Nachfragewachstum als auch einer Verringerung der Importintensität zuzuschreiben ist. Dies hat zu einer Abschwächung der Auslandsnachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beigetragen. Alles in allem dürfte der Rückgang

Figure 1.7. **Global trade growth is unusually weak this year**  
Year-on-year percentage changes



Note: Global trade is goods plus services trade volumes. Global GDP growth in purchasing power parities.

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

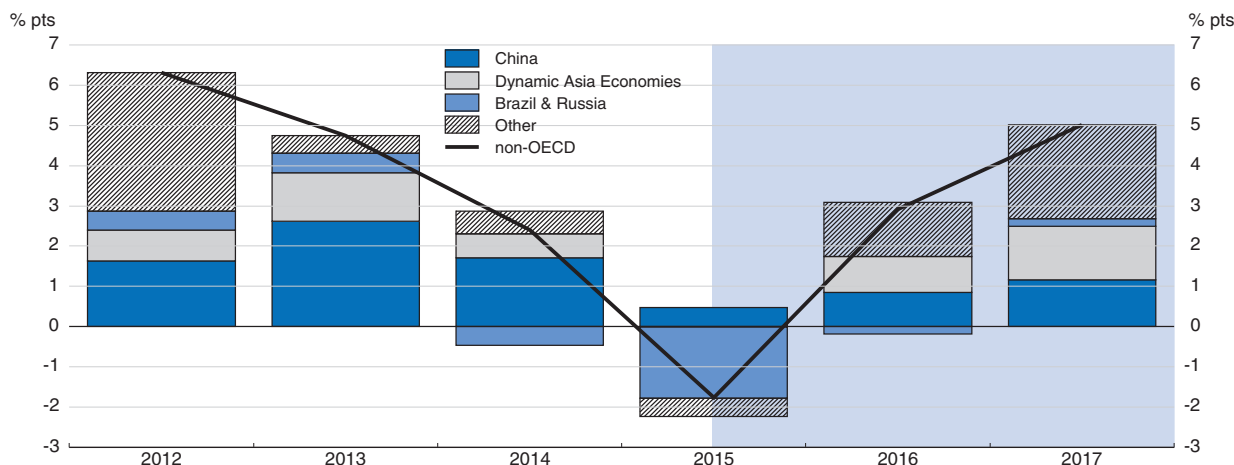
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295818>

der Importnachfrage im Nicht-OECD-Raum in diesem und im kommenden Jahr im Vergleich zu früheren Projektionen (OECD, 2015a) und unter Annahme sonst gleicher Bedingungen das BIP-Wachstum im OECD-Raum um 0,4 Prozentpunkte jährlich verringern.

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die zur Schwäche des Handels in Nicht-OECD-Ländern beitragen:

- In Brasilien sind die Importvolumen in diesem Jahr um über 10% und in Russland um über 20% gesunken, was auf tiefe Rezessionen und im Fall Russlands auf die anhaltende Wirkung der Sanktionen zurückzuführen ist. Dieser Rückgang ist direkt für knapp ein Drittel der Verlangsamung des Anstiegs des Importvolumens in Nicht-OECD-Ländern zwischen 2014 und 2015 verantwortlich (Abb. 1.8).
- Die geringere Zunahme des Importvolumens in China ist ebenfalls unmittelbar für knapp ein Drittel der Verlangsamung des Anstiegs des Importvolumens im Nicht-OECD-Raum zwischen 2014 und 2015 verantwortlich. Dies erklärt sich sowohl aus einem drastischen Wachstumseinbruch beim Exportvolumen in China in diesem Jahr als auch aus der sich wandelnden Zusammensetzung der Inlandsnachfrage (Abb. 1.9):
  - ❖ Das rückläufige Wachstum des chinesischen Exportvolumens, das sowohl auf eine schwächere Auslandsnachfrage als auch eine beträchtliche Aufwertung des realen Wechselkurses zurückzuführen ist, dämpft die Importe auf Grund des relativ hohen Importgehalts der Exporte. Dies könnte unter Standardannahmen etwa die Hälfte der geschätzten Verlangsamung des Wachstums des chinesischen Importvolumens von 7% im Jahr 2014 auf knapp unter 2% im Jahr 2015 ausmachen, da etwa ein Drittel der chinesischen Exporte importierte Waren und Dienstleistungen beinhalten<sup>3</sup>. Chinas Marktanteilsverluste konzentrieren sich in diesem Jahr auf Länder, deren Währungen im Verhältnis zum Renminbi abgewertet haben, darunter auch Länder des Euroraums und Japan (Abb. 1.10).
  - ❖ Die Neuausrichtung der Wirtschaft (siehe weiter unten) hat die Importintensität des Wachstums insgesamt reduziert, da die Importintensität im Konsum- und Dienstleistungssektor geringer ist als bei den Investitionen und der Industrietätigkeit. Die

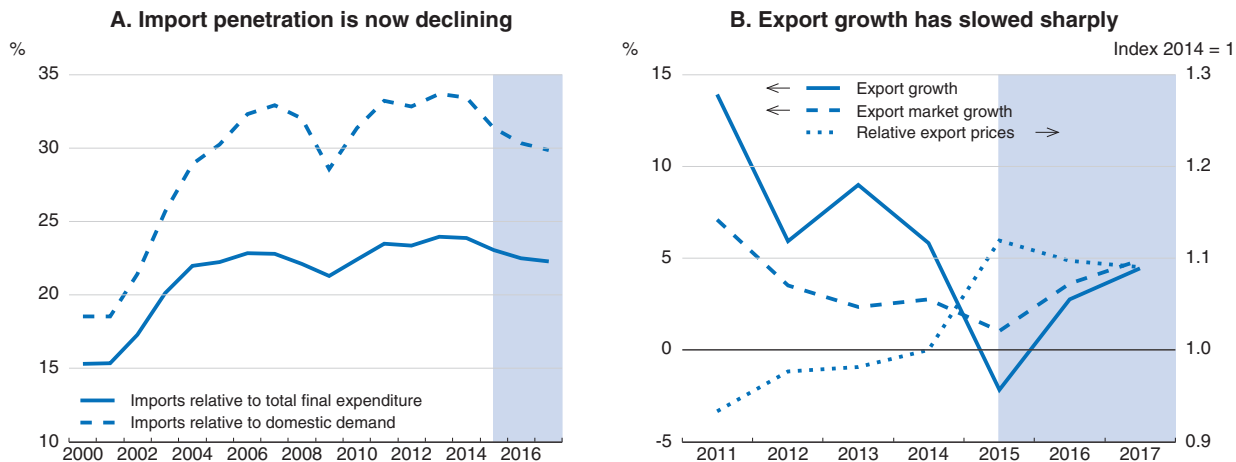
Figure 1.8. **Non-OECD import volume growth has fallen sharply this year**  
Contributions to year-on-year growth of total non-OECD import volumes



Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295824>

Figure 1.9. Significant changes are occurring in Chinese trade flows



Note: Total final expenditure is the sum of domestic demand and exports.  
 Source: OECD Economic Outlook 98 database.

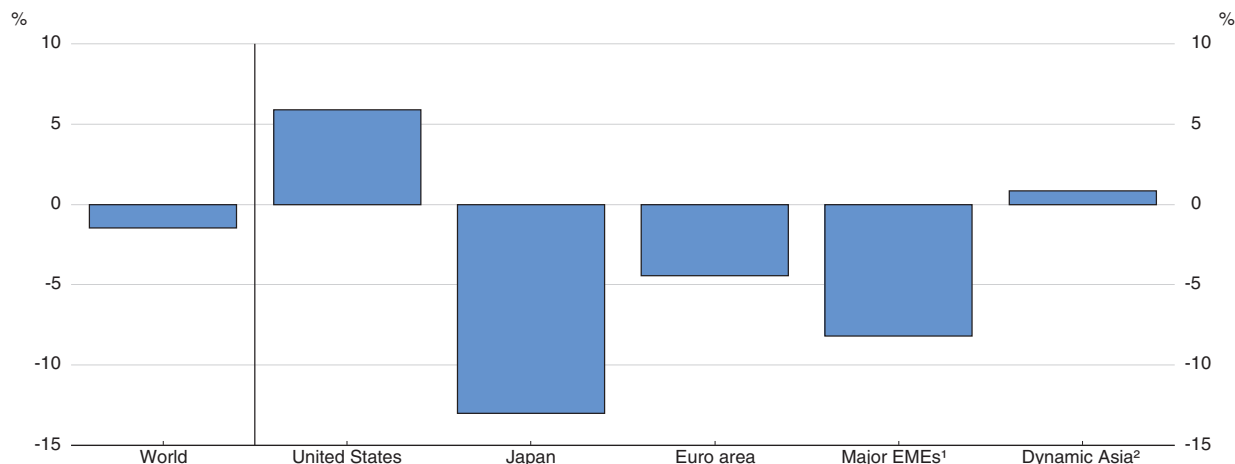
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295834>

Verlangsamung des Investitionswachstums hat insbesondere die Nachfrage nach Rohstoffimporten verringert. Den Handelsdaten der ersten acht Monate von 2015 für China zufolge sind die Einfuhren von Metallen gegenüber 2014 mengenmäßig nur geringfügig gestiegen. Die Rohölimporte nahmen um nahezu 10% zu, die Kohle- und Baumwollimporte sanken hingegen um über 30%.

- ❖ Diese Entwicklungen haben den längerfristigen Trend der vergangenen zehn Jahre verstärkt, dem zufolge chinesische Unternehmen stärker auf im Inland gefertigte Vorleistungen als auf ausländische Inputs zurückgreifen (Constantinescu et al., 2015).

Figure 1.10. Chinese merchandise export growth to selected partner countries

Percentage changes, US dollar values, 2015H1 over 2014H1



Note: Information based on Chinese partners imports.

1. Major EMEs are Brazil, Russia, India and Indonesia.

2. Dynamic Asia is: Hong-Kong, China; Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand and Chinese Taipei.

Source: Thomson Reuters.

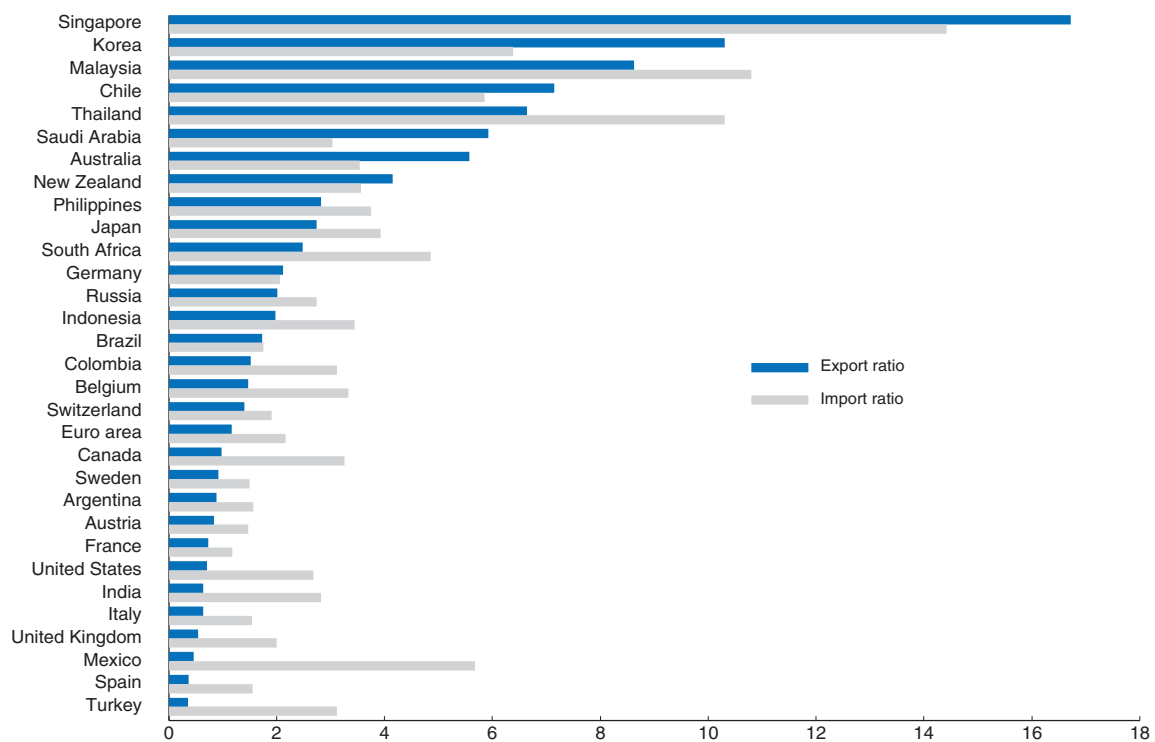
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295847>



- ❖ Selbst unter Berücksichtigung dieser Faktoren – Neuausrichtung hin zum Konsum, ein höherer Anteil an inländischen Vorleistungen und eine schwächere Auslandsnachfrage – waren die chinesischen Importvolumen im Vergleich zu den Endausgaben dieses Jahr sehr schwach, nachdem sie im Zeitraum 2006-2014 im Großen und Ganzen im Einklang mit den gesamten Endausgaben zugenommen hatten. Für 2015 insgesamt beträgt die projizierte Zunahme der Einfuhrvolumen lediglich etwa ein Drittel des Wachstums der gesamten Endausgaben.
- Die Konjunkturabschwächung in China hat die Auslandsnachfrage in anderen asiatischen Volkswirtschaften, darunter insbesondere Japan und Korea, gedämpft, was den integrierten Charakter der Warenlieferketten in Ost- und Südostasien widerspiegelt (Abb. 1.11). 2014 kam über ein Drittel aller Warenimporte in China von regionalen Handelspartnern. Die direkten Handelsbeziehungen zu China sind in den Vereinigten Staaten und im Euroraum im Allgemeinen schwächer, wenngleich beide Volkswirtschaften der geringeren Nachfrage aus Chinas Haupthandelspartnern stärker ausgesetzt sind.
- Auch viele Rohstoffexporteure sind der schwächeren Nachfrage aus China vergleichsweise stark ausgesetzt, darunter Chile, Australien und Neuseeland. Die Neuausrichtung der Wirtschaft in China hat die internationalen Rohstoffpreise und die Exporteinnahmen der Rohstoffförderländer sinken lassen, was darauf zurückzuführen ist, dass China aus dem vergangenen Investitionsboom an vielen Rohstoffmärkten als Hauptnachfragequelle hervorgegangen ist und der Großteil des Anstiegs der Weltnachfrage in den vergangenen 15 Jahren auf China entfiel<sup>4</sup>.

Figure 1.11. Trade linkages with China in 2014

Merchandise exports to and imports from China as a per cent of GDP



Source: International Monetary Fund Direction of Trade Statistics; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295859>

- Die derzeitige Zunahme von Handelsbeschränkungen in den großen Volkswirtschaften kann ebenfalls ein Grund für die anhaltende Abschwächung der Handelsintensität sein, wenngleich der beschleunigte Rückgang des Handelswachstums in diesem Jahr wohl kaum wesentlich auf diesen Faktor zurückgeführt werden kann<sup>5</sup>.

Den Projektionen zufolge wird sich das Wachstum des Welthandels im Betrachtungszeitraum allmählich erholen und 2016 im Großen und Ganzen im Einklang mit dem weltweiten Produktionswachstum und 2017 um 4¼% steigen (Tabelle 1.3). Dies ließe einen Anstieg der Handelselastizität des globalen Wachstums auf etwa 1½ erwarten, verglichen mit einer Elastizität von etwa 2 im Vorfeld der Finanzkrise. In den OECD-Volkswirtschaften ebenso wie in Indien und Indonesien (die in Abbildung 1.8 beide unter den sonstigen Nicht-OECD-Ländern erfasst sind) wird die Struktur der Nachfrage voraussichtlich langsam handelsintensiver, da sich die Zunahme der Anlageinvestitionen im Verhältnis zum Wachstum des Endverbrauchs beschleunigt. Neue Haushaltsmaßnahmen zur Ankurbelung der Infrastrukturausgaben in China dürften ebenfalls dazu beitragen, das Importwachstum Chinas etwas zu kräftigen. Der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wird auch das projizierte Abklingen der gegenwärtigen

Table 1.3. **World trade will strengthen gradually**

<i>Goods and services trade</i>					
	2013	2014	2015	2016	2017
	Percentage change from previous period				
<b>World trade<sup>1</sup></b>	3.3	3.4	2.0	3.6	4.8
OECD exports	2.6	4.0	3.4	3.5	4.6
OECD imports	2.0	3.8	4.0	4.0	4.7
<b>Trade prices<sup>2</sup></b>					
OECD exports	0.3	-1.3	-12.5	0.3	1.1
OECD imports	-0.5	-1.5	-13.7	0.0	1.0
Non-OECD exports	-1.8	-2.9	-10.8	-0.6	2.1
Non-OECD imports	-0.7	-1.9	-7.6	0.3	2.4
<b>Current account balances</b>	Per cent of GDP				
United States	-2.3	-2.2	-2.5	-2.8	-3.0
Japan	0.8	0.5	3.3	2.9	3.3
Euro area	2.8	3.3	3.8	3.7	3.7
OECD	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
China	1.6	2.1	3.0	2.7	2.6
	USD billion				
OECD	-25	0	94	32	35
United States	-377	-390	-450	-517	-588
Japan	40	23	138	124	143
Euro area	371	432	436	438	452
Non-OECD	383	362	245	260	261
China	148	220	323	303	318
Major oil producers	281	169	-69	-38	-34
Rest of the world	-46	-27	-9	-4	-23
World	358	362	339	293	296

Note: Regional aggregates include intra-regional trade.

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

2. Average unit values in dollars.

Source: OECD Economic Outlook 98 database.



Schwäche in vielen Rohstoffförderländern etwas zugute kommen, insbesondere Brasilien und Russland. Auf mittlere Sicht dürfte das neue Transpazifische Partnerschaftsabkommen dem Wachstum des Welthandels und der Weltwirtschaft Impulse verleihen (Petri und Plummer, 2012). Ein erfolgreicher Abschluss der laufenden Verhandlungen über das Transatlantische Handels- und Investitionsabkommen würde einen zusätzlichen Schub geben.

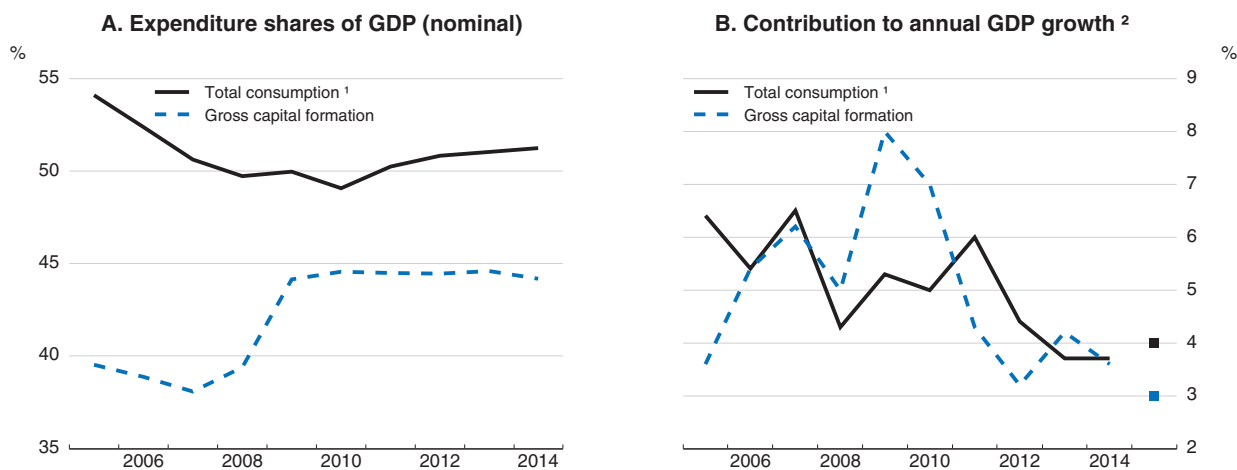
### Die Konjunkturverlangsamung in China und damit einhergehende Spillover-Effekte

Die Aussichten für China sind in Anbetracht des erheblichen und wachsenden Beitrags dieses Landes zu Handel, Investitionen und Wirtschaftstätigkeit ein wichtiger Vektor für die Weltwirtschaft und die globale Unsicherheit<sup>6</sup>. Der seit Juni zu beobachtende Einbruch der chinesischen Aktienkurse hat in Kombination mit einer unerwarteten Anpassung im Wechselkursmechanismus die Befürchtungen über eine mögliche drastische Wachstumsverlangsamung und finanzielle Schwachstellen im Inland genährt und die Volatilität an den globalen Finanzmärkten erhöht. Das gemeldete BIP-Wachstum hat sich 2015 weiter auf knapp über 6%<sup>7</sup> verlangsamt, da sich die Wirtschaft in einer Übergangsphase von einem industrie- zu einem dienstleistungsbasierten Wachstum befindet und sich mit der Bewältigung der Ungleichgewichte im Immobiliensektor und den Schwerindustrien sowie der hohen Verschuldung der nachgeordneten Gebietskörperschaften und des Unternehmenssektors auseinandersetzen muss (OECD, 2015c). Ein reibungsloser Abbau dieser Ungleichgewichte wird mit Herausforderungen verbunden sein, womit sich das Risiko erhöht, dass es zu einer abrupten Verlangsamung mit negativen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft kommen könnte. Daher ist es angezeigt, den wirtschaftlichen Wandel in China genauer zu untersuchen.

Infolge der derzeitigen Neuausrichtung stellt der (öffentliche und private) Konsum eine vergleichsweise wichtigere Wachstumsquelle in China dar als die Anlageinvestitionen (Abb. 1.12), obgleich die Wachstumsrate beider Ausgabenarten heute schwächer ausfällt als in der Vergangenheit. Der Dienstleistungssektor ist nunmehr der Hauptmotor des Wirt-

Figure 1.12. **Rebalancing is continuing in China**

GDP growth by sector



Note: Shares do not add to 100 since the net exports share is not included in the chart.

1. Total consumption includes both public and private consumption.

2. Dots represent the contribution to the growth of GDP in the first three quarters of 2015 relative to a year earlier.

Source: OECD Economic Outlook 98 database; National Bureau of Statistics (China); and Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295864>

schaftswachstums, während sich die Industrieproduktion deutlich auf die niedrigste Rate seit 2008 verlangsamt hat. Zugleich lässt das nachlassende Wachstum der gesamten Endausgaben zusammen mit den rückläufigen Exportvolumen Besorgnis darüber aufkommen, dass der Konjunkturabschwung in China schwerwiegender sein und rascher voranschreiten könnte als ursprünglich angenommen, wobei negative Ausstrahlungseffekte über Handelsbeziehungen und finanzielle Verflechtungen zum Tragen kommen könnten.

- In Anbetracht des zusätzlichen Direktvertriebs in China, der durch die ausländischen Tochtergesellschaften der betreffenden Muttergesellschaften aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften erfolgt, führen Handelsbeziehungen dazu, dass der Umfang, in dem viele dieser Volkswirtschaften einem Abschwung in China ausgesetzt sind, zu niedrig ausgewiesen wird. So beliefen sich beispielsweise die Umsätze von US-amerikanischen Tochtergesellschaften in China 2013 auf rd. 364 Mrd. US-\$, was mehr als doppelt so viel ist wie der Wert der bilateralen Waren- und Dienstleistungsausfuhren nach China aus den Vereinigten Staaten. Die Umsätze der in China niedergelassenen Tochtergesellschaften japanischer Hersteller waren 2014 ebenfalls nahezu doppelt so hoch wie die japanischen Warenexporte nach China. Das schwächere Nachfragewachstum in China könnte sich folglich auf die Einnahmen und die Ertragslage vieler multinationaler Unternehmen und somit auch auf ihre Aktienkurse auswirken, selbst wenn die Muttergesellschaften keine Waren und Dienstleistungen produzieren, die nach China exportiert werden.
- Direkte finanzielle Verflechtungen mit China nehmen ebenfalls rasch zu, bleiben aber generell im Verhältnis zu den weltweiten Verflechtungen insgesamt gering. Die ausstehenden grenzüberschreitenden Forderungen des Bankensektors gegenüber chinesischen Gebietsansässigen beliefen sich im ersten Quartal 2015 (auf der Basis des letztlichen Risikoträgers) auf rd. 760 Mrd. US-\$, was 3,1% der gesamten grenzüberschreitenden Forderungen der Banken im Berichtsgebiet der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich entspricht. China hat sich in den letzten Jahren zum führenden Standort für internationale Direktinvestitionszuflüsse aus dem Ausland entwickelt (OECD, 2015b), vereint allerdings nur rd. 4¼% des globalen Gesamtbestands an ausländischen Direktinvestitionen auf sich (unter Ausklammerung der Investitionen, die auf Hongkong entfallen). Dennoch könnten die finanziellen Ausstrahlungseffekte stärker sein als diese Daten vermuten lassen, wie sich an der heftigen Reaktion der globalen Finanzmärkte auf die umfangreiche Korrektur der chinesischen Aktienkurse seit Juni und der unerwarteten Abwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar im August zeigte. Diese Reaktion war in Japan besonders ausgeprägt, wo die Aktienkurse drastisch zurückgingen.

Angesichts der Anzeichen für eine Konjunkturverlangsamung haben die chinesischen Behörden umfassende Stimulierungsmaßnahmen angekündigt, u.a. eine Reihe von geld- und fiskalpolitischen Änderungen, um die Vermögenswertpreise, die Kreditvergabe und die Konjunktur zu stützen, sowie neue fiskalische Maßnahmen, die sich auf 1½% des BIP belaufen. Die neuen Haushaltsmaßnahmen, die rd. ein Viertel des Umfangs jener betragen, die 2009 während der weltweiten Finanzkrise eingeführt wurden, sollen weitgehend der Finanzierung zusätzlicher Infrastrukturausgaben, insbesondere für das Verkehrsnetz, dienen. Diese Stützungsmaßnahmen werden den Projektionen zufolge dazu beitragen, die Nachfrage aufrechtzuerhalten, wobei erwartet wird, dass sich das BIP-Wachstum bis 2017 geringfügig auf 6¼% abschwächen wird, sie werden aber unweigerlich die notwendige Neuausrichtung der Ausgaben verlangsamen, was die Gefahr in sich birgt, dass die Verschuldung und die überschüssigen Industriekapazitäten weiter zunehmen könnten. Die zusätzlichen Investitionen werden den trendmäßigen Rückgang der Importintensität der Inlandsnachfrage

abschwächen, was dem Welthandelwachstum zugute kommen könnte. Eine Reihe weiterer strukturpolitischer Maßnahmen könnte sich für die allgemeine Neuausrichtung als wirksamer erweisen, u.a. die Liberalisierung von Dienstleistungen und die Erhöhung von Sozialausgaben, um die Expansion des Verbrauchs der privaten Haushalte zu fördern. Maßnahmen dieser Art würden zwar zur Umorientierung der chinesischen Wirtschaft beitragen, sie würden aber den Welthandel auf Grund der geringeren Importintensität der Konsumausgaben nicht genauso stark stützen.

Wenn sich die chinesische Inlandsnachfrage stärker abschwächen sollte als derzeit unterstellt, könnten die weltweiten Auswirkungen angesichts indirekter Vertrauenseffekte an den Finanzmärkten umfangreicher (Gauvin und Rebillard, 2015) und gravierender sein, als die bloße Betrachtung der direkten Handelsbeziehungen und finanziellen Verflechtungen vermuten ließe. Schwächere internationale Rohstoffpreise und eine akkommodierendere Ausrichtung der Geldpolitik könnten dies zum Teil ausgleichen, eine Verringerung des Wachstums der chinesischen Inlandsnachfrage um 2 Prozentpunkte in den Jahren 2016 und 2017, die durch globale finanzielle Spannungen verstärkt wird, könnte aber das weltweite BIP-Wachstum immer noch um über  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt in beiden Jahren reduzieren (Kasten 1.2).

#### Kasten 1.2 Die globalen Auswirkungen eines schwächeren Nachfragewachstums in China

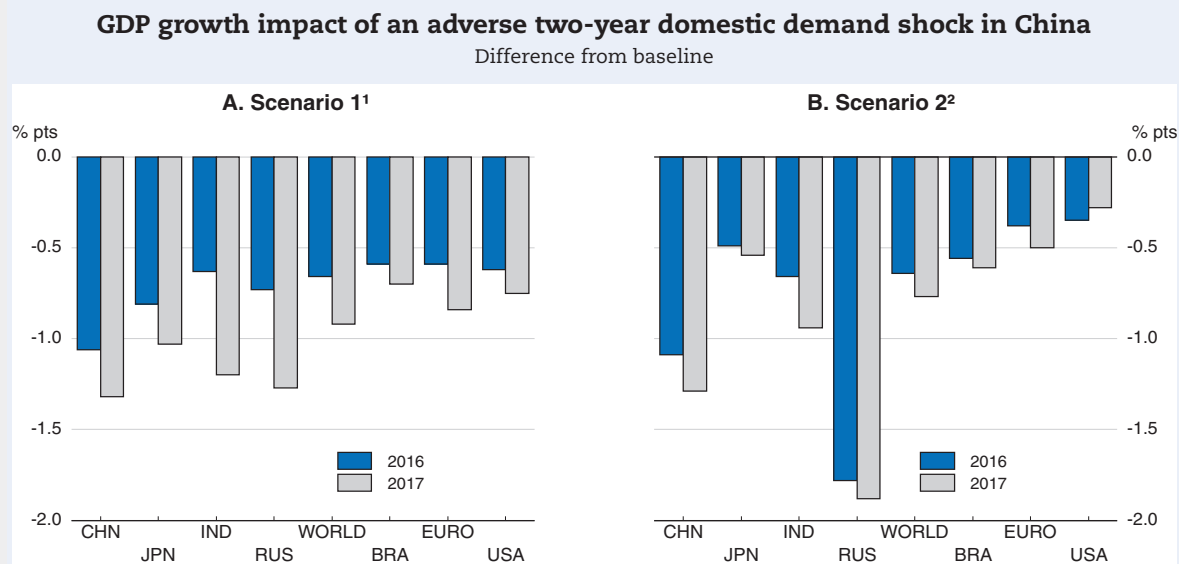
Das in diesem Kasten beschriebene Szenario bietet mit Hilfe der im makroökonomischen NiGEM-Modell angestellten Simulationen eine Veranschaulichung der möglichen Effekte, die sich aus schlechteren Wachstumsergebnissen in China ergeben könnten. In den Simulationen wird davon ausgegangen, dass das Wachstum der chinesischen Inlandsnachfrage zwei Jahre lang (2016 und 2017) um 2 Prozentpunkte sinken wird.

- Die negativen Ausstrahlungseffekte über Handelsbeziehungen würden für sich genommen nur gering ausfallen, so dass ein Rückgang des Wachstums der chinesischen Inlandsnachfrage das BIP-Wachstum im OECD-Raum um lediglich 0,1-0,2 Prozentpunkte jährlich verringern würde. Insgesamt würde das weltweite BIP im Zeitraum 2016-2017 um rd.  $\frac{1}{3}$  Prozentpunkt pro Jahr sinken<sup>1</sup>.
- Die Effekte eines langsameren Nachfragewachstums in China würden stärker ausfallen, wenn sie zu Korrekturen an den globalen Finanzmärkten führen würden, z.B. rückläufigen Aktienkursen, höherer Ungewissheit und steigenden Risikoprämien, wie dies in der zweiten Augusthälfte dieses Jahres zu beobachten war. Werden drei weitere negative finanzielle Schocks zu dem ursprünglichen chinesischen Nachfrageschock hinzugefügt – ein Rückgang der weltweiten Aktienkurse um 15% sowie ein Anstieg der Risikoprämien auf Aktien und Investitionen in allen Ländern um 50 Basispunkte –, würde dies das weltweite BIP-Wachstum im Zeitraum 2016-2017 um durchschnittlich  $\frac{3}{4}$ -1 Prozentpunkt pro Jahr verringern. Der Gesamteffekt der Schocks zusammen wäre in Japan ebenso wie in Indien und Russland relativ groß, was durch die vergleichsweise starken Beziehungen zu China oder anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, die intensiven Handel mit China betreiben, und den Effekt der höheren Risikoprämien bedingt ist (Abbildung, Teil A).

Ein weiterer Rückgang der chinesischen Nachfrage würde auch für zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Rohstoffpreise sorgen, insbesondere wenn er auf schwächere Anlageinvestitionen zurückzuführen wäre. In den großen Rohstoffe fördernden Volkswirtschaften hätte dies negative Auswirkungen auf die Einkommen, würde in den Rohstoffe einführenden Volkswirtschaften jedoch die Auswirkungen der ursprünglichen Schocks auf das Wachstum abfedern, auch wenn der inflationsdämpfende Effekt hier wiederum verstärkt würde. Angesichts der stärkeren disinflationären Tendenzen könnte eine Lockerung der Geldpolitik (oder die Erwartung einer künftigen Lockerung) den Gesamteffekt der ursprünglichen Schocks und die Auswirkungen auf die einzelnen Volkswirtschaften ebenfalls beeinflussen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)



1. Panel A: Based on a decline of 2 percentage points in the growth rate of domestic demand in China for two years; a reduction of 15% in global equity prices and a 50 basis point increase in the equity risk premium and investment risk premium in all countries.

2. Panel B: Panel A simulation plus a 25 basis point reduction in long-term interest rates in all economies and a 15% decline in global prices of oil and metals plus minerals.

Source: OECD Economic Outlook 98 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295946>

- Um diese Auswirkungen zu veranschaulichen, wurden zwei weitere Schocks in das Basisszenario aufgenommen, nämlich ein Rückgang der Weltmarktpreise für Öl und für Metalle und Mineralien um 15% sowie eine Verringerung der langfristigen Zinssätze in allen Volkswirtschaften um 25 Basispunkte. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften reduzieren diese „dämpfenden Schocks“ den Gesamteffekt der ursprünglichen nachfrageseitigen und finanziellen Schocks 2016 und 2017 um rd. ¼ Prozentpunkt bzw. 0,4 Prozentpunkte (Abbildung, Teil B). Dennoch würde das BIP-Wachstum im OECD-Raum sowohl 2016 als auch 2017 noch immer um rd. ½ Prozentpunkt sinken. Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Rohstoffförderländer wie Russland vom Rückgang der Rohstoffpreise betroffen, so dass sich der Effekt der ursprünglichen Schocks erhöht. Was die anderen aufstrebenden Volkswirtschaften anbelangt, werden die direkten Nutzeffekte der niedrigeren Rohstoffpreise und Zinssätze durch die Einkommenseinbußen in den Rohstoffförderländern unter den aufstrebenden Volkswirtschaften, die wichtige Handelspartner sind, vor allem 2016 weitgehend neutralisiert. Insgesamt würde sich das weltweite BIP-Wachstum im Zeitraum 2016-2017 um durchschnittlich rd. 0,7 Prozentpunkte pro Jahr verringern.

Eine erhebliche Abwertung des Renminbi hätte ebenfalls Ausstrahlungseffekte auf andere Länder, vor allem wenn dadurch die Volatilität an den Finanzmärkten zunehmen würde. Dies würde dazu beitragen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen, würde aber die Neuausrichtung verzögern, da das Wachstum stärker von den Ausfuhren getragen würde. In der Praxis würde dies wahrscheinlich, wie im August dieses Jahres geschehen, zu Währungsabwertungen in vielen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften führen, insbesondere in Ländern, die in enger Konkurrenz zu China stehen, sowie in wichtigen Rohstoffförderländern. Im Ergebnis würde dies die Nutzeffekte für China begrenzen.

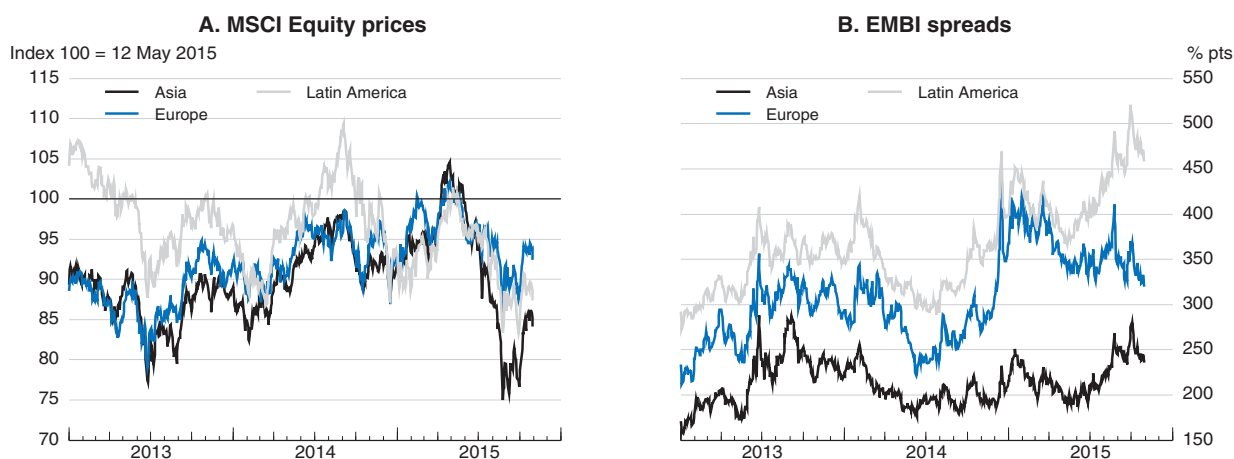
1. In China würden die Einfuhren auf Grund des ursprünglichen Schocks der Inlandsnachfrage drastisch sinken, was den Gesamteffekt des Schocks auf China so abschwächen würde, dass sich das BIP-Wachstum um rd. 1 Prozentpunkt jährlich verlangsamen würde.

## Unsichere Wirtschaftslage in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die in den Projektionen unterstellte Belebung in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften setzt eine sanfte Wachstumsverlangsamung und Neuaustarierung in China, stabile Rohstoffpreise und Wechselkurse sowie eine Aufhellung des Vertrauensklimas voraus, die eine akkommodierendere Ausrichtung der Geldpolitik gestatten. Sollte eine dieser Bedingungen nicht zutreffen, würde das Wachstum geringer ausfallen als erwartet. Weitere Währungsabwertungen würden die tendenziellen inflationären Spannungen in einigen dieser Länder verstärken, was eine restriktivere Geldpolitik erforderlich machen, aber auch einen stärkeren außenwirtschaftlichen Impuls liefern würde. Gelingt es nicht, die politische Unsicherheit in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften, u.a. in Brasilien, Russland und der Türkei, zu reduzieren und das Vertrauen wiederherzustellen, würde dies das Wachstum beeinträchtigen. Die Rohstoffpreisrisiken sind ausgewogen. Sollten die jüngsten Angebotsüberschüsse anhalten oder sich ausweiten, würden die niedrigeren Rohstoffpreise die Einnahmen der Rohstoffförderländer, darunter Brasilien, Chile, Mexiko, Russland und andere Ölförderländer, verringern, die Realwirtschaft sowie die Staatseinnahmen belasten und die außenwirtschaftlichen Positionen schwächen. Würde die weltweite Nachfrage hingegen kräftiger anziehen als in den Projektionen unterstellt oder würden sich die geopolitischen Risiken verstärken, könnten die Rohstoffpreise steigen, was die Einnahmen der Rohstoffförderländer steigern würde.

Für die aufstrebenden Volkswirtschaften bestehen zudem mögliche Risiken im Zusammenhang mit der noch ausstehenden Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik. Neben schwächeren Wachstumsergebnissen hat die Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik in den Vereinigten Staaten in den vergangenen Monaten zu stärkeren Portfolioumschichtungen zu Lasten von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften beigetragen, wobei die Bruttokapitalzuflüsse zurückgegangen, die Zinsspreads auf Staatsanleihen gestiegen und die Aktienkurse seit Anfang Mai um 10-15% gesunken sind (Abb. 1.13). Hat die Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten einmal begonnen, könnte sich die Volatilität an den Finanzmärkten erhöhen und auf die aufstrebenden Volkswirtschaften übergreifen, selbst wenn diese Normalisierung auf einer gesunden Erholung und Preisstabilität in den Vereinigten Staaten beruhen würde<sup>7</sup>. Dies könnte dann

Figure 1.13. **Financial conditions in emerging market economies have tightened**



Source: Thomson Reuters.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295879>



weitere Portfolioinvestitionen und Vermögenspreisentwicklungen auslösen, die strukturelle Anfälligkeiten offenlegen würden. Auf Grund des volatilen Charakters der Anlegerstimmung, der Ansteckungseffekte und negativer Rückkopplungseffekte sind Umfang, Dauer und wirtschaftliche Auswirkungen von Portfolioumschichtungen und Kursentwicklungen schwer vorherzusagen. Negative Ausstrahlungseffekte auf aufstrebende Volkswirtschaften treten mit größerer Wahrscheinlichkeit ein, wenn die Risikotoleranz der Anleger abnimmt (Kasten 1.3). Die Erfahrungen der Vergangenheit lassen indessen darauf schließen, dass sich die Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften während des gesamten geldpolitischen Straffungszyklus in den Vereinigten Staaten nicht unbedingt verschlechtern müssen.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften weisen bessere Fundamentaldaten auf als im Vorfeld früherer Krisen, u.a. höhere Devisenreserven, und manche von ihnen haben Vereinbarungen getroffen, um Notkredite in Fremdwährung zu erhalten, doch werden sie dadurch nicht unbedingt von einer möglichen Umkehr der Kapitalströme und von Finanzmarkturbulenzen verschont<sup>8</sup>. Einige Länder sind nach wie vor anfällig (Tabelle 1.A2.1 und 1.A2.2):

- Die auf Fremdwährung lautende Verschuldung ist in mehreren großen aufstrebenden Volkswirtschaften im Verhältnis zum BIP niedriger als vor der Asienkrise Ende der 1990er Jahre (Ollivaud et al., 2015), auch wenn sie seit 2007 gestiegen ist. Die Struktur der Bruttoauslandsverbindlichkeiten hat sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften ebenfalls verbessert, wobei der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen (ADI)

### Kasten 1.3 **Steigende Leitzinsen in den Vereinigten Staaten und Ausstrahlungseffekte auf die aufstrebenden Volkswirtschaften**

Im vorliegenden Kasten werden die Kapitalströme und die Finanzmarktentwicklungen in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften während der geldpolitischen Straffungszyklen in den Vereinigten Staaten in den 1990er und den 2000er Jahren betrachtet und die potenziellen Folgen für den kommenden Zyklus untersucht.

Die empirischen Befunde lassen darauf schließen, dass die Portfoliokapitalflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere im Hinblick auf Schuldverschreibungen, durch die Anhebung der Leitzinssätze in den Vereinigten Staaten oder entsprechende Erwartungen negativ beeinflusst wurden (Koepke, 2015). So stellen etwa Dahlhaus und Vasishttha (2014) fest, dass ein Anstieg des Zinsspreads zwischen US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit und dem Tagesgeldsatz der Federal Reserve um 120 Basispunkte die Portfoliokapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften nach sechs Monaten insgesamt um 1,7% des jeweiligen BIP verringert. Zahlungsbilanzdaten zufolge nahmen die Anleihe- und die Eigenkapitalströme in ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften während der Phasen der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten von 1994-1995 und 1999-2000 insgesamt tatsächlich ab, auch wenn es dabei Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab (erste Abbildung unten). Dieses Muster bestätigt sich nur für die Kapitalströme von Gebietsansässigen der Vereinigten Staaten. Hingegen haben sich die Portfoliokapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften im Zeitraum 2004-2006 erhöht, was darauf hindeutet, dass andere Faktoren eine Rolle gespielt haben<sup>1</sup>.

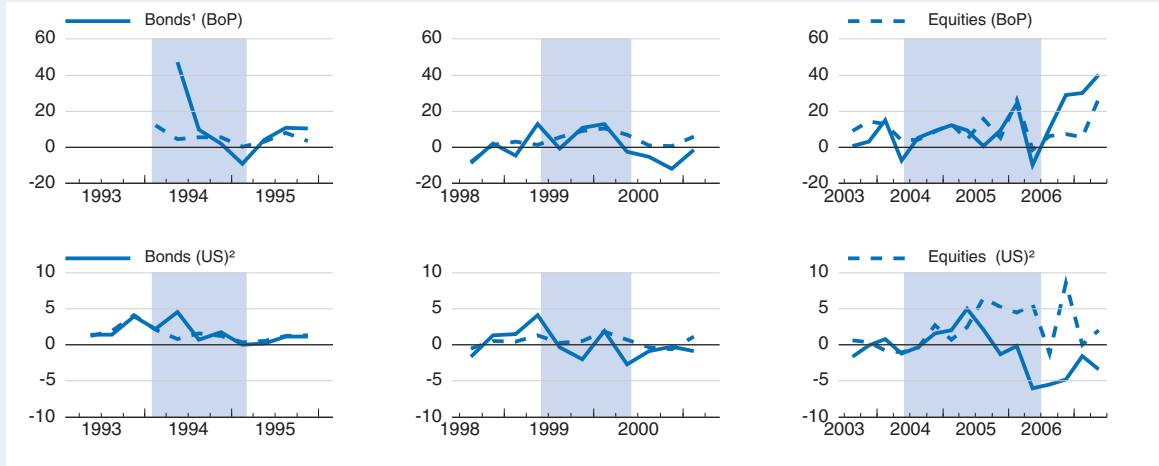
Die negativen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf die Portfoliokapitalzuflüsse könnten durch den Rückgang der Risikotoleranz der Anleger verstärkt werden (Koepke, 2015). Da die aufstrebenden Volkswirtschaften als riskantere Märkte betrachtet werden, sind sie anfällig für eine Flucht der Investoren in sichere Anlagen. Gemessen an der impliziten Volatilität der Aktienkurse und dem Zinsspread zwischen hochverzinslichen US-Unternehmensanleihen und US-Staatsanleihen, erhöhte sich die Risikoaversion 1994-1995 und 1999-2000 leicht, nicht jedoch im Zeitraum 2004-2006 (zweite Abbildung unten). In den vergangenen Jahren lagen diese Messgrößen dank der außergewöhnlichen geldpolitischen Impulse unter ihren langjährigen Durchschnittswerten, auch wenn sie sich in den vergangenen Monaten leicht erhöht haben.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

### Portfolio capital flows to EMEs during past episodes of US monetary policy tightening

USD billions



Note: Due to data availability the EMEs include Argentina, Brazil, Hungary, Indonesia, India, Korea, Mexico, Russia, South Africa and Turkey. The shaded areas correspond to US monetary policy tightening periods (February 1994-February 1995; June 1999-May 2000; and June 2004-June 2006).

1. Excluding India.

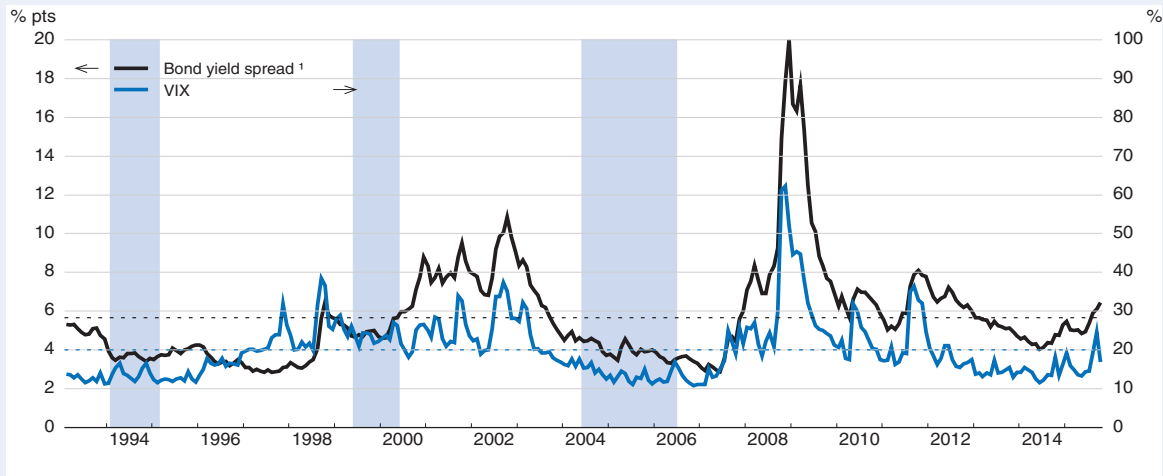
2. Net purchases of EMEs' securities by US residents based on US Treasury International Capital System data.

Source: International Monetary Fund Balance of Payments BP5; and US Treasury International Capital System (TIC).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295956>

Die Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik könnte daher die Risikotoleranz verringern, was möglicherweise einen negativen Effekt auf die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften haben wird.

### Measures of risk aversion



Note: The dotted lines are the total sample average. The shaded areas correspond to US monetary policy tightening periods (February 1994-February 1995; June 1999-May 2000; and June 2004-June 2006).

1. The spread between the US high-yield corporate bond yields (BoA ML with the average duration of 5 years) and the 5-year US government bond yields.

Source: Thomson Reuters.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295956>

(Fortsetzung nächste Seite)

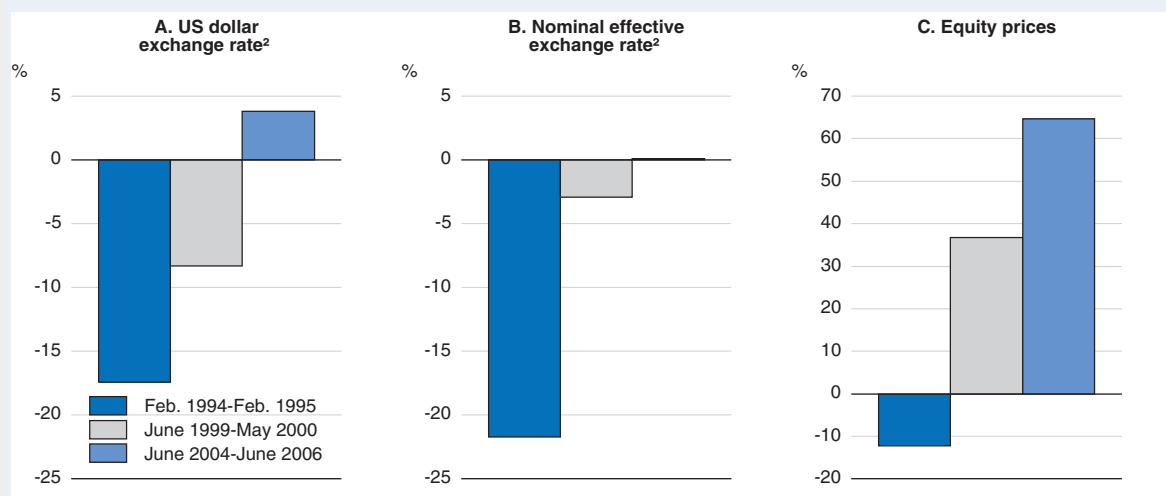
(Fortsetzung)

Die geldpolitische Straffung in den Vereinigten Staaten hat im Allgemeinen jedoch nicht zu insgesamt restriktiveren Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften während des gesamten Zyklus geführt. Tatsächlich werteten die nominalen bilateralen Wechselkurse gegenüber dem Dollar und die nominalen effektiven Wechselkurse 1994-1995 und 1999-2000 im Durchschnitt ab, und die Aktienkurse stiegen 1999-2000 und 2004-2006, auch wenn dies beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern kaschiert (dritte Abbildung unten).

Daher kann die Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zwar die Portfoliakapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften verringern, insbesondere dann, wenn die Risikoaversion der Anleger zunimmt, sie muss jedoch nicht zwangsläufig während des gesamten geldpolitischen Straffungszyklus zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften führen.

### Financial market conditions during past episodes of US monetary policy tightening

Unweighted average of percentage change for EMEs<sup>1</sup>



1. The EMEs include Argentina, Brazil, Hungary, Indonesia, India, Korea, Mexico, Russia, South Africa and Turkey.

2. Negative changes correspond to a depreciation.

Source: Thomson Reuters; OECD Exchange rate database; and OECD calculations.

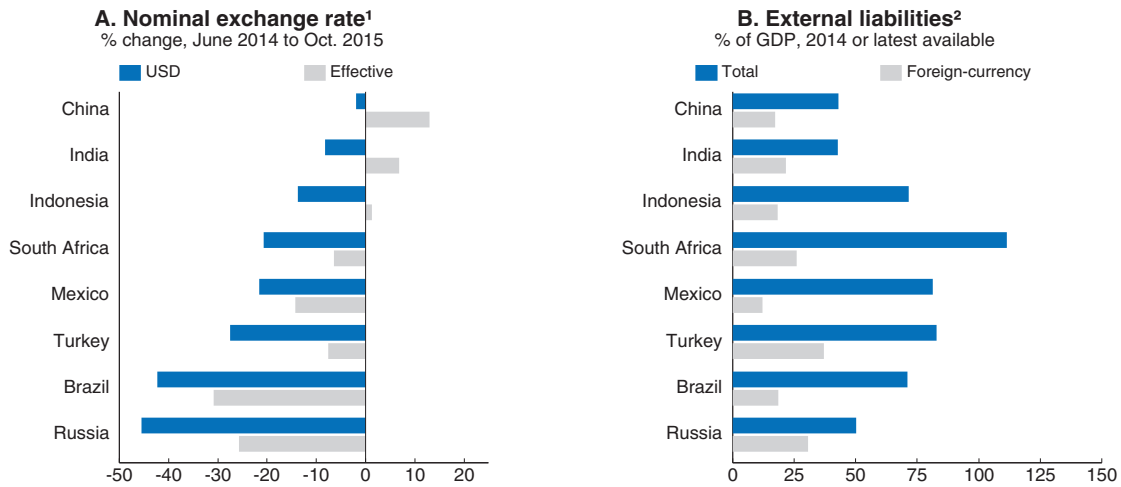
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295978>

1. Dies könnte die Tatsache widerspiegeln, dass die Anleger eine weniger starke Risikoaversion zeigten, da die weltweiten Aktienkurse einen starken Anstieg verzeichneten und die Volatilität der Aktienkurse abnahm.

gestiegen und der Anteil der Darlehensverbindlichkeiten entsprechend gesunken ist (Obstfeld, 2015). Gleichwohl haben mehrere Volkswirtschaften, darunter Chile, Mexiko, Polen, die Türkei und Südafrika beträchtliche Portfoliozuflüsse in Anleihen verzeichnet, wobei die Anleiheverbindlichkeiten gemessen am BIP nach der weltweiten Finanzkrise gestiegen sind. Wie die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, erhöht dies das Risiko einer Wende bei den Kapitalströmen, wenn der geldpolitische Kurs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestrafft wird (Ahmed et al., 2015).

- Die jüngsten Abwertungen haben die Schuldendienstkosten für in Fremdwährung denominierte Kredite erhöht. Dies ist in Anbetracht des Umfangs der jeweiligen Wechselkursabwertung seit Mitte 2014 und der Höhe der in Fremdwährung denominierten Auslandsverschuldung – vorrangig in US-Dollar – insbesondere in Brasilien, Russland und der Türkei der Fall (Abb. 1.14). Dass sich die Unternehmen und privaten Haushalte in diesen Volkswirtschaften bisher offenbar nicht weithin in finanziellen Schwierigkeiten befinden,



Figure 1.14. **EMEs' external vulnerabilities increased due to exchange rate depreciations**

1. Negative numbers imply a depreciation of the indicated country's currency against the US dollar (USD) and against a trade-weighted basket of currencies effective exchange rate.
2. Foreign currency liabilities include bank loans, other investment liabilities and offshore external bond liabilities. The latter is computed as the difference between debt securities by nationality of the issuer and by residence of the issuer and is set to zero when the difference is negative.

Source: OECD Economic Outlook 98 database; Bank for International Settlements; International Monetary Funds; and OECD calculations.  
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295884>

lässt darauf schließen, dass die Wechselkursrisiken entweder durch Einnahmen in Fremdwährung oder durch Finanzinstrumente abgesichert wurden. Auch staatliche Maßnahmen haben die Spannungen in manchen Ländern verringert<sup>9</sup>. Eine weitere Möglichkeit ist, dass die Tilgungszahlungen noch nicht fällig geworden sind.

- Die Verschuldung ist in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich gestiegen. In Brasilien, China und der Türkei hat sich die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen und der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP zwischen 2007 und Anfang 2015 nahezu verdoppelt (Abb. 1.15). Auf der Grundlage früherer Erfahrungen könnte ein solch rasches Tempo des Schuldenanstiegs auf Probleme bei der Schuldentilgung hindeuten, wenn es zu einer Wachstumsverlangsamung kommt. Mit Ausnahme Russlands bewegen sich die offiziell als notleidend ausgewiesenen Kredite in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch auf überraschend niedrigem Niveau. Dies könnte jedoch eher auf eine laxen Aufsicht schließen lassen als auf ein tatsächliches Nichtvorhandensein von Spannungen an den Finanzmärkten.

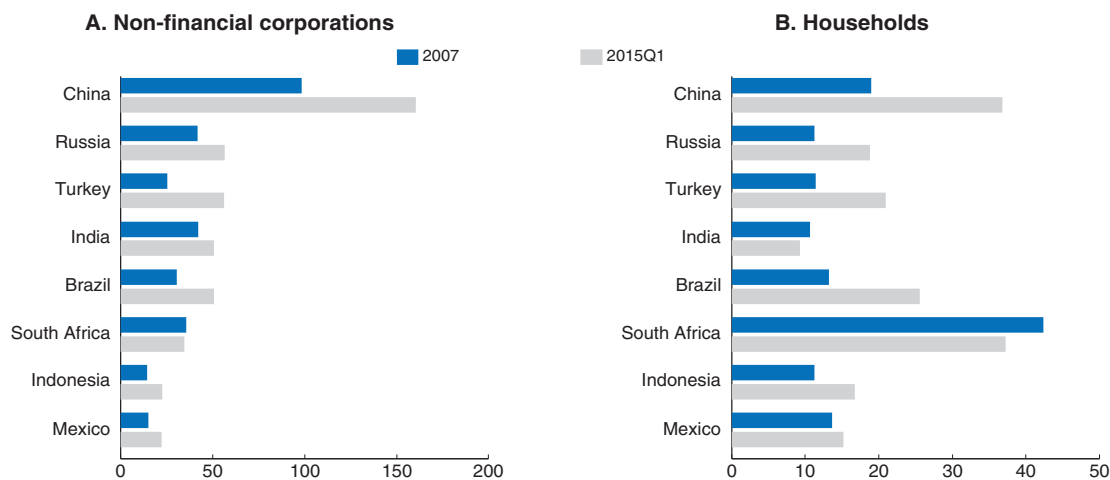
### **Das Wachstum im Euroraum und in Japan ist schwächer als erwartet**

Das BIP-Wachstum dürfte 2015 im Euroraum und in Japan trotz der Impulse durch niedrigere Ölpreise, schwächere Währungen und eine überaus stimulierende Geldpolitik schwächer ausfallen als Mitte 2014 erwartet<sup>10</sup>. Modellsimulationen dieser Veränderungen zufolge hätte das BIP-Wachstum im Euroraum und in Japan in diesem Jahr wenigstens 1 Prozentpunkt höher sein können als derzeit projiziert (Kasten 1.4). Dies wird bis zu einem gewissen Grad durch die negativen Auswirkungen des hinter den Erwartungen zurückbleibenden Wachstums der Auslandsnachfrage auf die gesamtwirtschaftliche Produktion ausgeglichen.

Im Euroraum könnte das verhaltene Wachstum darauf zurückzuführen sein, dass der Kreditkanal wegen der unvollendeten Sanierung der Bankbilanzen weiterhin beeinträchtigt ist.

Figure 1.15. **Credit has increased substantially in some EMEs**

End-period stock, per cent of GDP



Note: Credit from banks and non-banks adjusted for breaks. For South Africa 2008 instead of 2007.

Source: Bank for International Settlements.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295892>

- Die Funktionsfähigkeit des Bankkreditkanals hat sich verbessert, sie ist in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern jedoch noch nicht vollständig wiederhergestellt worden. Das jährliche Kreditwachstum ist im Euroraum als Ganzes gerade wieder positiv geworden, in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern ist es jedoch nach wie vor negativ (Abb. 1.16).
- Die Kreditkosten sind gegenüber dem während der Krise erreichten Niveau gesunken, in einigen Ländern bewegen sie sich jedoch nach wie vor auf hohem Niveau. Innerhalb des Euroraums sind die Risikoaufschläge auf Bankkreditzinsen und die Staatsanleiherenditen im Vergleich zu den Niveaus vor der Finanzkrise weiterhin hoch. Der Ankauf von Wertpapieren, darunter Covered Bonds und forderungsbesicherte Wertpapiere, und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB haben den Zugang der Banken zu Finanzierungsmitteln erleichtert und ihre Kosten gesenkt.
- Die Rekapitalisierung von Banken vor der umfassenden Bewertung Ende 2014 und die schrittweise Einführung einer strengeren Bankenregulierung haben zu solideren Bankbilanzen geführt. Viele Banken in von der Krise besonders stark betroffenen Ländern haben jedoch nach wie vor einen sehr hohen Bestand an notleidenden Krediten, der die Gewinne schmälert und folglich die Refinanzierungskosten erhöht und höhere Kreditmargen erforderlich macht (IWF, 2015b, Tabelle 1.A2.1 und Abb. 1.16).

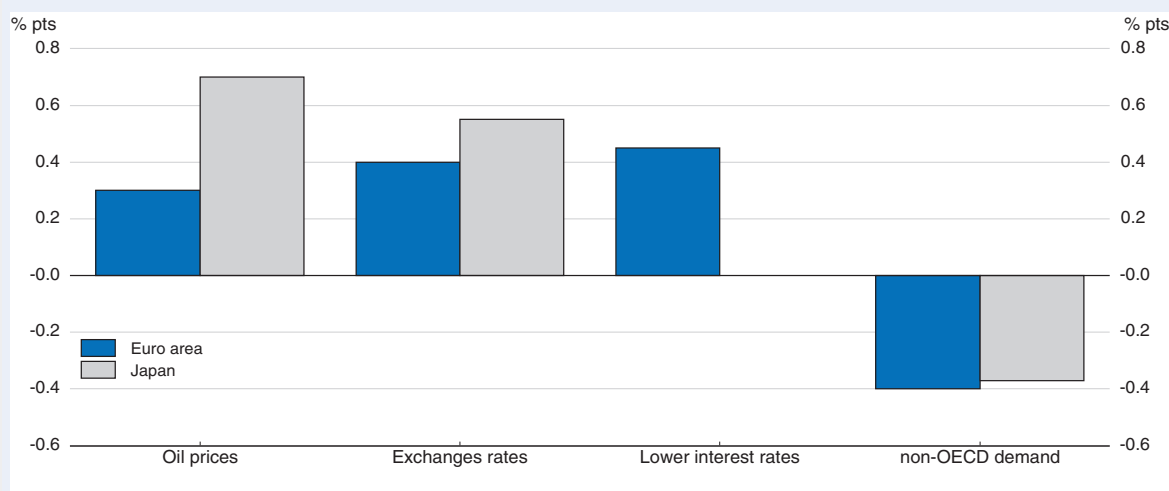
Die schwache Erholung kann auch auf einen bisher nur begrenzten Schuldenabbau im privaten Nichtfinanzsektor zurückzuführen sein. Das Nettofinanzvermögen der privaten Haushalte ist im Euroraum und in Japan in den letzten Jahren zwar im Verhältnis zum BIP gestiegen, die Relation zwischen der Bruttoverschuldung der privaten Haushalte und dem BIP hat sich jedoch kaum verändert (Abb. 1.17). Dies steht im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten, wo die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP zurückgegangen ist. Das in den Vereinigten Staaten im Vergleich zum Euroraum und zu Japan dynamischere Wachstum des nominalen BIP erklärt die unterschiedlichen Ergebnisse, wobei die Abschreibung von Kreditforderungen ebenfalls eine große Rolle für den Schuldenabbau in den Vereinigten Staaten spielt<sup>11</sup>. Der Gesamtbetrag für den Euroraum

### Kasten 1.4 Wachstumsdefizite im Euroraum und in Japan


Auf der Basis makroökonomischer Modellsimulationen anhand des NiGEM-Modells waren im Jahr 2015 sowohl im Euroraum als auch in Japan wesentlich bessere Wachstumsergebnisse zu erwarten als sich heute abzeichnet, und die Projektionen für 2016 sind für beide Volkswirtschaften ebenfalls niedriger als die Ergebnisse der Simulationen. Der seit Mitte 2014 zu verzeichnende Rückgang der Ölpreise wird das BIP im Zeitraum 2015-2016 im Euroraum und in Japan Schätzungen zufolge jährlich um rd. 0,3 bzw. 0,7 Prozentpunkte steigern. Darüber hinaus könnten die seit Mitte 2014 zu verzeichnenden Abwertungen der effektiven Wechselkurse das BIP-Wachstum 2015 im Euroraum um 0,3-0,4 Prozentpunkte und in Japan um 0,5-0,6 Prozentpunkte steigern. Der seit Mitte 2014 zu beobachtende Rückgang der Zinssätze für langfristige Staatsanleihen und der Kreditzinsen im privaten Sektor wird das BIP-Wachstum im Euroraum in diesem Jahr unter der Annahme sonst gleicher Bedingungen voraussichtlich um weitere 0,4-0,5 Prozentpunkte steigern und die in diesem Jahr aus dem höheren Zustrom von Asylsuchenden in Europa resultierenden zusätzlichen öffentlichen Ausgaben dürften im Zeitraum 2015-2016 ebenfalls einen geringfügigen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum im Euroraum leisten.

#### Estimated impact on GDP growth in 2015 of changes in forces acting since June 2014

Difference from baseline



Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295980>

Diese Schocks sind nicht völlig unabhängig voneinander, da die zu Grunde liegende Nachfrageschwäche, die die Währungsbehörden in Japan und im Euroraum im letzten Jahr dazu veranlasste, Wertpapiere aufzukaufen, zum Rückgang der Ölpreise beitrug, während die antizipierte Lockerung der Geldpolitik der Abwertung des Euro und des Yen Vorschub leistete. Bei isolierter Betrachtung dieser Schocks wäre es nicht überraschend gewesen, wenn das BIP-Wachstum im Euroraum und in Japan in diesem Jahr um wenigstens 1 Prozentpunkt höher ausgefallen wäre, als es derzeit den Anschein hat.

Die positiven Impulse werden zumindest teilweise durch die über Erwarten starke Verlangsamung des Wachstums in China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, die die Auslandsnachfrage sowohl im Euroraum als auch in Japan verringert, ausgeglichen. Diese zusätzliche über die Erwartungen von Mitte 2014 hinausgehende Verlangsamung reduziert das BIP-Wachstum im Zeitraum 2015-2016 im Euroraum und in Japan jährlich um durchschnittlich fast ½ Prozentpunkt.

Die konventionellen makroökonomischen Simulationen gehen implizit davon aus, dass alle Anpassungsmechanismen in der Wirtschaft so funktionieren, wie sie im Zeitraum, in dem sie geschätzt wurden, im Durchschnitt funktioniert haben. In diesem Kontext könnten die anhand des NiGEM-Modells erzielten Simulationsergebnisse fälschlicherweise überzeichnet werden. Sie könnten auf Spezifikationsfehler

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

zurückzuführen sein, und sie lassen laufende strukturelle Veränderungen, wie beispielsweise die begrenzten Auswirkungen, die Zinssätze heute, insbesondere in Zeiten erhöhter Ungewissheit, auf Unternehmensinvestitionen zu haben scheinen (OECD, 2015b), möglicherweise unberücksichtigt. Außerdem können Abwärtsrigiditäten bei den Nominallöhnen und Preisen zu asymmetrischen Reaktionen auf große Ölpreistrückgänge oder -anstiege führen, anstatt ähnliche Effekte hervorzurufen, wie sie in makroökonomischen Standardmodellen unterstellt werden (Raciborski et al., 2015). Darüber hinaus könnten die geldpolitischen Impulse im Euroraum durch den nach wie vor beeinträchtigten Kreditkanal geschwächt werden.

Die abnehmende Reagibilität der Handelsvolumen gegenüber Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit (Ollivaud et al., 2015) könnte auch die schwächer als erwartet ausgefallenen Effekte früherer Wechselkursabwertungen erklären. Im Euroraum haben sich die Exportergebnisse 2015 verbessert, wobei die Exportvolumen doppelt so schnell gestiegen sind wie das Wachstum der Exportmärkte, was darauf schließen lässt, dass der reale Wechselkurs einen gewissen Einfluss hatte. Es gibt jedoch kaum Belege für derartige Effekte auf die Einfuhren, denn das Importwachstum beschleunigt sich in diesem Jahr im Verhältnis zu den gesamten Endausgaben. In Japan folgte die seit Mitte 2014 zu verzeichnende Wechselkursabwertung auf einen stärkeren Währungsrückgang im Vorjahr. Während die Exportleistung 2014 durch die erste Abwertung angekurbelt wurde, sind bei dem folgenden Währungsrückgang in diesem Jahr nur geringfügige Auswirkungen auf die Ergebnisse zu beobachten.

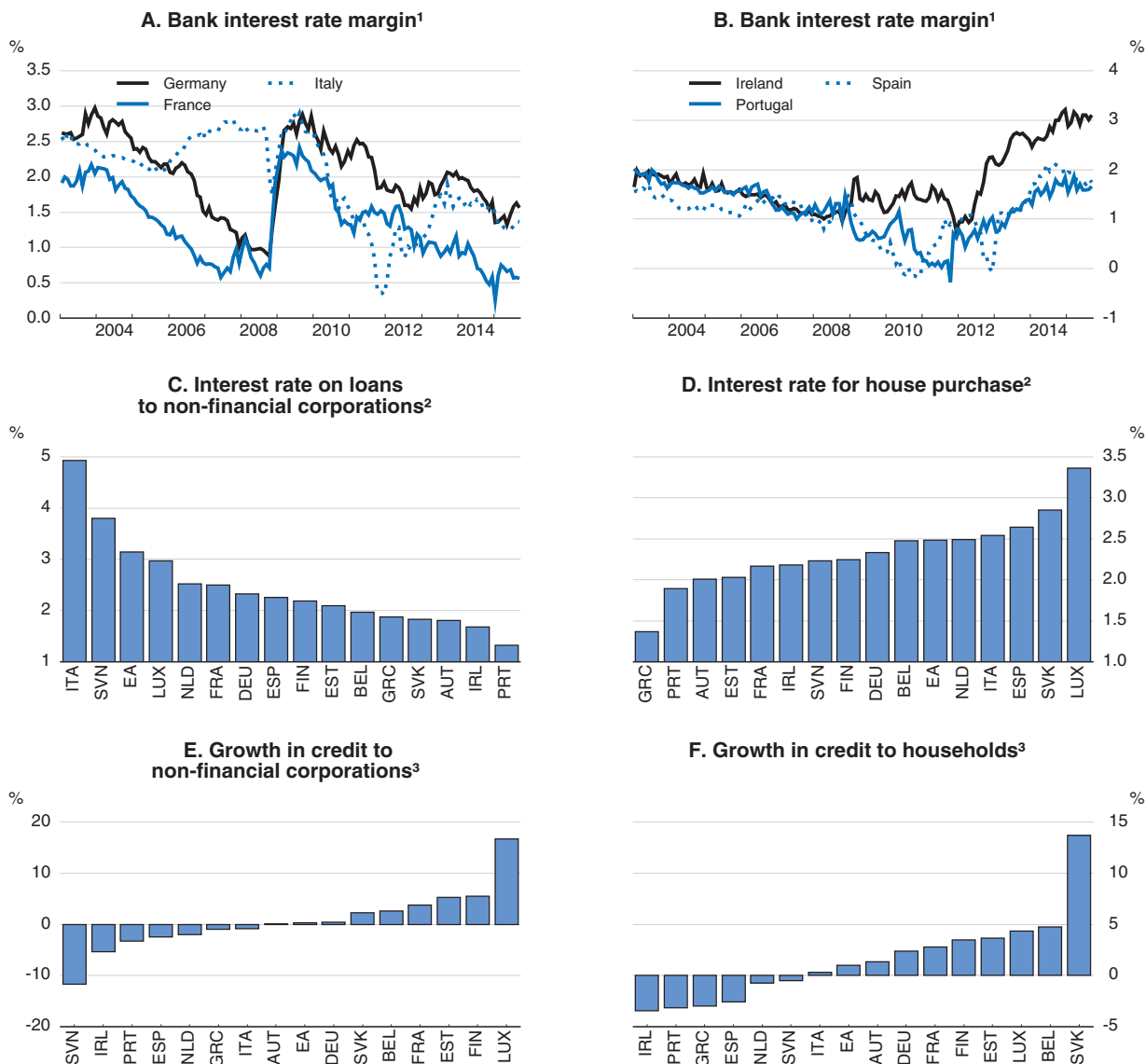
Es ist abschließend aber auch möglich, dass das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleibt, weil der positive Effekt der ökonomischen Schocks übermäßig optimistischen Basisprojektionen hinzugerechnet wurde, wie dies im Anschluss an die Krise bei Prognosen für das folgende Jahr häufig der Fall war (OECD, 2014a). In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass die im *Wirtschaftsausblick* von November 2014 enthaltene OECD-Schätzung des Potenzialwachstums im Euroraum und in Japan für das Jahr 2015 um 0,2 bzw. 0,5 Prozentpunkte nach unten revidiert wurde.

verdeckt jedoch wichtige Unterschiede zwischen den Ländern. Während die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP in Irland und Portugal stark und in Spanien und Deutschland in geringerem Umfang zurückgegangen ist, ist sie in Italien (wo sie aber immer noch vergleichsweise gering ist) und Frankreich leicht angestiegen. In den Nichtfinanzunternehmen wurde in Japan und im Euroraum ebenfalls nur ein geringer Teil der Verschuldung abgebaut. Im Euroraum ist dies wahrscheinlich das Gegenstück zu den hohen Beständen an notleidenden Krediten im Bankensystem.

Die anhaltende Ungewissheit könnte die Wachstumsergebnisse ebenfalls belasten.

- Die im August erzielte Vereinbarung zwischen Griechenland und seinen Gläubigern hat den Druck an den Finanzmärkten gemindert und auf kurze Sicht die Wahrscheinlichkeit weiterer Verwerfungen erheblich reduziert. Es bleibt abzuwarten, ob diese Maßnahmen ausreichen, um das Wachstum zu beleben und die Schuldentragfähigkeit langfristig zu gewährleisten. Ungewissheit bezüglich der Umsetzung kann sich auf kurze Sicht belastend auf die Investitionen auswirken.
- In Japan hat die Regierung eine neue fiskalpolitische Strategie eingeführt, die darauf abzielt, die öffentlichen Finanzen durch stärkeres Wirtschaftswachstum auf eine tragfähige Grundlage zu stellen. Weitere Maßnahmen werden erforderlich sein, um bei der Verschuldung einen Abwärtstrend zu bewirken und das Vertrauen der Investoren in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu bewahren.

Figure 1.16. Conditions in the banking sector across euro area countries continue to differ



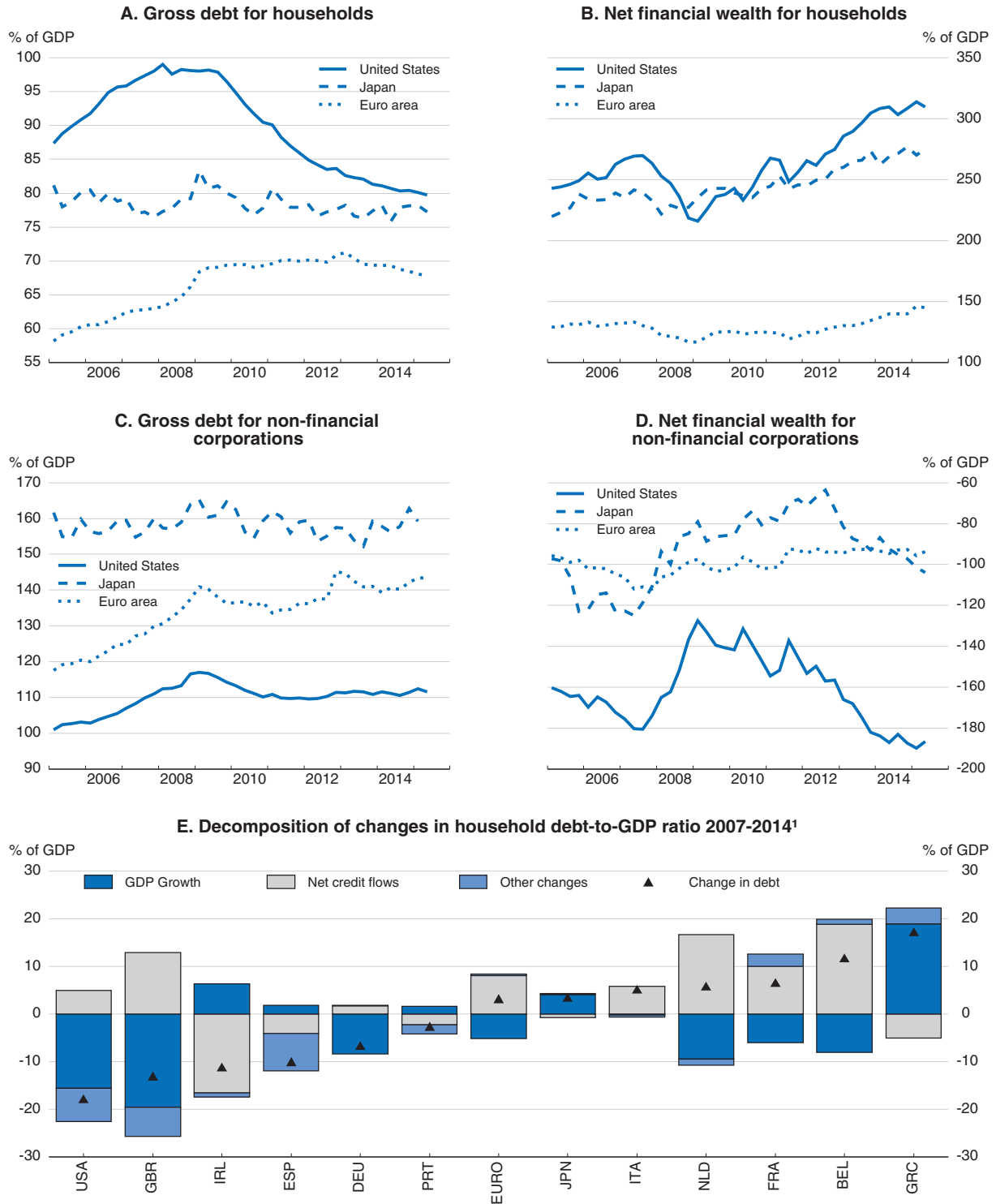
1. The interest rate margin is calculated as the difference between interest rates charged on bank loans for house purchases and paid on households deposits.
  2. The average for 3 months to September 2015 of the bank total cost of borrowing to non-financial corporations and of the bank interest for house purchases.
  3. The average for 3 months to September 2015 of annual growth in loans adjusted for sales and securitisation.
- Source: European Central Bank; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295905>

### Niedrigeres Potenzialwachstum und Ungewissheit

Die OECD hat ihre Schätzungen des Potenzialwachstums und der Produktionslücken angesichts einer weiteren Phase schwacher Investitionstätigkeit mit negativen Folgen für das Produktivitätswachstum revidiert (Kasten 1.5). Die Potenzialwachstumsraten wurden für die jüngste Vergangenheit und die nahe Zukunft allgemein nach unten revidiert, wobei die Abwärtsrevision für 2016 in den großen OECD-Regionen  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt beträgt. Diese Abwärtsrevision erfolgt zusätzlich zu erheblichen früheren Revisionen im Anschluss an

Figure 1.17. Little progress with deleveraging in the euro area and Japan



1. The change in debt-to-GDP ratio is decomposed according the formula:  $d(\text{debt}[t]) = -g[t]/(1+g[t]) \cdot \text{debt}[t-1] + \text{net credit flows}[t] + \text{other changes}[t]$ , where  $g[t]$  is percentage nominal GDP growth (divided by 100), and the first term indicates the contribution of nominal GDP growth to debt dynamics. Other changes reflect changes due to write-offs, reclassification and revaluation.

Source: OECD, National Accounts database; European Central Bank; and OECD calculations.

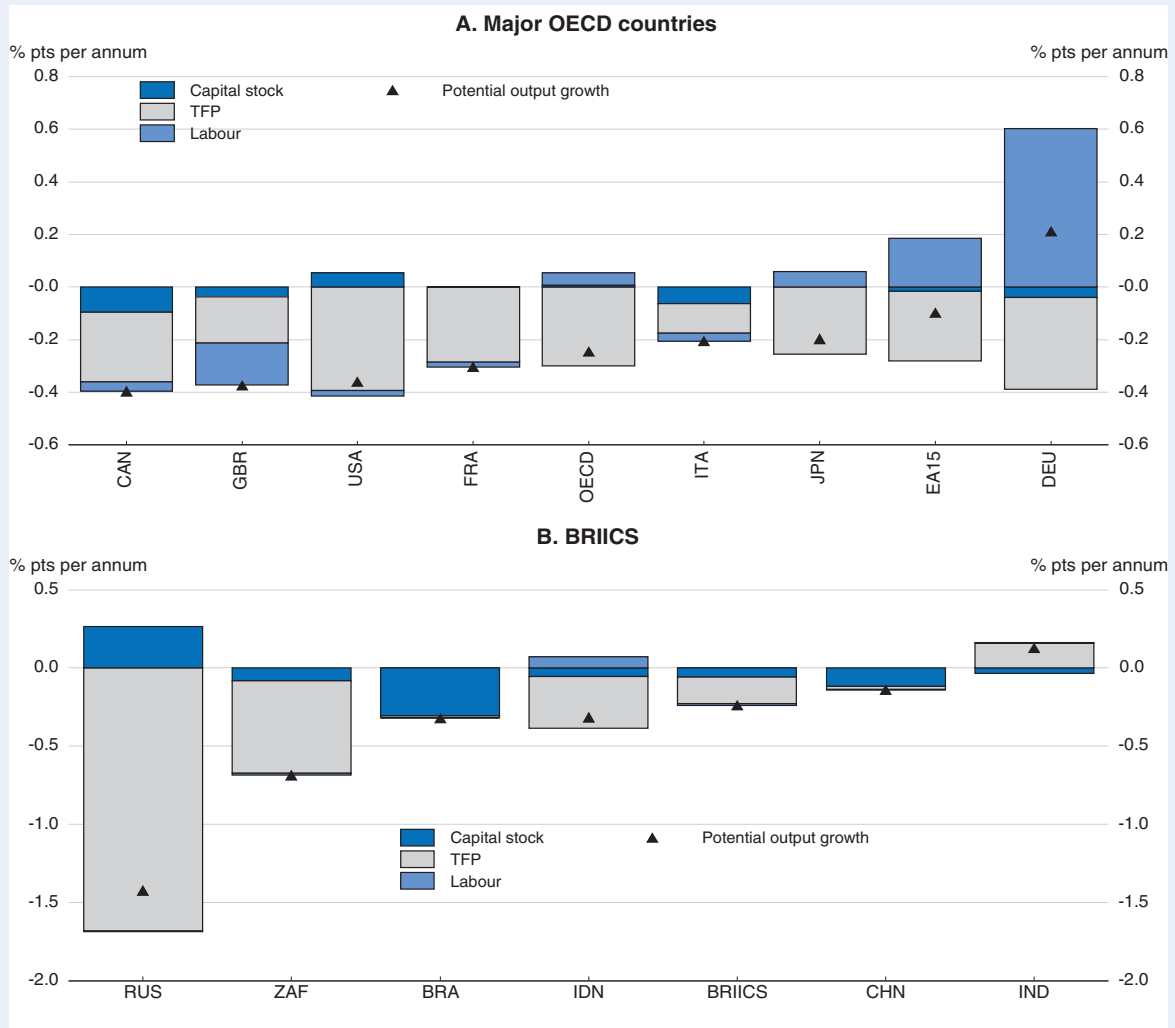
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295911>

**Kasten 1.5 Revisionen des Potenzialwachstums**

Für den OECD-Raum insgesamt wurden die derzeitigen Projektionen des Potenzialwachstums für das Jahr 2016 gegenüber den Projektionen von Juni um ¼ Prozentpunkt nach unten revidiert (OECD, 2015a), was die enttäuschende Erholung widerspiegelt, insbesondere im Bereich der Produktivität. Die Abwärtsrevisionen gelten für die meisten OECD-Länder und alle G7-Länder mit Ausnahme von Deutschland (Abbildung unten, Teil A). Die Veränderungen sind hauptsächlich auf Revisionen der Gesamtfaktorproduktivitätskomponente des Potenzialwachstums zurückzuführen, wenngleich die Abwärtsrevisionen der Gesamtfaktorproduktivität für Deutschland durch größere Aufwärtsrevisionen des Arbeitseinsatzes, die auf eine höhere Nettozuwanderung zurückzuführen sind, mehr als ausgeglichen werden.

**Revision to potential output growth for 2016**

Current relative to previous published projections



Note: Assuming potential output ( $Y^*$ ) can be represented by a Cobb-Douglas production function in terms of potential employment ( $N^*$ ), the capital stock ( $K$ ) and labour-augmenting technical progress ( $E^*$ ) then  $y^* = a(n^*+e^*) + (1 - a)k$ , where lower case letters denote logs,  $a$  is the wage share and total factor productivity (TFP) is given by  $TFP = a e^*$ .

Source: OECD Economic Outlook 98 database; and OECD Economic Outlook 97 database.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933295998>

(Fortsetzung nächste Seite)



(Fortsetzung)

Für die BRIICS insgesamt wurden die Projektionen des Potenzialwachstums für das Jahr 2016 um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert, wobei die Revision ebenfalls zum großen Teil auf ein niedrigeres Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität zurückzuführen ist (Abbildung oben, Teil B). Zwischen den BRIICS sind jedoch wesentlich größere Unterschiede festzustellen als zwischen den großen OECD-Volkswirtschaften; die Abwärtsrevisionen sind für Russland und Südafrika besonders ausgeprägt, während das Potenzialwachstum für Indien in Erwartung des Effekts von Strukturreformen geringfügig nach oben revidiert wurde.

Die Fokussierung der Revisionen auf das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität ist auf die Schwierigkeit zurückzuführen, den verbleibenden Teil des BIP-Wachstums, der nicht durch Faktorinputs erklärt werden kann, zu projizieren. Die Projektion der Gesamtfaktorproduktivität ist außerdem problematisch, weil nur schwer festzustellen ist, ob die Gesamtfaktorproduktivität aus konjunkturellen Gründen vorübergehend schwach ist. In der Nachkrisenzeit war das beobachtete Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität niedrig, dies wurde jedoch zunächst überwiegend auf konjunkturelle Gründe zurückgeführt, so dass die Schätzungen des Trendwachstums der Gesamtfaktorproduktivität relativ hoch blieben. In der Folge zusätzlicher Beobachtungen hinsichtlich des Wachstums der Gesamtfaktorproduktivität wurde der Verweis auf die Konjunkturschwäche jedoch allmählich zunehmend unhaltbar, und angesichts der bei der Schätzung der Trendentwicklung der Gesamtfaktorproduktivität angewendeten Filtertechniken wurde immer deutlicher, dass die jüngste Schwäche im Trend verankert ist<sup>1</sup>. Das enttäuschende Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität könnte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein, darunter eine unzureichende Verbreitung neuer Technologien von Unternehmen, die die Produktivitätsgrenze erreicht haben, an die Mehrheit der anderen Unternehmen (OECD, 2015f), teilweise bedingt durch eine schwache Investitionstätigkeit im Anschluss an die Krise, die den investitionsabhängigen technologischen Wandel beeinträchtigt (Oulton, 2007), eine Verlangsamung der Strukturreformen oder eine Verlangsamung der Verbesserungsrate der globalen Produktivitätsgrenze (Gordon, 2012).

Den Abwärtsrevisionen des Potenzialwachstums zufolge liegt die Verbesserungsrate des projizierten potenziellen Pro-Kopf-BIP im OECD-Raum (eine Ersatzvariable für den Lebensstandard) bei lediglich rd. 1% pro Jahr, im Vergleich zu einer doppelt so hohen Rate um die Jahrtausendwende und knapp unter 1½% in den Jahren unmittelbar vor der Krise. Für die BRIICS wurde die Wachstumsrate des potenziellen Pro-Kopf-BIP unter dem Einfluss der Abschwächung in Brasilien, China und Russland und im Gegensatz zu einer Stabilisierung für Indien und Indonesien ebenfalls nach unten revidiert, und zwar um durchschnittlich 1¼ Prozentpunkte gegenüber dem Zeitraum 2005-2010. Das Tempo, in dem sich der Lebensstandard verbessert, weist ebenfalls eine große Heterogenität auf: In China wächst das Pro-Kopf-Produktionspotenzial 2016 trotz einer Verlangsamung um rd. 6¼%, während es in Brasilien und Russland (zwischen ½% und ¾%) kaum wächst.

1. Um derartigen Endpunktproblemen zu begegnen, wurde vor kurzem eine Innovation (Turner et al., erscheint demnächst) in die Potenzialwachstumsmethodik eingeführt, die darin besteht, Erhebungsdaten über die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe zu nutzen, die – für einige, aber nicht für alle Länder – gut mit den konjunkturellen Schwankungen der Gesamtfaktorproduktivität zu korrelieren scheinen.

die Krise. Selbst wenn sich die Schätzungen der Produktionslücken für den OECD-Raum insgesamt nach den neuen Revisionen kaum verändert haben, sind die Kapazitätsüberhänge in einigen Volkswirtschaften, darunter die Vereinigten Staaten, heute deutlich geringer als projiziert. Die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die makroökonomische Politik werden weiter unten erörtert.

Die Schätzungen der Produktionslücken und Potenzialwachstumsraten basieren auf ungenauen Messungen, und die Ungewissheit ist hoch<sup>12</sup>. Die Unsicherheiten sind teilweise auf die in den letzten Jahren zu verzeichnende schwächere Beziehung zwischen der Inflation und den gemessenen Kapazitätsüberhängen zurückzuführen. Des Weiteren könnte die Fokussierung auf nationale Messgrößen der Kapazitätsüberhänge im Kontext von stärker global integrierten Output- und Faktormärkten weniger relevant für die Inflationsentwicklung sein. Es besteht auch Ungewissheit in Bezug auf die Ursachen der Kapazitätsüberhänge. Außerdem sind die traditionellen Messgrößen des Arbeitskräfteüberhangs möglicherweise zu eng gefasst, weil sie den nach der Krise verzeichneten Anstieg der Zahl der unfreiwilligen



Teilzeitbeschäftigten und der Nichterwerbspersonen, die arbeiten wollen, aber nicht als Arbeitsuchende registriert sind, nicht erfassen.

Es besteht erhebliche Ungewissheit in Bezug auf künftige Potenzialwachstumsraten, insbesondere hinsichtlich der Wachstumsraten der Trendproduktivität. Seit Beginn der Finanzkrise wurde die Investitionstätigkeit durch eine schwache Inlands- und Auslandsnachfrage, verschärfte finanzielle Engpässe und andauernde Unsicherheiten beeinträchtigt. Darüber hinaus wurden die öffentlichen und Infrastrukturinvestitionen in einigen Ländern durch die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen gebremst. Schätzungen zufolge ist die in den letzten Jahren im OECD-Raum zu verzeichnende Verlangsamung der Wachstumsrate des Pro-Kopf-Produktionspotenzials gegenüber dem Vorkrisendurchschnitt insgesamt zu mehr als 50% auf die verhaltene Belebung der Investitionstätigkeit zurückzuführen (OECD, 2015a). Es ist auch möglich, dass das Arbeitskräfteangebot im Anschluss an die Krise beeinträchtigt wurde, insbesondere im Euroraum. Große Diskrepanzen zwischen den am Arbeitsmarkt angebotenen und nachgefragten Kompetenzen und eine Verlangsamung der Innovationsverbreitung in der Gesamtwirtschaft haben möglicherweise zu einem niedrigeren Wachstum der Arbeitsproduktivität beigetragen (Adalet McGowan et al., 2015). Eine Verlangsamung der Reformen an den Produktmärkten könnte ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Die Verlangsamung der Trendproduktivität, die in den 2000er Jahren begann, könnte z.T. länger andauern, wenn keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden.

## Politikerfordernisse

### **Makroökonomische Politikmaßnahmen in fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften**

In den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden nach wie vor Stützungsmaßnahmen zur Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zur Stärkung des Potenzialwachstums benötigt.

- Divergenzen bei der erwarteten Wachstums- und Inflationsentwicklung verschiedener Volkswirtschaften verlangen eine zunehmend unterschiedliche geldpolitische Ausrichtung. Die schwindenden Kapazitätsüberhänge in den Vereinigten Staaten und die damit verbundenen Aussichten auf eine Annäherung der Inflation an ihren Zielwert erfordern eine allmähliche Anhebung der Leitzinsen. Im Euroraum und in Japan rechtfertigt die sehr niedrige Inflation eine planmäßige Fortsetzung der stark konjunkturstützenden Geldpolitik. Eine anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels in Japan und im Euroraum stellt für die Geldpolitik eine Herausforderung dar, da der Wirkung zusätzlicher Impulse Grenzen gesetzt sind (OECD, 2015a; Rawdanowicz et al., 2013).
- Die Staatsverschuldung ist im historischen Vergleich nach wie vor hoch, und einige Länder weisen immer noch große Haushaltsdefizite auf (Tabelle 1.4). Besonders groß sind die finanzpolitischen Herausforderungen in Japan, wo die Verringerung der strukturellen Haushaltsdefizite fortgesetzt werden sollte. In allen Volkswirtschaften besteht die Möglichkeit, die Zusammensetzung der Staatsausgaben anzupassen, um – ohne Ausweitung des Defizits – die kurzfristige Nachfrage und das langfristige Angebot zu stärken, insbesondere durch die Reallokation von Staatsausgaben zu Gunsten der Investitionstätigkeit (Cournède et al., 2014). Tatsächlich kann durch gemeinsames Vorgehen zur Fokussierung neuer Ausgaben auf Investitionen mit hohen Multiplikatoren das BIP-Wachstum hinreichend gesteigert werden, um eine Verringerung der Staatsschuldenquoten in näherer Zukunft zu erreichen (Kasten 1.6), vorausgesetzt dies wird durch unterstützende strukturpolitische Maßnahmen begleitet.

Table 1.4. **Fiscal positions will continue to improve**

*Per cent of GDP / potential GDP*

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>United States</b>					
Actual balance	-5.5	-5.1	-4.5	-4.2	-3.7
Underlying balance	-3.8	-3.8	-3.7	-3.7	-3.6
Underlying primary balance	-1.5	-1.1	-1.0	-0.8	-0.6
Gross financial liabilities	111.4	111.6	110.6	111.4	111.5
<b>Euro area</b>					
Actual balance	-3.0	-2.6	-1.9	-1.7	-1.0
Underlying balance	-0.9	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4
Underlying primary balance	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
Gross financial liabilities	104.9	111.7	111.2	110.2	108.5
<b>Japan</b>					
Actual balance	-8.5	-7.7	-6.7	-5.7	-5.0
Underlying balance	-8.6	-7.8	-7.0	-6.3	-5.6
Underlying primary balance	-7.9	-6.9	-6.0	-5.5	-4.8
Gross financial liabilities	220.3	226.1	229.2	232.4	233.8
<b>OECD<sup>1</sup></b>					
Actual balance <sup>1</sup>	-4.1	-3.8	-3.3	-2.8	-2.3
Underlying balance <sup>2</sup>	-3.1	-2.9	-2.8	-2.7	-2.5
Underlying primary balance <sup>2</sup>	-1.2	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5
Gross financial liabilities <sup>2</sup>	112.1	115.5	115.2	115.4	114.8

*Note:* Actual balances and liabilities are in per cent of nominal GDP. Underlying balances are in per cent of potential GDP and they refer to fiscal balances adjusted for the cycle and for one-offs. Underlying primary balance is the underlying balance excluding net debt interest payments.

1. Excludes Chile and Mexico.

2. Excludes Chile, Mexico and Turkey.

*Source:* OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933296683>

- Seitens der Strukturpolitik werden Maßnahmen mit positiven Effekten auf die kurzfristige Nachfrage benötigt, darunter ein Abbau der Marktzutrittsschranken in Sektoren mit Nachfragestau und eine Verringerung des Verwaltungsaufwands für Unternehmen (Caldera Sanchez et al., erscheint demnächst). Dies könnte dazu beitragen, die Rendite öffentlicher Infrastrukturinvestitionsprojekte mit positivem sozialen Nettonutzen zu maximieren. Die Wachstumschancen ließen sich auch durch gemeinsame Initiativen zur Schaffung profitabler Investitionsmöglichkeiten durch die Beseitigung oder Verringerung von Außenschutzmaßnahmen steigern. Überdies könnten abgestimmte internationale Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels den Weg für eine Welle von Neuinvestitionen bereiten. Wie in Kapitel 2 erörtert wird, können ambitionierte Maßnahmen zur Verringerung der Treibhausgasemissionen auch zu dem Ziel beitragen, die Investitionstätigkeit anzukurbeln und den technischen Fortschritt zu fördern. In Europa wurde die erforderliche Gesetzgebung verabschiedet, um den Start des Europäischen Fonds für strategische Investitionen im Herbst 2015 zu ermöglichen, und als Teil des Juncker-Plans wurden einige Energieinitiativen angekündigt. In dieser Richtung sind weitere Fortschritte erforderlich.

### Kasten 1.6 **Der Effekt einer Erhöhung der öffentlichen Investitionen in OECD-Volkswirtschaften**

Die in diesem Kasten erläuterten stilisierten Szenarien liefern illustrative Schätzungen der möglichen wirtschaftlichen und fiskalischen Effekte einer vorübergehenden Erhöhung der öffentlichen Investitionen in den OECD-Volkswirtschaften auf der Grundlage von Simulationen anhand des globalen makroökonomischen NiGEM-Modells. Die Argumentation für diese Investitionen beruht darauf, dass sie vor dem Hintergrund eines weiterhin verhaltenen Wachstums der privaten Investitionstätigkeit dazu beitragen könnten, Volkswirtschaften auf einen höheren Wachstumspfad zu lenken als anderweitig möglicherweise zu erwarten wäre. Zwei Szenarien werden betrachtet: Das erste geht von einer kollektiven Erhöhung der öffentlichen Investitionen in den OECD-Volkswirtschaften aus, während im zweiten Szenario die Steigerung der öffentlichen Investitionen in den verschiedenen Volkswirtschaften nicht gleichzeitig, sondern hintereinander in einer Volkswirtschaft nach der anderen erfolgt, wobei die öffentlichen Investitionen während der Anhebung in einer Volkswirtschaft in den anderen OECD-Volkswirtschaften unverändert bleiben.

Es wird unterstellt, dass die öffentlichen Investitionen in jeder Volkswirtschaft zwei Jahre lang um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP erhöht werden, was in einem typischen OECD-Mitgliedsland einer Steigerung des staatlichen Investitionsvolumens um rd. 15% entspricht. In einigen Ländern könnte es schwierig sein, dies unverzüglich zu erreichen. Die Analyse geht dennoch davon aus, dass die durchgeführten Investitionsprojekte wirtschaftlich rentabel sind und einen volkswirtschaftlichen Nettonutzen bieten.

Ein kollektives Vorgehen bei der Erhöhung der öffentlichen Investitionen kann den Erwartungen zufolge die anfänglichen inländischen Multiplikatoreffekte der Stimulationsmaßnahmen verstärken, da die private Investitionstätigkeit und die Exporte in den einzelnen Volkswirtschaften von der höheren Nachfrage in anderen Volkswirtschaften profitieren (Barrell et al., 2012; OECD, 2015b). Es wird eine akkommodierende Geldpolitik mit unverändert beibehaltenen Leitzinsen unterstellt. Dadurch dürfte der kurzfristige positive Wachstumseffekt unter ansonsten gleichen Bedingungen zusätzlich verstärkt werden, da die Realzinsen sinken, wenn die Inflation infolge der Nachfrageimpulse ansteigt. Außerdem werden Haushaltsregeln zur Sicherung der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen außer Kraft gesetzt, so dass die höheren Investitionsausgaben zunächst das Haushaltsdefizit in die Höhe treiben; die Auswirkungen, die sich bei einer Beibehaltung solcher Haushaltsregeln ergeben, werden nachstehend erläutert. Ferner dürften die Multiplikatoreffekte, die von investitionsbasierten Impulsen ausgehen, etwas stärker sein als bei anderen Formen fiskalischer Impulse, da erstere auch geringfügige – aber positive – angebotsseitige Effekte bewirken (Coenen et al., 2012).

Der von kollektiven Stimulationsmaßnahmen ausgehende Multiplikatoreffekt für das erste Jahr liegt über 1, mit einer Steigerung des BIP um mehr als 0,6% im OECD-Raum (erste Abbildung unten) und mehr als 0,5% in jeder der führenden Volkswirtschaften. Der Effekt fällt in Japan und in den Vereinigten Staaten höher aus als im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in Kanada, da die letztgenannten Volkswirtschaften offener sind, so dass ein größerer Anteil der Impulse durch höhere Importe aufgewogen wird. Die höhere Nachfrage in den OECD-Volkswirtschaften kommt auch den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften zugute, mit einer Steigerung des BIP in den BRIICS um rd.  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt. Insgesamt erhöht sich das globale BIP um etwas mehr als 0,4%. Angesichts des vergleichsweise hohen Importanteils der Investitionsausgaben nimmt der Welthandel im ersten Jahr um mehr als 1% zu. Die Wachstumseffekte könnten noch stärker ausfallen, wenn die zusätzlichen öffentlichen Investitionen auf Netzindustrien konzentriert wären, insbesondere in der EU, wo die Möglichkeiten eines Crowding-in privater Investitionen größer sind (OECD, 2015b). Die BIP-Effekte im ersten Jahr fallen in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Euroraum um rd. 20-25% niedriger aus, wenn der Investitionsschock in allen diesen Volkswirtschaften separat stattfindet; im Vereinigten Königreich und in Kanada ist der BIP-Effekt in diesem Szenario um rd. 40% niedriger. Ein kollektives Vorgehen bei der Steigerung der öffentlichen Investitionen wäre demnach eindeutig vorteilhaft.

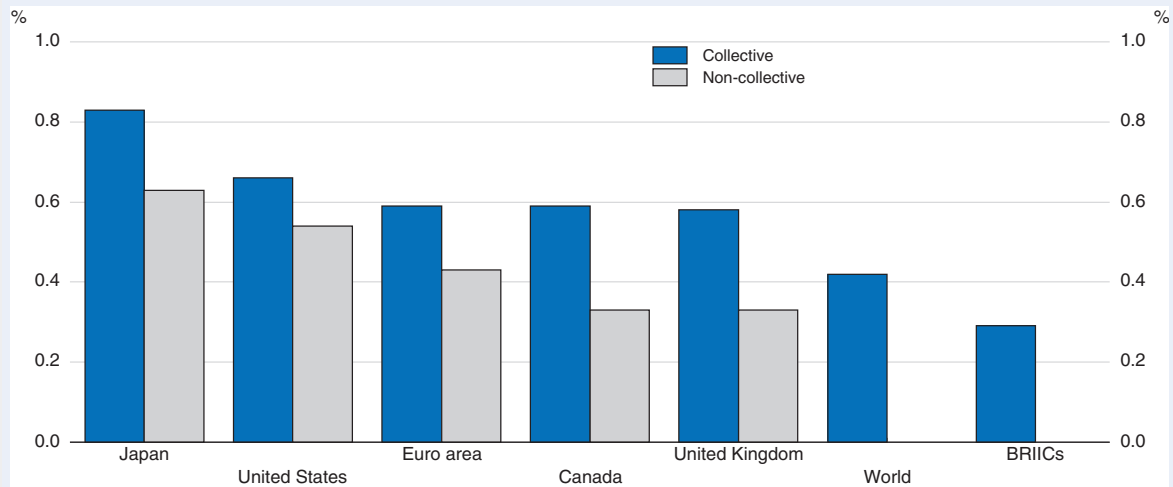
Der anfängliche Anstieg des Haushaltsdefizits um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP auf Grund der höheren Ausgaben wird zum Teil durch die günstigen fiskalischen Effekte der stärkeren gesamtwirtschaftlichen Aktivität kompensiert, so dass die Ausweitung des Haushaltsdefizits für das erste Jahr weniger als  $\frac{1}{2}\%$  des BIP beträgt (zweite Abbildung unten, Teil A). Dieser Kompensationseffekt beläuft sich im Kollektivszenario auf ungefähr ein Viertel im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in Kanada, aber mindestens ein Drittel in Japan und den Vereinigten Staaten, was der vergleichsweise stärkeren anfänglichen Schubwirkung auf die Konjunktur zu verdanken ist. In dem Szenario, in dem die Volkswirtschaften jeweils alleine tätig werden,

(Fortsetzung nächste Seite)


(Fortsetzung)

**First-year GDP effects of a government investment stimulus in OECD economies**

First-year change from baseline



Note: Based on a two-year increase in the level of government investment equivalent to ½ per cent of GDP per annum in all OECD countries (Collective) and separately in the United States, Japan, the euro area, the United Kingdom and Canada (Non-Collective).  
Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933296009>

fällt die Kompensationswirkung im Staatshaushalt wegen des schwächeren Konjunkturerfolgs bei einem getrennten Vorgehen geringer aus.

Im Kollektivszenario gehen die Staatsschuldenquoten im ersten Jahr trotz des Anstiegs der Defizitquoten zurück (zweite Abbildung unten, Teil B). Dies ist dadurch bedingt, dass der positive Effekt des Anstiegs des (nominalen) BIP auf die im Verhältnis zum BIP gemessene Staatsschuldenquote den Effekt des höheren Haushaltsdefizits überkompensiert. Am stärksten fällt der Rückgang der Staatsschuldenquote in Japan aus, was sowohl auf den erheblichen Effekt der Stimulierungsmaßnahmen auf die Konjunktur als auch auf das hohe Ausgangsniveau der Staatsschuldenquote zurückzuführen ist. Im Alternativszenario, in dem der Investitionsschock in jeder Volkswirtschaft zu einem anderen Zeitpunkt stattfindet, ergibt sich in Japan, in den Vereinigten Staaten und im Euroraum immer noch eine Verringerung der Staatsschuldenquote im ersten Jahr, doch in Kanada und im Vereinigten Königreich ist fast kein Rückgang der Schuldenquote mehr festzustellen.

Im (hier nicht dargestellten) zweiten Jahr des Kollektivszenarios ist eine leichte zusätzliche Steigerung des BIP-Wachstums in den OECD-Volkswirtschaften zu beobachten, die durch Zweitrundeneffekte auf Grund der stärkeren globalen Konjunktorentwicklung und die Auswirkungen eines Rückgangs der Realzinsen bedingt ist. Das BIP im OECD-Raum liegt rd. 0,8% über dem Basisszenario. Die Defizitquoten übersteigen das Niveau des Basisszenarios um rd. ¼% des BIP in den meisten großen OECD-Volkswirtschaften (0,1% des BIP in Japan), die Staatsschuldenquoten sind jedoch niedriger als im Basisszenario. Dagegen fallen bei staatlichen Investitionsschocks, die in jeder Volkswirtschaft getrennt stattfinden, die Staatsschuldenquoten im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in Kanada höher aus als im Basisszenario.

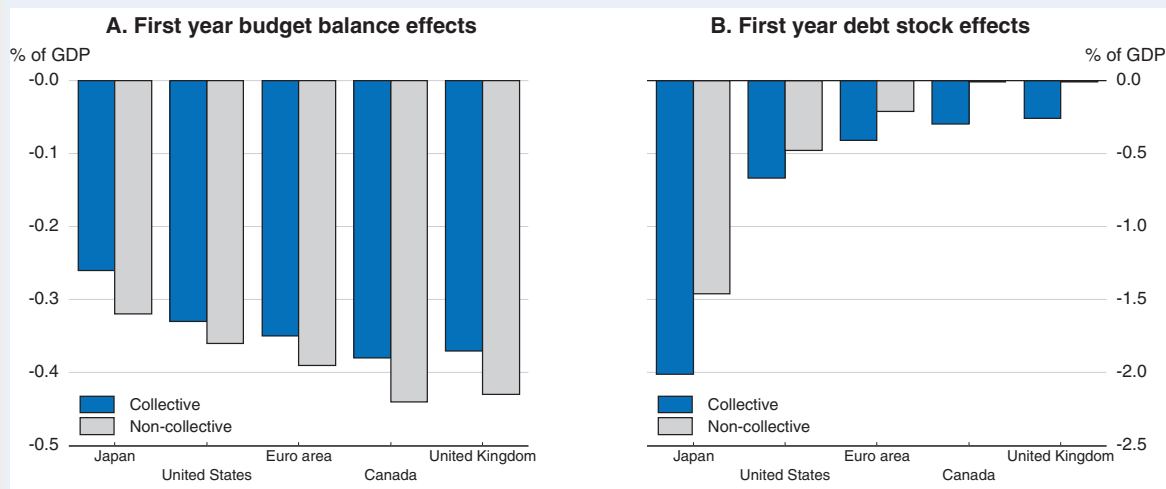
Wird das Wirken der Haushaltsregel im NiGEM-Modell zugelassen, dann wird die Erhöhung der Ausgaben durch einen Anstieg der direkten Steuern auf private Haushalte kompensiert, so dass der Haushaltssaldo in beiden Szenarien im zweiten Jahr wieder das Niveau des Basisszenarios erreicht. Dies hat relativ geringe Auswirkungen auf den anfänglichen Multiplikatoreffekt durch die Steigerung der staatlichen Investitionen, beginnt aber im zweiten Jahr das BIP-Wachstum zu schmälern, weil sich die Auswirkungen der niedrigeren verfügbaren Einkommen auf das Konsumwachstum der privaten Haushalte bemerkbar machen.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)


**The impact of a government investment stimulus on budget deficits and government debt**

First-year change from baseline



Note: Based on a two-year increase in the level of government investment equivalent to  $\frac{1}{2}$  per cent of GDP per annum in all OECD countries (Collective) and separately in the United States, Japan, the euro area, the United Kingdom and Canada (Non-Collective). The euro area debt stock figures are a weighted average of Germany, France and Italy.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933296018>

Im Euroraum muss die Restrukturierung notleidender Kredite beschleunigt werden, um die Blockierung des Bankkreditkanals zu beenden und dazu beizutragen, die ökonomischen Ressourcen einer produktiveren Nutzung zuzuführen. Zu diesem Zweck ist eine Stärkung der Bankenaufsicht, der Schuldbetreibungsmechanismen und der Insolvenzordnungen erforderlich. Die Abwicklung des hohen Umfangs an Problemkrediten in den Bankbilanzen würde außerdem durch die Einrichtung eines Marktes für solche Vermögenswerte erleichtert. Die Verluste der Banken müssen rasch realisiert werden, selbst wenn dafür staatliche Finanzspritzen zur Rekapitalisierung der Banken oder eine geordnete Abwicklung insolventer Institute erforderlich werden sollten. Auf längere Sicht ist eine Banken- und Kapitalmarktunion notwendig, um ein gut funktionierendes Bankensystem sicherzustellen.

Sollten Spannungen an den Finanzmärkten auftreten, die zu deutlich restriktiveren Finanzierungsbedingungen und infolgedessen einem schwächeren Wirtschaftswachstum führen, wäre ein Ausgleich durch makroökonomische Politikmaßnahmen erforderlich. Dies sollte erfolgen, indem entweder eine geplante restriktivere Politikausrichtung aufgeschoben wird oder sowohl von finanz- als auch von geldpolitischer Seite für zusätzliche Impulse gesorgt wird, wobei die optimale Zusammensetzung der Maßnahmen von der jeweiligen länderspezifischen Situation und dem verfügbaren geld- und fiskalpolitischen Spielraum abhängt. Das daraus resultierende noch länger andauernde sehr niedrige Zinsniveau würde die Risiken für die Finanzstabilität verschärfen.

Der Spielraum für Politikmaßnahmen gegen ein nachlassendes Wirtschaftswachstum ist in verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften auf Grund bestehender wirtschaftlicher Ungleichgewichte und Schwachstellen unterschiedlich groß. China verfügt selbst nach den jüngsten Konjunkturmaßnahmen noch über weiteren Spielraum für geld- und fiskalpolitische Impulse, muss sich aber möglicherweise im Zuge seiner wirtschaftlichen Neuausrichtung mit einem langsameren Wachstumstempo abfinden. Die Stimulierungsmaßnahmen sollten



so gestaltet sein, dass sie eine Verschärfung bestehender finanzieller Risiken vermeiden. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, wie z.B. Brasilien, besteht auf Grund der raschen Verschlechterung der Haushaltslage kaum Spielraum für Impulse, die über die automatischen Stabilisatoren hinausgehen. Die erwartete Normalisierung der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten stellt für aufstrebende Volkswirtschaften eine Herausforderung dar. Angesichts global integrierter Finanzmärkte könnte es für sie schwierig werden, auf die Zinserhöhungen in den Vereinigten Staaten und etwaige damit einhergehende Abwertungen ihrer Währungen oder Kapitalabflüsse zu reagieren. Derartige Entwicklungen könnten die geldpolitischen Entscheidungsträger in aufstrebenden Volkswirtschaften zu Zinserhöhungen veranlassen, um Risiken für die Preis- und Finanzstabilität entgegenzuwirken, insbesondere wenn die Inflationserwartungen schlecht verankert sind. Dies könnte die Wirtschaftstätigkeit schwächen, sofern nicht für einen Ausgleich durch fiskalpolitische Impulse gesorgt wird.

In aufstrebenden Volkswirtschaften erfordern Zielkonflikte infolge der Notwendigkeit, in Zeiten zunehmender internationaler Spillover-Effekte gleichzeitig Preis-, Finanz- und Wachstumsstabilität sicherzustellen, den Einsatz verschiedener Instrumente und die Gewährleistung ausreichender Spielräume für Politikmaßnahmen. Einigen Spillover-Effekten durch Bruttokreditströme und Leverage, die überhöhte Verschuldungsniveaus und internationale Risikopositionen zur Folge haben, könnte durch makroprudenzielle Maßnahmen begegnet werden. Viele aufstrebende Volkswirtschaften nutzen bereits solche Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors (Kasten 1.5 in OECD, 2013a). Sie sollten mit einer genauen Überwachung der notleidenden Kredite und der Eigenkapitalausstattung der Banken durch die Bankenaufsicht, einschließlich regelmäßiger Stresstests, einhergehen. Darüber hinaus sollten ordnungsgemäße Insolvenz- und Umschuldungsregeln gelten.

Die Finanzmarktstabilität in aufstrebenden Volkswirtschaften könnte durch Struktur-reformen gestärkt werden. Ein höherer Anteil von ADI-Verbindlichkeiten an den Auslandsverbindlichkeiten insgesamt verringert das Risiko volatiler Kapitalflüsse. Eine derartige sicherere Verbindlichkeitenstruktur könnte durch einen Abbau der regulatorischen Belastungen für ausländische Direktinvestitionen und die Produktmärkte sowie die Abschaffung von Steueranreizen für die Finanzierung über Fremd- anstatt Eigenkapital gefördert werden (Ahrend und Goujard, 2012). Die Wiederaufnahme wachstumsfördernder Strukturreformen würde ebenfalls zu einer generellen Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und einer Stärkung des Anlegervertrauens beitragen.

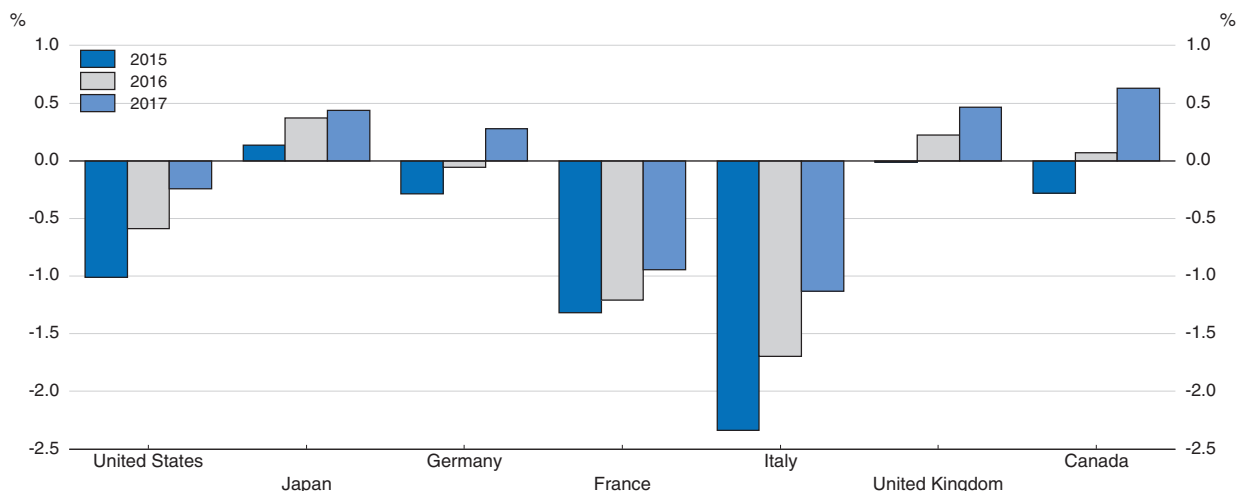
### **Konsequenzen eines schwächeren und unsicheren Potenzialwachstums für die makroökonomische Politik in fortgeschrittenen Volkswirtschaften**

Schwächeres Potenzialwachstum (Kasten 1.5) und höhere Unsicherheit haben Auswirkungen auf die fiskalische Beurteilung:

- Auf kurze Sicht sorgen kleinere Produktionslücken und niedrigeres Wachstum dafür, dass Haushaltsziele schwerer zu erreichen sind, da der von einer Konjunkturerholung ausgehende positive Effekt geringer ausfällt (bzw. das strukturelle Defizit näher am tatsächlichen Defizit liegt als angenommen). Beispielsweise werden die Haushaltsziele in Frankreich und Italien schwieriger zu erreichen sein, wenn die konjunkturelle Stärkung der Haushaltslage dieser Länder verhaltener ausfällt als erwartet (Abb. 1.18)<sup>13</sup>.
- Das Konzept eines „vernünftigen“ Verschuldungsziels und der entsprechende Entwicklungspfad für das Haushaltsdefizit in einem mittelfristigen Rahmen könnten eine Möglichkeit darstellen, Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Produktionspotenzial Rechnung zu tragen, ohne die Komplexität der Fiskalregeln zu erhöhen (Fall

Figure 1.18. **The cyclical component of budget deficits**

Per cent of GDP



Note: The calculation uses the semi-elasticity to the output gap derived in Price et al. (2015). Semi-elasticities vary from 0.41 in Japan to 0.61 in France. Observed differences in the impact mostly reflect differences in the currently estimated output gaps.

Source: OECD Economic Outlook 98 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933295924>

und Fournier, 2015)<sup>14</sup>. In einem derartigen Rahmen sind größere Unsicherheiten über die künftige Wachstumsentwicklung und die entsprechenden Haushaltsergebnisse in einem bestimmten Land mit einem niedrigeren vernünftigen Verschuldungsziel verbunden. Die Zielsetzung, auf kurze Sicht das Risiko einer Rezession zu mindern, legt jedoch höhere vernünftige Verschuldungsziele nahe. Durch kollektives Vorgehen bei fiskalischen Strategien, die auf hohe Multiplikatoren fokussiert sind, könnten beide Zielsetzungen erreicht werden.

Zwar erfordern ein schwächeres Potenzialwachstum und hohe Unsicherheit Maßnahmen zur Verringerung der Staatsschuldenquoten, doch die Fiskalmaßnahmen müssen umsichtig gestaltet werden, um dieses Ziel zu erreichen. Ab einer bestimmten Höhe der Multiplikatoren könnte eine Haushaltskonsolidierung eine Verschlechterung der Staatsschuldenquote im Verhältnis zum BIP bewirken, weil die Verringerung der Verschuldung durch den negativen Effekt auf das BIP mehr als aufgewogen wird, insbesondere in Volkswirtschaften mit hoher Schuldenquote und umfangreichen automatischen Stabilisatoren.

Ein Grund für das gegenwärtige schwache Potenzialwachstum ist das geringe Investitionswachstum, sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor. Daraus ergeben sich Konsequenzen für die Zusammensetzung von Fiskalpaketen. Insbesondere eine Kürzung öffentlicher Investitionen, deren Multiplikator Schätzungen zufolge höher ist als der anderer Ausgabenkomponenten (Auerbach und Gorodnichenko, 2012; Gechert et al., 2015), könnte zu höheren Schuldenquoten führen und sowohl das tatsächliche als auch das potenzielle BIP-Wachstum beeinträchtigen. Dagegen könnte ein kollektives Vorgehen zur Erhöhung qualitativ hochwertiger öffentlicher Investitionen, insbesondere in einem Umfeld niedriger langfristiger Finanzierungskosten, das Wachstum steigern und eine Senkung der Schuldenquoten bewirken, vor allem in hochverschuldeten Ländern (Kasten 1.6).

Allgemeiner betrachtet sollten sich Strategien zum Schuldenabbau auf Maßnahmen konzentrieren, die keinen starken negativen kurzfristigen Effekt auf das Wachstum haben. In Volkswirtschaften, in denen die Erholung noch fragil ist, könnte es angemessen sein, die

Konsolidierung umzukehren, sofern die richtigen Maßnahmen umgesetzt werden können, um eine Phase robusteren BIP-Wachstums zu ermöglichen, wonach Anpassungsmaßnahmen ergriffen werden können, wenn wieder ein normales Konjunkturmilieu herrscht und die fiskalischen Multiplikatoren niedriger sind.

Schwächeres Potenzialwachstum und hohe Unsicherheit sind auch für die Geldpolitik von Bedeutung. Obwohl der Zusammenhang zwischen geschätzter Produktionslücke und Inflation schwach ist, würden geringere Kapazitätsüberhänge einen stärkeren Inflationsdruck sowie möglicherweise die Notwendigkeit schnellerer Leitzinserhöhungen implizieren. Andererseits würde eine dauerhafte Verringerung des Potenzialwachstums auch einen niedrigeren neutralen Zinssatz und somit einen schwächeren Konjunkturimpuls durch das aktuelle Leitzinsniveau implizieren, wodurch die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Produktion geschwächt würde. Eine stärkere Berücksichtigung aktueller Inflationsentwicklungen und -erwartungen sowie erhebungsbasierter Messgrößen für Kapazitätsüberhänge könnte gegenwärtig in Anbetracht der erheblichen Unsicherheit über das Ausmaß der momentanen Kapazitätsüberhänge und des zukünftigen Produktivitätswachstums besonders nützliche Anhaltspunkte für die Politikverantwortlichen liefern (Orphanides, 2003; Pain und Röhn, 2011).

Selbst wenn ein Risiko besteht, dass das Potenzialwachstum die Erwartungen verfehlen könnte, ist insgesamt betrachtet eine restriktivere Politikausrichtung zum gegenwärtigen Zeitpunkt im Allgemeinen nicht gerechtfertigt. Es ist wichtig, dem Druck zur Umsetzung einer prozyklischen Politik zu widerstehen – insbesondere im Euroraum, wo die Nachfrage immer noch schwach ist. Rigiditäten an den Arbeitsmärkten und die Trägheit von Anlageinvestitionsentscheidungen untermauern die Argumente für eine solche Strategie.

### Anmerkungen

1. Schätzungen im Vergleich zu einem Basisszenario mit auf dem Stand von Mitte 2014 verharrenden Ölpreisen, auf der Grundlage von Simulationen anhand des globalen makroökonomischen NiGEM-Modells, erweitert um OECD-Schätzungen der Angebotsreaktion in OECD-Nettoölexportländern und den Vereinigten Staaten. Es wird davon ausgegangen, dass die Ölpreise ab dem vierten Quartal 2015 bei etwa 50 \$ pro Barrel liegen werden.
2. Die unterstellte Anhebung des Mehrwertsteuersatzes in Japan wird das Verbraucherpreisniveau im April 2017 um rd. 1¼ Prozentpunkte erhöhen.
3. Schätzungen zufolge hat sich der Anstieg des Exportvolumens zwischen 2014 und 2015 um etwa 8 Prozentpunkte verlangsamt. Unter der Annahme sonst gleicher Bedingungen würde dies die Zunahme des Importvolumens um etwa 2,7 Prozentpunkte verlangsamen.
4. China vereinte 2014 rund die Hälfte der weltweiten Gesamtnachfrage nach Metallen wie Aluminium, Kupfer, Nickel und Zink auf sich ebenso wie den Großteil des Gesamtanstiegs der Weltnachfrage seit dem Jahr 2000. Auf China entfielen 2014 auch 12% der Weltrohölimporte und etwa die Hälfte des weltweiten Kohlekonsums ebenso wie ein erheblicher Anteil des Anstiegs der globalen Nachfrage seit dem Jahr 2000. Etwa 80% der Zunahme der weltweiten Importe von Sojabohnen, Kaffee und Baumwolle seit dem Jahr 2000 entfallen ebenfalls auf China (Weltbank, 2015).
5. Die Zahl der von den G20-Ländern seit Beginn der Krise eingeführten handelsbeschränkenden Maßnahmen betrifft rd. 6% der Wareneinfuhren der G20-Länder (OECD/WTO/UNCTAD, 2015), wenngleich die Zahl der jeden Monat eingeführten neuen Maßnahmen im vergangenen Sechsmonatszeitraum leicht rückläufig war. Die Zahl der eingeführten Maßnahmen zur Handelserleichterung ist bisher aber noch nicht zurückgegangen, obwohl sie sich bisher nur auf rd. 1% der Wareneinfuhren der G20-Länder erstrecken.
6. Chinas Anteil an der weltweiten Importnachfrage nach Waren und Dienstleistungen beläuft sich derzeit auf rd. 9¼%, gegenüber rd. 2% Mitte der 1990er Jahre. Dementsprechend hätte eine drastische Verlangsamung in China heute größere Ausstrahlungseffekte als früher.



7. Die aus den Terminkursen auf der Grundlage der Overnight Index Swaps abgeleiteten Erwartungen deuteten Ende Oktober auf einen verzögerten Beginn der geldpolitischen Straffung und einen niedrigeren Zinspfad als von den Mitgliedern des Offenmarktausschusses (FOMC) der Vereinigten Staaten im September erwartet hin. Daher könnte die Angleichung der Erwartungen der Finanzmärkte an die Meinung des Offenmarktausschusses einen Anstieg der Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit um rd. 1 Prozentpunkt bedeuten, wobei das Risiko besteht, dass ein ähnlicher Anstieg bei den Anleiherenditen der aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnet wird. Der Anstieg könnte sogar noch höher ausfallen, da die laufzeitabhängigen Prämien – die sich auf einem beispiellos niedrigen Niveau befinden – wahrscheinlich ebenfalls steigen werden. Dies würde wahrscheinlich zu weltweiten Anpassungen bei den Unternehmensanleihe- und Aktienkursen führen.
8. Die empirischen Befunde zur Bedeutung der Fundamentaldaten für die Erklärung der Kapitalströme sind nicht eindeutig (Ahmed et al., 2015; Koepke, 2015). Manchen Studien zufolge hat die Bedeutung der makroökonomischen Fundamentaldaten im Lauf der Zeit zugenommen; sie trugen demnach dazu bei, die aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber dem sogenannten „Taper Tantrum“-Schock von 2013 abzusichern, als die Märkte heftig auf die Ankündigung der Federal Reserve reagierten, die Anleihekäufe zu reduzieren (Ahmed et al., 2015). Laut Eichengreen und Gupta (2014) werden aufstrebende Volkswirtschaften mit größeren und liquideren Märkten jedoch wahrscheinlich in größerem Maße durch Ausstrahlungseffekte der US-amerikanischen Geldpolitik beeinträchtigt werden – unabhängig von ihren Fundamentaldaten.
9. Die Unternehmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben insbesondere die Kreditaufnahme in Fremdwährung erhöht; da jedoch keine vollständigen Daten vorliegen, ist es schwierig, den Umfang der Absicherungen zu beurteilen (Chui et al., 2014). Die Zentralbank Brasiliens hat Währungsswaps angeboten, die ihre Halter vor Abwertungen schützen, wobei die Verluste von den Finanzbehörden getragen werden.
10. Die Konsensprognosen von Oktober 2015 sagten für 2015 im Euroraum und in Japan ein BIP-Wachstum von 1,5% bzw. 0,6% voraus. Die Konsensprognose für den Euroraum hat sich seit der Konsensprognose, die im Juni 2014 für das BIP-Wachstum des Euroraums im Jahr 2015 erstellt wurde, nur wenig geändert, die aktuelle Konsensprognose für Japan ist jedoch  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt niedriger als die Konsensprognose, die im Juni 2014 für das japanische BIP-Wachstum im Jahr 2015 erstellt wurde.
11. Dem Handbuch der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zufolge sind Abschreibungen Teil der in Abbildung 1.17 aufgeführten *sonstigen Veränderungen* („other changes“) der Verschuldung, können aber nicht genau ermittelt werden. Wenn man über die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung hinausblickt, ist die Bedeutung der Abschreibung von Kreditforderungen in den Vereinigten Staaten umstritten, wobei einige Ökonomen argumentieren, dass sie fast zwei Drittel des Schuldenabbaus erklärt, während ihr andere nur eine marginale Rolle attestieren (Bouis et al., 2013).
12. Aus vielen Studien geht hervor, dass das Vorzeichen und die Größenordnung der in Echtzeit geschätzten Produktionslücken erheblichen Revisionen unterliegen, sobald neue Informationen vorliegen (Turner et al., erscheint demnächst; Europäische Kommission, 2015; Bundesbank, 2014; IWF, 2015a).
13. Mittelfristig hängt das Ausmaß, in dem sich ein niedrigeres Potenzialwachstum in den Staatsfinanzen niederschlägt, von der Geschwindigkeit ab, mit der die Staatsausgaben der Produktivität und dem Wachstum angepasst werden. Auf längere Sicht muss sich ein geringeres Potenzialwachstum nicht zwangsläufig auf die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung auswirken, sofern die neutralen Zinssätze im Einklang mit dem niedrigeren Wachstum sinken.
14. Solche Ziele sind so berechnet, dass das Risiko einer Staatsschuldenquote von über 85% bei OECD-Ländern außerhalb des Euroraums bzw. über 65% bei Euroländern unter Berücksichtigung von Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Entwicklung der wesentlichen makroökonomischen Variablen weniger als 25% beträgt. Unter Verwendung eines stochastischen Rahmens zur Quantifizierung dieser Unsicherheiten ergeben die Schätzungen für das vernünftige Verschuldungsziel im Durchschnitt einen Wert von 50% des BIP für Euroländer und 70% des BIP für die übrigen OECD-Länder, mit gewissen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern.

## Literaturverzeichnis

- Aaronson, D., L. Hu, A. Seifoddini und D. Sullivan (2014), "Declining Labor Force Participation and its Implications for Unemployment and Employment Growth", *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, No. 38.
- Adalet McGowan, M., D. Andrews, C. Criscuolo und G. Nicoletti (2015), *The Future of Productivity*, OECD Publishing, Paris.
- Ahmed, S., B. Coulibaly und A. Zlate (2015), "International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?," *International Finance Discussion Papers*, No. 1135, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ahrend, R. und A. Goujard (2012), "International Capital Mobility and Financial Fragility - Part 3. How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk?: Evidence from Past Crises Across OECD and Emerging Economies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 966, OECD Publishing, Paris.
- Auerbach A.J. und Y. Gorodnichenko (2012), "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", in A. Alesina and F. Giavazzi (Hrsg.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press.
- Barrell, R., D. Holland und I. Hurst (2012), "Fiscal Multipliers and Prospects for Consolidation", *OECD Economic Studies*, Vol. 2012.
- Bouis, R., A. K. Christensen und B. Cournède (2013), "Deleveraging: Challenges, Progress and Policies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1077, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/5k4221459ffc-en>.
- Bundesbank (2014), "Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke", *Monatsbericht April*, Deutsche Bundesbank.
- Caldera Sanchez, A., A. De Serres und N. Yashiro (erscheint demnächst), "Reforming in a Difficult Macro Context: What Should be the Priorities?," *OECD Economics Department Working Papers*, OECD Publishing, Paris.
- Chui, M., I. Fender und V. Sushko (2014), "Risks Related to EME Corporate Balance Sheets: The Role of Leverage and Currency Mismatch", *BIS Quarterly Review*, September.
- Coenen G., C. J. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt und J. in't Veld (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4(1).
- Constantinescu, C., A. Mattoo und M. Ruta (2015), "The Global Trade Slowdown – Cyclical or Structural?," *IMF Working Papers*, No. WP/15/6.
- Cournède, B., A. Pina und A. Goujard (2014), "Reconciling Fiscal Consolidation with Growth and Equity", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2013, Issue 1, OECD Publishing, Paris.
- Dahlhaus, T. und G. Vasishta (2014), "The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies", *Bank of Canada Working Papers*, No. 2014-53, Dezember.
- Del Carpio, X. und M. Wagner (2015), "The Impact of Syrian Refugees on the Turkish Labour Market", *World Bank Policy Research Papers*, No. WPS7402.
- Dustman, C. und T. Frattini (2014), "The Fiscal Effects of Immigration to the UK", *Economic Journal*, Vol. 124.
- Eichengreen, B. und P. Gupta (2014), "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets", *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No. 6754.
- Europäische Kommission (2015), "An Assessment of the Relative Quality of EU Gap Estimates", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 14, No. 3.
- Eurostat (2015), "Migrant Integration Statistics – Employment", *Statistics Explained*, Eurostat, [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Migrant\\_integration\\_statistics\\_-\\_employment](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Migrant_integration_statistics_-_employment).
- Fall, F. und J-M. Fournier (2015), "Macroeconomic Uncertainties, Prudent Debt Targets and Fiscal Rules", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1230, OECD Publishing, Paris.
- Gauvin, L. und C. Rebillard (2015), "Towards Recoupling? Assessing the Global Impact of a Chinese Hard Landing through Trade and Commodity Price Channels", *Banque de France Working Paper*, No. 562.

- Gechert, S., A. Hughes Hallett und A. Rannenberg (2015), "Fiscal Multipliers in Downturns and the Effects of Eurozone Consolidation", *CEPR Policy Insight*, No. 79, Februar.
- Gordon, R. (2012), "Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds", *NBER Working Papers*, No. 18315.
- Guichard, S., D. Haugh und D. Turner (2009), "Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and the United States", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 677, OECD Publishing, Paris.
- IWF (2015a), "Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output", Kapitel 3 in *World Economic Outlook*, April.
- IWF (2015b), "A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans", *IMF Staff Discussion Notes*, No. 15/19, 24. September.
- Jean, S. und M. Jimenez (2007), "The Unemployment Impact of Immigration in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 563, OECD Publishing, Paris.
- Koepke, R. (2015), "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature", *IIF Working Paper*, Institute of International Finance.
- Mitchell, J., N. Pain und R. Riley (2011), "The Drivers of International Migration to the UK: A Bayesian Model Averaging Approach", *Economic Journal*, Vol. 121.
- Newhouse, C. (2015), "Germany, Safe Haven for Asylum Seekers", *BNP Paribas Flash Research*, No. 15-33.
- Obstfeld, M. (2015), "Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalisation", *BIS Working Papers*, No. 480, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Januar.
- OECD (2012), *Jobs for Immigrants (Vol. 3): Labour Market Integration in Austria, Norway and Switzerland*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2013a), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Ausgabe 2013/1, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2013b), *International Migration Outlook 2013*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2014a), "OECD Forecasts During and After the Financial Crisis: A Post Mortem", *OECD Economics Department Policy Note*, No. 23, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2014b), "Arbeitsmarktintegration von Zuwanderern und ihren Kindern: Entwicklung, Aktivierung und Nutzung von Kompetenzen", Kapitel 2 in *Internationaler Migrationsausblick 2014 (Gekürzte Ausgabe)*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015a), *OECD-Wirtschaftsausblick*, Ausgabe 2015/1, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015b), "Ankurbelung der Investitionstätigkeit für ein höheres nachhaltiges Wachstum", Kapitel 3 in *OECD-Wirtschaftsausblick*, Ausgabe 2015/1, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015c), *OECD Economic Surveys: China*, März 2015, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015d), "Is this humanitarian crisis different?", *Migration Policy Debates*, September 2015, No. 7.
- OECD (2015e), *International Migration Outlook 2015*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015f), *The Future of Productivity*, OECD Publishing, Paris.
- OECD/Europäische Union (2015), *Integration von Zuwanderern: Indikatoren 2015*, OECD Publishing, Paris.
- OECD/WTO/UNCTAD (2015), *Reports on G-20 Trade and Investment Measures (Mid-Nov 2014 to Mid-May 2015)*, 13. Bericht an die G20.
- Ollivaud, P., E. Rusticelli und C. Schweltnus (2015), "The Changing Role of the Exchange Rate for Macroeconomic Adjustment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1190, OECD Publishing, Paris.
- Ollivaud, P. und C. Schweltnus (2015), "Does the Post-Crisis Weakness of Global Trade Solely Reflect Weak Demand?" in Hoekman, B. (Hrsg.), *The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, Centre for Economic Policy Research.
- Orphanides, A. (2003), "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, Issue 5, S.983-1022.
- Oulton, N. (2007), "Investment, Specific Technological Change and Growth Accounting", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, Issue 4, S. 1290-1299.

- Pain, N. und O. Röhn (2011), "Policy Frameworks in the Post-Crisis Environment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 857, OECD Publishing, Paris.
- Petri, P. und M. Plummer (2012), "The Trans-Pacific Partnership und Asia-Pacific Integration: Policy Implications", *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, PB12-16.
- Price R., T-T. Dang und J. Botev (erscheint demnächst), "Adjusting Fiscal Balances for the Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for OECD Countries", *Economics Department Working Paper*, OECD Publishing, Paris.
- Raciborski, R., A. Theofilakou und L. Vogel (2015), "Revisiting the Macroeconomic Effects of Oil Price Changes". *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 14, No. 2, Europäische Kommission.
- Rawdanowicz, Ł., R. Bouis und S. Watanabe (2013), "The Benefits and Costs of Highly Expansionary Monetary Policy", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1082, OECD Publishing, Paris.
- Turner D., M.C. Cavalleri, Y. Guillemette, A. Kopoin, P. Ollivaud und E. Rusticelli (erscheint demnächst), "Real-Time Reliability of OECD Output Gap Estimates and Some Investigations into Improving It", *OECD Economics Department Working Papers*, OECD Publishing, Paris.
- Weltbank (2015), *Commodity Markets Outlook*, Juli.

## ANHANG 1.1

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

Die **fiskalpolitischen** Hypothesen für 2015, 2016 und 2017 basieren soweit wie möglich auf den gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen. Die Haushaltsprojektionen stehen mit den Projektionen für die Wachstums-, Inflations- und Lohnentwicklung in Einklang. Wo Pläne der Regierungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon ausgegangen wird, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahe kommt. Wo nicht genügend Informationen vorliegen, um die Verteilung von Haushaltskürzungen ermitteln zu können, wird davon ausgegangen, dass sie im gleichen Maße auf der Ausgaben- wie auf der Einnahmeseite erfolgen und sich proportional auf die einzelnen Posten verteilen werden.

- Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass der strukturelle Primärsaldo der öffentlichen Haushalte im Verlauf des Projektionszeitraums bis 2017 0,6% des BIP erreicht, wie es der derzeitige Gesetzesrahmen einschließlich des Bipartisan Budget Act und des Budget Control Act in etwa vorsieht.
- Für Japan berücksichtigen die Projektionen eine Anhebung des Mehrwertsteuersatzes um 2 Prozentpunkte von 8% auf 10% im zweiten Quartal 2017. Insgesamt wird von einer Verbesserung des strukturellen Primärsaldos im Verlauf des Projektionszeitraums auf 4,8% des BIP im Jahr 2017 ausgegangen.
- Was die Länder des Euroraums anbelangt, beruht die für den Projektionszeitraum unterstellte Haushaltspolitik auf den Haushaltsentwürfen oder, wenn diese nicht verfügbar sind, auf den in den Stabilitätsprogrammen aufgeführten Zielen.
- In China werden ungenutzte Reserven umverteilt, Ausgaben beschleunigt und neue Einnahmequellen erschlossen. Auf Basis der angekündigten Maßnahmen wird mit fiskalischen Impulsen in Höhe von rd. 1½% des BIP für 2015, ½% für 2016 und ¼% für 2017 gerechnet.
- In Indien wird in den Projektionen ein Anstieg der öffentlichen Investitionen und der staatlichen Renten und Löhne sowie ein Ausbau verschiedener kürzlich aufgelegter Programme im Bereich der sozialen Infrastruktur zu Grunde gelegt. Darüber hinaus werden laufende Bemühungen zur Eindämmung der Steuerhinterziehung berücksichtigt.
- In Brasilien beruhen die Annahmen für die Fiskalpolitik auf den aktuellen fiskalpolitischen Ankündigungen der Regierung, woraus sich ein Primärüberschuss von 0,15% des BIP für 2015, 0,7% für 2016 und 1,3% für 2017 ableitet.



Was die **Geldpolitik** angeht, so entsprechen die unterstellten Leitzinsen der als am wahrscheinlichsten erachteten Entwicklung, wobei die Projektionen der OECD bezüglich Wirtschaftstätigkeit und Inflation zu Grunde gelegt werden, die von denen der Währungsbehörden abweichen können.

- Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die obere Grenze des Richtsatzes für Tagesgeld der Federal Reserve zwischen Dezember 2015 und Dezember 2017 schrittweise von gegenwärtig 0,25% auf 2% angehoben wird.
- Für Japan wird davon ausgegangen, dass der Tagesgeldsatz während des gesamten Projektionszeitraums bei 0,1% belassen wird.
- Für den Euroraum wird unterstellt, dass der Hauptrefinanzierungssatz bis zum zweiten Quartal 2017 bei 0,05% belassen und danach bis Ende 2017 auf 0,25% erhöht wird.
- Für das Vereinigte Königreich wird damit gerechnet, dass der Leitzins zwischen Februar 2016 und Dezember 2017 nach und nach von gegenwärtig 0,5% auf 2,25% angehoben wird.
- Für China wird unterstellt, dass durch geldpolitische Lockerung auch weiterhin die Finanzierungskosten verringert werden, um eine hinreichende Liquiditätsversorgung sicherzustellen und Kapitalabflüsse zu kompensieren. Der Leitzins für Darlehen bis zu einem Jahr wird voraussichtlich von 4,35% auf 3,6% im Jahr 2017 zurückgehen, während für den Mindestreservesatz eine Senkung von 17,5% auf 15% erwartet wird. Bei der Bereitstellung von Liquidität wird den Annahmen zufolge auch auf kurzfristige Fazilitäten wie das „Pledged Supplementary Lending“-Programm oder die „Medium-Term Lending Facility“ zurückgegriffen werden.
- Für Indien wird unterstellt, dass der Reposatz bis Ende 2016 bei 6,75% belassen und anschließend auf 6,25% gesenkt wird.
- Für Brasilien wird davon ausgegangen, dass der Leitzins bis zum vierten Quartal 2016 auf seinem gegenwärtigen Niveau von 14,25% verbleibt und danach bis Ende 2017 auf 12% gesenkt wird.

Auch wenn sich ihr Effekt nur schwer beurteilen lässt, wird unterstellt, dass im Projektionszeitraum die folgenden Maßnahmen der quantitativen Lockerung ergriffen werden, die sich implizit auf das Tempo der Konvergenz der langfristigen Zinssätze gegen ihren Referenzsatz auswirken: Für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich wird davon ausgegangen, dass der Bestand der aufgekauften Wertpapiere bis zum Ende des Projektionszeitraums unverändert bleibt. Für Japan wird eine Fortsetzung der Wertpapierkäufe während des Projektionszeitraums unterstellt; es wird davon ausgegangen, dass der langfristige Zinssatz dadurch bis Ende 2017 konstant bleibt. Für den Euroraum wird unterstellt, dass das derzeitige Programm der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) ebenso wie die Ankäufe von privaten Schuldverschreibungen und Staatsanleihen bis Ende 2016 fortgesetzt werden. Dementsprechend wird davon ausgegangen, dass die langfristigen Zinssätze bis Ende 2016 konstant bleiben und dann allmählich gegen ihren Referenzwert konvergieren.

Für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich wird davon ausgegangen, dass die Renditen für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit langsam gegen einen Referenzsatz konvergieren werden (der erst deutlich nach Ablauf des Projektionszeitraums erreicht wird); dieser wird durch die projizierten künftigen kurzfristigen Zinssätze (einschließlich der Zeit nach 2017), einen laufzeitabhängigen Aufschlag und einen zusätzlichen an die Haushaltslage geknüpften Risikoaufschlag bestimmt. Es wird unterstellt, dass der letztgenannte Aufschlag 2 Basispunkte je Prozentpunkt der Bruttoschuldenquote über 75% sowie 2 zusätzliche Basispunkte (insgesamt 4 Basispunkte) je Prozentpunkt der Schuldenquote über 125% beträgt.

Bereits umgesetzte bzw. für den Projektionszeitraum angekündigte **Strukturreformen** wurden berücksichtigt, weitere Reformen werden in den Projektionen jedoch nicht unterstellt.

Die Projektionen gehen von unveränderten **Wechselkursen** gegenüber ihrem Stand vom 22. Oktober 2015 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 119,69 Yen, 0,90 Euro (bzw. einem Euro-Kurs von 1,11 US-\$) und 6,36 Renminbi.

Es wird davon ausgegangen, dass der **Preis für die Rohölsorte Brent** während des gesamten Projektionszeitraums konstant bei 50 US-\$ pro Barrel liegt. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf ihrem Durchschnittsniveau von September 2015 liegen werden.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zu Grunde gelegten Daten war der 30. Oktober 2015.



## ANHANG 1.2

### *Indikatoren der potenziellen Finanzmarktrisiken*

In den nachfolgenden Tabellen ist die Position der OECD-Länder sowie ausgewählter Nicht-OECD-Länder anhand einer Reihe von Indikatoren dargestellt, die Aufschluss über die potenzielle Gefährdung im Fall von Finanzmarkturbulenzen geben können. Das Hauptaugenmerk von Tabelle 1.A2.1 liegt auf den binnenwirtschaftlichen Schwächen der OECD-Länder und der BRIICS, während in Tabelle 1.A2.2 die Risiken in den Finanzierungsrechnungen der OECD-Länder und der G20-Länder, die nicht Mitglied der OECD sind, im Mittelpunkt stehen. Bei den dargelegten Variablen handelt es sich um eine Untergruppe von mehr als 70 Gefährdungsindikatoren, die als hilfreiche Instrumente zur Überwachung der Risiken einer kostspieligen Krise in den OECD-Volkswirtschaften identifiziert wurden (Röhn et al., 2015).

In Tabelle 1.A2.1 sind Indikatoren dargestellt, die gewöhnlich mit Finanzmarktrisiken in Verbindung gebracht werden, und die in erster Linie in vier großen Unterbereichen in der Inlandswirtschaft entstehen: in der Realwirtschaft, im Nichtfinanzsektor, im Finanzsektor und im Bereich der Staatsfinanzen (IWF, 2012; Europäische Kommission, 2012; Hermansen und Röhn, 2015). Mögliche Schwächen der Realwirtschaft werden an der Differenz zwischen der Potenzialrate des BIP-Wachstums und dem tatsächlichen BIP-Wachstum, am Abstand zwischen der tatsächlichen Arbeitslosenquote und der natürlichen Arbeitslosenquote (bzw. NAIRU), am Leistungsbilanzdefizit und an der Entwicklung der relativen Lohnstückkosten gemessen. Indikatoren für Übertreibungen auf den Finanzmärkten im Zusammenhang mit dem Nichtfinanzsektor sind die Verschuldung der privaten Haushalte, die Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen und der Anstieg der Wohnimmobilienpreise. Zur Berücksichtigung der unmittelbaren Risikoexposition des Finanzsektors wurden ferner das aggregierte Verhältnis zwischen dem harten Kernkapital (Core Tier 1) und der Bilanzsumme (d.h. die Leverage Ratio) für ausgewählte Banken in jedem Land<sup>1</sup>, die notleidenden Kredite und die Verschuldung der Finanzunternehmen aufgenommen. Die vom Staatssektor ausgehenden Risiken werden anhand von drei Elementen quantifiziert: der staatlichen Nettokreditaufnahme, der Bruttostaatsverschuldung sowie der Differenz zwischen den realen Renditen von Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit und der Potenzialrate des realen BIP-Wachstums. Höhere Werte lassen mit Ausnahme der Leverage Ratio auf eine stärkere Gefährdung schließen. Tabelle 1.A2.1 enthält darüber hinaus die derzeitigen Kreditratings der Länder laut Standard & Poor's.

In Tabelle 1.A2.2 sind die Risikofaktoren für die Finanzstabilität in den OECD- und den nicht der OECD angehörenden G20-Ländern dargestellt. Die Grundlage hierfür bilden frühere empirische Untersuchungen der OECD (Ahrend und Goujard, 2012a, 2012b). Diese zeigen, dass:

- eine stärkere (kurzfristige) Kreditaufnahme bei ausländischen Banken oder ein höherer Anteil der Verschuldung an den Bruttoauslandsverbindlichkeiten das Risiko von Finanzkrisen beträchtlich erhöht (wobei Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken als Schulden bei einer ausländischen Bank definiert sind);
- ein höherer Anteil von Direktinvestitionen an den Bruttoauslandsverbindlichkeiten verringert die Möglichkeit des Ausbruchs einer Finanzkrise;
- kürzere Laufzeiten der Bankschulden das Krisenrisiko erhöhen, hauptsächlich weil sie die Gefahren einer Ansteckung über die Finanzmärkte vergrößern;
- hohe Fremdwährungsguthaben die Wahrscheinlichkeit von Krisen verringern;
- weder die Summe der Auslandsaktiva (ohne Reserven) noch die Verbindlichkeiten sich als Faktoren erwiesen haben, die das Krisenrisiko in Ländern mit geringem und mäßigem Niveau an Forderungen und Verbindlichkeiten beeinflussen. Sind die Auslandsforderungen bzw. -verbindlichkeiten hingegen hoch, mindern bzw. erhöhen sie das Krisenrisiko.

Tabelle 1.A2.2 zeigt für jeden der acht ausgewählten Indikatoren: a) die Position der einzelnen Länder im ersten Quartal 2015 (oder im letzten verfügbaren Zeitraum) nach verschiedenen Aspekten der Struktur ihrer Finanzierungsrechnungen und b) die länderspezifische Veränderung bei jedem dieser Aspekte von 2007 bis zum ersten Quartal 2015. In Bezug auf einige der Variablen ist bei der Interpretation der Zahlen Vorsicht geboten, da die Relevanz der jeweiligen Variable in den einzelnen Ländern unterschiedlich sein kann. Beispielsweise weisen die Devisenreserven der Vereinigten Staaten im Verhältnis zum BIP den niedrigsten Wert im OECD-Raum auf, ohne eine Schwäche zu signalisieren, da der US-Dollar eine Reservewährung ist. Dasselbe gilt für niedrige Devisenreserven in einzelnen Ländern des Euroraums.

### **Anmerkungen**

1. Die Berechnungen der Schuldenquoten der Länder stützen sich auf über 1 200 Geschäftsbanken, darunter 915 in den Vereinigten Staaten, 197 in den OECD-Ländern, die dem Euroraum angehören, 23 im Vereinigten Königreich, 11 in Kanada und 7 in Japan.

### **Literaturverzeichnis**

- Ahrend, R. und A. Goujard (2012a), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 1: Drivers of Systemic Banking Crises: The Role of Bank-Balance-Sheet Contagion and Financial Account Structure", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 902, OECD Publishing, Paris.
- Ahrend, R. und A. Goujard (2012b), "International Capital Mobility and Financial Fragility – Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 966, OECD Publishing, Paris.
- Europäische Kommission (2012), *Warnmechanismus-Bericht – 2013*, Brüssel.
- Hermansen, M. und O. Röhn (2015), "Economic resilience: The usefulness of early warning indicators in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1250, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgfdqx3mv-en>.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2012), *Global Financial Stability Report October 2012*, Washington, DC.
- Röhn, O. et al. (2015), "Economic resilience: A new set of vulnerability indicators for OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1249, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxhgjw54r8-en>.

Table 1.A2.1. Indicators of potential financial vulnerabilities

	Real economy				Non-financial sector		
	Potential GDP growth rate-actual GDP growth rate differential	Actual unemployment rate-NAIRU differential	Current account deficit <sup>1</sup>	Relative unit labour cost	Household gross debt <sup>2,3</sup>	Non-financial corporation gross debt <sup>1,3</sup>	Real house prices
	2015	2015Q3	2015	% change 2000Q1-15Q2	2014 or latest available	2014 or latest available	% change 2000Q1-15Q2
United States	-0.8	-0.3	2.5	-12.8	109.7	113.2	20.8
Japan	-0.2	-0.5	-3.3	-51.4	132.6	160.9	-20.2
Germany	-0.3	-0.4	-8.3	-14.1	93.6	71.2	6.3
France	0.0	0.8	-0.2	0.4	104.9	101.5	70.6
Italy	-0.8	3.2	-1.5	9.4	77.2	89.8	9.7
United Kingdom	-0.5	-0.3	4.0	-11.4	155.7	113.6	79.3
Canada	0.3	0.4	3.3	29.0	170.1	140.6	97.1
Australia	0.4	0.4	4.7	36.9	211.2	87.3	103.6
Austria	0.1	1.6	-2.3	-2.6	89.1	91.1	25.8
Belgium	0.0	0.7	-0.1	2.5	110.0	137.0	..
Chile	0.9	-0.3	-0.2	24.3	..	..	..
Czech Republic	-2.5	-0.8	-0.7	30.3	68.8	63.0	..
Denmark	-1.0	0.0	-7.0	9.7	315.2	126.9	38.8
Estonia	0.3	-1.8	-3.3	35.2	81.1	97.0	..
Finland	0.7	2.2	1.0	-2.7	126.6	94.0	25.6
Greece	0.9	7.7	0.3	5.1	117.4	73.6	-12.0
Hungary	-1.2	-1.5	-4.3	22.0	53.3	80.2	..
Iceland	-2.3	-0.5	-3.5	-22.0	..	271.0	..
Ireland	-3.5	-1.5	-3.6	-8.5	197.4	236.9	10.6
Israel	0.7	-0.7	-3.5	-10.6	..	69.3	41.9
Korea	0.6	0.3	-7.3	10.2	164.2	166.5	29.3
Luxembourg	-0.5	0.4	-3.6	26.0	157.8	315.0	..
Mexico	0.5	0.2	2.0	-8.8	..	63.3	..
Netherlands	-1.1	1.0	-11.0	-4.0	270.0	128.8	0.3
New Zealand	0.2	0.3	4.3	61.0	..	..	108.9
Norway <sup>7</sup>	1.1	1.0	-7.1	42.3	223.8	108.2	90.6
Poland	-0.4	0.1	0.2	-7.1	60.5	58.6	..
Portugal	-1.4	0.4	-0.6	-3.8	138.5	145.6	-26.2
Slovak Republic	-0.4	0.4	0.4	26.1	62.3	76.9	..
Slovenia	-1.4	1.6	-7.5	-6.4	57.6	92.3	..
Spain	-2.7	3.0	-1.5	2.8	128.0	104.5	25.6
Sweden	-1.2	0.5	-6.0	-6.8	173.1	131.4	133.3
Switzerland	0.8	0.3	-9.8	37.9	197.4	..	51.4
Turkey	1.2	1.1	5.3	-36.3	..	2.6	..
Brazil	4.2	..	3.4	11.0	..	..	..
China	0.4	..	-3.0	101.2	..	..	..
Colombia	1.2	-0.9	6.1	12.1	..	..	80.1
Costa Rica	1.2	..	4.0	..	..	..	..
India	-0.3	..	0.7	-42.2	..	..	..
Indonesia	0.8	..	1.6	-12.9	..	..	..
Latvia	-0.2	-0.3	2.0	9.2	60.1	93.9	..
Lithuania	1.0	-1.9	3.4	8.7	..	..	..
Russia	4.7	..	-6.6	209.9	..	..	..
South Africa	0.8	..	4.2	-0.6	..	..	113.0

1. In per cent of GDP.

2. In per cent of gross household disposable income.

3. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated data for most countries.

4. In per cent of total (unweighted) assets.

5. OECD Economic Outlook 98 database.

6. Rating for sovereign debt in foreign currency.

7. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable.

Source: OECD National Accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank; European Commission; OECD Analytical Housing Prices database; Standards &amp; Poors; OECD calculations; and OECD Economic Outlook 98 database.

Table 1.A2.1. **Indicators of potential financial vulnerabilities** (cont.)

Core Tier-1 leverage ratio <sup>4</sup>	Financial sector		Public finance			Sovereign credit rating	
	Non-performing loans to total loans	Financial corporation gross debt <sup>1,3</sup>	Headline government budget deficit <sup>1,5</sup>	Gross government debt <sup>1,5</sup>	Real 10-year sovereign bond yield-potential GDP growth rate differential	S&P <sup>6</sup>	
	Latest available	2014 or latest available	2015	2015	2015Q2 or latest available	Latest	
6.4	..	347.3	4.5	110.6	-1.0	AA+	United States
4.4	1.6	582.8	6.7	229.2	-1.2	A+	Japan
4.1	2.3	296.6	-0.9	78.5	-2.7	AAA	Germany
3.6	4.5	304.0	3.8	120.1	-1.0	AA	France
5.6	17.3	207.2	2.6	160.7	1.0	BBB-	Italy
4.4	1.8	675.9	3.9	116.4	-1.8	AAA	United Kingdom
3.8	0.5	340.0	1.9	94.8	-1.0	AAA	Canada
3.8	1.1	278.7	1.9	44.2	-0.1	AAA	Australia
6.2	3.6	227.3	1.8	107.3	-1.8	AA+	Austria
4.9	4.0	339.5	2.6	130.5	-1.2	AA	Belgium
..	1.9	..	..	..	-2.7	AA-	Chile
..	5.6	130.5	1.9	56.1	-3.1	AA-	Czech Republic
4.4	4.4	412.0	2.7	57.1	-1.2	AAA	Denmark
..	1.3	123.4	-0.2	12.7	..	..	Estonia
3.7	..	230.2	3.3	73.3	-1.4	AA+	Finland
7.6	34.4	193.5	4.3	190.0	14.2	..	Greece
..	12.7	123.6	2.3	99.6	-0.6	..	Hungary
..	..	969.2	-0.3	81.6	1.1	..	Iceland
6.7	18.9	910.2	2.1	120.0	-1.8	A+	Ireland
..	2.1	206.8	3.3	66.1	-3.1	A+	Israel
..	..	349.9	..	..	-2.1	AA-	Korea
..	0.2	6233.6	-0.9	35.6	-4.3	AAA	Luxembourg
..	2.9	71.6	0.3	..	-0.2	BBB+	Mexico
4.2	2.9	743.6	2.0	80.8	-1.3	AA+	Netherlands
..	..	..	-1.4	41.1	-1.1	AA	New Zealand
6.4	1.1	215.9	-6.9	34.1	-1.6	AAA	Norway <sup>7</sup>
..	4.7	98.5	2.8	66.9	-0.6	..	Poland
6.1	12.3	278.3	3.0	148.9	0.4	BB+	Portugal
..	5.3	120.4	2.7	59.6	-1.8	A+	Slovak Republic
..	11.5	127.3	2.9	99.8	-0.2	A-	Slovenia
5.7	7.0	224.6	4.2	118.9	1.1	BBB+	Spain
3.6	1.2	322.5	1.1	53.9	-2.5	AAA	Sweden
4.4	0.7	..	0.2	46.4	-0.9	..	Switzerland
..	2.8	2.6	..	..	-0.7	..	Turkey
..	3.1	..	7.4	..	9.7	..	Brazil
..	1.2	..	1.0	..	-3.3	..	China
..	3.1	..	..	..	1.4	..	Colombia
..	1.7	..	..	..	..	..	Costa Rica
..	4.6	..	6.1	..	0.7	..	India
..	2.3	..	2.0	..	1.2	..	Indonesia
..	4.6	..	1.6	44.9	-2.5	..	Latvia
..	6.7	..	1.5	53.7	..	..	Lithuania
..	7.4	..	4.0	..	8.7	..	Russia
..	3.2	..	4.3	..	4.8	..	South Africa

1. In per cent of GDP.

2. In per cent of gross household disposable income.

3. Gross debt is defined as liabilities less financial derivatives and shares and other equity. Based on consolidated data for most countries.

4. In per cent of total (unweighted) assets.

5. OECD Economic Outlook 98 database.

6. Rating for sovereign debt in foreign currency.

7. Mainland (potential) GDP is used instead of total (potential) GDP where applicable.

Source: OECD National Accounts database; IMF Financial Soundness Indicators database; European Central Bank; European Commission; OECD Analytical Housing Prices database; Standards &amp; Poors; OECD calculations; and OECD Economic Outlook 98 database.

Table 1.A2.2. **Financial-accounts-related risk factors to financial stability**

*Latest available (in per cent)*

	External debt <sup>1</sup>	External bank debt <sup>2</sup>	Short-term external bank debt <sup>2</sup>	Short-term external bank debt <sup>3</sup>	External liabilities <sup>2</sup>	External assets <sup>2</sup>	Foreign exchange reserves <sup>2</sup>	FDI liabilities <sup>1</sup>
	Higher values indicate higher financial stability risk					Higher values indicate lower financial stability risk		
United States	48.9	15.2	5.8	38.4	182.0	143.4	0.7	19.9
Japan	55.8	20.9	17.3	82.9	119.8	189.0	29.0	3.9
Germany	58.6	33.9	16.5	48.8	224.6	265.6	2.0	17.1
France	59.3	58.5	32.0	54.6	334.0	312.8	2.2	12.1
Italy	69.3	26.8	10.4	38.8	168.2	139.7	2.7	14.8
United Kingdom	50.4	65.4	42.8	65.4	574.6	556.4	3.8	12.2
Canada	51.0	26.4	15.0	56.6	169.8	180.7	4.9	32.5
Australia	51.2	23.0	7.6	33.0	182.3	127.6	4.2	24.9
Austria	63.3	44.8	12.2	27.3	265.6	269.2	3.6	29.9
Belgium	45.3	48.3	21.7	44.9	430.2	489.9	3.6	48.1
Chile	28.6	17.6	7.7	43.8	145.0	129.8	15.5	62.9
Czech Republic	37.5	19.1	4.9	25.8	123.6	95.0	28.8	57.6
Denmark	59.9	64.7	39.9	61.7	262.9	309.8	35.7	16.4
Estonia	42.7	9.4	4.0	42.8	170.5	132.5	1.9	54.7
Finland	53.9	51.9	19.6	37.8	372.9	371.7	3.7	14.6
Greece	92.9	17.2	4.7	27.3	247.7	127.4	1.2	4.6
Hungary	26.7	28.2	9.8	34.6	314.2	244.3	32.9	69.9
Iceland	82.9	37.6	10.6	28.3	619.9	257.2	26.6	16.3
Ireland	29.4	140.4	57.7	41.1	2089.8	2002.7	0.7	17.3
Israel	29.8	6.1	3.2	52.6	96.6	119.0	29.5	35.3
Korea	39.6	13.2	8.1	61.8	73.1	78.9	25.6	17.9
Luxembourg	21.5	891.8	336.5	37.7	16408.6	16439.1	1.2	38.9
Mexico	50.0	11.8	4.7	40.2	81.6	46.9	16.4	34.4
Netherlands	35.9	107.9	41.9	38.8	1017.3	1090.7	2.4	50.6
New Zealand	56.1	18.0	6.8	37.9	148.4	83.7	8.5	30.9
Norway	63.4	28.6	10.3	36.0	171.7	315.5	12.9	26.7
Poland	47.7	22.9	6.8	29.7	111.2	46.9	19.7	43.2
Portugal	70.2	32.2	9.3	28.9	289.9	180.3	3.6	23.1
Slovak Republic	51.5	33.6	13.7	40.7	134.7	67.8	3.1	47.7
Slovenia	76.3	22.9	6.4	27.9	143.0	103.1	2.0	21.5
Spain	60.0	33.6	13.8	41.2	239.9	147.3	3.7	22.3
Sweden	51.8	53.8	27.5	51.0	305.6	300.5	11.3	25.2
Switzerland	34.7	67.2	46.8	69.5	533.9	636.7	80.6	31.0
Turkey	67.2	21.6	12.5	57.8	82.0	30.3	13.5	24.4
Argentina	53.2	2.6	1.6	62.3	36.4	50.0	5.4	41.5
Brazil	34.5	12.5	6.4	50.7	71.2	38.7	17.9	47.2
China	29.6	8.9	6.7	75.7	46.9	60.2	35.3	55.3
Colombia	41.2	8.1	3.4	41.6	85.3	47.3	14.6	53.4
Costa Rica	36.8	19.8	5.9	29.8	84.9	40.9	16.2	63.2
India	53.3	10.5	5.7	54.8	42.8	25.1	15.7	29.9
Indonesia	40.1	12.5	6.2	49.5	71.5	24.1	12.3	43.8
Latvia	69.1	9.6	4.5	46.9	182.4	124.1	11.1	29.6
Lithuania	63.9	10.3	3.0	28.8	106.5	60.2	2.2	35.1
Russia	48.6	8.4	3.3	38.6	50.4	66.9	18.2	37.4
Saudi Arabia	17.0	9.0	5.3	58.9	36.9	142.6	97.4	77.7
South Africa	28.0	10.0	4.2	41.7	121.8	114.2	12.7	32.6

1. As per cent of external liabilities.

2. As per cent of GDP.

3. As per cent of external bank debt.

Source : BIS; IMF; World Bank; and OECD calculations.

Table 1.A2.2. **Financial-accounts-related risk factors to financial stability** (cont.)

External debt <sup>1</sup>	External bank debt <sup>2</sup>	Short-term external bank debt <sup>2</sup>	Short-term external bank debt <sup>3</sup>	External liabilities <sup>2</sup>	External assets <sup>2</sup>	Foreign exchange reserves <sup>2</sup>	FDI liabilities <sup>1</sup>	
Positive values indicate an increase in the financial stability risk					Positive values indicate a decrease in the financial stability risk			
-6.3	-5.2	-2.9	-4.5	27.5	-2.0	0.2	1.1	United States
0.9	7.8	8.2	13.2	46.2	64.4	6.8	-0.4	Japan
-10.5	-16.2	-11.3	-6.7	10.0	29.7	0.4	-0.8	Germany
-0.6	-8.8	-11.6	-10.1	31.6	20.0	0.2	-1.0	France
-2.3	-24.5	-8.0	3.0	9.2	7.7	1.2	-0.1	Italy
-12.5	-50.5	-43.8	-9.3	4.1	-1.5	2.0	2.6	United Kingdom
16.3	3.0	0.2	-6.3	0.1	24.2	1.7	-14.0	Canada
2.4	-8.9	-4.6	-5.1	8.3	18.3	1.4	-0.7	Australia
-0.2	-27.3	-14.5	-9.8	-58.2	-43.4	0.5	3.3	Austria
-16.6	-66.7	-67.1	-32.3	-87.1	-59.3	1.1	14.1	Belgium
-3.9	-0.6	-1.9	-8.8	43.5	27.9	5.1	2.3	Chile
3.9	-3.5	-3.9	-13.3	12.5	28.5	9.1	0.1	Czech Republic
-7.9	-6.5	3.1	9.9	10.8	64.1	24.9	-4.9	Denmark
-6.5	-96.1	-20.2	19.9	-39.2	7.1	-14.2	9.9	Estonia
14.6	11.9	7.0	6.2	90.1	120.1	0.7	-4.3	Finland
17.5	-41.8	-12.2	-1.4	47.7	33.4	0.9	-4.3	Greece
-4.8	-36.0	-8.2	6.7	0.0	30.5	14.5	5.9	Hungary
3.7	-254.7	-115.9	-15.0	-113.8	-356.6	12.9	1.3	Iceland
-24.1	-129.4	-93.2	-14.8	661.5	595.2	0.4	2.8	Ireland
-15.0	-2.4	-0.7	6.5	-21.4	1.7	12.5	10.1	Israel
-3.2	-3.7	-2.3	0.1	0.5	23.6	1.2	2.3	Korea
-8.2	-249.3	-164.3	-6.2	3090.0	3141.8	0.9	14.6	Luxembourg
16.4	3.9	2.3	9.9	13.5	15.8	7.7	-9.4	Mexico
-4.6	-27.4	-25.4	-10.9	44.6	135.4	1.0	2.6	Netherlands
-2.3	-7.5	-6.1	-12.9	-31.9	-11.1	-5.5	-1.5	New Zealand
-0.5	-32.8	-30.2	-29.8	-53.2	28.3	-3.8	6.9	Norway
2.1	-1.6	0.7	4.8	5.3	3.2	3.4	-2.6	Poland
0.2	-42.8	-18.5	-8.2	-14.9	-23.4	2.7	4.1	Portugal
10.4	1.8	1.4	2.1	15.1	8.5	-23.1	-9.7	Slovak Republic
4.6	-25.4	-6.7	0.9	0.1	-14.6	-0.2	-3.6	Slovenia
-4.0	-25.9	-5.1	9.4	4.1	-0.9	2.9	2.0	Spain
2.1	-0.3	-4.9	-8.8	23.6	20.2	5.4	-6.7	Sweden
-15.7	-105.4	-78.6	-3.1	-56.9	-97.4	70.4	10.4	Switzerland
12.5	2.6	4.1	13.6	-1.2	1.0	0.9	-7.7	Turkey
-1.0	-4.2	-1.8	12.1	-21.0	-18.8	-9.6	2.3	Argentina
10.4	4.8	2.7	3.6	-0.5	6.9	3.5	12.5	Brazil
-2.7	2.9	3.4	20.5	8.4	-15.6	-12.7	-2.0	China
-3.2	0.9	-0.9	-17.8	29.0	16.8	3.5	-0.5	Colombia
-10.1	-5.4	-5.5	-15.5	17.1	-9.3	-0.6	10.1	Costa Rica
3.7	-0.9	-0.2	2.8	2.2	-8.1	-10.7	4.2	India
-13.1	1.8	0.5	-3.6	10.2	0.7	-0.1	12.1	Indonesia
-5.6	-70.9	-28.9	5.5	3.3	29.7	-9.3	5.4	Latvia
1.3	-33.2	-9.0	1.2	-17.0	2.2	-19.0	-0.5	Lithuania
13.0	-5.6	-3.4	-9.1	-59.2	-29.5	-23.1	-2.1	Russia
-19.5	0.0	-0.3	-3.4	6.3	11.5	16.5	14.2	Saudi Arabia
8.2	-1.5	-1.0	-3.4	8.1	34.0	2.1	-8.8	South Africa

1. As per cent of external liabilities.

2. As per cent of GDP.

3. As per cent of external bank debt.

Source : BIS; IMF; World Bank; and OECD calculations.







**From:**  
**OECD Economic Outlook, Volume 2015 Issue 2**

**Access the complete publication at:**  
[https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2015-2-en](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-2-en)

**Please cite this chapter as:**

OECD (2015), "Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage", in *OECD Economic Outlook, Volume 2015 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2015-2-2-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-2-2-de)

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

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

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