



# OECD-Wirtschaftsausblick

November 2019





# OECD- WIRTSCHAFTS- AUSBLICK

106

NOVEMBER 2019

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.

Dieses Dokument sowie die darin enthaltenen Daten und Karten berühren weder den völkerrechtlichen Status von Territorien noch die Souveränität über Territorien, den Verlauf internationaler Grenzen und Grenzlinien sowie den Namen von Territorien, Städten oder Gebieten.

Die statistischen Daten für Israel wurden von den zuständigen israelischen Stellen bereitgestellt, die für sie verantwortlich zeichnen. Die Verwendung dieser Daten durch die OECD erfolgt unbeschadet des völkerrechtlichen Status der Golanhöhen, von Ost-Jerusalem und der israelischen Siedlungen im Westjordanland.

Anmerkung der Türkei:

Die Informationen zu „Zypern“ in diesem Dokument beziehen sich auf den südlichen Teil der Insel. Es existiert keine Instanz, die sowohl die türkische als auch die griechische Bevölkerung der Insel vertritt. Die Türkei erkennt die Türkische Republik Nordzypern (TRNZ) an. Bis im Rahmen der Vereinten Nationen eine dauerhafte und gerechte Lösung gefunden ist, wird sich die Türkei ihren Standpunkt in der „Zypernfrage“ vorbehalten.

Anmerkung aller in der OECD vertretenen EU-Mitgliedstaaten und der Europäischen Union: Die Republik Zypern wird von allen Mitgliedern der Vereinten Nationen mit Ausnahme der Türkei anerkannt. Die Informationen in diesem Dokument beziehen sich auf das Gebiet, das sich unter der tatsächlichen Kontrolle der Regierung der Republik Zypern befindet.

**Bitte zitieren Sie diese Publikation wie folgt:**

OECD (2019), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2019/2*, Nr. 106, OECD Publishing, Paris,  
<https://doi.org/10.1787/31045866-de>.

ISBN 978-92-64-35167-7 (Print)  
ISBN 978-92-64-34179-1 (PDF)  
ISBN 978-92-64-37774-5 (HTML)  
ISBN 978-92-64-38891-8 (epub)

OECD-Wirtschaftsausblick  
ISSN 1562-6369 (Print)  
ISSN 1999-0901 (Online)

Originaltitel: *OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 2*  
Übersetzung durch den Deutschen Übersetzungsdienst der OECD

**Foto(s):** Cover © Alexandros Michailidis/Shutterstock.com.

Korrigenda zu Veröffentlichungen sind verfügbar unter: [www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm](http://www.oecd.org/about/publishing/corrigenda.htm).

© OECD 2019

Die Verwendung dieser Arbeiten, sei es in digitaler oder gedruckter Form, unterliegt den Nutzungsbedingungen unter: <http://www.oecd.org/termsandconditions>.

# Inhaltsverzeichnis

Einführung Politikänderungen für die entscheidende Wende	7
1 Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage	11
Einleitung	12
Das globale Wachstum wird durch die hohe Unsicherheit gebremst	13
Entscheidende Fragen und Risiken	31
Politikerfordernisse	39
Literaturverzeichnis	54
Anhang 1.A Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen	58
2 Fokuspapiere zu ausgewählten makroökonomischen und strukturellen Fragen	59
Fokuspapier 1: Den gegenwärtigen Handelsspannungen entgegenwirken – marktverzerrende staatliche Beihilfen	60
Fokuspapier 2: Der Niedriginflationss Falle entkommen	64
Fokuspapier 3: Den Politikmix im Euroraum neu ausrichten	69
Fokuspapier 4: Im Fall eines tieferen Abschwungs bedarf es globaler Politikzusammenarbeit	72
Politikoptionen	72
Fokuspapier 5: Wie wirksam sind automatische fiskalische Stabilisatoren bei der Sicherung der Einkommen der privaten Haushalte?	77
3 Entwicklungen in den einzelnen OECD- und in ausgewählten Nicht-OECD-Volkswirtschaften	81
Argentinien	82
Australien	85
Belgien	88
Brasilien	91
Bulgarien	95
Chile	98
China	101
Costa Rica	105
Dänemark	108
Deutschland	111
Estland	115
Euroraum	118
Finnland	122
Frankreich	125
Griechenland	129

Indien	132
Indonesien	136
Irland	140
Island	143
Israel	146
Italien	149
Japan	153
Kanada	157
Kolumbien	161
Korea	164
Lettland	167
Litauen	170
Luxemburg	173
Mexiko	176
Neuseeland	179
Niederlande	182
Norwegen	185
Österreich	188
Polen	191
Portugal	194
Rumänien	197
Schweden	200
Schweiz	203
Slowakische Republik	206
Slowenien	209
Spanien	212
Südafrika	215
Tschechische Republik	218
Türkei	221
Ungarn	224
Vereinigtes Königreich	227
Vereinigte Staaten	231
<b>Statistischer Anhang</b>	<b>235</b>

## ABBILDUNGEN

Figure 1.1. Global activity has slowed sharply	14
Figure 1.2. Uncertainty has become the major concern for firms around the world	15
Figure 1.3. Global trade growth is very weak	17
Figure 1.4. The adverse effects from higher US-China tariffs are expected to intensify	17
Figure 1.5. Recent changes in financial conditions	19
Figure 1.6. More government bonds have been trading at negative yields in Europe and Japan	20
Figure 1.7. Global growth is set to remain low	21
Figure 1.8. Global trade growth is set to remain very weak	23
Figure 1.9. Corporate hurdle rates remain high and are adjusted rarely	24
Figure 1.10. Household saving has risen in many countries despite strong wealth gains	24
Figure 1.11. Survey measures point to a further labour market slowdown	26
Figure 1.12. Household labour income growth is set to slow	26
Figure 1.13. Evolution of the Beveridge curve in selected OECD countries	28
Figure 1.14. Expected market-based inflation compensation has declined	30
Figure 1.15. Inflation is set to remain mild	30

Figure 1.16. Trade restrictions are rising and global FDI has declined	31
Figure 1.17. The sales of US-owned affiliates in China are larger than US exports to China	32
Figure 1.18. The potential impact of Brexit without a trade deal	34
Figure 1.19. Import demand is weak in China and infrastructure investment growth remains modest	36
Figure 1.20. Evolution of the US yield curve and term premia	38
Figure 1.21. Market expectations of policy interest rates	40
Figure 1.22. Developments in the US repo market	41
Figure 1.23. Composition of insurance companies' assets in selected European countries	47
Figure 1.24. Fiscal policy is expected to be eased in many OECD economies	48
Figure 1.25. Selected indicators of possible changes in the fiscal stance	49
Figure 1.26. Key structural reform priorities	53
Figure 2.1. Support to agriculture, 2016-18	61
Figure 2.2. Government support for 17 of the largest firms in the aluminium value chain	62
Figure 2.3. In many countries core inflation remains low despite closed unemployment gap	64
Figure 2.4. Simulation of the Great Recession unemployment shock on euro area inflation	65
Figure 2.5. Simulated effect on euro area core inflation of the Great Recession and hypothetical recovery based on non-linear Phillips curve	67
Figure 2.6. The impact of alternative policy approaches in the euro area	70
Figure 2.7. The impact of G20 policy co-ordination	74
Figure 2.8. There are sizeable spillovers from co-operative actions	75
Figure 2.9. Automatic stabilisation of shocks to household market income is generally strong	78
Figure 2.10. The size and effectiveness of specific components of automatic stabilisers	79

## TABELLEN

Table 1.1. Global growth is set to remain weak	13
Table 1.2. Negative interest rate policy frameworks and their impact on bank profits	46

## Folgen Sie OECD-Veröffentlichungen auf:



[http://twitter.com/OECD\\_Pubs](http://twitter.com/OECD_Pubs)



<http://www.facebook.com/OECDPublications>



<http://www.linkedin.com/groups/OECD-Publications-4645871>



<http://www.youtube.com/oecdilibrary>



<http://www.oecd.org/oecddirect/>

## Dieser Bericht enthält...

**StatLinks** 

Ein Service für OECD-Veröffentlichungen, der es ermöglicht, Dateien im Excel-Format herunterzuladen

Suchen Sie die StatLinks rechts unter den in diesem Bericht wiedergegebenen Tabellen oder Abbildungen. Um die entsprechende Datei im Excel-Format herunterzuladen, genügt es, den jeweiligen Link, beginnend mit <https://doi.org>, in den Internetbrowser einzugeben.

## Verwendete Zeichen

\$	US-Dollar	.	Dezimalstelle
¥	Japanischer Yen	I, II	Kalenderhalbjahre
£	Pfund Sterling	Q1, Q4	Quartale
mb/d	Millionen Barrel/Tag	Billion	Milliarden
..	Keine Angaben verfügbar	Trillion	Billionen
0	Null oder nahe null	s.a.a.r.	Saisonbereinigte Jahresraten
–	Nicht zutreffend	n.s.a.	Nicht saisonbereinigt

# Einführung

## Politikänderungen für die entscheidende Wende

Die politische Unsicherheit hält an, und die Handels- und Investitionsströme sind schwach. In diesem Kontext haben sich die Wachstumsraten und die Wachstumsaussichten in den letzten zwei Jahren weltweit kontinuierlich verschlechtert. Unseren letzten Schätzungen zufolge dürfte sich das weltweite BIP-Wachstum in diesem Jahr auf 2,9% belaufen. Im Zeitraum 2020-2021 wird es den Projektionen zufolge weiter bei etwa 3% liegen, was die schwächste Wachstumsrate seit der weltweiten Finanzkrise ist und unter den 3,5% liegt, mit denen vor einem Jahr gerechnet wurde. Die kurzfristigen Aussichten für die einzelnen Länder unterscheiden sich allerdings je nach der Bedeutung des Handels in ihrer Volkswirtschaft. In den Vereinigten Staaten wird sich das BIP-Wachstum voraussichtlich auf 2% im Jahr 2021 abschwächen, in Japan und im Euroraum dürfte es bei rd. 0,7% bzw. 1,2% liegen. In China wird das Wachstum weiter auf rd. 5,5% im Jahr 2021 nachgeben. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften wird angesichts vielerorts bestehender Ungleichgewichte nur mit einer verhaltenen Erholung gerechnet. Insgesamt liegen die Wachstumsraten unter den Potenzialraten.

Die Aufgabenteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik ist unausgewogen. Die Zentralbanken haben die Geldpolitik entschlossen und zeitnah gelockert. So haben sie die negativen Auswirkungen der Handelsspannungen teilweise ausgeglichen und dazu beigetragen, dass eine weitere rasche Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten ausblieb. Zugleich haben sie damit den Weg für Strukturreformen und mutige öffentliche Investitionen zur Erhöhung des langfristigen Wachstums – z.B. mit Infrastrukturausgaben für Digitalisierung und Klimaschutz – geebnet. Außer in einigen wenigen Ländern ist die Fiskalpolitik bislang jedoch nur leicht konjunkturstützend ausgerichtet, wobei der Schwerpunkt nicht unbedingt auf den Investitionen liegt. Die Vermögenspreise entwickeln sich derweil lebhaft.

Die größte Sorge ist jedoch, dass sich die Aussichten kontinuierlich weiter verschlechtern – nicht so sehr aufgrund etwaiger Konjunkturschocks, sondern aufgrund nicht bewältigter struktureller Herausforderungen. Klimawandel und Digitalisierung führen zu kontinuierlichen strukturellen Veränderungen in unseren Volkswirtschaften. Zudem zeichnet sich in Handel und Geopolitik eine Abkehr von der multilateralen Ordnung der 1990er Jahre ab. Es wäre ein politischer Fehler, diese Veränderungen als vorübergehende Faktoren zu betrachten, denen mit geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen begegnet werden könnte: Sie sind struktureller Art. Solange die Politik keine klare Richtung in diesen vier Bereichen vorgibt, wird die Unsicherheit hoch bleiben und so die Wachstumsaussichten beeinträchtigen.

Fehlende klare Vorgaben seitens der Politik für den Klimaschutz belasten die Investitionstätigkeit. Die Zahl extremer Wetterereignisse steigt, und ohne ausreichende politische Maßnahmen könnte ihre Häufigkeit weiter zunehmen. Solche Wetterereignisse können die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht erheblich beein-

trächtigen und Langzeitschäden an Sach- und Naturkapital verursachen. Zudem könnten sie zu unregelmäßigen Migrationsströmen führen. Die Pläne für die Anpassung an den Klimawandel stecken noch in den Kinderschuhen, und Maßnahmen zur Emissionsminderung und zur Förderung der Abkehr von fossilen Brennstoffen – z.B. mit CO<sub>2</sub>-Steuern – erweisen sich als technisch und politisch schwierig. Die Regierungen müssen rasch handeln: Ohne klare richtungsweisende Signale in Bezug auf CO<sub>2</sub>-Bepreisung, Standards und Regulierung und ohne die notwendigen öffentlichen Investitionen werden die Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen weiter aufschieben, was schwere Konsequenzen für Wachstum und Beschäftigung hätte.

Die Digitalisierung verändert Finanzwesen, Geschäftsmodelle und Wertschöpfungsketten über drei Kanäle: Investitionen, Kompetenzen und Handel. Bislang hat es offenbar nur ein kleiner Teil der Unternehmen geschafft, das große Produktivitätspotenzial, das digitale Technologien bieten, erfolgreich zu nutzen. Dies ist eine der Erklärungen dafür, warum es der Digitalisierung noch nicht gelungen ist, den Effekt anderer produktivitätsbremsender Faktoren auszugleichen. Um die Vorteile der Digitalisierung voll auszuschöpfen, sind ergänzende Investitionen in Computersoftware und Datenbanken, FuE, Managementkompetenzen und Weiterbildung erforderlich. Dies stellt für eine zu große Zahl von Unternehmen weiterhin eine Herausforderung dar. Die Digitalisierung wirkt sich auch auf die Menschen und die Arbeitswelt aus. Sie verschafft Arbeitskräften, deren Tätigkeit vor allem kognitive und kreative Kompetenzen voraussetzt, einen gewaltigen Vorteil, geht aber zulasten derer, die größtenteils Routineaufgaben erledigen. Sie ermöglicht zudem die Entstehung neuer Beschäftigungsverhältnisse, bei denen die traditionellen Regelungen der sozialen Sicherung nicht mehr greifen. Die zur Nutzung des Potenzials neuer Technologien erforderlichen Rahmenbedingungen, z.B. in Bezug auf Höherqualifizierung, Sozialschutz, Zugang zu Kommunikationsinfrastruktur, digitale Plattformen, Wettbewerb auf digitalen Märkten und Regulierung grenzüberschreitender Datenströme, haben mit den Entwicklungen jedoch nicht Schritt gehalten. Dies macht es schwer, die Vorteile der Digitalisierung voll auszuschöpfen.

In der chinesischen Wirtschaft vollziehen sich strukturelle Veränderungen: Das Gewicht verlagert sich von Exporten und Industrie hin zu mehr Verbrauch und Dienstleistungen. Einige Industriebranchen decken ihren Bedarf an wichtigen Vorleistungen zunehmend im Inland. Darin drückt sich das Bestreben aus, importierte Technologien durch nationale Erzeugnisse zu ersetzen. Auch Umstellungen in der Energienutzung, mit denen die Umweltbelastungen verringert werden sollen, verändern Chinas Importnachfrage. Das Gleiche gilt für die Expansion des Dienstleistungssektors. Damit verlangsamt sich der Beitrag, den China traditionell zum Welthandelwachstum leistet, und auch seine Zusammensetzung dürfte sich verändern. In Indien ist mit einer raschen Expansion zu rechnen. Indiens Wachstumsmodell ist jedoch anders, und sein Beitrag zum Welthandelwachstum ist nicht groß genug, als dass es China als Motor der traditionellen Industriefertigung weltweit ersetzen könnte.

Auch bei der Handels- und Investitionstätigkeit sind strukturelle Veränderungen zu beobachten. Dies hängt mit der Digitalisierung und der Expansion des Dienstleistungssektors zusammen, ist aber auch eine Folge geopolitischer Risiken. Die Zunahme der Handelsbeschränkungen ist kein neues Phänomen. Seit der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 wurden in den G20-Volkswirtschaften etwa 1 500 neue Handelsbeschränkungen eingeführt. In den letzten beiden Jahren haben die Handelsbeschränkungen jedoch besonders stark zugenommen. Zudem kam es zu einer Erosion des regelbasierten globalen Handelssystems, die tiefgreifende Ursachen hat. Zusammen mit wachsenden staatlichen Beihilfen in zahlreichen Branchen führt dies zu Störungen in den Lieferketten und zu Aktivitätsverlagerungen in andere Länder. Dies hemmt infolge verringerter Investitionsanreize die aktuelle Nachfrage und schwächt zugleich das mittelfristige Wachstum.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht nur möglich, sondern auch dringend nötig, das Wachstum durch deutlich resoluteres politisches Handeln zu beleben. Politische Unsicherheit verringern, die Fiskalpolitik neu durchdenken und die Herausforderungen der Digitalisierung und des Klimawandels durch mutiges Handeln angehen – all dies kann helfen, den aktuellen Abwärtstrend umzukehren und für ein künftig höheres Wachstum und einen steigenden Lebensstandard zu sorgen.

Dazu bedarf es erstens richtungsweisender Vorgaben der Politik zugunsten eines nachhaltigen Wachstums. Im Kontext von Digitalisierung und Klimawandel kann so der Anstoß für eine deutliche Beschleunigung der Investitionstätigkeit gegeben werden. Die Regierungen sollten nicht nur die kurzfristigen Vorteile fiskalischer Impulse im Blick haben, sondern auch – und vor allem – die langfristigen Nutzeffekte. Diese sollten bei der Umgestaltung der investitionspolitischen Rahmenbedingungen im Vordergrund stehen. Die Einrichtung nationaler Investitionsfonds, die auf Zukunftsinvestitionen ausgerichtet sind, könnte den Regierungen helfen, Investitionspläne zur Behebung von Marktversagen zu konzipieren und positive Externalitäten für die Gesellschaft als Ganzes zu berücksichtigen. In einer Reihe von Ländern gibt es bereits derartige Fonds. Deren Governance könnte allerdings verbessert werden, um die wirtschaftliche und soziale Rendite der Investitionen zu steigern.

Zweitens könnte eine verlässlichere und transparentere Handelspolitik einen großen Beitrag zur Verringerung der Unsicherheit und Belebung des Wachstums leisten. Beispielsweise müssen die zahlreichen verschiedenen Formen staatlicher Beihilfen, die die internationalen Märkte verzerren, transparenter gestaltet werden. Es gilt, globale Regeln für die Transparenz, Vorhersehbarkeit, Verringerung und Vermeidung solcher Beihilfen zu vereinbaren (Fokuspapier 1).

Drittens können fiskal- und geldpolitische Maßnahmen besser genutzt werden: Durch Koordinierung könnte ihr Effekt deutlich gesteigert werden. Es besteht Spielraum für eine Stärkung der automatischen Stabilisatoren, um das Einkommen und den Verbrauch der privaten Haushalte zu stützen (Fokuspapier 5). Durch aktive Koordinierung im Euroraum ist es jetzt möglich, das Wachstum zu steigern (Fokuspapier 3). Sollten sich die Aussichten stärker verschlechtern als derzeit in unseren Projektionen unterstellt, wären darüber hinaus konzertierte fiskal- und geldpolitische Maßnahmen der G20-Volkswirtschaften angezeigt. Durch solche Maßnahmen könnte – selbst bei Berücksichtigung des geringen Spielraums, über den einige Zentralbanken verfügen – eine Rezession wirkungsvoll verhindert werden, nicht zuletzt, weil gemeinsames Handeln für mehr Vertrauen sorgt (Fokuspapier 4).

Die Politik darf sich nicht damit zufriedengeben, dass sich Wachstum, Inflation und Zinsen auf dem aktuell niedrigen Niveau stabilisiert haben. Die Situation bleibt inhärent fragil, und die strukturellen Herausforderungen – Digitalisierung, Handel, Klimawandel, anhaltende Ungleichheiten usw. – sorgen für zusätzliche Risiken. Doch gerade in dieser Situation haben wir auch eine einzigartige Chance, eine Stagnation zu verhindern, die den meisten Menschen schaden würde – und zwar, indem wir wieder Gewissheit schaffen und Investitionen tätigen, die allen zugutekommen.

21. November 2019



Laurence Boone  
OECD Chefökonomin



# 1 Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage

## Einleitung

Die globalen Aussichten sind instabil und es gibt zunehmend Anzeichen dafür, dass sich der Konjunkturabschwung verfestigt. Das BIP-Wachstum ist nach wie vor schwach. Dieses Jahr war in fast allen Volkswirtschaften eine Verlangsamung zu beobachten und der Welthandel stagniert. Die seit Mai andauernde Verschärfung der handelspolitischen Spannungen beeinträchtigt zunehmend das Vertrauen und die Investitionstätigkeit, was die politische Unsicherheit weiter erhöht und die Risikoeinschätzung an den Finanzmärkten belastet. Die Einkommen der privaten Haushalte und die Konsumausgaben werden nach wie vor durch die günstigen Arbeitsmarktbedingungen gestützt, zumindest auf kurze Sicht, wenngleich Umfragedaten auf eine bevorstehende Abschwächung hindeuten. Schritte in Richtung eines stärker akkommodierenden geldpolitischen Kurses sorgen in vielen Volkswirtschaften weiterhin für hohe Vermögenspreise, die Realwirtschaft scheint davon allerdings weniger zu profitieren als in der Vergangenheit. In vielen Ländern wurde die Fiskalpolitik bislang nur begrenzt gelockert, sodass noch Spielraum besteht, die niedrigen Zinssätze stärker zur Stützung des Wachstums zu nutzen. Insgesamt wird das globale BIP-Wachstum angesichts des Zusammenspiels dieser Faktoren den Projektionen zufolge 2020 und 2021 bei rd. 3% verharren, nachdem es in diesem Jahr auf 2,9% gesunken ist, den niedrigsten Wert seit der Finanzkrise (Table 1.1). Die Inflation wird voraussichtlich verhalten bleiben. Das Wachstum des Welthandels dürfte sich in Anbetracht der andauernden Handelsspannungen nur langsam beleben und die Handelsintensität wird 2019-2021 niedrig bleiben. Diese Entwicklungen geben Anlass zur Sorge, dass sich die Wachstumserwartungen weiter verschlechtern, sofern die Politik dem nicht durch geeignete Maßnahmen entgegenwirkt. Die durch die anhaltenden Handelsspannungen ausgelösten Lieferkettenanpassungen und Aktivitätsverlagerungen in andere Länder bremsen die Nachfrage und schwächen das mittelfristige Wachstum, indem sie die Produktivität und Investitionsanreize verringern.

Das Wachstum könnte noch schwächer ausfallen, wenn Abwärtsrisiken eintreten oder sich gegenseitig verstärken. Dazu gehören weitere Beschränkungen des Handels und der grenzüberschreitenden Investitionen, die anhaltende Unsicherheit über den Brexit, möglicherweise wirkungslos bleibende Politikmaßnahmen zur Verhinderung einer stärkeren Konjunkturabkühlung in China und finanzielle Risiken aufgrund der Spannungen zwischen der Verlangsamung des Wachstums, der hohen Unternehmensverschuldung und der sich verschlechternden Kreditqualität. Ein anhaltender Anstieg der Ölpreise infolge sich verschärfender geopolitischer Spannungen würde die Wachstumsaussichten ebenfalls schwächen. Entschlossenes Handeln der politischen Entscheidungsträger mit dem Ziel, politikbedingte Ungewissheit zu verringern und die mittelfristigen Wachstumsaussichten zu verbessern, u.a. durch Maßnahmen zugunsten einer wieder verlässlichen Handelspolitik, würde dagegen das Vertrauen weltweit stärken. Vor allem eine vollständige oder partielle Aufhebung der in diesem Jahr eingeführten oder angekündigten Handelsbeschränkungen würde das Wachstum ankurbeln, wenngleich die Unsicherheiten über die künftige Handelspolitik wahrscheinlich anhalten würden.

Angesichts der gedämpften Wirtschaftsaussichten und der zunehmenden Abwärtsrisiken sind sofortige Politikmaßnahmen erforderlich, um die politikbedingte Unsicherheit zu verringern, die Nachfrage ausreichend zu stützen, die Widerstandsfähigkeit gegenüber Risiken zu erhöhen und den Lebensstandard mittelfristig zu steigern. Die Unberechenbarkeit der Handelspolitik muss geordneteren gemeinsamen Herangehensweisen weichen, um wieder zu einem transparenten und regelbasierten System zu gelangen, das die Unternehmen ermutigt zu investieren. Die Geldpolitik wurde in diesem Jahr in den meisten großen Volkswirtschaften bereits stärker akkommodierend ausgerichtet. In aufstrebenden Volkswirtschaften mit rückläufiger Inflation und geringen makroökonomischen Ungleichgewichten besteht jedoch noch etwas Spielraum für eine weitere Lockerung. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere im Euroraum, wäre es sinnvoll, neben geldpolitischen auch finanz- und strukturpolitische Maßnahmen zu ergreifen. Dies würde das Wachstum stärker fördern und weniger finanzielle Risiken mit sich bringen als der derzeitige hauptsächlich auf die Geldpolitik gestützte Ansatz. Außergewöhnlich niedrige Zinssätze

bieten eine Möglichkeit, die Fiskalpolitik aktiver zu nutzen, um in Maßnahmen zu investieren, die die kurzfristige Nachfrage stützen und die Aussichten auf ein nachhaltiges mittelfristiges Wachstum verbessern. In allen Volkswirtschaften sind ehrgeizigere Strukturreformen erforderlich, um den Effekt der negativen Angebotsschocks auszugleichen, die durch die zunehmenden Beschränkungen des Handels und der grenzüberschreitenden Investitionen ausgelöst werden, das Vertrauen zu stärken und die zur Verbesserung von Lebensstandard und Chancen erforderlichen Maßnahmen zu erleichtern. Falls Abwärtsrisiken eintreten sollten und sich abzeichnet, dass das globale Wachstum deutlich schwächer ausfällt als in den Projektionen unterstellt, könnte dem am effektivsten und schnellsten begegnet werden, wenn in allen großen Volkswirtschaften konzertiert geeignete Maßnahmen ergriffen würden.

**Table 1.1. Global growth is set to remain weak**

*OECD area, unless noted otherwise*

	Average 2012-2019	2018	2019	2020	2021	2019 Q4	2020 Q4	2021 Q4
	Per cent							
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>								
World <sup>2</sup>	3.3	3.5	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	3.1
G20 <sup>2</sup>	3.6	3.8	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3
OECD <sup>2</sup>	2.1	2.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7
United States	2.4	2.9	2.3	2.0	2.0	2.3	1.9	2.0
Euro area	1.5	1.9	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
Japan	1.1	0.8	1.0	0.6	0.7	1.0	0.8	0.5
Non-OECD <sup>2</sup>	4.4	4.6	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	4.1
China	6.9	6.6	6.2	5.7	5.5	6.1	5.5	5.5
India <sup>3</sup>	7.1	6.8	5.8	6.2	6.4			
Brazil	-0.1	1.1	0.8	1.7	1.8			
<b>Unemployment rate<sup>4</sup></b>	6.6	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
<b>Inflation<sup>1,5</sup></b>	1.6	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1
<b>Fiscal balance<sup>6</sup></b>	-3.6	-2.9	-3.2	-3.3	-3.3			
<b>World real trade growth<sup>1</sup></b>	3.4	3.7	1.2	1.6	2.3	1.1	1.9	2.4

1. Percentage changes; last three columns show the increase over a year earlier.

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

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Private consumption deflator.

6. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044784>

## Das globale Wachstum wird durch die hohe Unsicherheit gebremst

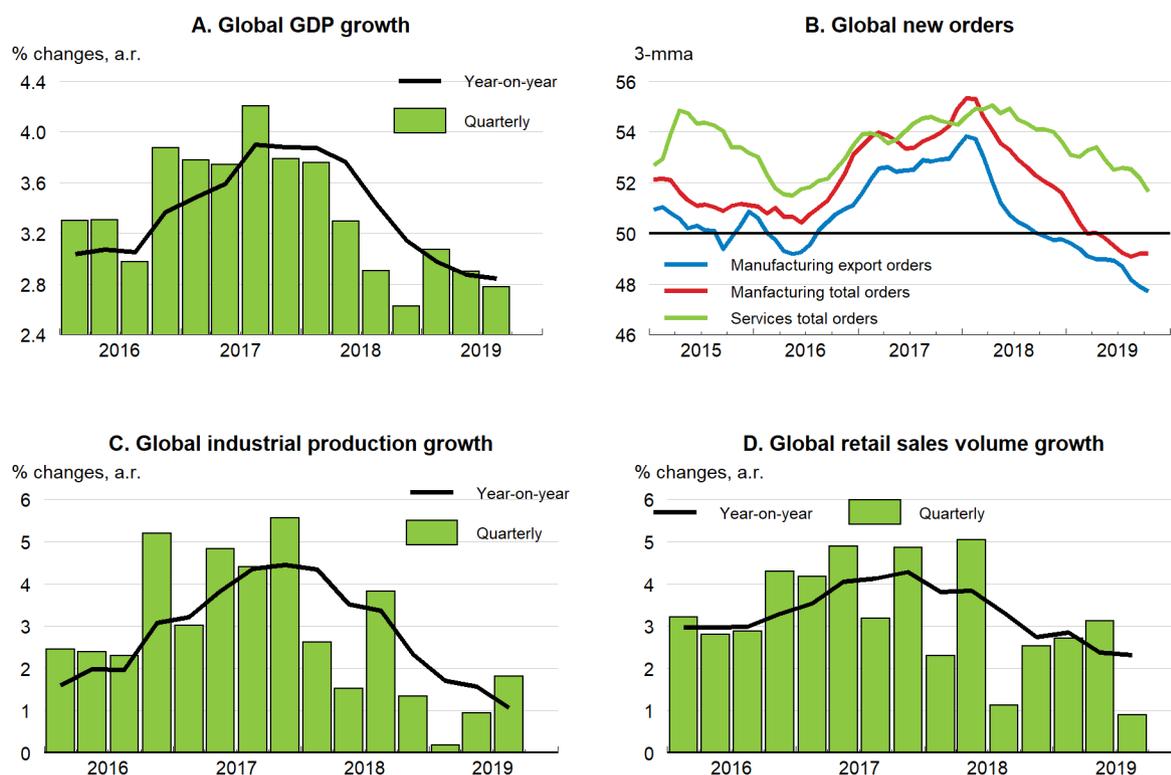
### **Das globale BIP-, Handels- und Investitionswachstum hat weiter nachgelassen**

Die globalen Wirtschaftsaussichten sind nach wie vor verhalten, und die Abwärtsrisiken haben sich unter dem Einfluss der wachsenden politischen Unsicherheit und des sich eintrübenden Geschäftsklimas verschärft. Das globale BIP-Wachstum hat sich in diesem Jahr auf rd. 3% abgeschwächt (Figure 1.1, Teil A). Sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften war eine breitbasierte Verlangsamung zu beobachten. Behaupten konnte sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten, wo es von hohen Verbraucherausgaben gestützt wurde, sowie in vielen mitteleuropäischen Volkswirtschaften. In fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die stärker von der Verlangsamung des Welthandels betroffen sind, erwies es sich jedoch als schwächer als erwartet. Die Wohnungsbauinvestitionen haben sich in einigen

Volkswirtschaften mit abkühlenden Wohnimmobilienmärkten, wie Kanada, Australien und Korea, ebenfalls weiter abgeschwächt, und im Euroraum ist das Bauvolumen zurückgegangen. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften ist das Wachstum nach wie vor verhalten. Einige Volkswirtschaften erholen sich nur langsam von der Rezession. In anderen, darunter Mexiko, Indien und Argentinien, wird die Konjunktur durch inländische Unsicherheiten belastet. In China setzt sich der allmähliche Rückgang des BIP-Wachstums fort, die Importnachfrage hat sich jedoch stärker verlangsamt.

Auf Umfragedaten basierende Konjunkturindikatoren sind weiter zurückgegangen (Figure 1.1, Teil B), insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, wo Gesamtindikatoren der Produktion und der Auftragseingänge auf ihren niedrigsten Stand seit sieben Jahren gefallen sind. Industriebranchen werden durch die Handels Spannungen stark belastet (Figure 1.1, Teil C), insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo die Industrieproduktion in diesem Jahr zurückgegangen ist. Im Dienstleistungssektor hat sich die Produktion unter dem Einfluss des stetigen Wachstums der Verbraucherausgaben über weite Teile des Jahres behauptet (Figure 1.1, Teil D). Umfragedaten lassen jedoch zunehmend Anzeichen für eine Abschwächung erkennen. Eine weitere Schwächephase in der Industrie würde den Rückgang der Einstellungsbereitschaft und der Arbeitszeiten verstärken, der in einigen Ländern bereits eingesetzt hat. Dies würde Abwärtsdruck auf die Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte und die Nachfrage nach Dienstleistungen ausüben.

**Figure 1.1. Global activity has slowed sharply**



Note: GDP, industrial production and retail sales aggregation use PPP weights. Data in Panel D are for retail sales in the majority of countries, but monthly household consumption is used for the United States and the monthly synthetic consumption indicator is used for Japan. Data for India are unavailable for Panel D.

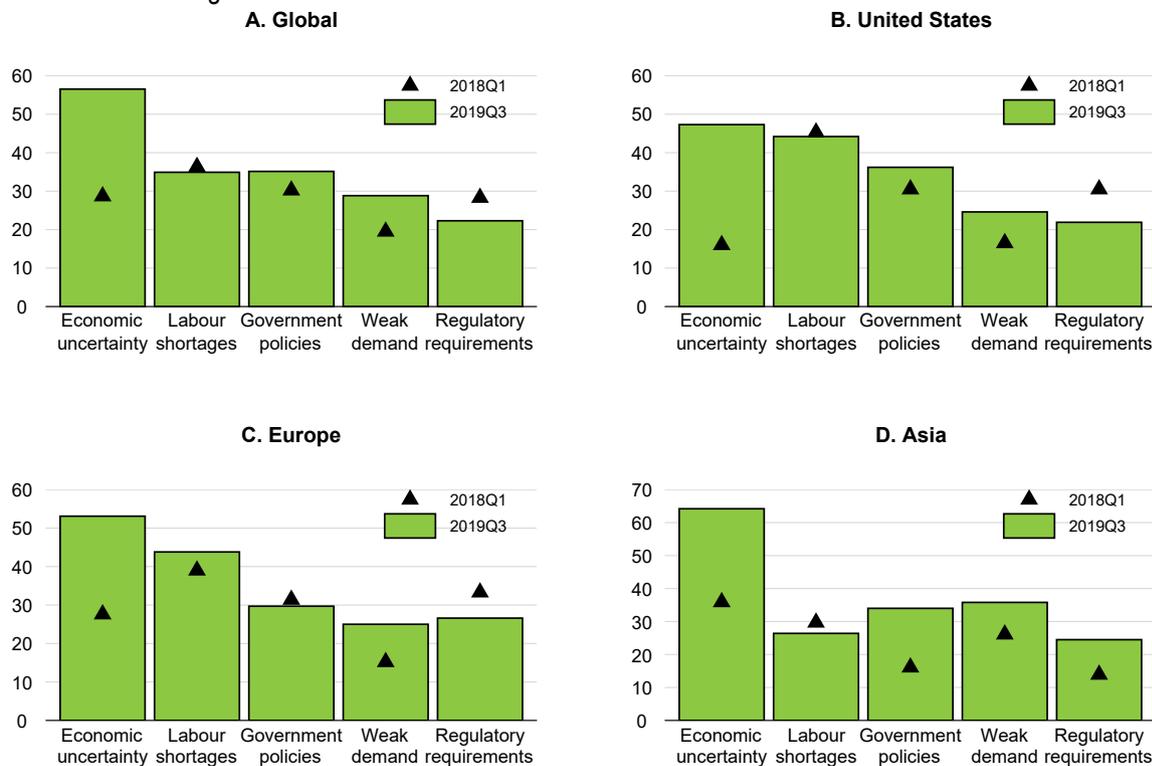
Source: OECD Economic Outlook 106 database; Markit; OECD Main Economic Indicators database; Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044290>

Die wirtschaftliche Unsicherheit ist in den 18 Monaten seit Beginn der Handelsspannungen zwischen den USA und China weltweit zur größten Sorge der Unternehmen geworden (Figure 1.2). Die hohe Unsicherheit dürfte angesichts der zunehmenden Unberechenbarkeit der Handelspolitik noch über einen längeren Zeitraum bremsend auf die Wirtschaftstätigkeit wirken. Ein wachsender Anteil der Unternehmen zeigt sich zudem besorgt über eine schwache Nachfrage. Der Effekt der verstärkten politischen Unsicherheit zeigt sich auch zunehmend bei den Anlageinvestitionen und den Ausgaben der privaten Haushalte für bestimmte Gebrauchsgüter. Insbesondere die globale Nachfrage nach Autos ist in den vergangenen zwölf Monaten stark zurückgegangen. Diese Entwicklungen treffen Deutschland besonders stark, was auf die große Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes für die gesamtwirtschaftliche Aktivität in Deutschland, die Spezialisierung auf die Produktion von Investitionsgütern und den schwierigen strukturellen Anpassungsprozess in der Automobilindustrie zurückzuführen ist.

**Figure 1.2. Uncertainty has become the major concern for firms around the world**

Per cent of firms citing factor as a concern



Note: Share of firms citing the factors shown as the most pressing concern of senior management over the past quarter. Based on surveys from March 2018 and September 2019. The factors shown are the ones most heavily cited globally. Firms are allowed to choose more than one factor.

Source: Duke CFO Global Business Outlook; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044309>

Der Welthandel ist nach wie vor außergewöhnlich schwach. Das Wachstum der Handelsvolumen (Waren und Dienstleistungen) kam Ende 2018 zum Stillstand und blieb im ersten Halbjahr 2019 verhalten (Figure 1.3, Teil A).<sup>1</sup> Hochfrequenzindikatoren lassen auf kurze Sicht weiterhin ein schwaches Handelswachstum erwarten. Die Ungewissheit über die Handelspolitik hat einen neuen Höchststand erreicht, und für den Einkaufsmanagerindex (PMI) angestellte Erhebungen deuten darauf hin, dass die Exportaufträge im Verarbeitenden Gewerbe in etwa zwei Dritteln der Volkswirtschaften, für die Daten vorliegen, schrumpfen (Figure 1.3, Teil B). Der Luftfracht- und Luftpersonenverkehr hat sich in den letzten Monaten ebenfalls weiter abgeschwächt. Der Containerumschlag ist allerdings etwas gestiegen. Die zunehmenden Handelsbeschränkungen, die Schwäche der Anlageinvestitionen (eine handelsintensive Ausgabenkategorie) und die Auswirkungen der verhaltenen Importnachfrage in China auf die Lieferketten (siehe weiter unten) belasten das Wachstum des Welthandels. In Europa hat die Ungewissheit über den Brexit zu erheblichen Handelsschwankungen geführt und zu den schwachen Handelszahlen der letzten Monate beigetragen. Auf den sprunghaften Anstieg der Exporte des Euroraums in das Vereinigte Königreich Anfang 2019 – vor dem ursprünglichen Datum für den Austritt aus der EU – folgte in den darauf folgenden Monaten ein starker Rückgang.<sup>2</sup>

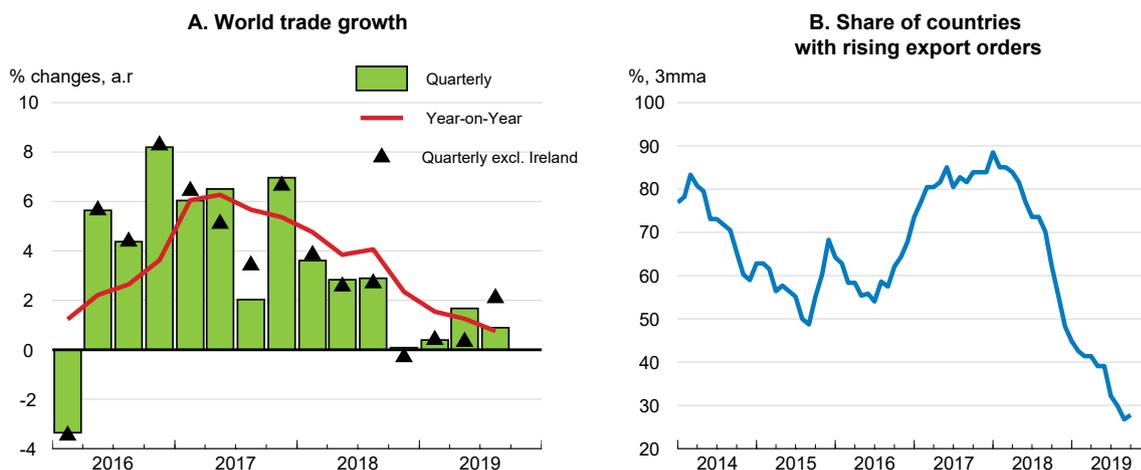
Die durch die zunehmenden Handelsspannungen ausgelösten Störungen des Handels, der grenzüberschreitenden Investitionen und der Lieferketten bremsen die Nachfrage und verstärken die Unsicherheit. Außerdem beeinträchtigen sie das Angebot und schwächen die mittelfristigen Wachstumsaussichten. Die aus ihnen resultierende Verlagerung von Aktivitäten in andere Länder und Anpassung der Lieferketten reduziert auch die Produktivität. Die niedrigeren Erwartungen in Bezug auf das künftige Wachstum verringern zudem die gegenwärtigen Investitionsanreize. Das Investitionswachstum hat sich in den G20-Volkswirtschaften insgesamt (ohne China) von jährlich 5% Anfang 2018 auf lediglich 1% in der ersten Jahreshälfte 2019 verlangsamt.

Die von den Vereinigten Staaten und China seit Anfang 2018 eingeführten bilateralen Zollmaßnahmen sind ein wichtiger Faktor für die Schwäche der globalen Nachfrage. Dass die US-Zollerhöhungen, die Mitte Oktober in Kraft treten sollten, aufgeschoben wurden und die Handelsgespräche über die noch offenen Handelsfragen zwischen den Vereinigten Staaten und China wieder aufgenommen wurden, ist positiv zu werten. Dennoch werden die in diesem Jahr durchgeführten Maßnahmen, einschließlich der für Ende 2019 noch geplanten Maßnahmen, in den nächsten zwei Jahren weiterhin eine erhebliche Bremswirkung auf die weltweite Wirtschaftstätigkeit und den Welthandel ausüben, insbesondere angesichts der zusätzlichen Unsicherheit, die sie verursachen (Figure 1.4). Alles in allem könnten die in diesem Jahr von den USA und China eingeführten Maßnahmen das globale BIP-Wachstum 2020 um 0,3-0,4 Prozentpunkte und 2021 um 0,2-0,3 Prozentpunkte verringern. Diese Effekte sind in den Projektionen berücksichtigt. China und die Vereinigten Staaten sind am stärksten von diesen Schocks betroffen. Die Verlangsamung des Handels und die zunehmende Unsicherheit wirken sich jedoch auf alle Volkswirtschaften negativ aus. Die Unternehmensinvestitionen in den großen Volkswirtschaften werden dadurch stark beeinträchtigt (Figure 1.4). Würden diese Handelsmaßnahmen in nächster Zukunft vollständig oder teilweise zurückgenommen, könnte das BIP-Wachstum kräftiger ausfallen als derzeit projiziert.

<sup>1</sup> Durch eine umfangreiche einmalige Transaktion in Irland, bei der es um die Einfuhr von Gegenständen geistigen Eigentums ging, erhöhte sich das erfasste Wachstum des Welthandels im zweiten Quartal 2019 auf das Gesamtjahr hochgerechnet um fast 1½%. Eine ähnliche Transaktion fand 2017 statt. Um diesen Vorgang bereinigt, hat das Wachstum des Welthandels in diesem Quartal weitgehend stagniert.

<sup>2</sup> Eurostat-Schätzungen zufolge war die Warenausfuhr des Euroraums in das Vereinigte Königreich in den vier Monaten bis Juli (letzte verfügbare Daten) um 14½% niedriger als im vorangegangenen Viermonatszeitraum (nicht annualisiert).

**Figure 1.3. Global trade growth is very weak**



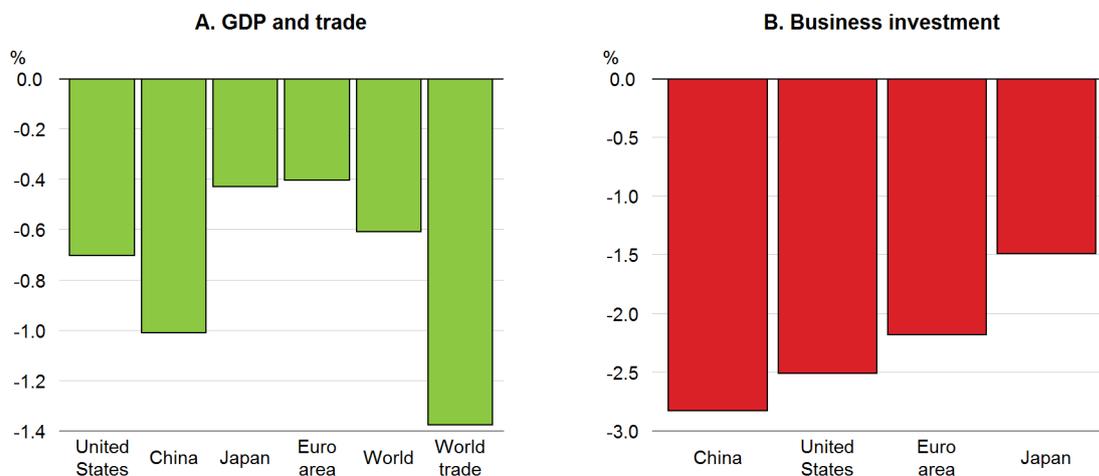
Note: Countries with rising export orders are ones with a PMI manufacturing export orders survey indicator at or above 50. Based on a sample of 29 countries.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; Markit; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044328>

**Figure 1.4. The adverse effects from higher US-China tariffs are expected to intensify**

Per cent difference from baseline by 2021-22



Note: Total investment for China. The simulation shows the combined impact of the changes in bilateral tariffs implemented by the United States and China in 2019 (including those planned for the remainder of the year) and a global rise of 50 basis points in investment risk premia that persists for three years before slowly fading thereafter. All tariff shocks are maintained for six years. Based on simulations on NiGEM in forward-looking mode.

Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044347>

Die anhaltende Verlangsamung des globalen Wachstums schlägt sich auch in den Finanzmärkten und den Rohstoffpreisen nieder. Die langfristigen Zinssätze für Staatsanleihen sind in den letzten Monaten drastisch gesunken, was darauf zurückzuführen war, dass die Nachfrage nach sicheren Anlagen gestiegen ist und die meisten großen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften einen akkommodierenden Kurs in der Geldpolitik fahren (Kasten 1.1). Die Ölpreise haben seit Anfang des Jahres nachgegeben. Die Förderbeschränkungen seitens der OPEC und Russlands und die in diesem Jahr stark zurückgegangene Ölproduktion Irans und Venezuelas wirkten zwar preisstützend, die Ölnachfrage hat sich jedoch abgeschwächt.<sup>3</sup> Bei dem für den Projektionszeitraum unterstellten Preisniveau von 60 USD pro Barrel (Anhang 1.A) liegen die Preise 6% unter dem Durchschnittsniveau der ersten zehn Monate von 2019 und 15½% unter dem Niveau von 2018.

### Kasten 1.1 Jüngste Entwicklungen an den Finanzmärkten

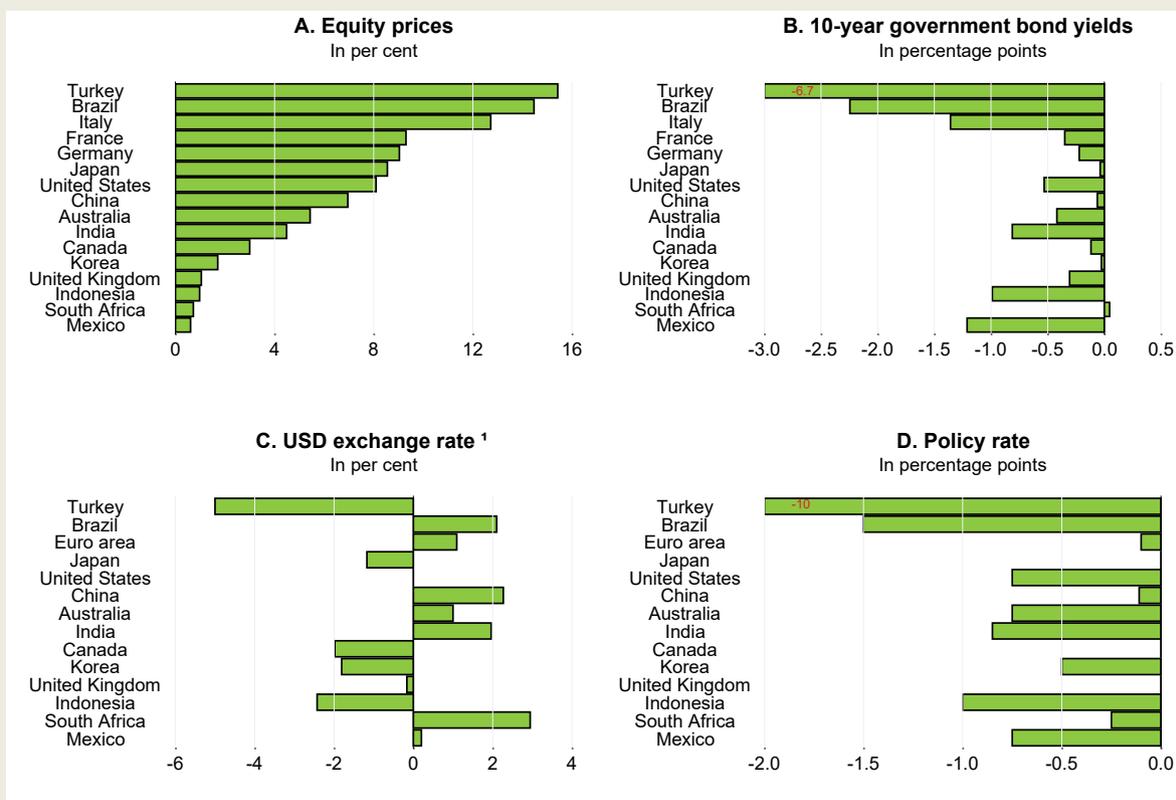
Der Handelskonflikt zwischen China und den Vereinigten Staaten und die von führenden Zentralbanken vorgenommene Lockerung des geldpolitischen Kurses führten in den letzten Monaten zu Schwankungen an den Finanzmärkten. Idiosynkratische geopolitische Risiken haben im Lauf des Sommers ebenfalls zu einem Anstieg der Finanzmarktvolatilität beigetragen. An den Geldmärkten der Vereinigten Staaten kam es im September zu ungewöhnlichen Turbulenzen, was die Federal Reserve zu Interventionen veranlasste (Kasten 1.3).

- Die Aktienkurse haben sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von den im Mai verzeichneten Tiefständen erholt (Figure 1.5, Teil A). Anfang August kam es jedoch infolge der weiter eskalierenden Handelsspannungen zu einem breitbasierten und starken Rückgang der Aktienkurse. Der Anstieg der kurzfristigen Volatilitätswerte war zu diesem Zeitpunkt jedoch niedriger als während früherer Volatilitätsspitzen in den Jahren 2015 und 2018.
- Die Staatsanleihekurse sind gestiegen (Figure 1.5, Teil B), was darauf zurückzuführen ist, dass die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten zugenommen hat und dass angesichts des steigenden impliziten Risikos einer globalen Rezession mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung gerechnet wird. Seit Mai sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten, dem Euroraum und dem Vereinigten Königreich von einem bereits niedrigen Niveau um rd. 30-50 Basispunkte zurückgegangen. Der Gesamtwert der mit negativen Renditen gehandelten Staats- und Unternehmensanleihen wird auf 11,6 Bill. USD geschätzt, was rd. 21% des globalen Gesamtanleihebestands entspricht. Er ist damit gegenüber dem im August verzeichneten Rekordniveau von 17 Bill. USD zurückgegangen (Figure 1.6, Teil A). In mehreren europäischen Ländern haben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen negative Werte nahe historischen Tiefständen erreicht. Außerdem sind der Anteil und die maximale Laufzeit aller mit negativen Renditen gehandelten Staatsanleihen in vielen europäischen Ländern und in Japan im letzten Jahr erheblich gestiegen (Figure 1.6, Teil B und C). Niedrigere längerfristige Zinssätze kurbeln das Wachstum möglicherweise nicht an, wenn sie lediglich auf eine gestiegene Unsicherheit und höhere wahrgenommene Rezessionsrisiken zurückzuführen sind (vgl. den Abschnitt zu den geldpolitischen Fragen).

<sup>3</sup> IEA-Schätzungen zufolge war die Ölförderung der OPEC in den ersten neun Monaten des Jahres 2019 insgesamt um 4,6% niedriger als im gleichen Zeitraum von 2018.

### Figure 1.5. Recent changes in financial conditions

Change between May and November 2019



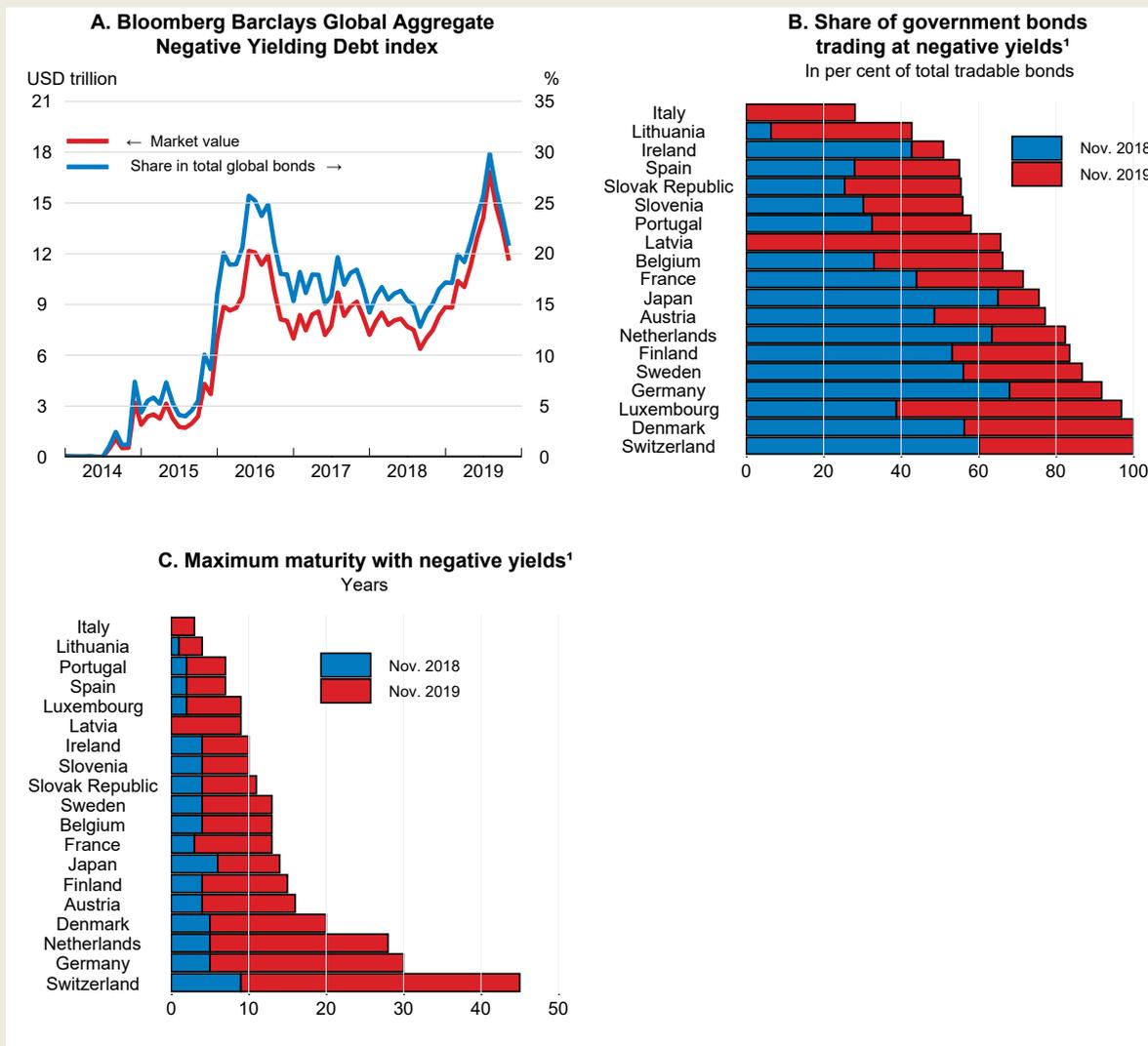
Note: For Panels A-C, change between monthly averages of available data; for Panel D, change between 17 May and 14 November 2019.  
1. A decline corresponds to an appreciation of the domestic currency relative to the US dollar.

Source: Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044366>

- Der japanische Yen und der Schweizer Franken – die zwei normalerweise als sicherer Hafen geltenden Währungen – haben im Sommer gegenüber dem US-Dollar aufgewertet, was die Schweizerische Nationalbank zu Interventionen veranlasst hat, um eine weitere Aufwertung des Schweizer Franken zu verhindern. Das Pfund Sterling hat angesichts des steigenden Risikos eines unregelmäßigen Brexits im Sommer gegenüber dem US-Dollar abgewertet, in letzter Zeit hat sich das Pfund jedoch wieder erholt, weil die Wahrscheinlichkeit einer solchen Entwicklung abgenommen hat. Die Wechselkurse der anderen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften gegenüber dem US-Dollar haben sich nur wenig verändert (Figure 1.5, Teil C).
- In den großen aufstrebenden Volkswirtschaften waren unterschiedliche Entwicklungen an den Finanzmärkten zu beobachten. Es gibt Anzeichen für eine gesunkene Risikobereitschaft; eine generelle Eintrübung der Stimmung an den Märkten ist jedoch nicht festzustellen. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen in Landeswährung unter dem Einfluss von Leitzinssenkungen zurückgegangen (Figure 1.5, Teil D). Seit Mai sind die bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften gesunken, insbesondere in China und Südafrika.

**Figure 1.6. More government bonds have been trading at negative yields in Europe and Japan**



1. Calculations are based on tradable government bonds and available average government benchmark yields, as reported by Bloomberg. Source: Bloomberg; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044385>

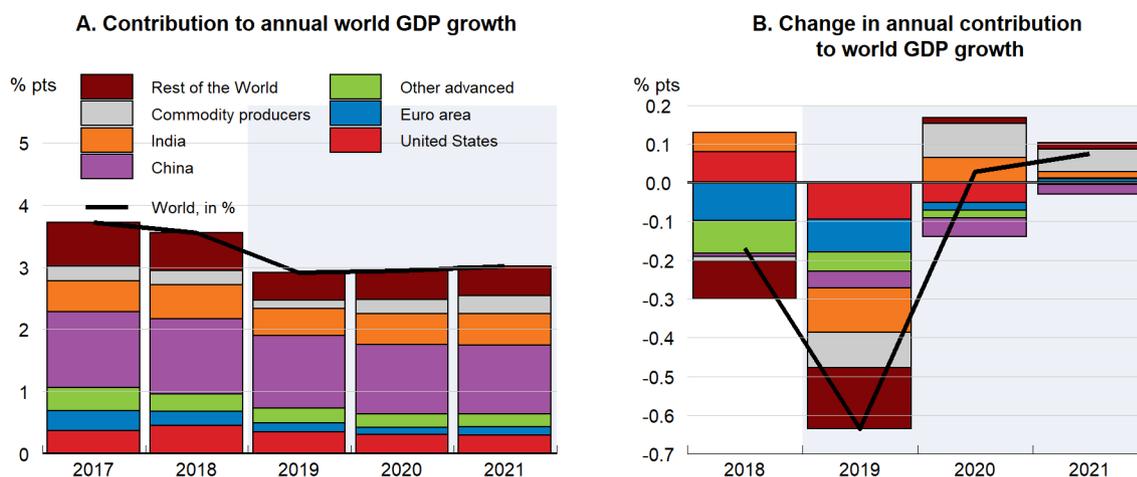
- In der Türkei haben sich die finanziellen Rahmenbedingungen nach dem schweren Finanzschock vom August 2018 verbessert, was sich in niedrigeren Zinsen, höheren Aktienkursen und einer stärkeren Lira äußert. Die am 30. September 2019 angekündigten quasifiskalischen Impulse werden die Konjunktur voraussichtlich kurzfristig ankurbeln, sind aber mit dem Risiko einer Schwächung der Widerstandsfähigkeit der öffentlichen Banken und einer Verzerrung der Kapitalallokation verbunden.
- In Argentinien hat sich die Finanzkrise infolge der gestiegenen politischen Unsicherheit im Kontext der im Oktober abgehaltenen Wahlen verschärft, was zu einer starken Abwertung der Währung führte. Das Land hat den Zugang zu neuen Marktfinanzierungen verloren, was zu Verzögerungen bei der Rückzahlung der Schulden und der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Eindämmung der Kapitalflucht geführt hat.

## Das globale Wachstum bleibt den Projektionen zufolge verhalten

Insgesamt deuten die jüngsten wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen und die erheblichen Abwärtsrisiken auf eine längere Phase gedämpften globalen Wachstums hin. Das globale BIP-Wachstum hat sich Schätzungen zufolge in diesem Jahr auf knapp unter 3% abgeschwächt und dürfte 2020-2021 angesichts der weiterhin hohen politischen Unsicherheit und der verhaltenen Entwicklung des Handels und der Investitionen auf einem ähnlichen Niveau verharren (Figure 1.7). Dies wäre die schwächste jährliche globale Wachstumsrate seit der Finanzkrise, rd. 0,3-0,4 Prozentpunkte unter dem geschätzten globalen Potenzialwachstum.

Niedrigere Zinssätze dürften das Ausmaß der Konjunkturabschwächung begrenzen helfen, auch wenn der Effekt der jüngsten ebenso wie der erwarteten Leitzinsänderungen wahrscheinlich gering sein wird, insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In einigen Volkswirtschaften dürfte eine fiskalische Lockerung zur Stützung der Wirtschaftstätigkeit beitragen, in den meisten Ländern dürfte die Fiskalpolitik jedoch weniger konjunkturstützend ausgerichtet sein, als angesichts der schwachen Wachstumsaussichten und der niedrigen Kreditzinsen wünschenswert wäre. Im Median der OECD-Volkswirtschaften wird für 2020 oder 2021 so gut wie keine fiskalische Lockerung erwartet (siehe weiter unten). Die Ausgaben der privaten Haushalte haben sich in diesem Jahr unter dem Einfluss von Realloohnerhöhungen und konjunkturstützenden Maßnahmen behauptet. Die schwächer werdende Beschäftigungsschaffung dürfte das Einkommenswachstum jedoch belasten, und die anhaltend schwache Produktivität und Investitionstätigkeit werden die Reallohnzuwächse bremsen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften wird für 2020-2021 ebenfalls eine allmähliche, wenn auch bescheidene Erholung erwartet. Zurückzuführen ist dies auf die positiven Auswirkungen der Reformen in Indien und Brasilien, die erhebliche Lockerung in der Türkei, die das Wachstum ankurbeln, die Ungleichgewichte jedoch verschärfen wird, sowie die allmähliche Stabilisierung der Produktion in einigen OPEC-Ländern und in Argentinien, wo die Produktion in diesem Jahr stark geschrumpft ist.

Figure 1.7. Global growth is set to remain low



Note: Calculated using PPP weights. Commodity producers include Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Russia, Saudi Arabia, South Africa and other non-OECD oil-producing economies.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD calculations.

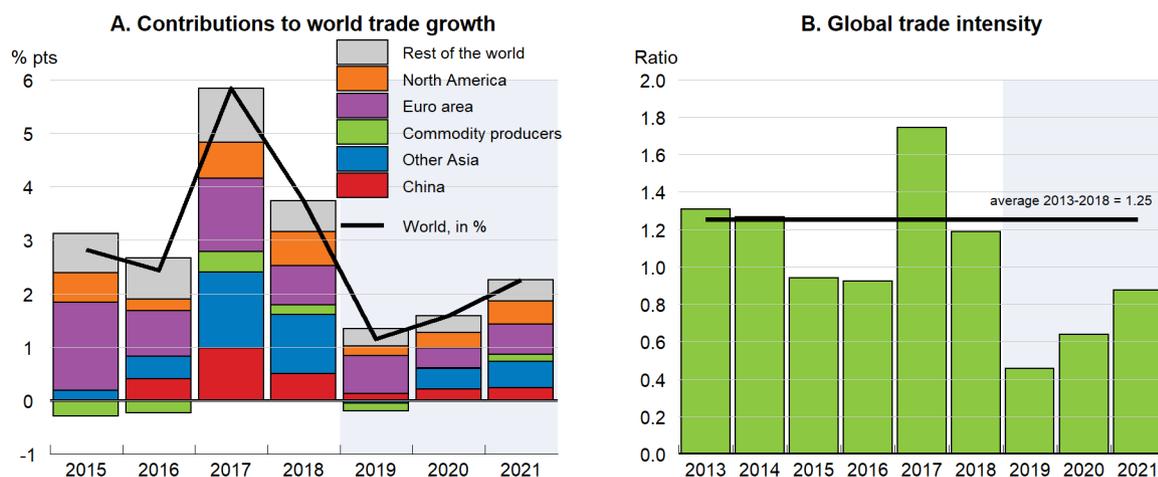
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044404>

In den großen Volkswirtschaften wird im Einzelnen mit folgenden Entwicklungen gerechnet (Table 1.1):

- In den Vereinigten Staaten wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge von 2,3% in diesem Jahr auf rd. 2% 2020-2021 abschwächen, da die von der fiskalischen Lockerung ausgehenden Impulse allmählich abklingen. Die steigenden Reallöhne und die akkommodierende Geldpolitik dürften die Ausgaben der privaten Haushalte und die Wohnungsbauinvestitionen weiter stützen, die höheren Zölle und die zunehmende Unsicherheit dürften jedoch das Wachstum der Unternehmensinvestitionen und der Exporte bremsen.
- Im Euroraum wird das BIP-Wachstum 2020-2021 den Projektionen zufolge mit Werten zwischen 1% und 1¼% verhalten bleiben. Das Lohnwachstum und die akkommodierende makroökonomische Politik stützen die Ausgaben der privaten Haushalte, die Investitionen und die Exporte werden jedoch durch die hohe Unsicherheit, die schwache Auslandsnachfrage und das geringe Vertrauen belastet. In Deutschland und Italien wird die Entwicklung voraussichtlich schwächer ausfallen als in Frankreich und Spanien, was z.T. auf die dort stärkere Abhängigkeit vom Industrie-sektor und vom Welthandel zurückzuführen ist.
- In Japan wird sich das BIP-Wachstum voraussichtlich von 1% im Jahr 2019 auf rd. 0,6% im Zeitraum 2020-2021 verlangsamen. Die Nachfrage dürfte nach der jüngsten Mehrwertsteueranhebung durch höhere Sozialausgaben gestützt werden, 2020 und 2021 werden die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung jedoch wieder aufgenommen werden. Arbeitskräfte- und Kapazitätsengpässe dürften den Privatinvestitionen weiter Auftrieb geben, und das Exportwachstum wird sich den Projektionen zufolge wieder beleben, wenn sich der Welthandel erholt.
- In China wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge 2020 weiter auf rd. 5¾% und 2021 auf 5½% abschwächen. Die eskalierenden Handelsspannungen beeinträchtigen die Investitionstätigkeit und erhöhen die Unsicherheit. Die fiskalischen und quasifiskalischen Impulse und eine Lockerung der Mindestreservevorschriften dürften jedoch dazu beitragen, das Kreditwachstum und die Nachfrage zu stützen, während sich der Prozess der Neuausrichtung der Wirtschaft fortsetzt.
- In Indien wird sich das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge von knapp unter 6% im Finanzjahr 2019 auf 6½% im Finanzjahr 2021 beschleunigen. Senkungen der Kreditkosten und der Steuern für Unternehmen dürften zusammen mit den fortgesetzten Reformanstrengungen das Investitions-wachstum stärken, und moderate Ölpreise sowie Einkommensstützungsmaßnahmen für Landwirte werden den privaten Verbrauch fördern.
- In Brasilien wird sich die allmähliche Erholung voraussichtlich fortsetzen und das BIP-Wachstum dürfte sich von rd. 0,8% in diesem Jahr auf rd. 1¾% im Zeitraum 2020-2021 beschleunigen. Der private Konsum wird durch niedrigere Realzinsen gestützt, und weitere Fortschritte bei der Umsetzung von Reformen dürften das Geschäftsklima verbessern und die Investitionstätigkeit fördern.

Das Wachstum der Welthandelsvolumen (Waren und Dienstleistungen) ist Schätzungen zufolge in diesem Jahr auf 1,2% zurückgegangen, den niedrigsten Wert seit 2009. Für den Zeitraum 2020-2021 wird unter dem Einfluss einer Stabilisierung des Handels in Asien eine leichte Erholung erwartet, auf rd. 1½% im nächsten Jahr und 2¼% im Jahr 2021. Dennoch würde die Handelsintensität damit aber nicht nur im Vergleich zur Vorkrisenzeit niedrig bleiben, sondern auch unter dem durchschnittlichen Niveau der Jahre 2013-2018 liegen (Figure 1.8). Die diesjährige Verlangsamung des Handelswachstums war breitbasiert. In Asien und Nordamerika war der Rückgang am stärksten, in Europa war eine leichte weitere Abschwächung zu beobachten, und in vielen rohstoffproduzierenden Volkswirtschaften wurde ein kontinuierlicher Abwärtstrend verzeichnet. Das Wachstum des chinesischen Importvolumens war Schätzungen zufolge in diesem Jahr negativ, was teilweise auf den starken Rückgang Anfang des Jahres zurückzuführen war (siehe weiter unten).

**Figure 1.8. Global trade growth is set to remain very weak**



Note: Commodity producers include Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Indonesia, Russia, Saudi Arabia, South Africa and other oil-producing countries. World trade volumes for goods plus services; global GDP at constant prices and market exchange rates. Period averages are the ratio of average annual world trade growth to average annual GDP growth in the period shown.

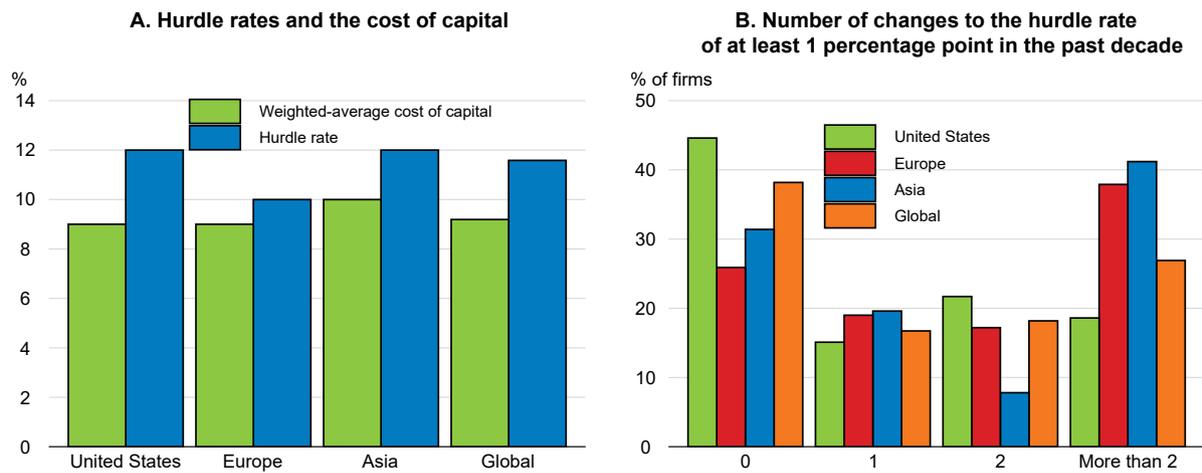
Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044423>

Das in den Projektionen unterstellte geringe Handelswachstum steht im Einklang mit den Aussichten für die Investitionstätigkeit, die in vielen Volkswirtschaften gedämpft sind. Zu den Faktoren, die die Investitionsanreize verringern, gehören die anhaltende politische Unsicherheit, nach unten revidierte Erwartungen in Bezug auf das künftige globale BIP-Wachstum, Infrastrukturdefizite und eine in vielen Ländern abnehmende Geschäftsdynamik (Calvino und Criscuolo, 2019). Die Hurdle-Raten für neue Unternehmensinvestitionen (d.h. die von den Unternehmen erwarteten Mindestrenditen, um Investitionen in neue Projekte zu tätigen) verharren ebenfalls auf hohem Niveau, über den Kapitalkosten. Zudem werden sie von vielen Unternehmen nur selten nennenswert korrigiert (Figure 1.9). Dies deutet darauf hin, dass der jüngste Rückgang der langfristigen Zinssätze möglicherweise nur geringe direkte Effekte auf die Unternehmensinvestitionen haben wird. Der Rückgang der Hypothekenzinsen in einigen Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten und Kanada, könnte allerdings die Wohnungsbauinvestitionen ankurbeln. Insgesamt wird das Wachstum der Unternehmensinvestitionen den Projektionen zufolge in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften von rd. 1,9% pro Jahr im Zeitraum 2018-2019 auf durchschnittlich knapp über 1¼% pro Jahr 2020-2021 zurückgehen. Eine kräftigere Entwicklung wird in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften erwartet, insbesondere in Indien, wo dies durch die laufenden Reformen, u.a. im Bereich der Unternehmensteuern, unterstützt wird.

Eine weitere längere Phase mit verhaltener Investitionstätigkeit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verschärft das Risiko, dass sich das schwache Produktionswachstum verfestigt. Die Relation zwischen Bruttoinvestitionen und BIP ist in den letzten Jahren in einigen Ländern gestiegen, wenn auch langsamer, als angesichts der sehr niedrigen Zinssätze zu erwarten gewesen wäre. Die Nettoinvestitionen (d.h. die Zunahme des produktiven Kapitalstocks nach Berücksichtigung der Abschreibungen) sind jedoch nach wie vor schwach. Im Median der OECD-Volkswirtschaften werden sich die Nettoinvestitionen (Unternehmen plus Staat) den Projektionen zufolge 2020-2021 auf ¼% des BIP belaufen. Die Nettoinvestitionsrate verringert sich damit im Vergleich zum Zeitraum 2015-2019, als sie bei ½% des BIP lag, und ist um ½ Prozentpunkte niedriger als in den zehn Jahren vor der Finanzkrise.

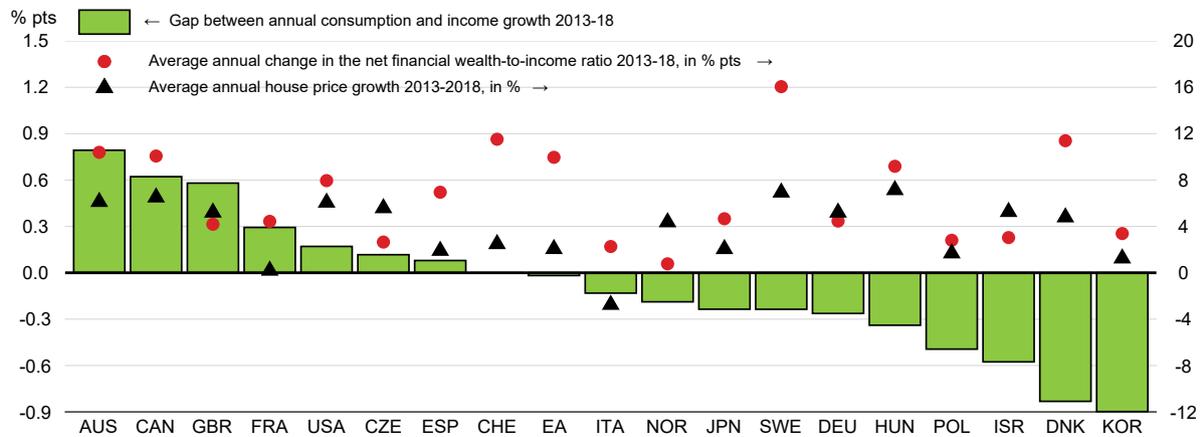
**Figure 1.9. Corporate hurdle rates remain high and are adjusted rarely**



Note: Global aggregates are a weighted average of responses in the United States, Europe and Asia.  
 Source: Duke CFO Global Business Outlook Survey, March 2019; and OECD calculations.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934044442>

**Figure 1.10. Household saving has risen in many countries despite strong wealth gains**



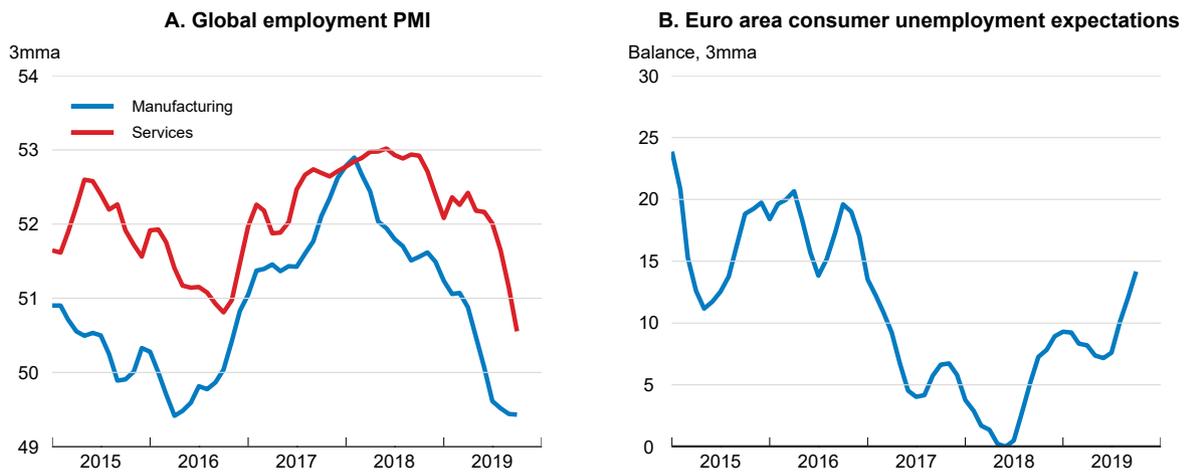
Note: Data for aggregate household disposable income, consumption and house prices are average annual growth rates over 2013-18. The change in the wealth-to-income ratio is the average annual change in the ratio of household net financial assets to household disposable income between the end of 2012 and the end of 2018, with income given by the average of household disposable incomes in the fourth quarter of the respective year and the first quarter of the following year.  
 Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD Financial Accounts; OECD Analytical House Price database; European Central Bank; Bank of Japan; and OECD calculations.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934044461>

Die Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte werden in den meisten OECD-Volkswirtschaften trotz eines nachlassenden Produktionswachstums weiterhin durch die Arbeitsmarktbedingungen gestützt. Im OECD-Raum verharrt die Arbeitslosenquote auf dem niedrigsten Stand seit vierzig Jahren, und in vielen Volkswirtschaften liegt sie unter dem geschätzten Gleichgewichtsniveau, was in den letzten zwei Jahren zu einem Anstieg des Reallohnwachstums beigetragen hat. In einigen Ländern wurde das Einkommenswachstum der privaten Haushalte, vor allem der einkommensschwachen Haushalte, durch fiskalische Maßnahmen gesteigert. Dabei kam es insbesondere zu deutlichen Mindestlohnanhebungen in Spanien, Korea, Mexiko, der Türkei und einigen mitteleuropäischen Volkswirtschaften. Die niedrigen Zinssätze halten die Schuldendienstbelastung weiter niedrig und treiben die Preise auf den Finanz- und Wohnimmobilienmärkten nach oben, ihr Effekt auf die Ausgaben der privaten Haushalte ist jedoch weniger klar. In vielen Ländern, insbesondere im Euroraum, hat der starke Anstieg der Vermögenspreise nicht zu einem deutlichen Rückgang der Sparquoten der privaten Haushalte geführt (Figure 1.10).

Es gibt immer mehr Anzeichen dafür, dass die Arbeitsmarktanspannung nachlässt. In vielen Ländern hat der Anteil der offenen Stellen (Vakanzquote) zu sinken begonnen (Kasten 1.2), wenngleich von einem relativ hohen Niveau aus. Die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden und die Arbeitskräfteengpässe gehen zurück, und Umfragedaten deuten auf eine Verlangsamung des Beschäftigungswachstums hin. Besonders deutlich zeigt sich die Schwäche in Umfragen bei Betrieben des Verarbeitenden Gewerbes (worin sich die Schwäche der Produktion dieses Sektors ausdrückt), sie breitet sich jedoch auch zunehmend auf den Dienstleistungssektor aus. Die Verschlechterung der auf Umfrageergebnissen basierenden Indikatoren hat sich bisher noch nicht vollständig in den Beschäftigungsdaten niedergeschlagen, deutet jedoch auf die Gefahr einer stärkeren Konjunkturabschwächung hin (Figure 1.11, Teil A) und führt in einigen Volkswirtschaften dazu, dass die Verbraucher allmählich mit einer ungünstigeren Entwicklung der Arbeitslosigkeit rechnen (Figure 1.11, Teil B). Im OECD-Raum wird sich das Beschäftigungswachstum den Projektionen zufolge 2020-2021 auf eine durchschnittliche Jahresrate von rd. 0,6% (Medianwert) verlangsamen, womit es nicht einmal halb so hoch ist wie im Zeitraum 2018-2019 (Figure 1.12, Teil A). Das Reallohnwachstum dürfte 2020-2021 jedoch weitgehend unverändert bleiben, weil die Lage an den Arbeitsmärkten trotz der Verlangsamung des Beschäftigungswachstums und einer projizierten leichten Verbesserung der Arbeitsproduktivität angespannt bleibt (Figure 1.12, Teil B). Da diese Entwicklungen insgesamt zu einer Verlangsamung des Wachstums der Erwerbseinkommen der privaten Haushalte führen, ist davon auszugehen, dass das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückgehen wird: von 2% pro Jahr im Zeitraum 2018-2019 auf 1½% pro Jahr im Zeitraum 2020-2021.

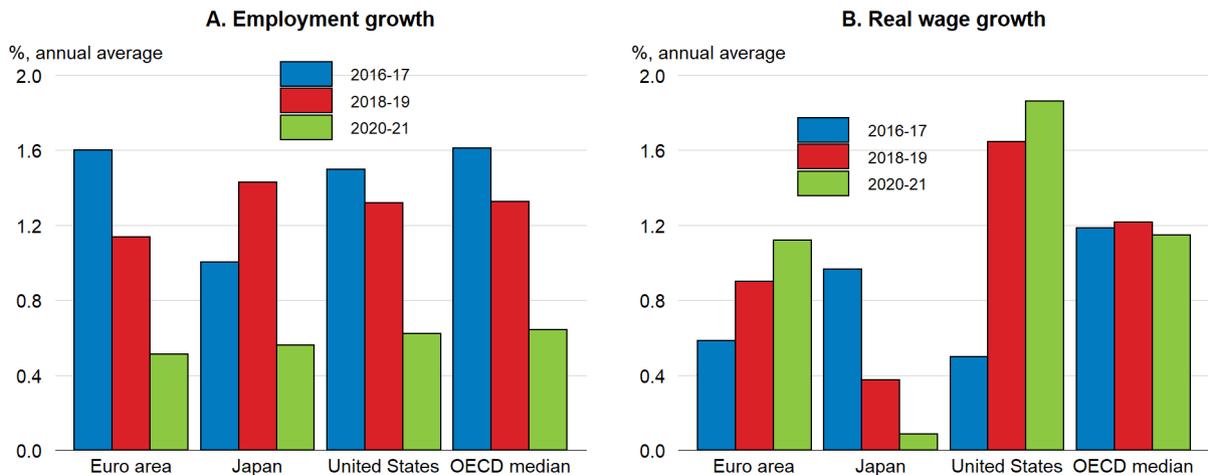
**Figure 1.11. Survey measures point to a further labour market slowdown**



Note: Panel B shows consumer survey expectations of changes in the number of people unemployed over the next 12 months.  
Source: Markit; European Commission; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044480>

**Figure 1.12. Household labour income growth is set to slow**



Note: Based on a sample of 33 OECD economies. Real wages are measured as compensation per employee deflated by the private consumption deflator.  
Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044499>

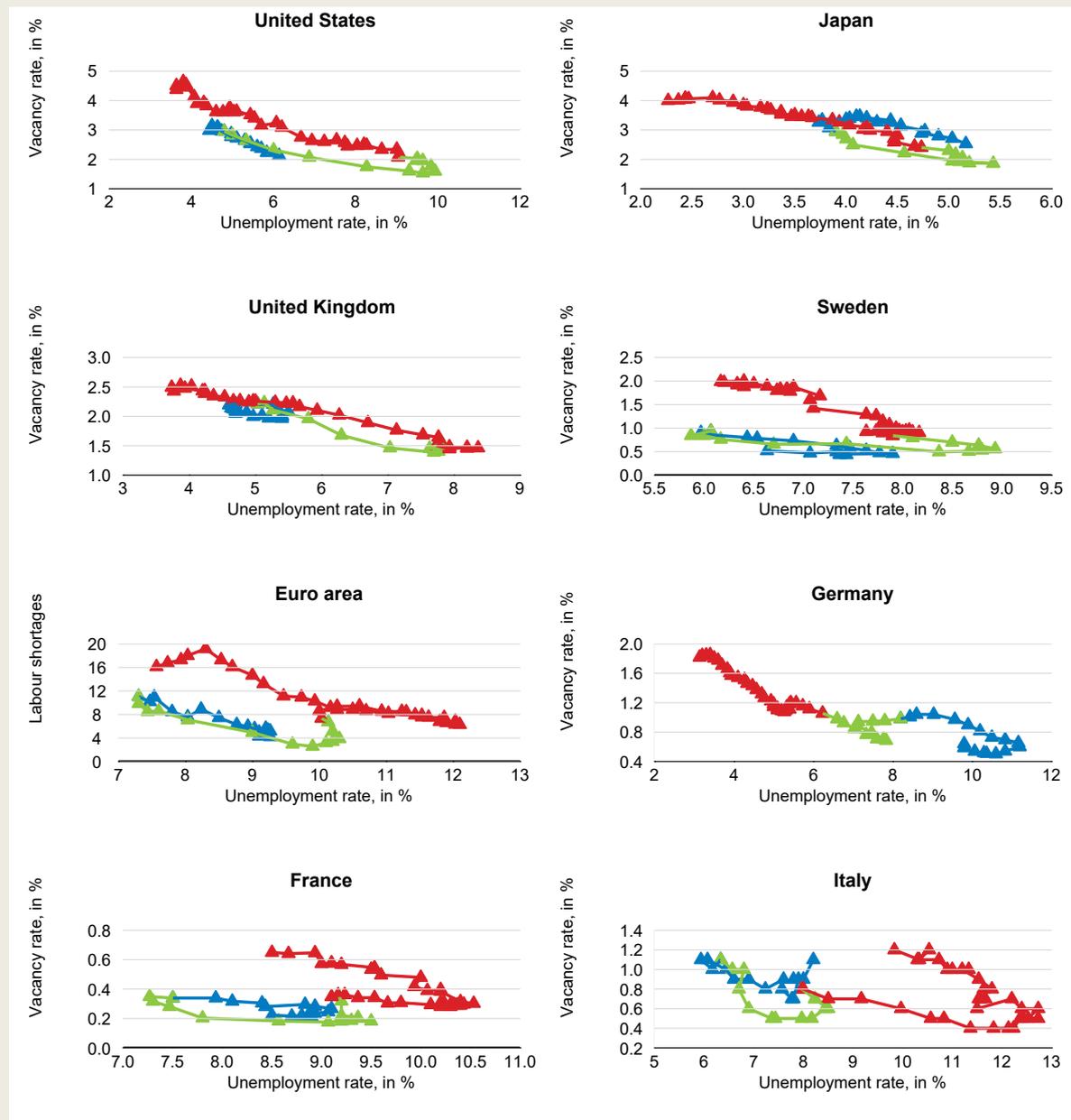
### Kasten 1.2 Die Entwicklung der Beveridge-Kurve in ausgewählten OECD-Ländern

Die Beveridge-Kurve veranschaulicht den Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der Vakanzquote und liefert damit nützliche Informationen über den Zustand und die Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarkts. Sie hat normalerweise eine negative Steigung, weil die Arbeitslosigkeit im Allgemeinen zurückgeht, wenn die Zahl der freien Stellen steigt. Eine Aufwärtsbewegung entlang der Beveridge-Kurve deutet auf eine zunehmende Arbeitsmarkttension hin, definiert als das Verhältnis zwischen der Vakanz- und der Arbeitslosenquote, während eine Verschiebung der Kurve, d.h. eine Veränderung der Arbeitslosenquote bei einer gegebenen Vakanzquote, ein Indikator für eine Veränderung der Matching-Effizienz auf dem Arbeitsmarkt ist. Wenn sich die Beveridge-Kurve nach außen verschiebt, ist die Arbeitslosigkeit bei einer gegebenen Zahl offener Stellen höher, was auf eine Verschlechterung der Matching-Effizienz hindeutet. Dieser Kasten beschreibt die Beveridge-Kurven von 2003 bis zu den letzten verfügbaren Quartalsdaten in acht OECD-Volkswirtschaften (Vereinigte Staaten, Japan, Euroraum, Deutschland, Frankreich, Italien, Vereinigtes Königreich und Schweden).

In den letzten Jahren war in allen Ländern eine Verschiebung entlang der Beveridge-Kurve zu beobachten, was auf einen generellen Anstieg der Arbeitsmarkttension im Zuge des Konjunkturaufschwungs hindeutet. Dieser Trend scheint sich in letzter Zeit verlangsamt zu haben, und es gibt erste Anzeichen dafür, dass die Vakanzquote in einigen Ländern zu sinken beginnt. Insgesamt bleibt die Arbeitsmarkttension jedoch stark (Figure 1.13).

- In den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan hat sich die Kurve zu Beginn der Erholung zunächst nach außen verschoben, was auf eine Verschlechterung der Matching-Effizienz hindeutet. Dies hat sich jedoch als vorübergehendes Phänomen herausgestellt, weil die Relation zwischen der Arbeitslosen- und der Vakanzquote in letzter Zeit viel näher am Kurvenverlauf vor der Krise zu liegen scheint. Für die Vereinigten Staaten stellen Petrosky-Nadeau und Valletta (2019) fest, dass die derzeit höheren Erfolgsquoten bei der Arbeitssuche benachteiligter Gruppen ein Faktor für die verbesserte Matching-Effizienz der letzten Jahre sind.
- Im Euroraum insgesamt und insbesondere in Frankreich und Italien sowie in Spanien lassen die Daten auf eine stärkere und dauerhaftere Verschiebung der Kurve nach außen schließen (Consolo und Dias de Silva, 2019), was auf größere Arbeitsmarktengpässe bei einer gegebenen Arbeitslosenquote hindeutet. In Schweden folgt die Beveridge-Kurve einem ähnlichen Pfad. Studien über die Entwicklung des Arbeitsmarkts im Euroraum legen den Schluss nahe, dass länderspezifische sektorale Entwicklungen, insbesondere die starken Beschäftigungsverluste im Baugewerbe, sowie ein relativ hoher Anteil geringqualifizierter Arbeitskräfte an der Erwerbsbevölkerung ein wichtiger Faktor für diese Verschiebung sind (Bonthuis et al., 2016). OECD-Schätzungen zufolge liegt der Anteil der geringqualifizierten Erwachsenen an der Erwerbsbevölkerung in Frankreich, Spanien und Italien über dem OECD-Durchschnitt (OECD, 2016a). Vor dem Hintergrund der zunehmenden Polarisierung des Arbeitsmarkts (OECD, 2017) könnte dies zu einer deutlicheren Verschiebung der Kurve nach außen geführt haben. Der in jüngster Zeit in Frankreich und Italien zu beobachtende steilere Verlauf der Beveridge-Kurve deutet darauf hin, dass jeder geringfügige Rückgang der Arbeitslosenquote mit einem zunehmend großen Anstieg der Zahl der freien Stellen verbunden ist. In Schweden ist die Erwerbsbevölkerung im Durchschnitt hochqualifiziert, aufgrund von Problemen bei der Eingliederung der wachsenden Zahl geringqualifizierter Zuwanderer in den Arbeitsmarkt ist es jedoch schwieriger geworden, freie Stellen zu besetzen (OECD, 2019a), selbst wenn sich die Arbeitsmarktintegration in jüngster Zeit verbessert hat. In Italien und Spanien könnten die in der OECD-Erhebung über die Kompetenzen Erwachsener dokumentierten erheblichen Diskrepanzen zwischen den am Arbeitsmarkt angebotenen und nachgefragten Kompetenzen ebenfalls zur Verschiebung der Kurve beigetragen haben.

Figure 1.13. Evolution of the Beveridge curve in selected OECD countries



Note: Blue line: pre-crisis period (2003Q3-2007Q3); green line: crisis period (2007Q4-2010Q4); red line: post-crisis period (2011Q1-2019Q3 or the latest data available). Data on unemployment are OECD estimates of harmonised unemployment. Vacancy rates are sourced from the OECD when available. National statistics have been used for France (DARES) and Japan (Ministry of Health, Labour and Welfare). Italian data are taken from Eurostat. For France and Italy, vacancy rates only cover firms with more than 10 employees. The European Commission series of employers' perceptions of labour shortages in manufacturing, taken from the European Commission's regular survey of Business Confidence, is used to proxy the vacancy rate in the euro area as a whole, given the short time series available for the official vacancy rate series. The survey measure is well correlated with vacancy movements in the Eurostat series, and has a similar cyclical pattern, but is available for a longer period and is seasonally adjusted.

Source: OECD Labour Force Statistics; Eurostat; DARES; Japan Ministry of Health, Labour and Welfare; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044518>

- In Deutschland hat sich die Matching-Effizienz dagegen von 2005 bis 2008 verbessert und anschließend nicht wieder verschlechtert. Diese Verbesserung hängt wahrscheinlich mit den Anfang der 2000er Jahre durchgeführten weitreichenden Arbeitsmarktreformen zusammen, die eine Kürzung des Arbeitslosengelds für Langzeitarbeitslose mit verbesserten aktiven Arbeitsmarktmaßnahmen verbanden. Zudem könnte die umfassende Nutzung der Kurzarbeit während der Finanzkrise dazu beigetragen haben, dass eine starke Veränderung der Matching-Effizienz in dieser Zeit vermieden wurde.

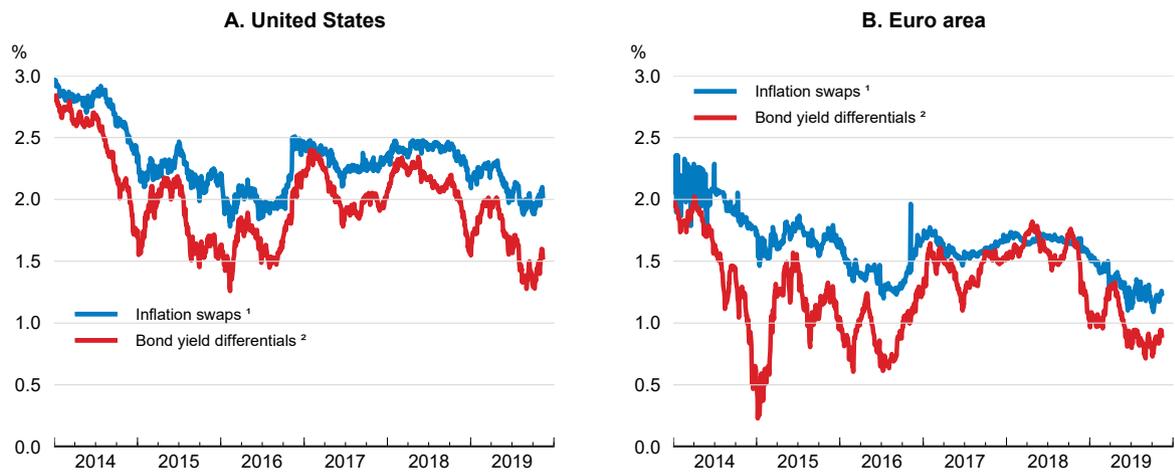
### **Die Preisinflation wird verhalten bleiben**

Die Jahresrate der Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe ist in diesem Jahr in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückgegangen, da der von den Energiepreisen ausgehende Druck nachgelassen hat. Die Kerninflation ist in vielen Volkswirtschaften weitgehend stabil geblieben und verharrt mit rd. 1¾% in den Vereinigten Staaten, 1% im Euroraum und 0,5% in Japan unter den Zielvorgaben. Die marktbasieren Messwerte des erwarteten Inflationsausgleichs (*inflation compensation*) sind in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zurückgegangen, was mit dem stärker wahrgenommenen Rezessionsrisiko im Einklang steht (Figure 1.14). Dadurch erhöht sich das Risiko, dass die Inflation länger unter den Zielwerten verharren wird (Kapitel 2, Fokuspapier 2). Es ist jedoch unklar, ob diese Entwicklung auf einen tatsächlichen Rückgang der Inflationserwartungen zurückzuführen ist.<sup>4</sup> Die langfristigen Inflationsprojektionen der Prognoseinstitute deuten auf stabile Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten hin, sind im Euroraum aber gesunken.

Der Inflationsdruck dürfte angesichts der gedämpften Wachstumsaussichten und der zunehmenden globalen Kapazitätsüberhänge verhalten bleiben. Die Gesamtinflation und die Kerninflation werden 2020-2021 in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften voraussichtlich steigen und einen Medianwert von 1¾% erreichen, großenteils bedingt durch einen allmählichen Aufwärtstrend der Inflation in vielen Volkswirtschaften, in denen die Inflationsraten derzeit besonders niedrig sind (Figure 1.15, Teil A). Die für Ende dieses Jahres angekündigte Ausweitung neuer Zollschränken auf viele Konsumgüter wird den Preisdruck allerdings auch in den Vereinigten Staaten erhöhen, zumindest vorübergehend, wobei die Kerninflation den Projektionen zufolge nächstes Jahr einen Höchstwert von rd. 2¼% erreichen wird. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften, mit der nennenswerten Ausnahme Argentiniens, bleibt die Gesamtinflation moderat, was die jüngsten Entscheidungen zur Senkung der Leitzinsen erleichtert hat. In einigen dieser Volkswirtschaften bestehen weiterhin Spannungen bei den Agrarpreisen, was vor allem in Ostasien z.T. auf die preistreibenden Effekte der Schweinegrippe und ungünstiger Witterungsbedingungen zurückzuführen ist. Das verhaltene Nachfragewachstum wird den Projektionen zufolge 2020-2021 im Median der aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem leichten Abwärtstrend der Gesamtinflation führen (Figure 1.15, Teil B).

<sup>4</sup> Der in den letzten Jahren verzeichnete Rückgang des Inflationsausgleichs war teilweise auf sinkende Inflationsrisikoprämien – möglicherweise im negativen Bereich – und nicht auf sinkende Inflationserwartungen zurückzuführen (Chen et al. 2016; EZB, 2019). Die Messgrößen des Inflationsausgleichs, die aus Anleiherenditeunterschieden und inflationsindexierten Swapsätzen abgeleitet werden, setzten sich aus der erwarteten Inflation, der Inflationsrisikoprämie und anderen Faktoren wie der Liquiditätsprämie zusammen. Gemäß der Asset-Pricing-Theorie wird die Risikoprämie durch die Kovarianz zwischen der Rendite des Vermögenswerts und dem Konsum oder Vermögen des Anlegers bestimmt. Chen et al. (2016) zeigen, dass die Korrelation zwischen dem in den nächsten zehn Jahren zu erwartenden Konsumwachstum und der langfristigen Inflation in den Vereinigten Staaten seit der großen Rezession positiv ist, was eine negative Inflationsrisikoprämie impliziert.

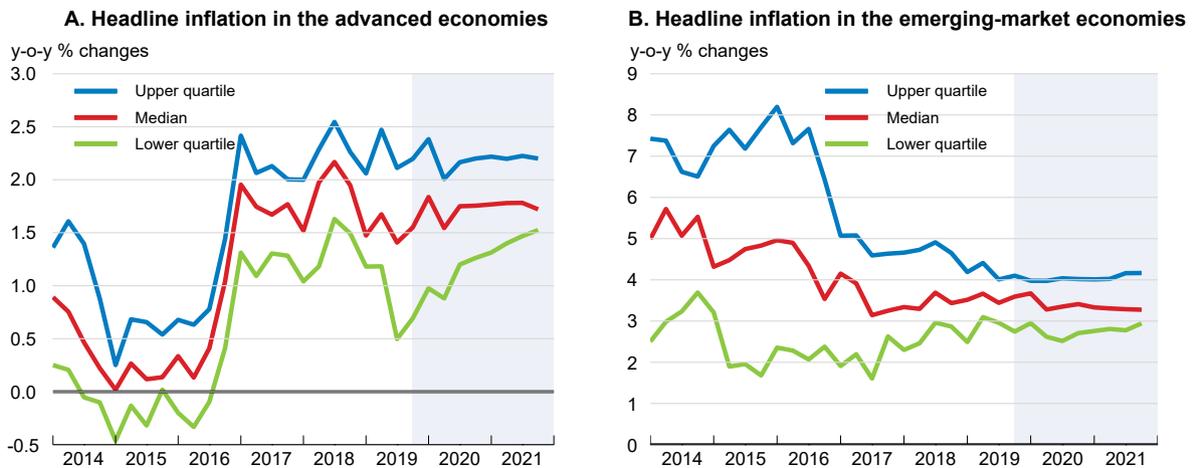
**Figure 1.14. Expected market-based inflation compensation has declined**



1. Expected average annual inflation compensation 5 to 10 years ahead, based on 5-year and 10-year inflation swaps.  
 2. Expected inflation compensation implied by the yield differential between 10-year government benchmark nominal bonds and 10-year inflation-indexed government bonds.  
 Source: Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934044537>

**Figure 1.15. Inflation is set to remain mild**



Note: Based on samples of 33 advanced economies and 14 emerging-market economies.  
 Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD calculations.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934044556>

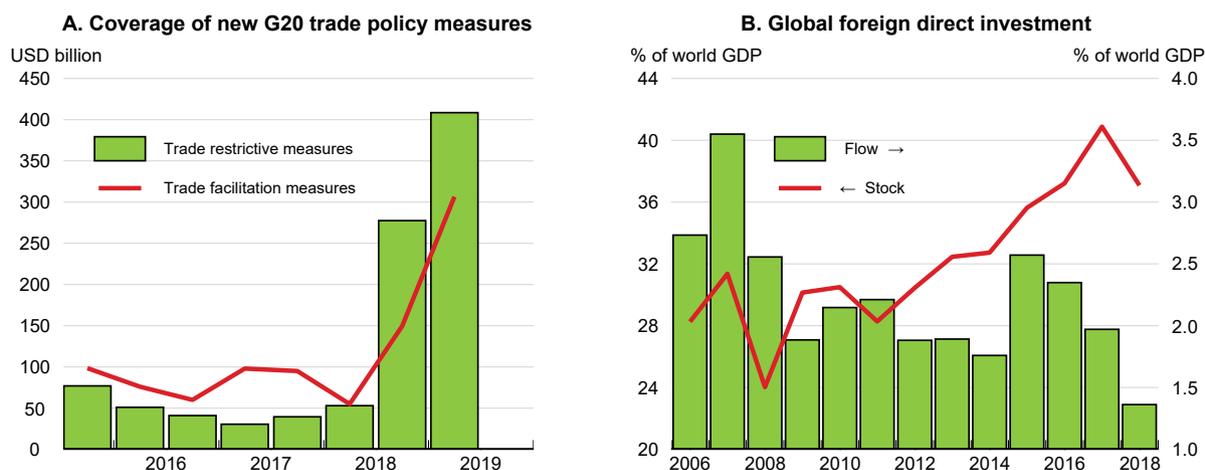
## Entscheidende Fragen und Risiken

### **Die Spannungen im Handel und bei den Investitionen nehmen nach wie vor zu und könnten sich weiter ausbreiten**

Das Risiko einer weiteren Eskalation der Handels- und Investitionsbeschränkungen weltweit gibt Anlass zu erheblicher Besorgnis. Derartige Maßnahmen beeinträchtigen die globalen Lieferketten, senken die Produktivität, verringern und verzerren den Handel und haben einen negativen Effekt auf Vertrauen, Beschäftigung und Einkommen. Zudem kommen sie zu anderen seit Langem bestehenden Grenzmaßnahmen und staatlichen Fördermaßnahmen hinzu, die ebenfalls eine marktverzerrende Wirkung haben (siehe weiter unten). Der Umfang der neuen Handelsbeschränkungen hat im Lauf der letzten zwölf Monate – vor allem in einigen der größten Volkswirtschaften – drastisch zugenommen und übersteigt den Umfang der neuen Handelserleichterungen (Figure 1.16, Teil A).<sup>5</sup> Zugleich hat der Anteil der neuen Änderungen der Investitionspolitik, bei denen es sich um Beschränkungen und Vorschriften für Investoren handelt, zu steigen begonnen (UNCTAD, 2019), und die Bestands- ebenso wie Stromgrößen der ausländischen Direktinvestitionen (ADI) sind weltweit gesunken (Figure 1.16, Teil B).

Selbst wenn ein Großteil des Warenhandels zwischen den Vereinigten Staaten und China den aktuellen Plänen entsprechend bis Ende 2019 mit neuen Zöllen belegt wird, könnten die Zollsätze noch weiter angehoben werden. In Anbetracht des weitreichenden Charakters der Wirtschaftsbeziehungen zwischen den Vereinigten Staaten und China könnten zudem auch andere Elemente dieser Beziehungen zunehmend in Mitleidenschaft gezogen werden:

**Figure 1.16. Trade restrictions are rising and global FDI has declined**



Note: Data in Panel A are two period moving averages. These figures are estimates and represent the trade coverage of the new measures undertaken in each reporting period. Coverage is defined as the annual imports of the product concerned from economies affected by these new measures. Data in Panel B are averages of inward and outward FDI flows and stocks.

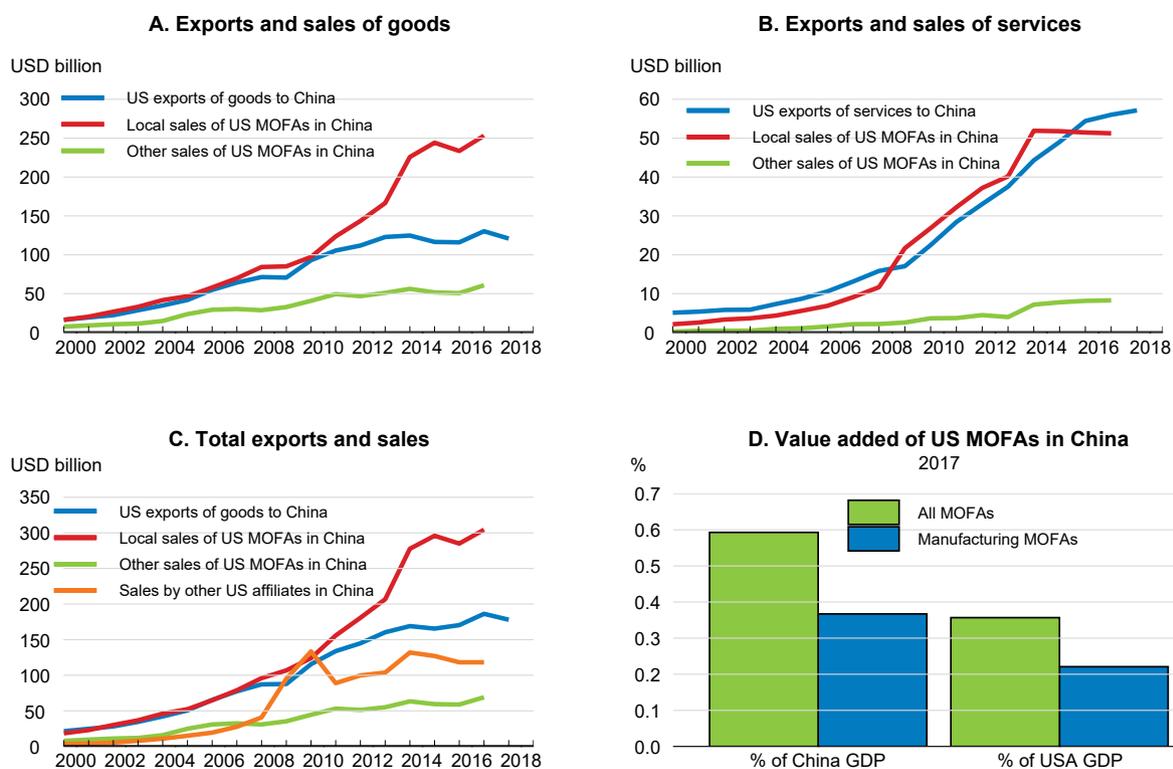
Source: OECD-UNCTAD-WTO (2019), *21st Report on G20 Trade and Investment Measures*, June 2019; OECD (2019), *FDI in Figures*, October 2019; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044575>

<sup>5</sup> Zu den Handelserleichterungen zählen die Abschaffung oder Verringerung von Einfuhrzöllen und Ausfuhrabgaben sowie die Abschaffung oder Vereinfachung der Ausfuhrverfahren der Zollstellen.

- Teile des Dienstleistungshandels könnten durch direkte oder informelle Beschränkungen beeinträchtigt werden. Ungefähr ein Fünftel der gesamten Waren- und Dienstleistungsausfuhren der Vereinigten Staaten nach China entfiel 2018 auf Ausgaben chinesischer Touristen und Studierender in den Vereinigten Staaten. Die Besucherzahlen aus China, die in den Vereinigten Staaten mehrere Jahre rasch gestiegen waren, entwickelten sich 2018 rückläufig und sind dieses Jahr weiter zurückgegangen.
- Zusätzlich könnte direkt Druck auf die Unternehmen ausgeübt werden. Eine wachsende Zahl chinesischer Unternehmen wurde auf die US Entity List gesetzt. Das bedeutet, dass US-Unternehmen eine Sondergenehmigung einholen müssen, um Waren und Dienstleistungen an sie verkaufen zu können. Für einige in China tätige Tochterunternehmen US-amerikanischer multinationaler Unternehmen wurden zudem die administrativen Auflagen erhöht. Da die von US-Tochtergesellschaften in China erzielten Umsätze heute erheblich höher sind als die Direktausfuhren aus den Vereinigten Staaten nach China, vor allem im warenproduzierenden Gewerbe, könnten Beschränkungen für ihre Tätigkeit kostspielig werden (Figure 1.17). Etwa ein Fünftel der in US-Besitz befindlichen Unternehmen in China wurde bereits Opfer nichttarifärer Retorsionsmaßnahmen, z.B. von verstärkten Kontrollen und erschwerten Zulassungsverfahren (American Chamber of Commerce in China, 2019). Bei rund einem Drittel dieser Unternehmen führte dies eigenen Angaben zufolge dazu, dass Investitionsentscheidungen aufgeschoben oder rückgängig gemacht wurden oder Veränderungen der Lieferketten eingeleitet wurden.

**Figure 1.17. The sales of US-owned affiliates in China are larger than US exports to China**



Note: MOFAs denotes majority-owned foreign affiliates. Other US affiliates in China are ones in which the US ownership is between 10-49 per cent.

Source: Bureau of Economic Analysis; and OECD calculations.

Auch zwischen anderen Volkswirtschaften könnte es zu bilateralen Handelsspannungen kommen, insbesondere zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union. Dies gilt auch für bestimmte handelsensible Wirtschaftszweige, etwa Autos und Autoteile oder den Luftfahrtsektor. Die zuständigen US-Behörden dürften in Kürze darüber entscheiden, ob Zölle auf die Einfuhr von Autos und Autoteilen aus Ländern außerhalb Nordamerikas verhängt werden. Sollten keine Vereinbarungen mit den betreffenden Handelspartnern erzielt werden, u.a. hinsichtlich der Investitionspläne bestimmter Hersteller, wird dies wohl geschehen. In Anbetracht der Komplexität der grenzüberschreitenden Lieferketten würden sich die Kosten höherer Zölle weithin bemerkbar machen, vor allem in Europa.<sup>6</sup> Auch im Luftfahrtsektor könnte es in näherer Zukunft zu Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union kommen, da die Vereinigten Staaten im Oktober von der WTO die Erlaubnis erhalten haben, als Ausgleich für EU-Subventionen Zölle im Umfang von 7,5 Mrd. USD auf Einfuhren aus der Europäischen Union zu erheben.

Die globalen Direktinvestitionen sanken 2018 das dritte Jahr in Folge (gemessen am BIP), und der weltweite Bestand an ausländischen Direktinvestitionen war zum ersten Mal seit 2011 rückläufig. In diesem Jahr kam es zu weiteren Rückgängen, wobei die globalen Direktinvestitionen im ersten Halbjahr 2019 20% unter dem Niveau des zweiten Halbjahrs 2018 lagen (OECD, 2019d). Der Effekt der Unternehmenssteuerreform in den Vereinigten Staaten im Jahr 2017 war ein wesentlicher Faktor für den 2018 verzeichneten Rückgang, aber auch in den Vereinigten Staaten und China verringerten sich die ausländischen Direktinvestitionen. In Anbetracht häufigerer Investitionskontrollen aus Gründen der nationalen Sicherheit wächst die Besorgnis, dass die De-facto-Beschränkungen für grenzüberschreitende Unternehmensinvestitionen zunehmen könnten. Der OECD-Index des Restriktionsgrads der ADI-Regulierung, für den Daten bis 2018 vorliegen, sowie die auf gesetzlichen Maßnahmen beruhenden Werte zum Grad der Diskriminierung von ausländischen gegenüber inländischen privaten Investoren liefern allerdings kaum Hinweise dafür, dass die Investitionspolitik auf breiter Ebene restriktiver wird. In einigen Ländern, in denen zuvor die stärksten Beschränkungen bestanden, wurden sogar weitere Reformen zur Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen durchgeführt. In den vergangenen Jahren haben die Kontrollen ausländischer Direktinvestitionen allerdings zugenommen, und im letzten Jahr wurden unter Verweis auf Gründe der nationalen Sicherheit in mindestens fünf G20-Staaten neue Maßnahmen eingeführt oder bestehende geändert (OECD-UNCTAD, 2019). Dies betraf nach und nach immer mehr Wirtschaftszweige. Die nationale Sicherheit wird inzwischen als Begründung für Maßnahmen zum Schutz von Wissen und Schlüsseltechnologien angeführt, die als wesentlich für die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft erachtet werden (UNCTAD, 2019).<sup>7</sup>

### ***Über die künftigen Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU besteht nach wie vor Unsicherheit***

Im Oktober wurde ein Austrittsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union vereinbart, das jedoch noch vom britischen und vom Europäischen Parlament ratifiziert werden muss. Die Ratifizierung würde die unmittelbaren Risiken eines Ausscheidens des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) ohne Austrittsabkommen beseitigen. Die Unsicherheit über die Art der künftigen Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU sowie die Frage, ob vor dem im Austrittsabkommen vorgesehenen Termin für den Ablauf des Übergangszeitraums (gegenwärtig Ende 2020) eine Vereinbarung erzielt werden kann, bliebe jedoch bestehen. Die Möglichkeit, dass kein formelles Handelsabkommen zustande kommt, stellt weiterhin ein Abwärtsrisiko dar und sorgt für politische Unsicherheit. Sollte der Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen

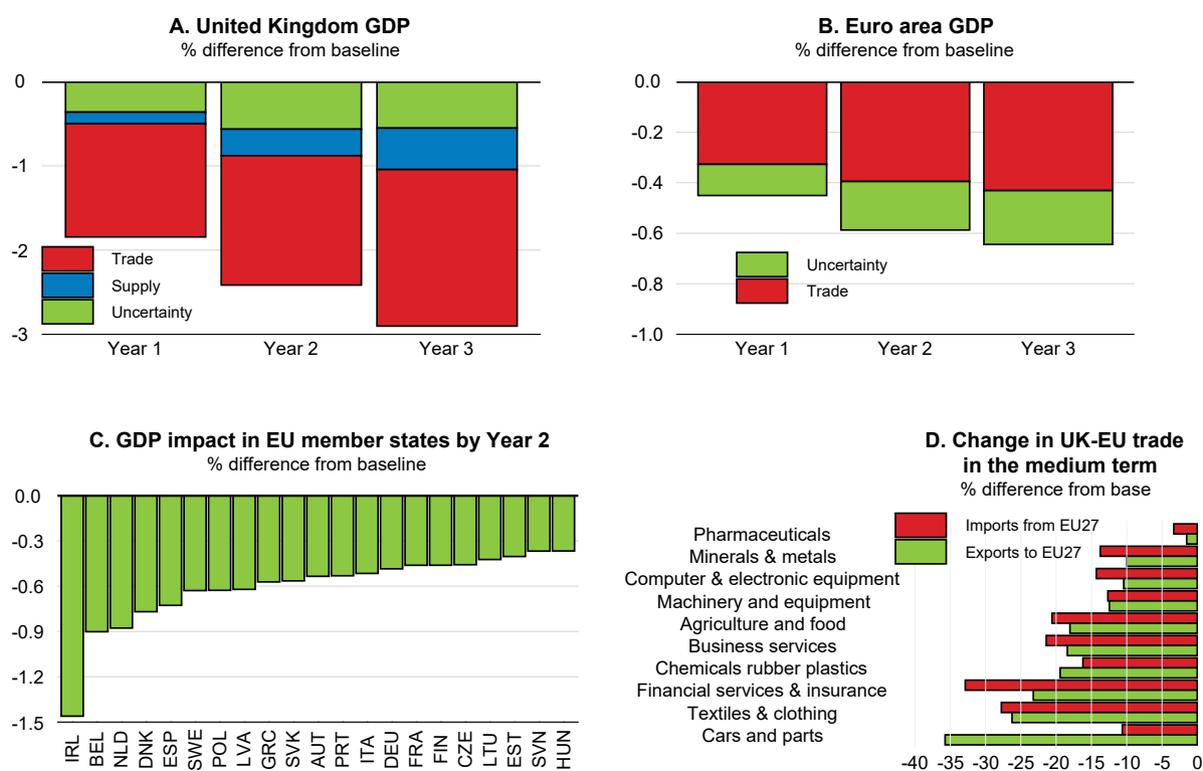
<sup>6</sup> Die US-Importe von Autos und Autoteilen hatten 2018 ein Gesamtvolumen von 184 Mrd. USD (0,9% des BIP der Vereinigten Staaten). Die Einfuhren aus der Europäischen Union beliefen sich 2018 auf 62 Mrd. USD, wovon 28 Mrd. USD auf Deutschland entfielen.

<sup>7</sup> Empirische Befunde lassen darauf schließen, dass Kontrollverfahren für ausländische Direktinvestitionen die grenzüberschreitende Investitionstätigkeit erheblich beeinträchtigen können (Mistura und Roulet, 2019).

Union nach 2020 wieder zu WTO-Bedingungen erfolgen, wären die Aussichten insbesondere kurzfristig deutlich ungünstiger und volatiler als im Fall eines Abkommens. Diese Effekte könnten noch stärker ausfallen, wenn es bei der Vorbereitung der Grenzregelungen nicht gelingt, erhebliche Verzögerungen zu vermeiden, oder wenn sich die Finanzmarktbedingungen und das Konsumklima deutlich verschlechtern.

Selbst im Fall einer relativ reibungslosen Neuregelung der Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU und einer voll einsatzfähigen Grenzinfrastuktur könnte die Rückkehr zum Meistbegünstigungszollsatz (MFN-Zollsatz) der WTO im Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union zu hohen Kosten führen. Britische Exporteure sähen sich höheren tarifären und nichttarifären Kosten auf den Märkten innerhalb und außerhalb der EU gegenüber. EU-Exporteure könnten beim Zugang zum britischen Markt ebenfalls mit höheren Kosten konfrontiert sein (OECD, 2019c). Diese zusätzlichen Handelskosten dürften sich im Lauf der Zeit summieren. Ein Teil der Änderungen, etwa höhere Zölle und zusätzliche Grenzkontrollen, werden sich sofort bemerkbar machen. Andere werden erst nach und nach infolge abweichender Regelungen im Vereinigten Königreich und in der EU zum Tragen kommen. In diesem Kontext lassen die Schätzungen der OECD folgende Schlüsse zu:

**Figure 1.18. The potential impact of Brexit without a trade deal**



Note: The trade shock assumes that UK export volumes decline by 8% immediately on exit and by over 15% in the medium-to-longer term due to higher tariff and non-tariff barriers, with total export volumes in the EU economies declining by close to 1¼ per cent on average. The impact of a 5% depreciation of sterling is included in the reported trade effects in Panels A and B. The UK supply shock involves a decline in labour-augmenting technical progress of 1.6% after five years (due to lower trade openness) and migration and term-premia effects. Term premia on UK and Irish government debt rise by 25 bps and 10 bps in other EU economies. The uncertainty shock assumes: an increase in the UK investment risk premia by 100 bps in the first year of the shock, with the equity risk premium rising by 25 bps, before slowly fading thereafter; and 25 bps higher investment and equity premia in other EU economies for a period. Monetary policy does not react to the shocks initially and fiscal authorities attempt to maintain a pre-shock budget path. The sectoral effects in Panel D arise only from the trade shock, reflecting both initial border disruption from tariffs and administrative checks and gradual regulatory divergence.

Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model and the METRO model.

- Falls der Handel auf WTO-Regeln umgestellt wird, könnte das BIP des Vereinigten Königreichs in den ersten beiden Jahren 2-2½% niedriger ausfallen, als dies ansonsten der Fall wäre (Figure 1.18, Teil A). Diese Effekte würden zu den Effekten der Wachstumsabschwächung hinzukommen, die im Vereinigten Königreich seit dem Referendum von 2016 gegenüber den erwarteten Werten zu beobachten ist. Die Ausfuhren des Vereinigten Königreichs würden aufgrund höherer tarifärer und nichttarifärer Handelshemmnisse in der Europäischen Union und anderen Ländern sinken, die höhere Unsicherheit würde die Investitionstätigkeit belasten und nach und nach würden sich auch die längerfristigen angebotsseitigen Kosten des Austritts bemerkbar machen, zu denen es aufgrund der geringeren Zuwanderung und der negativen Effekte des rückläufigen Handels auf die Produktivität (Kierzenkowski et al., 2016) kommt. Die Unternehmensinvestitionen würden sich weiter abschwächen und infolge der Beeinträchtigung des Handels und der größeren Unsicherheit im ersten Jahr um nahezu 9% sinken. Der Verbraucherpreisauftrieb würde im ersten Jahr – bedingt durch höhere Importpreise und eine unterstellte leichte Abwertung des Pfund Sterling – um fast ¼ Prozentpunkte steigen.
- Zudem käme es zu beträchtlichen negativen Ausstrahlungseffekten auf andere EU-Volkswirtschaften. Das BIP des Euroraums wäre in den ersten beiden Jahren nach der Rückkehr zum MFN-Zollsatz der WTO über ½% niedriger, als dies sonst der Fall wäre. Am größten wären die Effekte in kleineren Volkswirtschaften mit relativ starken Handelsbeziehungen zum Vereinigten Königreich, z.B. in Irland, den Niederlanden, Belgien und Dänemark (Figure 1.18, Teil B und C). Auch der Verbraucherpreisauftrieb würde im ersten und zweiten Jahr des Schocks um rd. 0,2 Prozentpunkte jährlich nachgeben.
- Mittel- bis längerfristig würde es in manchen Wirtschaftszweigen, in denen die Handelskosten beträchtlich steigen dürften – vor allem in der Auto- und Autoteilebranche, der Textilindustrie und bei den Finanzdienstleistungen –, zu erheblichen Handelsrückgängen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union kommen (Figure 1.18, Teil D).

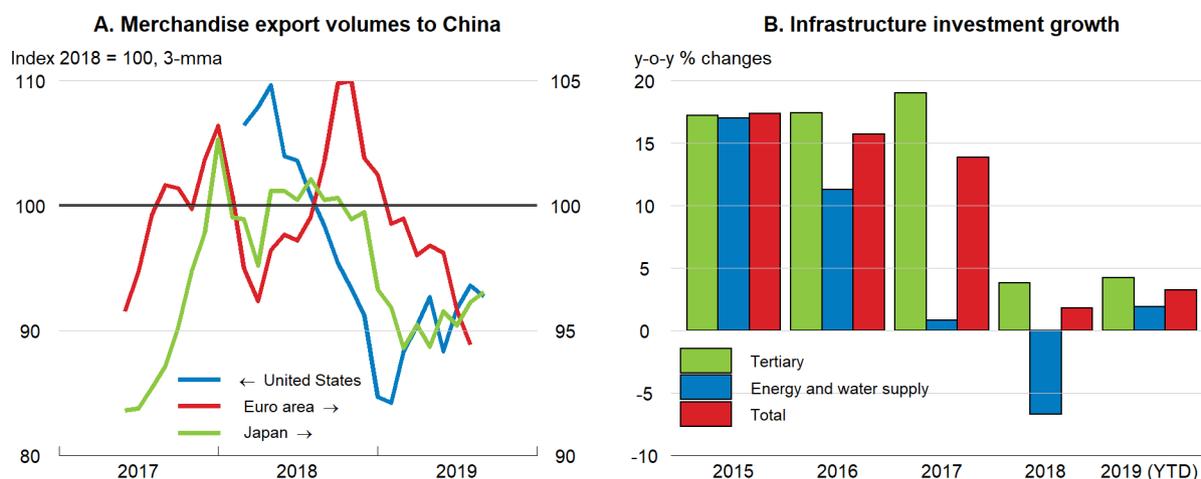
Die Politik könnte einen Teil dieser kurzfristigen Kosten abfedern. Im Vereinigten Königreich könnte sich die Bank of England einer schwierigen Entscheidung gegenübersehen, wenn der Preisauftrieb durch eine Abwertung des Pfund Sterling in die Höhe getrieben würde, sie dies aber ausblenden müsste, um auf deutlich abgeschwächte Wachstumsaussichten zu reagieren, die eine Leitzinssenkung oder Anleihekäufe erforderlich machen würden. Eine umgehende und dauerhafte Senkung des Leitzinses um 50 Basispunkte könnte im zweiten oder dritten Jahr des Handelsschocks etwa ein Fünftel des Effekts auf das BIP des Vereinigten Königreichs ausgleichen. Die öffentlichen Finanzen würden durch einen Brexit ohne Austrittsabkommen zwar zusätzlich unter Druck geraten (OBR, 2019), die Fiskalpolitik könnte jedoch ebenfalls noch über das geplante Maß hinaus gelockert werden.

In europäischen Volkswirtschaften, die mit einem Deflationsschock konfrontiert wären, könnte die Geldpolitik akkommodierender ausgerichtet werden. Wirkungsvoller wäre es jedoch, gezielte und befristete fiskalische Maßnahmen zur Förderung der Investitionstätigkeit in bestimmten Branchen umzusetzen und in den am stärksten betroffenen Ländern die Umschulung freigesetzter Arbeitskräfte sowie die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu unterstützen. Die Europäische Union hat angekündigt, dass Unterstützung aus Fonds wie dem Europäischen Fonds für die Anpassung an die Globalisierung und dem Europäischen Solidaritätsfonds zur Verfügung steht (Europäische Kommission, 2019). Doch so wichtig dies auch ist, sind die verfügbaren Mittel begrenzt, weshalb weitere Maßnahmen nötig sein könnten. Möglicherweise könnte auch der Rahmen für staatliche Beihilfen vorübergehend angepasst werden, um – wie schon auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008-2009 – umfangreichere Unterstützung zu gewähren. Eventuell könnte den betroffenen Volkswirtschaften in Anbetracht der außergewöhnlichen Umstände auch mehr Spielraum bei der Einhaltung der EU-Haushaltsregeln eingeräumt werden. Sollte sich die Situation erheblich verschlechtern, könnte die Nachfrage durch einen allgemeineren, koordinierten Fiskalimpuls der EU-Mitgliedstaaten – insbesondere derjenigen, die relativ intensive Handelsbeziehungen mit dem Vereinigten Königreich unterhalten – zeitnah stärker gestützt werden.

## Das Wachstum in China könnte sich stärker verlangsamen als erwartet

Die Risiken einer drastischeren Verlangsamung in China haben sich verstärkt. Ausgehend von der Annahme, dass die im Verlauf der letzten zwölf Monate angekündigten makroökonomischen Konjunkturmaßnahmen und der nötigenfalls vorhandene Spielraum für weitere Maßnahmen eine strukturelle Abschwächung des Handels und der privaten Nachfrage ausgleichen können, wird damit gerechnet, dass sich das BIP-Wachstum in China weiterhin nur allmählich verlangsamen wird. Allerdings hat sich die chinesische Nachfrage nach im Ausland produzierten Waren und Dienstleistungen im vergangenen Jahr erheblich verlangsamt. Das Exportvolumen vieler großer fortgeschrittener Volkswirtschaften nach China war in diesem Jahr wesentlich niedriger als 2018 (Figure 1.19, Teil A), was einen negativen Effekt auf den Handel und das Wachstum in der übrigen Welt hat. Aufgrund der Verflechtung der Lieferketten sind Rohstoffexportländer in aller Welt ebenfalls von der Verlangsamung des Importwachstums in China betroffen.

**Figure 1.19. Import demand is weak in China and infrastructure investment growth remains modest**



Note: Export volume data for the United States calculated using seasonally unadjusted data on nominal exports to China and the price of exports to China. Infrastructure investment in the tertiary sector includes investment in transport and communications, plus investment in water management and environmental conservation. Estimates for 2019 are for the first ten months relative to the first ten months of 2018.

Source: Eurostat; Bank of Japan; Census Bureau; Bureau of Labor Statistics; National Bureau of Statistics of China; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044632>

Die Importschwäche in China ist z.T. auf strukturelle Veränderungen in der chinesischen Wirtschaft zurückzuführen, etwa die Verlagerung von den Investitionen auf den Verbrauch, die Substitution von Importwaren durch im Inland hergestellte Produkte chinesischer Marken und Maßnahmen zur Begrenzung von Umweltschäden. Auch das Wachstumspotenzial gibt nach, was z.T. demografischen Effekten zuzuschreiben ist. Die Abschwächung des Importwachstums wirft jedoch auch die Frage auf, wie wirksam die in den vergangenen zwölf Monaten angekündigten makroökonomischen Konjunkturmaßnahmen sind und inwieweit sie die strukturelle Verlangsamung des Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Nachfrage nach ausländischen Waren und Dienstleistungen abfedern können. Der Umfang der in diesem Jahr umgesetzten fiskalischen Stützungsmaßnahmen ist schwer abzuschätzen, er scheint sich aber auf weniger als 1% des BIP zu belaufen. Zu diesen Maßnahmen gehörten Steuersenkungen und Erhöhungen des Anleihekongingents für die Finanzierung von Infrastrukturausgaben und städtebaulichen Maßnahmen der nachgeordneten Gebietskörperschaften. Auch diese Maßnahmen hatten nur einen begrenzten Effekt. Einkommensteuersenkungen schlugen sich erst nach einiger Zeit in höheren Verbraucherausgaben

nieder, und die Infrastrukturinvestitionen haben sich nur langsam belebt (Figure 1.19, Teil B), was darauf schließen lässt, dass die Gesamtinfrastukturausgaben im Verhältnis zum BIP das zweite Jahr in Folge sinken könnten. Die Senkungen der Mindestreservesätze halfen allerdings, die Kreditvergabe an die Unternehmen zu stützen.

OECD-Schätzungen lassen darauf schließen, dass ein anhaltender Rückgang des Wachstums der Inlandsnachfrage in China um 2 Prozentpunkte jährlich zu einer deutlichen Verlangsamung des globalen Wachstums führen würde, insbesondere wenn dies mit einer Verschlechterung der globalen Finanzierungsbedingungen und einer erhöhten Unsicherheit einherginge, wie dies bei der vorherigen Konjunkturverlangsamung in China 2015-2016 der Fall war (OECD, 2019b). Unter diesen Umständen könnte das globale BIP-Wachstum in den ersten beiden Jahren des Schocks um durchschnittlich 0,7 Prozentpunkte jährlich zurückgehen und das Welthandelwachstum könnte um nahezu 1½% jährlich sinken, wobei die stärksten Effekte in den asiatischen Nachbarländern zu spüren wären. Die Effekte wären noch größer, wenn die makroökonomische Politik aufgrund begrenzten Handlungsspielraums nicht in der Lage wäre, die Schocks vollständig auszugleichen.

### ***Es besteht eine Wechselwirkung zwischen den Risiken für das Wirtschaftswachstum und für die Finanzstabilität***

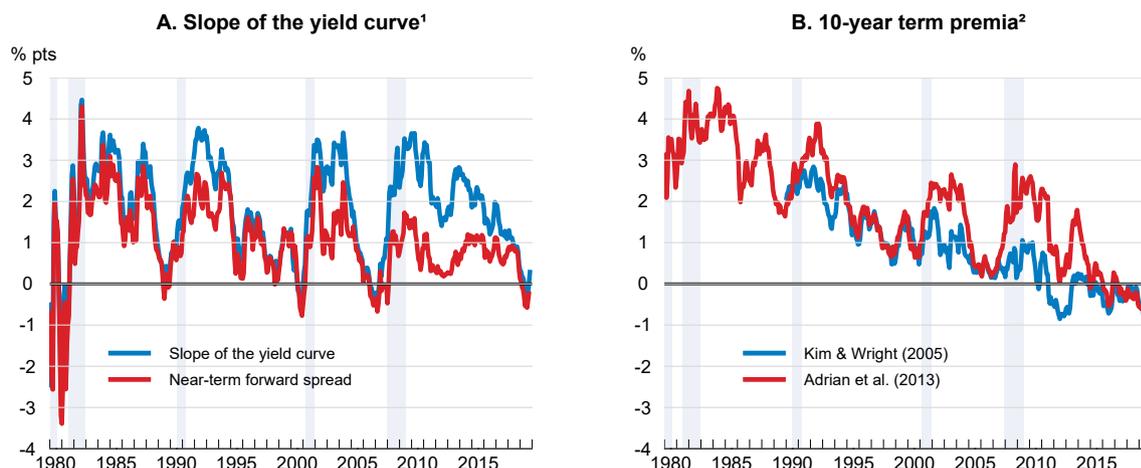
Die seit Ende 2018 beobachtete umgekehrte bzw. sehr flache Renditekurve in den Vereinigten Staaten (die langfristigen Anleihezinsen liegen unter oder nahe bei den kurzfristigen Zinsen) könnte auf ein erhöhtes Rezessionsrisiko hindeuten, da eine entsprechende Entwicklung – wenngleich mit unterschiedlichem zeitlichem Abstand – auch im Vorfeld früherer Rezessionen zu beobachten war (Figure 1.20, Teil A). Darauf deuten auch die Renditespreads von Staatsanleihen mit kürzerer Laufzeit hin, die besser geeignet sein könnten, um die kurzfristigen geldpolitischen Erwartungen zu beobachten und Rezessionen vorherzusagen, als die Steigung der Renditekurve auf Basis der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (Engstrom und Sharpe, 2018). Das derzeit von der Umkehrung der Renditekurve ausgehende Signal könnte jedoch durch die sehr niedrigen Laufzeitprämien verzerrt sein (Brainard, 2018). Die Schätzungen der Laufzeitprämien liegen deutlich unter den vor früheren Rezessionen beobachteten Werten (Figure 1.20, Teil B).<sup>8</sup> Daher ist eine Umkehrung der Renditekurve heute selbst im Fall einer leichten monetären Straffung wahrscheinlicher.<sup>9</sup> Anders als vor früheren Rezessionen fiel die jüngste Umkehrung der Renditekurve zudem nicht mit einer aggressiven Straffung der Geldpolitik zusammen, die das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen könnte.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Die Laufzeitprämien in den Vereinigten Staaten, die Schätzungen zufolge in den vergangenen Jahren bei oder unter null lagen, wurden durch die starke Nachfrage nach längerfristigen Staatsanleihen nach unten gedrückt. Der Effekt, den die vorübergehende Verringerung der Bestände an US-Staatspapieren der Federal Reserve auf die Prämien hatte, wurde durch die starke Nachfrage preisunelastischer Anleger nach US-Staatsanleihen ausgeglichen, was vor dem Hintergrund der zunehmenden politischen Unsicherheit möglicherweise auf Safe-Haven-Effekte zurückzuführen war.

<sup>9</sup> Bei Berücksichtigung der Laufzeitprämien in Probitregressionen auf Basis der Steigung der Renditekurve verringerte sich 2018 das implizierte Rezessionsrisiko (Johansson und Meldrum, 2018).

<sup>10</sup> Gemessen an aktuellen Schätzungen des neutralen Zinssatzes und dem gegenwärtigen realen Zinsniveau wirkt die Geldpolitik nicht außerordentlich restriktiv. Die Beurteilung des geldpolitischen Kurses wird jedoch durch die große Unsicherheit der Schätzungen der neutralen Zinssätze erschwert, wegen der es schwierig ist, diese Schätzungen verlässlich in praxisbezogenen Politikanwendungen einzusetzen (Clark und Kozicki, 2005), insbesondere wenn die IS-Kurve und die Phillips-Kurve flach sind (Fiorentini et al., 2018).

**Figure 1.20. Evolution of the US yield curve and term premia**



Note: The shaded areas refer to the recessions dated by the NBER's Business Cycle Dating Committee.

1. The slope of the yield curve is the difference between the 10-year government bond yield and the 3-month Treasury bill rate. The near-term forward spread is the difference between expected six quarters ahead and current 3-month Treasury bill rates.

2. Term premia on a 10-year zero coupon bond based on the Kim and Wright (2005) and Adrian et al. (2013) methodologies.

Source: NBER; Federal Reserve Bank of New York; Federal Reserve Bank of St. Louis; Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044651>

Die hohe Verschuldung der Nichtfinanzunternehmen sowie die in den vergangenen Jahren gesunkene Qualität dieser Verschuldung könnten eine etwaige Rezession bzw. weitere drastische Wachstumsabschwächung gegebenenfalls verstärken (OECD, 2019b). Im Fall einer deutlichen Verringerung des Einnahmewachstums könnten die Unternehmen unter Druck geraten. Dies könnte einen Umschwung bei der Risikoneigung der Anleger auslösen und vielerorts zu einem Ausverkauf von Unternehmensanleihen führen. In den Vereinigten Staaten scheint die Unternehmensverschuldung anfälliger gegenüber schwierigen Wirtschaftsbedingungen als in Europa, was auf das hohe Volumen an Krediten geringer Qualität bei US-amerikanischen Unternehmen zurückzuführen ist. Selbst ein begrenzter Marktschock könnte umfangreiche Korrekturen an den Anleihemärkten auslösen, da Unternehmensanleihen ohne Investment-Grade-Rating in der Regel deutlich weniger liquide sind. Die gegenwärtige Zusammensetzung des Unternehmensanleihebestands könnte zudem das Risiko von Notverkäufen erhöhen, weil das Rating eines großen Teils der Unternehmensanleihen nur knapp über dem Junk-Bond-Status liegt (Çelik et al., 2019). Sollten diese Anleihen nach einem negativen wirtschaftlichen Schock auf Junk-Status herabgestuft werden, müssten institutionelle Anleger, die ratingbasierten regulatorischen Auflagen unterliegen, diese Positionen veräußern.

Die Möglichkeit höherer Finanzmarktvolatilität und finanzieller Verluste ist auch gegeben, falls die Rezessionsrisiken abklingen und sich die aktuellen Erwartungen einer zunehmend akkommodierenden Geldpolitik nicht erfüllen. Trotz der hohen Anleihekurse rechnen viele Anleger noch mit einem weiteren Anstieg. Eine plötzliche Stimmungsänderung am Markt könnte zu einem abrupten Abbau von Anleihepositionen führen. Auch die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken-Finanzinstituten könnte für verstärkte Marktvolatilität sorgen. Investmentfonds und börsengehandelte Fonds sind Risiken ausgesetzt, die Bank-Run-Risiken ähneln, da liquide Forderungen der Anleger durch illiquide Basiswerte besichert sind, was Auswirkungen auf die Finanzstabilität insgesamt hat (Chen et al., 2010; IWF 2015b). Lebensversicherungsgesellschaften haben insbesondere in der Europäischen Union in großem Umfang Long-Positionen in Zinsswaps eröffnet, um mit Versicherungsverträgen verbundene Zinsrisiken abzusichern (ESRB, 2015). Ein starker

Anstieg der Marktzinssätze würde zu Verlusten bei den ausgewiesenen Sicherheiten führen und Nachschussforderungen bei den Zinsswaps auslösen, was die Versicherungsgesellschaften zwingen könnte, Kreditforderungen abzustoßen. Dadurch würde sich der Schock auf andere Anlagekategorien ausweiten.

## Politikerfordernisse

Angesichts der gedämpften Konjunkturaussichten und der erheblichen Abwärtsrisiken müssen Schritte unternommen werden, die das Vertrauen stärken, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbeln und das Wachstumspotenzial steigern. Da auf kurze Sicht nicht mit vertrauensschaffenden Maßnahmen zu rechnen ist, die die Spannungen in der Handelspolitik entschärfen würden, ist in den meisten Volkswirtschaften mehr Unterstützung durch makroökonomische Maßnahmen notwendig. Die Geldpolitik hat bereits auf diesen Bedarf reagiert: Viele Zentralbanken, sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften, haben die Zinsen gesenkt und/oder mittels Forward Guidance eine geldpolitische Lockerung signalisiert. Angesichts niedriger oder negativer Leitzinsen, ohnehin schon umfangreicher Wertpapierbestände in den Zentralbankbilanzen und der erhöhten Unsicherheit könnte es aber sein, dass diese Maßnahmen in einigen Ländern keine ausreichenden Nachfrageimpulse bewirken. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften muss die Fiskalpolitik aktiver zur Förderung der kurzfristigen Nachfrage und der mittelfristigen Wachstumsaussichten eingesetzt werden, indem die außergewöhnlich niedrigen Zinssätze für Infrastrukturinvestitionen und andere Konjunkturmaßnahmen genutzt werden. In einigen Ländern mit fiskalischen Spielräumen, darunter einige Euroländer, ist bereits eine diskretionäre fiskalische Lockerung im Gang. Ein neu ausgerichteter Politikmix, der geldpolitische mit koordinierten fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen kombiniert, wäre im Euroraum ein wirksameres Mittel zur makroökonomischen Stabilisierung als die Geldpolitik allein und würde zudem den Lebensstandard auf längere Sicht verbessern und die Vermögenspreisinflation begrenzen (Kapitel 2, Fokuspapier 3). Sollte sich die Weltwirtschaft deutlich schwächer entwickeln als in den Projektionen unterstellt, könnte durch eine konzertierte Reaktion aller großen Volkswirtschaften am schnellsten und effektivsten gegengesteuert werden (Kapitel 2, Fokuspapier 4).

## Geldpolitik

Seit Mai ist die Gefahr einer Konjunkturabkühlung und einer Schwächung der Inflationserwartungen durch die anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels gestiegen (Kapitel 2, Fokuspapier 2). Dies hat die Zentralbanken in den wichtigsten Wirtschaftsräumen veranlasst, ihre Geldpolitik zu lockern oder ihre Handlungsbereitschaft für den Fall einer weiteren Verschlechterung der Aussichten zu signalisieren.

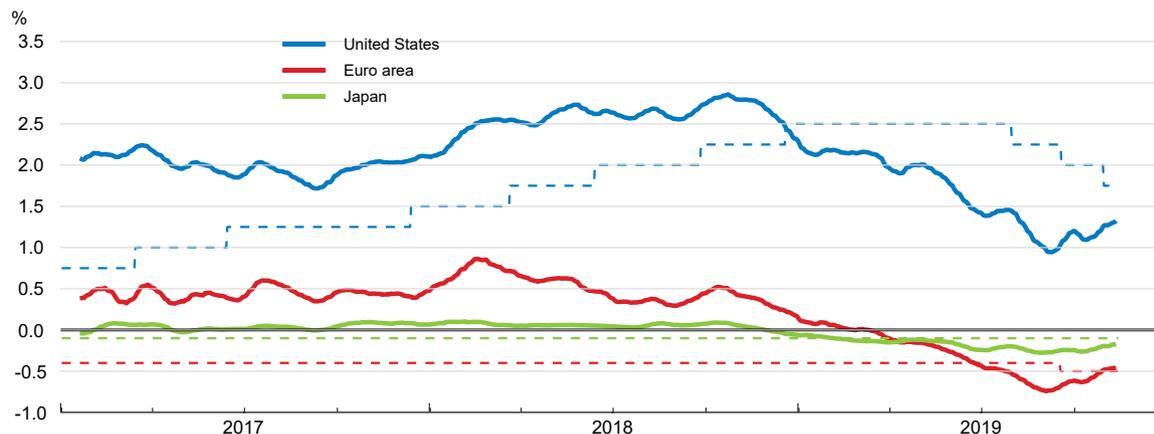
- In den Vereinigten Staaten hat die Federal Reserve den Zielkorridor für die Federal Funds Rate dreimal um insgesamt 75 Basispunkte auf nunmehr 1,5-1,75% gesenkt. Die Marktteilnehmer rechnen damit, dass die Zinsen noch etwas weiter gesenkt werden (Figure 1.21). Eine weitere Zinssenkung wäre jedoch nur gerechtfertigt, wenn die Konjunkturentwicklung wesentlich schwächer ausfallen würde als in diesen Projektionen unterstellt. Ausgehend von den Projektionen für die Inflations- und Konjunkturentwicklung dürfte die Federal Reserve ihren Leitzins bis Ende 2021 unverändert lassen. Die Federal Reserve hat zudem beschlossen, den Abbau ihrer Wertpapierbestände zwei Monate früher zu beenden als ursprünglich angekündigt.<sup>11</sup> Ihre Bilanzsumme belief sich damit Anfang November 2019 auf 4 Bill. USD, verglichen mit einem Höchststand von 4,5 Bill. USD Anfang 2015 und einem Vorkrisenstand von 0,9 Bill. USD. Zur Steuerung der Bankreserven begann die Fed unlängst wieder mit dem Ankauf von US-Staatsanleihen im Umfang von

<sup>11</sup> Die Federal Reserve wird aber den Abbau ihrer Bestände an Schuldverschreibungen und hypothekarisch besicherten Wertpapieren staatlich geförderter Unternehmen (Agency Debt und MBS) fortsetzen und die Tilgungszahlungen bis zu einem Umfang von 20 Mrd. USD pro Monat in US-Staatspapiere reinvestieren.

rd. 60 Mrd. USD pro Monat. Dies soll mindestens bis zum zweiten Quartal 2020 fortgeführt werden. Zudem beschloss die Fed, mindestens bis Januar weiter Repogeschäfte mit Übernacht- und längeren Laufzeiten zu tätigen (Kasten 1.3).

### Figure 1.21. Market expectations of policy interest rates

15-day moving average of expectations for the end of 2021



Note: Expected overnight interest rates derived from Overnight Index Swap rates. The dashed lines refer to the prevailing relevant policy interest rates (15-day averages are not applied).

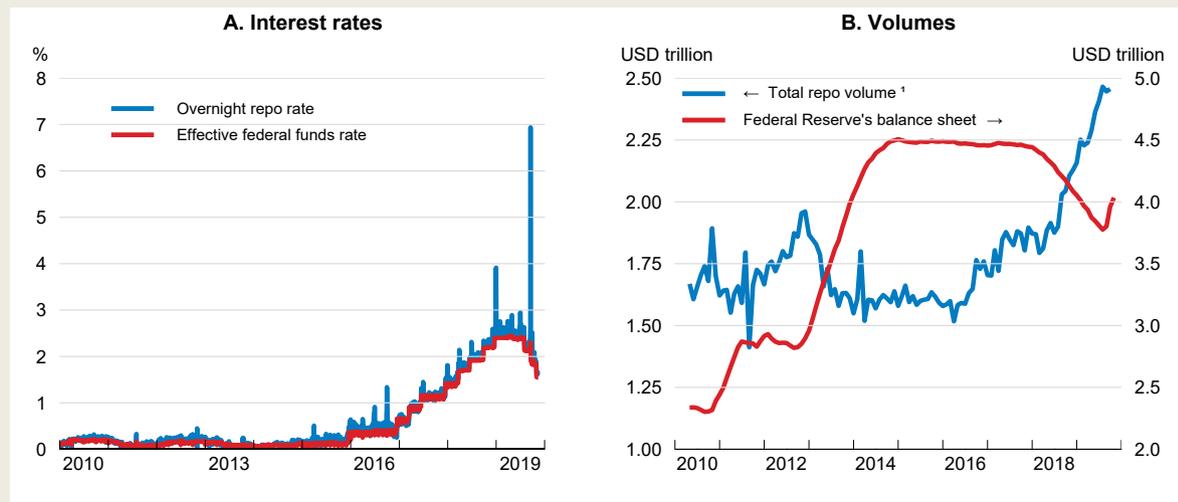
Source: Bloomberg; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044670>

### Kasten 1.3 Turbulenzen auf dem Repomarkt der Vereinigten Staaten

Die Geldmärkte in den Vereinigten Staaten verzeichneten Mitte September eine ungewöhnlich starke Volatilität. Dies war sowohl auf temporäre Faktoren – wie die vierteljährlichen Steuerzahlungen der Unternehmen und die Abrechnung von Staatsanleiheauktionen – als auch auf die längerfristige Bilanznormalisierung der Federal Reserve zurückzuführen. Einige Marktteilnehmer wiesen auch auf die strengeren Liquiditätsvorschriften für Großbanken als einen strukturellen Faktor hin, der zu Liquiditätsengpässen an den kurzfristigen Geldmärkten beiträgt. Am 17. September kam es zu einem drastischen Anstieg der Zinsen für besicherte Kredite, was Dominoeffekte auf unbesicherten Marktsegmenten wie dem Markt für Zentralbankgeld auslöste (Figure 1.22, Teil A). Die Federal Reserve wurde daher am Repomarkt aktiv, um den Finanzierungsengpässen an den Geldmärkten zu begegnen und die Federal Funds Rate innerhalb des Zielkorridors zu halten (Williams, 2019). Die Fed wird nun bis mindestens Januar 2020 weiter Repogeschäfte mit Übernacht- und längeren Laufzeiten tätigen. Dank der in den letzten Jahren verfolgten Politik umfangreicher Zentralbankreserven war dies das erste Mal seit der Finanzkrise, dass die Fed wieder am Repomarkt intervenieren musste. Um die Zentralbankreserven auf oder über dem Niveau von Anfang September 2019 zu halten, nahm die Federal Reserve zudem ihre Ankäufe von Staatsanleihen wieder auf. Diese sollen – im Umfang von zunächst rd. 60 Mrd. USD pro Monat – mindestens bis zum zweiten Quartal 2020 fortgesetzt werden.

Figure 1.22. Developments in the US repo market



1. Values shown refer to the entire population of securities allocated in tri-party repurchase transactions by the two clearing banks (JPMorgan Chase and the Bank of New York Mellon). The data do not account for any bilateral repo trades, and thus do not reflect the entire US repo market.

Source: Federal Reserve Bank of New York, <https://www.newyorkfed.org/data-and-statistics/data-visualization/tri-party-repo#>; and Federal Reserve Bank of St. Louis.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044689>

Die Geldmärkte sind wegen ihrer Schlüsselrolle bei der Umverteilung von Liquidität zwischen den Marktteilnehmern von zentraler Bedeutung für die Transmission der Geldpolitik und die Finanzstabilität (Brunnermeier und Pedersen, 2009; Ritz und Walther, 2015). Der Repomarkt ist ein wichtiger Finanzmarkt, weil er eine wesentliche kurzfristige Finanzierungsquelle für Wertpapierhändler darstellt und entscheidend für die Liquidität am Sekundärmarkt für US-Staatsanleihen und andere Wertpapiere ist (Copeland et al., 2014). Zudem spielen die Reposätze eine wichtige Rolle bei der dringend erforderlichen Abkehr vom LIBOR (Duffie und Stein, 2015), da der SOFR (Secured Overnight Financing Rate), der nach der Vorstellung der zuständigen Stellen in den Vereinigten Staaten den US-Dollar-LIBOR ablösen soll, zum Teil auf den Reposätzen beruht. Das Transaktionsvolumen am US-Repomarkt hat sich seit Anfang 2018 mit dem Abbau der Wertpapierbestände der Federal Reserve erheblich erhöht (Figure 1.22), was die Bedeutung des Repomarkts für die Finanzierungsbedingungen und die Transmission der Geldpolitik zusätzlich unterstreicht.

Zur Bestimmung des angemessenen Umfangs der Fed-Bilanz (und somit der Reserven im Bankensystem) ist es entscheidend, künftig besser zu verstehen, welche Faktoren für den Bedarf der Finanzinstitute an Zentralbankreserven ausschlaggebend sind. Dazu müssen verstärkt Daten und Informationen aus allen Bereichen des Marktes zusammengetragen werden, die ein umfassenderes Monitoring der Trends und Risiken an den Repo- und Wertpapierleihmärkten ermöglichen (IWF, 2015a). Es besteht jedoch beträchtliche Unsicherheit über das angemessene Mindestreserveniveau. Dies erschwert die Entscheidung, wie stark die Zentralbankbilanz zur Steuerung der Reserven ausgeweitet werden sollte. Die angekündigte Erhöhung der Reserven und die einstweilige Fortsetzung der Repogeschäfte dürften verhindern, dass sich die Turbulenzen vom September wiederholen. Ferner könnte die Einrichtung einer ständigen Repofazilität mit festem Zinssatz in Betracht gezogen werden, um dem Markt Übernacht-Repogeschäfte in beliebiger Höhe zu einem vom Offenmarktausschuss der Federal Reserve festgelegten Zinssatz anzubieten. Dies würde zu einer wirksameren Steuerung der kurzfristigen Zinssätze beitragen und in außergewöhnlichen Situationen Sicherheitsliquidität bieten (Gagnon und Sack, 2014).

- Die EZB hat ihren negativen Einlagenzins um 10 Basispunkte auf -0,5% gesenkt und ein zwei-stufiges System zur Verzinsung der Überschussliquidität der Banken eingeführt, um die Kosten für die Banken zu verringern (Kasten 1.4). Darüber hinaus hat die EZB ihre Forward Guidance verstärkt. Demnach sollen die Leitzinsen so lange auf ihrem gegenwärtigen oder einem niedrigeren Niveau bleiben, bis sich die Inflationsaussichten deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2% liegt. Die Kosten für die neuen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) wurden ebenfalls gesenkt.<sup>12</sup> Zudem wurden die Nettoankäufe von Wertpapieren (in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. EUR) im November wieder aufgenommen. Sie sollen so lange fortgesetzt werden, wie dies erforderlich ist. Alle diese Maßnahmen sind angesichts der Konjunkturaussichten gerechtfertigt, wenn die fiskalischen Impulse nicht über das aktuell vorgesehene Maß hinaus verstärkt werden.
- Die Bank of Japan setzt weiter auf umfangreiche geldpolitische Impulse (u.a. durch Negativzinsen und Zinskurvensteuerung). Die Forward Guidance zur Zinspolitik wurde ebenfalls verstärkt. Darüber hinaus kündigte die Bank of Japan an, die Geldpolitik weiter zu lockern, falls die Wahrscheinlichkeit einer Abschwächung der zur Erreichung des Inflationsziels erforderlichen Dynamik steigt. Da die Inflation den Projektionen zufolge nur langsam in Richtung des Zielwerts steigen wird, dürfte der derzeitige geldpolitische Kurs in den kommenden zwei Jahren beibehalten werden.

Sollten sich das Wachstum und die Inflation wesentlich stärker verlangsamen als derzeit projiziert, wäre eine weitere Lockerung der Geldpolitik gerechtfertigt. Wie umfangreich diese Lockerung ausfallen müsste, würde jedoch von der Stärke etwaiger gleichzeitig ergriffener antizyklischer fiskalischer Maßnahmen abhängen (Kapitel 2, Fokuspapier 4). In den Vereinigten Staaten ist der Spielraum für eine Steigerung der geldpolitischen Akkommodierung größer als im Euroraum und in Japan. Dabei würden hauptsächlich unkonventionelle Maßnahmen zum Einsatz kommen.

- Die Federal Reserve kann Leitzinssenkungen vornehmen, allerdings in geringerem Umfang als in den vergangenen drei Rezessionen.<sup>13</sup> Eine Wiederaufnahme umfangreicher Wertpapierankäufe wäre ebenfalls möglich. Zudem könnte wie in Japan eine Zinskurvensteuerung eingeführt werden, um die längerfristigen Zinssätze und damit die Finanzierungsbedingungen direkter zu steuern (Bernanke, 2016a; Brainard, 2019). Ein Zinsziel für mittlere Laufzeiten würde bei hinreichender Glaubwürdigkeit keine umfangreichen Ankäufe von Staatsanleihen durch die Federal Reserve erfordern. Daneben könnten auch leicht negative Zinssätze in Betracht gezogen werden, die sich positiv auf das Wachstum und die Inflation auswirken könnten (Cúrdia, 2019). Allerdings könnten Negativzinsen in den Vereinigten Staaten wegen der wichtigeren Rolle von Geldmarktfonds weitreichendere Nebenwirkungen an den Finanzmärkten haben als in Europa oder Japan.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Die Banken können in vierteljährlichen Geschäften zwischen September 2019 und März 2021 bis zu 30% ihres Ende Februar 2019 ausstehenden Bestands an anrechenbaren Krediten (einschließlich im Rahmen der GLRG-II aufgenommenen noch ausstehender Beträge) für eine Laufzeit von zwei Jahren aufnehmen. Die Mittel können nicht vor Laufzeitende zurückgezahlt werden. Der von den Banken zu entrichtende Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des jeweiligen GLRG. Für Banken, deren anrechenbare Kreditvergabe Ende März 2021 ihre Referenzgröße um 2,5% überschreitet, wird der Zinssatz auf den durchschnittlichen geltenden Zinssatz für die EZB-Einlagefazilität gesenkt. Ursprünglich sollten die Kreditkosten um 0,1 Prozentpunkt höher sein.

<sup>13</sup> In den vergangenen drei Rezessionen wurde der Leitzins in den Vereinigten Staaten um mehr als 5 Prozentpunkte gesenkt; jetzt ist der Spielraum nicht einmal halb so groß, wenn der Leitzins über null bleiben soll.

<sup>14</sup> Unter anderem könnte die Risikoneigung der Geldmarktfonds steigen – und damit auch das Risiko, dass es im Krisenfall zu einem Run auf die Fonds kommt (Bernanke, 2016b; Bua et al., 2019).

- Die EZB könnte die Zinssätze noch weiter in den negativen Bereich absenken und ihre monatlichen Nettowertpapierankäufe erhöhen. Wenn der Ankauf von Staatsanleihen an die von der EZB selbst gesetzten Grenzen stößt, könnten umfangreichere Ankäufe von Titeln des privaten Sektors in Erwägung gezogen werden.<sup>15</sup> Diese Ankäufe dürften allerdings einen geringeren gesamtwirtschaftlichen Effekt haben als Ankäufe von Staatsanleihen. Zudem würden sie höhere Risiken für die EZB mit sich bringen und zu Verzerrungen an bestimmten Märkten führen. Im Gegensatz zum Ankauf privater Aktiva beeinflusst der Ankauf von Staatsanleihen in der Regel die Preise eines breiten Spektrums finanzieller Vermögenswerte, deren Preissetzung auf den risikofreien Zinsen basiert.
- In Japan wäre es u.U. möglich, die Forward Guidance zu verstärken und die Zinsen sowohl am kurzen als auch am langen Ende weiter in den negativen Bereich zu drücken (d.h. durch Leitzinssenkungen und Zinskurvensteuerung).

Die Wirksamkeit einer zusätzlichen geldpolitischen Lockerung könnte insgesamt begrenzt sein, vor allem im Fall einer Konjunkturabschwächung, die durch für erhöhte Unsicherheit sorgende handelspolitische Verwerfungen ausgelöst wird. Die geldpolitischen Erfahrungen der letzten Jahre lassen vermuten, dass erneute unkonventionelle geldpolitische Impulse die Vermögenspreise in die Höhe treiben würden. Ihre Wirkung auf die Inflation und das BIP-Wachstum ist dagegen weniger sicher.

- Angesichts der erhöhten Unsicherheit über die zukünftige Handels- und Wirtschaftspolitik und der Erwartung eines länger anhaltenden Niedrigzinsumfelds wäre eher mit einem gedämpften Effekt auf produktive Investitionen und Konsum zu rechnen. Anhaltend niedrige Zinssätze verringern die Anreize, Ausgaben vorzuziehen, und Unsicherheit reduziert die Investitions- und Konsumneigung der privaten Haushalte und Unternehmen. Die Hurdle-Raten für Unternehmensinvestitionen sind trotz der sehr akkommodierenden Geldpolitik der letzten zehn Jahre nach wie vor hoch. Zugleich sind in vielen Ländern die Sparquoten der privaten Haushalte trotz großer Zuwächse bei ihrem Vermögen stabil geblieben, vor allem im Euroraum (Figure 1.9 und Figure 1.10). Hinzu kommt, dass die Verschuldung – insbesondere von Nichtfinanzunternehmen – in vielen Staaten höher ist als vor der großen Rezession. Folglich könnte die Kreditaufnahmefähigkeit begrenzt sein.
- Auch die Inflation wird bei einer zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik möglicherweise nicht weiter zunehmen, sofern es nicht zu einer deutlichen Währungsabwertung kommt. Trotz der kontinuierlichen geldpolitischen Impulse und der gegenwärtig angespannten Arbeitsmarktlage liegt sie nach wie vor unter den Zielwerten. Dies könnte auf den Effekt längerfristiger Trends im Zusammenhang mit Globalisierung, technologischem Fortschritt, Marktkonzentration, Preispolitiken zur Steigerung der Marktanteile sowie Veränderungen der Qualität und Zusammensetzung von Produkten zurückzuführen sein, die bei der Messung der Verbraucherpreis-inflation nicht gut erfasst werden. Alle diese Faktoren verringern den Effekt des Konjunkturzyklus auf die Inflation und damit die Wirksamkeit der Geldpolitik.
- So wie frühere geldpolitische Expansionen (BIZ, 2019) hat auch die jüngste geldpolitische Lockerung die Finanzierungsbedingungen verbessert. Die Vermögenspreise reagierten wie erwartet, obwohl die Preise vieler Vermögenswerte, etwa Staatsanleihen und Aktien, bereits ein hohes Niveau erreicht haben. Weitere geldpolitische Impulse könnten zu noch mehr Marktverzerrungen und Umschichtungen in den Anlageportfolios führen, ohne eine nennenswerte Steigerung der produktiven Investitionen und des Konsums zu bewirken. Stattdessen könnten sie Unternehmen zu Aktienrückkäufen oder Fusionen und Übernahmen veranlassen. Die Gewinne aus dem Vermögenspreisanstieg könnten sich zudem auf Haushalte mit höheren Einkommen konzentrieren, die in geringem Maße dazu neigen, aus ihrem Vermögen zu konsumieren.

<sup>15</sup> Die EZB hat bereits Unternehmensanleihen, forderungsunterlegte Wertpapiere (*asset-backed securities* – ABS) und gedeckte Schuldverschreibungen im Umfang von rd. 466 Mrd. EUR (4% des Euroraum-BIP) angekauft.

Die Negativzinspolitik im Euroraum und in Japan scheint bislang keine wesentlichen negativen Auswirkungen auf die Banken zu haben. Im Fall noch stärker negativer Zinssätze, die über einen noch längeren Zeitraum beibehalten werden, könnten die Grenzerträge allerdings abnehmen und die Risiken zunehmen (Kasten 1.4). Bei einer Fortsetzung der Wertpapierankäufe durch die Zentralbanken und einer schwachen makroökonomischen Entwicklung wäre dies noch wahrscheinlicher.

### **Kasten 1.4 Wirksamkeit einer über einen längeren Zeitraum fortgesetzten Negativzinspolitik**

In einigen europäischen Volkswirtschaften wird seit mindestens fünf Jahren eine Negativzinspolitik verfolgt; in Japan ist dies seit fast vier Jahren der Fall. In Schweden ist der Leitzins seit Anfang 2019 weniger negativ. Die EZB senkte ihren Einlagensatz im September hingegen weiter in den negativen Bereich ab. In diesem Kasten wird die Wirksamkeit negativer Zinssätze erörtert.

#### **Die effektiven Negativzinsen unterscheiden sich in den einzelnen Ländern**

Gegenwärtig wenden fünf Volkswirtschaften effektiv eine Negativzinspolitik an. Die Zinssätze für Einlagen der Geschäftsbanken bei den Zentralbanken (oder andere kurzfristige Forderungen der Banken gegenüber den Zentralbanken) liegen in diesen Volkswirtschaften zwischen  $-0,75\%$  und  $-0,1\%$  (Table 1.1). Da aufgrund zahlreicher Befreiungen und Ausgleichsregelungen für Überschussreserven bis zu einer bestimmten Höhe häufig keine Negativzinsen anfallen oder ein weniger negativer Zinssatz gilt, ist der effektive durchschnittliche Zinssatz jedoch weniger negativ als der offizielle Leitzins. In Japan beispielsweise unterliegen nur 5% der Überschussreserven der Banken bei der Zentralbank dem Zinssatz von  $-0,1\%$ , während für die übrigen Reserven entweder ein Nullzinssatz oder ein positiver Zinssatz gilt. Folglich ist der durchschnittliche Zinssatz positiv. Im Euroraum sorgt das kürzlich beschlossene Stufensystem dafür, dass 40% aller Bankeinlagen bei der EZB von dem Einlagensatz von  $-0,5\%$  befreit sind. Der effektive Durchschnittzinssatz ist damit weniger negativ, obwohl der Leitzins weiter in den negativen Bereich abgesenkt wurde. Durch die Kombination der stärker negativen Einlagenzinsen mit einem Stufensystem entfallen für Banken, deren Überschussreserven unter dem Schwellenwert liegen, die Anreize zur Verringerung ihrer Reserven; für Banken mit Überschussreserven über dem Schwellenwert erhöhen sich diese Anreize. Befreiungsschwellen haben im Allgemeinen zur Folge, dass die von der Negativzinspolitik ausgehenden Effekte und Anreize in den einzelnen Banken unterschiedlich ausfallen, je nachdem, ob ihre Überschussreserven über oder unter dem Schwellenwert liegen.

#### **Wie funktioniert die Politik der negativen Zinsen?**

Eine Absenkung der Zentralbankzinsen unter null dürfte die Kosten von Bankkrediten verringern und so die Kreditnachfrage ankurbeln. In dieser Hinsicht unterscheidet sich eine Absenkung der Zinssätze in den negativen Bereich nicht von einer konventionellen Leitzinssenkung bei positiven Zinssätzen (sog. „Zinskanal“). Darüber hinaus könnten sich Geschäftsbanken durch die Gebühren für Überschussliquidität veranlasst sehen, ihre Kreditvergabe zu steigern („Bankkreditkanal“).

Ab einem bestimmten Punkt – dem sogenannten „Umkehrzins“ – können die Negativzinsen jedoch den Bankkreditkanal beeinträchtigen und sich negativ auf die Kreditkosten und die Kreditverfügbarkeit und somit auch die Realwirtschaft auswirken (Brunnermeier und Koby, 2016; Borio und Gambacorta, 2017; Eggertsson et al., 2019). Wenn die Zinssätze zunehmend negativ werden, können die Banken die Kosten für Darlehen an private Haushalte und Unternehmen senken. Allerdings können sie die Negativzinsen nicht in vollem Umfang auf die Einlagenzinsen übertragen, weil die Einlagenkunden es sonst vorziehen könnten, Bargeld zu halten. Dadurch sinkt die Nettozinsspanne und (sofern dies nicht durch andere Maßnahmen ausgeglichen wird) der Gewinn der Banken, was sich potenziell negativ auf die Kapitalpuffer auswirkt. Besonders gravierend sind diese negativen Effekte im Fall von Banken, die stark auf die Einlagen von Privatkunden angewiesen sind. Um diese Effekte auszugleichen, können die Geschäftsbanken die Darlehenszinsen oder Gebühren für ihre Kunden erhöhen. Beides kann negative Auswirkungen auf die

Verfügbarkeit und die Kosten von Bankkrediten haben. Durch verschiedene Befreiungen und Ausgleichsregelungen (siehe weiter oben) können die negativen Effekte auf die Bankgewinne verringert werden. Derartige Befreiungen schwächen aber auch die Wirkung des Zinskanals und untergraben so die Sinnhaftigkeit einer solchen Politik.

Um ihre Gewinne zu steigern, könnten die Banken auch Kredite an riskantere Kreditnehmer vergeben („Risikokanal“). Eine größere Risikobereitschaft ist in einem Umfeld mit schwachem Wachstum zwar wünschenswert, wenn die Risikobereitschaft aber über einen längeren Zeitraum erhöht bleibt und zu groß wird, kann dies die Widerstandsfähigkeit der Banken in einem zukünftigen Abschwung beeinträchtigen.

Negative Zinssätze wirken jedoch auch über den Bankensektor hinaus: Werden sie an die privaten Haushalte weitergereicht, könnten sich diese veranlasst sehen, ihre Ersparnisse auszugeben, um den Effekt der impliziten Steuer zu begrenzen. Wenn aber durch die Negativzinsen der Eindruck entsteht, dass größere wirtschaftliche Unsicherheit und Einbußen bei den künftigen Erträgen aus bestehendem Vermögen drohen, könnten die privaten Haushalte ihren Konsum einschränken. Ferner könnten sich Anleger, deren Vermögenswerte negativ verzinst werden, veranlasst sehen, in andere Vermögenswerte mit höheren Renditen zu investieren. Dies würde dazu beitragen, das Zinsniveau zu senken und das Finanzierungsangebot in der Realwirtschaft zu steigern, wäre aber mit größeren Risiken verbunden.

### **Bisherige empirische Befunde**

Eine umfassende Bewertung der Effekte einer Negativzinspolitik ist kompliziert, weil es schwierig ist, zwischen den Effekten der negativen Zinssätze und den Effekten anderer unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen (insbesondere Wertpapierkäufen, längerfristigen Refinanzierungsprogrammen für Banken und Forward Guidance) zu unterscheiden und dabei auch Kreditnachfrageeffekte zu berücksichtigen.

Anfänglich war in den Ländern mit Negativzinspolitik eine starke Überwälzung der negativen Leitzinsen auf die Bankkredit- und Geldmarktzinsen festzustellen (Bech und Malkhozov, 2016; Eggertsson et al., 2019; Erikson und Vestin, 2019). In den letzten Jahren scheinen sich die Bankkreditzinsen aber stabilisiert zu haben. Privatkunden blieben bisher von negativen Einlagenzinsen verschont, in einigen Fällen wurden aber Negativzinsen auf Einlagenkonten von Unternehmen erhoben (Eisenschmidt und Smets, 2019; Demiralp et al., 2019).<sup>1</sup> In Dänemark und in der Schweiz haben bereits mehrere Banken angekündigt, dass sie bei einem größeren Kundenkreis negative Einlagenzinsen erheben werden oder dies in Erwägung ziehen.

Bislang scheint die Rentabilität der Banken in den Ländern mit Negativzinspolitik noch nicht beeinträchtigt. Zurückzuführen ist dies auf die niedrigeren Kosten der Wholesale- und Einlagenfinanzierung, höhere zinsunabhängige Erträge sowie geringere Bestände an notleidenden Krediten (Turk, 2016; Lopez et al., 2018; BIZ, 2019; Stráský und Hwang, 2019). Allerdings hat der Bankensektor in einigen Staaten erhebliche Kosten zu verkraften. Für die Banken in der Schweiz und im Euroraum beliefen sich die Kosten 2018 auf 16,3% bzw. 4,2% ihrer realisierten Gewinne (vgl. Table 1.2).<sup>2</sup> In Japan dagegen erhalten die Banken positive Nettoerträge auf ihre Überschussreserven (siehe weiter oben und Table 1.2), ihre Gewinne sinken aber wegen der seit Längerem sehr geringen Nettozinsspannen.

Im Euroraum funktioniert der Bankkreditkanal auf Ebene der einzelnen Banken offenbar reibungslos, da Banken mit größerer Überschussliquidität in der Regel ihre Kreditvergabe erhöht haben (Eisenschmidt et al., 2019; Demiralp et al., 2019). Teile des Euroraum-Bankensektors verzeichnen jedoch nach wie vor eine geringe Rentabilität. Dies erklärt sich aus dem schwachen makroökonomischen Umfeld und strukturellen Herausforderungen, wie z.B. Überkapazitäten und Kostenineffizienzen, die bereits vor der Negativzinspolitik bestanden (de Guindos, 2019).

**Table 1.2. Negative interest rate policy frameworks and their impact on bank profits**

	Total volume / average IR	Current accounts (CAs)			Negative-rate claims		2018 interest payments to the CB, % of bank profits
		IR > 0	IR = 0	IR < 0	overnight	one-week	
<b>Denmark</b>	<i>Individual current account limits</i>						
Volume	231	0	31	-	-	200	2.4%
Interest rate	-0.65	-	0.00	-	-	-0.75	
<b>Euro area</b>	<i>Required reserves exempted from negative interest rates. The exempt tier introduced in Oct. 2019</i>						
Volume	1842 (2128)	0 (0)	133 (933)	1710 (1195)	-	-	4.2% (3.3%)
Interest rate	-0.37 (-0.29)	-	0 (0)	-0.50 (-0.50)	-	-	
<b>Japan</b>	<i>Three-tiered system; the BoJ maintains the balance of negative-interest tier in the 10 to 30 trillion-yen range</i>						
Volume	387	208	156	23	-	-	-3.8%
Interest rate	0.05	0.10	0.00	-0.10	-	-	
<b>Sweden</b>	<i>Negative costs mitigated by the use of term claims remunerated at less negative interest rates</i>						
Volume	435	-	-	55	0	380	1.6%
Interest rate	-0.26	-	-	-0.35	-0.35	-0.25	
<b>Switzerland</b>	<i>Individual exemption thresholds - raised from 20 to 25 times reserve requirements in Nov. 2019</i>						
Volume	574	0	305	269	-	-	16.3%
Interest rate	-0.35	-	0.00	-0.75	-	-	

Note: IR stands for interest rate as of end-October 2019. Volumes are monthly averages of September 2019 for Japan, October 2019 for Denmark, the euro area, Sweden, and end-December 2018 for Switzerland. Volumes are in trillions of yen for Japan and billions of national currency for the remaining areas. Current accounts for the euro area include the deposit facility. The last column shows OECD estimates of 2018 banks' interest payments related to the NIRP to central banks (CB) as per cent of gross annual operating profits in 2018 for Denmark, the euro area, Sweden and Switzerland and of 2018H1 annualised profits for Japan. Domestic banks and foreign banks and institutions are included. For the euro area, figures in parentheses show the estimates in 2020 assuming that the ECB maintains the deposit interest rate at -0.5% and continues with net asset purchases of EUR 20 billion per month until the end of 2020.

Source: Bank of Japan; Danmarks Nationalbank; European Central Bank; Japan Banker's Association; Swiss National Bank; Sveriges Riksbank; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044803>

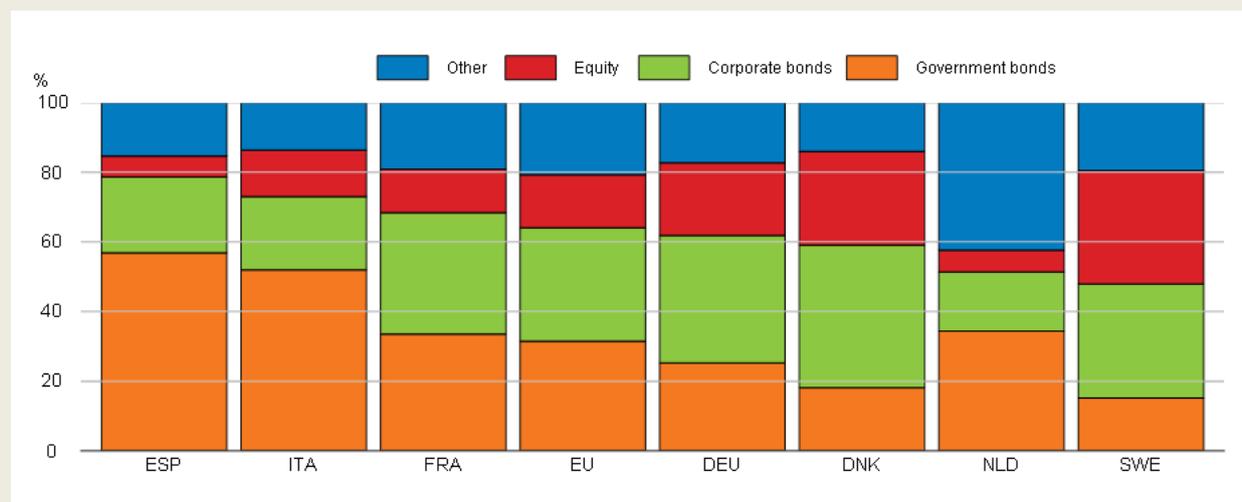
Die Beeinträchtigung der Bankgewinne durch die negativen Einlagenzinsen könnte sich verstärken, wenn die Zentralbanken ihre Wertpapierankäufe fortsetzen oder die Zinsen noch weiter in den negativen Bereich senken. Im Euroraum beispielsweise werden die Zahlungen, die die Banken auf ihre Überschussreserven zu entrichten haben, im Zeitverlauf zunehmen, wenn die Nettowertpapierankäufe der EZB im Umfang von 20 Mrd. EUR pro Monat einen proportionalen Anstieg der Überschussreserven bewirken. In diesem Fall könnten die von den Banken zu leistenden Zahlungen 2020 gegenüber einem Szenario mit unveränderten Überschussreserven um 17% höher ausfallen. Dadurch würde der positive Effekt des Stufensystems teilweise zunichtegemacht.

### Finanzstabilitätsrisiken im Nichtbanken-Finanzsektor

Wenn sich die negativen Leitzinsen in der Verzinsung von sicheren Anlagen mit längeren Laufzeiten niederschlagen, verschlechtert sich die Solvenz von Pensionsfonds mit festen Leistungszusagen und von Finanzinstituten, die Lebensversicherungen mit fester nominaler Verzinsung anbieten (sofern keine Ausgleichsmaßnahmen ergriffen werden) (OECD, 2016). Diese negativen Effekte sind umso stärker, je höher das Niveau der garantierten Verzinsung/Leistungen ist, je höher der Umfang der Verbindlichkeiten mit fester Verzinsung oder festen Leistungszusagen ist, je schwieriger Vertragsneuverhandlungen sind und je höher der Anteil der festverzinslichen Anlagen in den Investmentportfolios insgesamt ist. Die Versicherungsunternehmen haben bereits begonnen, den Garantiezins zu senken, die Anpassung des gesamten Bestands an ausstehenden Policen ist jedoch ein langwieriger Prozess.<sup>3</sup> Das Anlagevermögen der Versicherungsunternehmen in der EU besteht bis zu einem Drittel aus Staatsanleihen und zu rd. 20% aus Unternehmensanleihen (Figure 1.23). Bei anhaltend negativen Zinssätzen für längere Laufzeiten dürften Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds geneigt sein, Umschichtungen in ihren Portfolios von

sicheren Anlagen hin zu riskanteren Anlagen vorzunehmen, was für ihre Kunden mit entsprechend größeren Risiken verbunden wäre. Dadurch würde die Wahrscheinlichkeit finanzieller Verluste zunehmen, insbesondere während eines Abschwungs. Dieser Risikokanal ist auch für Geldmarktfonds von Bedeutung. Sie können ihre Renditen steigern, indem sie die Laufzeiten ihrer Anlagen verlängern und die Liquidität ihrer Anlagen verringern (Bua et al., 2019). Dadurch erhöht sich jedoch das Risiko von Runs auf die Geldmarktfonds.

**Figure 1.23. Composition of insurance companies' assets in selected European countries**



Note: As of end-2018.

Source: EIOPA (2019), Financial Stability Report, June.

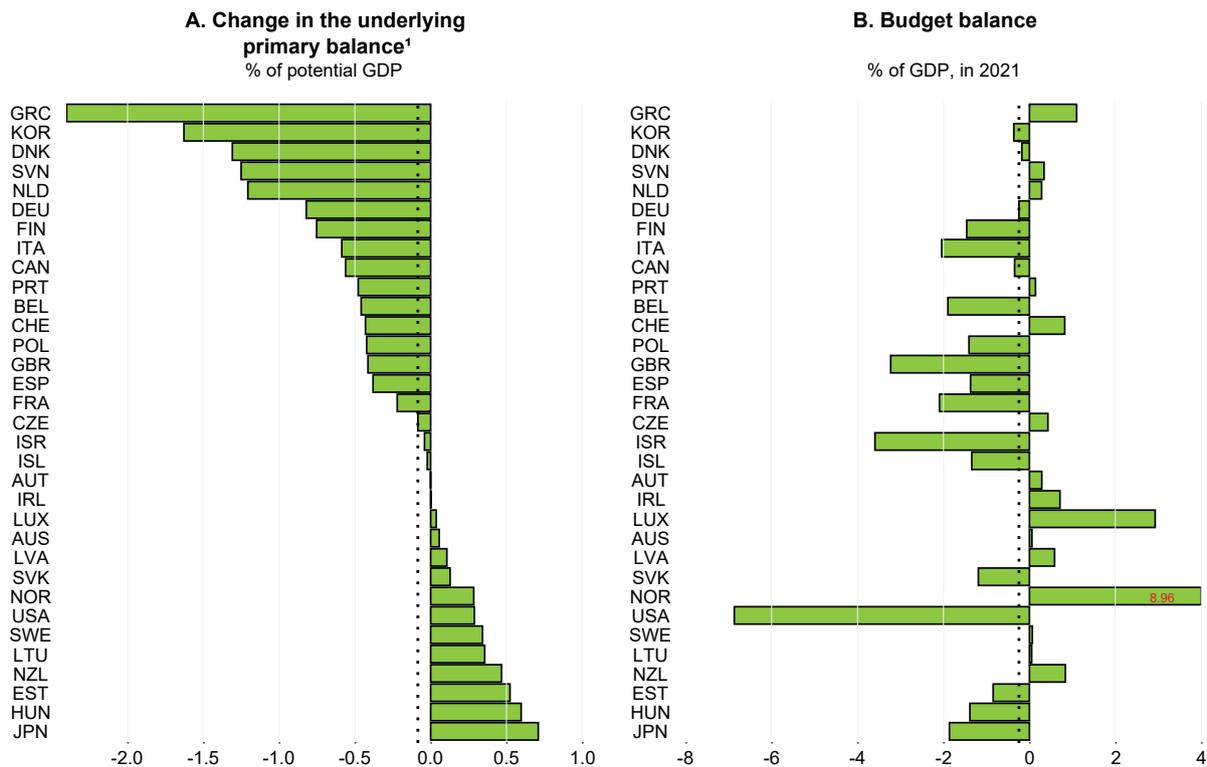
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044708>

1. In Dänemark beispielsweise gelten für rd. 60% der Einlagen von Unternehmen Negativzinsen.
2. Im Euroraum hatte sich diese Quote gegenüber 2015 mehr als verdoppelt – bei einem nominalen Anstieg der Gesamtgewinne um 28,6% im gleichen Zeitraum. Die Überschussliquidität und somit die Kosten für die Banken konzentrierten sich auf Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Luxemburg, während die Überschussliquidität in Italien sehr gering war.
3. Der durchschnittliche Garantiezins, bezogen auf alle von Versicherungsunternehmen garantierten Bestandsverträge, beträgt in Finnland ungefähr 3,8%, in den Niederlanden 3,5% und in Deutschland 2,5%. Für neue Verträge hingegen gilt in diesen Ländern nur noch ein Garantiezins von etwa 0,5%, 1% und 0,5%.

## Fiskalpolitik

Auf Basis aktueller Informationen (Anhang 1.A) dürfte der fiskalpolitische Kurs im Zeitraum 2020-2021 im Median der OECD-Volkswirtschaften weitgehend neutral ausgerichtet sein (Figure 1.24, Teil A), nachdem 2019 Schätzungen zufolge für fiskalische Impulse im Umfang von rd. 0,3% des Potenzial-BIP (Medianwert) gesorgt wurde. In Korea und einigen EU-Ländern werden 2020 relativ starke diskretionäre Impulse von 1-2¼% des Potenzial-BIP erwartet. Angesichts eines niedrigen oder sich verlangsamenden Wachstums sowie teilweise unterausgelasteter Ressourcen stellt dies in vielen dieser Volkswirtschaften eine begrüßenswerte antizyklische Lockerung dar (Figure 1.25, Teil B). Mit einem geringfügig kontraktiven fiskalpolitischen Kurs wird nur in wenigen Ländern gerechnet (Figure 1.24, Teil A).

Figure 1.24. Fiscal policy is expected to be eased in many OECD economies



Note: Dotted vertical lines show medians.

1. Change between 2019 and 2021.

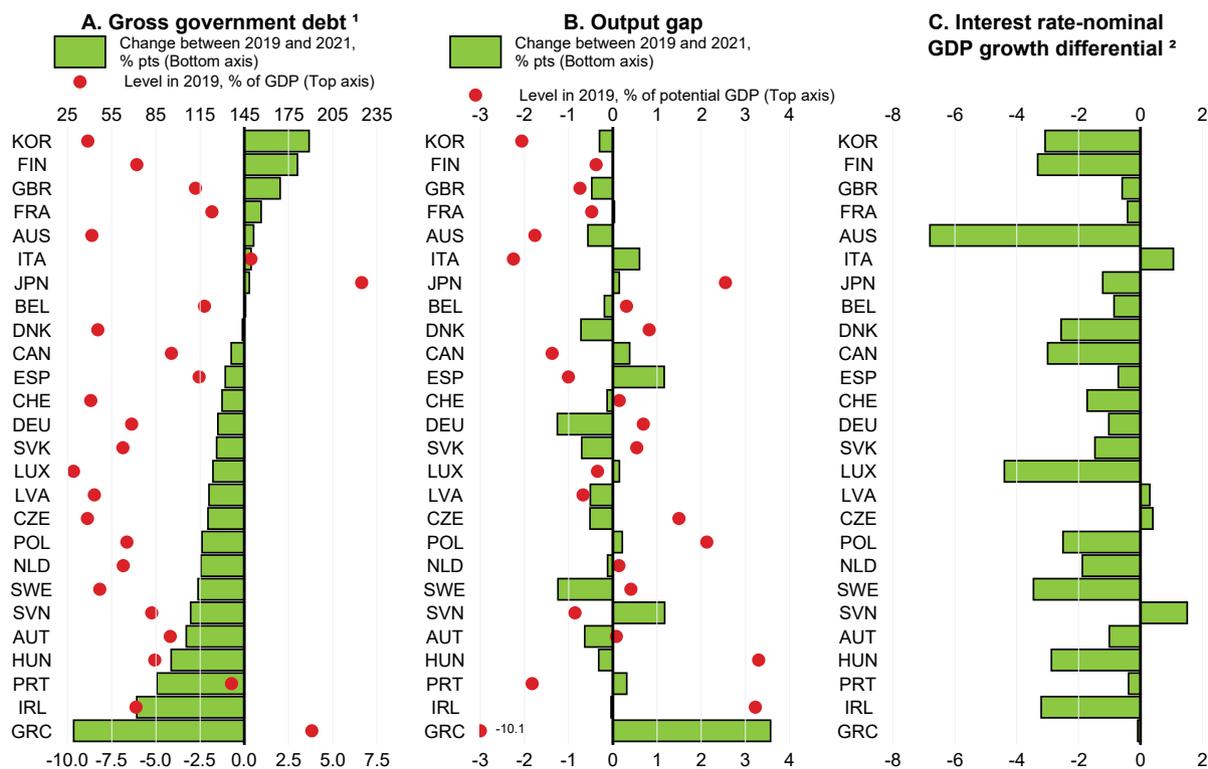
Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044727>

Der zukünftige fiskalpolitische Kurs sollte sich u.a. an der Notwendigkeit orientieren, die kurzfristige Nachfrage und das längerfristige Potenzialwachstum zu steigern, wobei auch die Schulden Tragfähigkeit zu berücksichtigen ist. In Anbetracht der zuletzt beobachteten bzw. in näherer Zukunft erwarteten Differenz zwischen den effektiven Zinssätzen für die Nettoverschuldung und dem nominalen BIP-Wachstum besteht in den meisten OECD-Ländern weniger Anlass zu Besorgnis über die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung (Figure 1.25, Teil C). Was andere für den Umfang und die Notwendigkeit einer zusätzlichen fiskalischen Lockerung wichtige Aspekte betrifft, unterscheiden sich die einzelnen Volkswirtschaften jedoch erheblich (Figure 1.25, Teil A und B).

- Ausgehend von den aktuellen Projektionen könnten einige europäische Länder mit relativ niedriger Verschuldung, in denen sich die Produktionslücke vergrößert oder stabil bleibt, wie z.B. Deutschland, die Niederlande und Schweden, stärkere diskretionäre Impulse setzen als gegenwärtig geplant. Angesichts des erwarteten Rückgangs des öffentlichen Bruttoschuldenstands im Verhältnis zum BIP wäre ein zusätzlicher Impuls in der Größenordnung von rd. ½% des Potenzial-BIP ohne Erhöhung der Bruttoverschuldung möglich und wünschenswert. Diese Impulse könnten dazu beitragen, das zukünftige Potenzialwachstum zu steigern, wenn die derzeit niedrigen öffentlichen Investitionen erhöht würden. Zudem könnten sie vor dem Hintergrund des begrenzten Spielraums für eine zusätzliche geldpolitische Lockerung das Wachstum der Beschäftigung und des Konsums der privaten Haushalte stützen. In vielen europäischen Ländern bieten die negativen Renditen auf längerfristige Staatsanleihen eine risikoarme Möglichkeit, gravierende Infrastrukturengpässe zu beseitigen und das längerfristige Wachstum zu stärken (Blanchard, 2019).

Figure 1.25. Selected indicators of possible changes in the fiscal stance



1. National accounts definition.

2. The average difference between the effective interest rate paid on net debt ( $r$ ) and nominal GDP growth ( $g$ ) for 2016-21 (the so-called  $r-g$ ).  $r$  is the weighted difference between the implied interest rate paid on government financial liabilities and the implied interest rate earned on government financial assets, where the weights are the share of financial liabilities and assets in net debt, respectively.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044746>

- In OECD-Ländern, in denen in den nächsten zwei Jahren nicht mit einem Rückgang der relativ hohen Verschuldung zu rechnen ist (wie z.B. in Belgien, Frankreich, Japan, Italien, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten<sup>16</sup>) oder in denen die Verschuldung zwar zurückgehen, aber sehr hoch bleiben dürfte (wie in Griechenland, Portugal und Spanien), ist der Spielraum für eine diskretionäre fiskalische Lockerung hingegen begrenzt. Eine weitere Lockerung könnte die zukünftige Schuldentragfähigkeit beeinträchtigen und den fiskalischen Spielraum zur Bekämpfung künftiger Rezessionen verringern. In einigen EU-Ländern würde eine starke fiskalpolitische Lockerung u.U. gegen die EU-Fiskalregeln verstoßen. In allen diesen Ländern könnte die Konjunkturentwicklung aber dennoch gestützt werden, wenn die Ausgaben- und Steuerstruktur wachstumsfreundlicher gestaltet würde. Die Konjunktur ließe sich z.B. haushaltsneutral stützen, indem die Ausgaben für wachstumsfördernde Komponenten – wie Bildung und öffentliche Investi-

<sup>16</sup> In den Vereinigten Staaten dürfte sich die Verschuldung auf Bundesebene im Verhältnis zum BIP bei unveränderter Politikausrichtung in den nächsten zehn Jahren ebenfalls erhöhen (CBO, 2019). Dieser Anstieg könnte wesentlich umfangreicher ausfallen, wenn befristete Steuerregelungen verlängert würden und die diskretionären Ausgaben (ohne Verteidigungsausgaben) nicht nur proportional zur Inflation, sondern auch zum Bevölkerungswachstum steigen würden (Auerbach und Gale, 2019).

tionen in Infrastruktur, Gesundheit sowie Forschung und Entwicklung – erhöht und wachstumshemmende Ausgaben – wie Subventionen in Sektoren, in denen sie den Wettbewerb beschränken und eine effektive Ressourcenallokation behindern – gesenkt würden (OECD, 2016c und Kapitel 2, Fokuspapier 1).

- Bei einem Konjunkturrückgang könnten Länder mit niedrigerer Staatsverschuldung das Wirken der automatischen Stabilisatoren problemlos in vollem Umfang zulassen und durch diskretionäre Impulse ergänzen. In Ländern mit hoher Verschuldung und hohem Haushaltsdefizit könnten die fiskalischen Handlungsoptionen von Regierungen, die im Alleingang Maßnahmen ergreifen wollen, begrenzt sein. Dies gilt umso mehr, wenn das Risiko eines Anstiegs der Staatsanleiherenditen besteht. Auch für eine Lockerung der Geldpolitik ist möglicherweise wenig Spielraum vorhanden. In einem solchen Fall könnte daher eine engere formelle Abstimmung zwischen fiskalpolitischen und geldpolitischen Verantwortungsträgern auf nationaler und internationaler Ebene erforderlich sein, um einen stärkeren Konjunkturabschwung und Disinflation zu vermeiden (siehe weiter unten). Konzierte Impulse vieler Volkswirtschaften würden wegen der daraus resultierenden zusätzlichen Steigerung der Wirtschaftsleistung den Nutzen der ergriffenen Maßnahmen erhöhen (Kapitel 2, Fokuspapier 4).

In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sorgen die gegenwärtigen Fiskalrahmen im Allgemeinen für eine effektive Stabilisierung der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Dabei sind jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern festzustellen. Zudem sind diese Regelungen bei der Stabilisierung des Konsums der privaten Haushalte möglicherweise weniger wirksam (Kapitel 2, Fokuspapier 5). Durch eine wirksamere Gestaltung der automatischen Stabilisatoren, insbesondere in Ländern, in denen sie schwächer sind, könnte eine zeitnahe, gezielte und zeitlich befristete fiskalische Reaktion in gravierenden Rezessionen sichergestellt werden, wodurch die längerfristige Schuldentragfähigkeit verbessert würde. Mögliche Optionen hierzu wären, bestimmte Direktzahlungen an anspruchsberechtigte Haushalte zu automatisieren, die Höhe und Bezugsdauer von Arbeitslosenleistungen an die Stärke und Dauer der Abschwungphasen zu koppeln und die öffentlichen Infrastrukturausgaben in Rezessionen zu erhöhen. Weitere Optionen wären eine stärkere Progressivität der Einkommensteuer, automatische Steuerabzüge für Investitionen und Finanzhilfen bei Kurzarbeit. Denkbar wären auch Regelungen, um zu verhindern, dass nachgeordnete Gebietskörperschaften aufgrund der Verpflichtung, stets einen ausgeglichenen Haushalt aufzuweisen, eine prozyklische Fiskalpolitik verfolgen (Boushey et al., 2019; Mohl et al., 2019). Bei Entscheidungen über eine Änderung der Parameter des Steuer- und Einnahmensystems sollten auch die Erfordernisse einer effizienten Bereitstellung öffentlicher Güter und Dienstleistungen, Verteilungseffekte sowie Arbeits- und Investitionsanreize berücksichtigt werden.

### ***Optionen für die Koordinierung der Fiskal- und Geldpolitik auf nationaler Ebene***

Angesichts der außergewöhnlichen makroökonomischen Gegebenheiten in der Zeit nach der globalen Finanzkrise, als die Leitzinsen bereits auf oder nahe ihrer effektiven Untergrenze lagen, begannen mehrere Zentralbanken Staatsanleihen aufzukaufen, um für geldpolitische Impulse zu sorgen und die Transmission der Geldpolitik zu verbessern. Solange die Zentralbanken diese Anleihen in ihren Bilanzen halten und Überschussreserven nicht vergütet werden, bewirken diese Geschäfte in ökonomischer Hinsicht eine De-facto-Monetisierung der Haushaltsdefizite (McCulley und Pozsar, 2013).<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Wenn die bei einer Zentralbank gehaltenen Überschussreserven nicht vergütet werden, liegen die Schuldendienstkosten für den von der Zentralbank gehaltenen Teil der Staatsanleihen praktisch bei null, da die Erträge der Zentralbank aus Staatsanleihen in die Staatskasse zurückfließen. Wenn die Zentralbank Überschussreserven vergütet, steigen die Kosten für den Schuldendienst. Im Normalfall einer nach oben geneigten Zinskurve, bei der die kurzfristigen Zinssätze niedriger sind als die längerfristigen, sind die Finanzierungskosten der Staatsanleihen niedriger als

Im gegenwärtigen Kontext, in dem die Grenzerträge zusätzlicher geldpolitischer Impulse abnehmen, könnten explizitere Formen der Koordinierung von Geld- und Fiskalpolitik in schweren Abschwungphasen eingesetzt werden, in denen die Risiken einer hohen Inflation gering sind. Denkbar wäre z.B. eine – im Voraus vereinbarte – Regelung, bei der die Zentralbank entscheidet, zu welchem Zeitpunkt, für welche Dauer und in welcher Höhe Geld geschaffen und auf einem staatlichen Konto gutgeschrieben wird, und die Regierung entscheidet, ob und wofür dieses Geld ausgegeben wird (Bernanke, 2016c; Bartsch et al., 2019).<sup>18</sup> Eine solche Aufteilung der Zuständigkeiten stünde im Einklang mit dem Ziel der Zentralbanken, die Inflation stabil zu halten, und dem Auftrag demokratisch gewählter Organe, über die Fiskalpolitik und deren Verteilungseffekte zu entscheiden. Bei einer derartigen Regelung würde sich die Begebung von Schuldtiteln durch den Staat und der Ankauf dieser Titel durch die Zentralbank erübrigen.

Bisher nutzt keine Zentralbank ein solches Modell, da der gegenwärtige Rechtsrahmen es den Zentralbanken nicht gestattet, Staatsschulden zu monetarisieren. Bislang hat auch noch keine Zentralbank zugesichert, die von ihr angekauften Staatsanleihen unbefristet zu halten. Bei jeder Form effektiver Schuldenmonetisierung sollten die Regierungen ihre ausgaben- und steuerpolitischen Entscheidungen allerdings nach wie vor sorgfältig abwägen. Dabei sollten Maßnahmen Priorität erhalten, mit denen es gelingt, die Wirtschaft bei Bedarf kurzfristig anzukurbeln sowie strukturelle Engpässe zu beseitigen und sonstige Politikprioritäten umzusetzen.

### ***Wirtschaftspolitische Erfordernisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften***

Niedrigere Zinsen in den Vereinigten Staaten, ein hinter den Erwartungen zurückbleibendes Wachstum und nachlassender Inflationsdruck haben einigen aufstrebenden Volkswirtschaften Spielraum für Zinssenkungen verschafft (Figure 1.5, Teil D). Der schwache Welthandel verstärkt jedoch in vielen Ländern bereits seit Längerem bestehende Anfälligkeiten, wie z.B. die hohe Fremdwährungsverschuldung der Unternehmen.

Die Politikerfordernisse variieren je nach den Gegebenheiten in den einzelnen Volkswirtschaften:

- In China wurden sowohl die Fiskalpolitik (einschließlich der quasifiskalischen Politik) als auch die Geldpolitik gelockert, was in Anbetracht der Nachfrageschwäche angemessen war. Es besteht Spielraum für zusätzliche Maßnahmen, sollte sich das Wachstum weiter abschwächen oder das wirtschaftspolitische Instrumentarium als weniger effektiv erweisen als in der Vergangenheit. Dabei gilt es jedoch, die Entscheidungen sorgfältig abzuwägen, um einen Anstieg der bereits hohen Verschuldung zu vermeiden und den Schuldenabbau nicht zu erschweren, für den es längerfristiger struktureller Lösungen bedarf.
- Andere aufstrebende Volkswirtschaften, die über ein flexibles Wechselkurssystem verfügen und in denen die Risiken aus in Fremdwährung denominierten Schulden beherrschbar sind, wie beispielsweise Indien und Brasilien, besitzen bei einer rückläufigen Inflation gewissen Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Gleichzeitig können sie die Gelegenheit nutzen, ihre Haushaltsposition zu stärken und mit der Umsetzung notwendiger Strukturreformen fortzufahren.
- In aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen weiterhin Bedenken im Hinblick auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen oder der Auslandspositionen oder über die Gesundheit des Bankensektors bestehen, ist nach wie vor ein restriktiver fiskalpolitischer Kurs erforderlich, um das Vertrauen der Investoren zu sichern. Dies beinhaltet auch eine Begrenzung des Einsatzes quasifiskalischer Maßnahmen.

---

die Marktzinsen vermuten lassen. In den Ausnahmefällen, in denen eine inverse Zinskurve vorliegt, d.h. die kurzfristigen Zinssätze höher sind als die langfristigen (einschließlich der Fälle, in denen beide Enden der Zinskurve unter null liegen), ergeben sich für die Zentralbank Verluste aus ihren Staatsanleihebeständen.

<sup>18</sup> Die Zentralbank könnte sich dabei mit unabhängigen Fiskalgremien und der Regierung beraten.

Viele aufstrebende Volkswirtschaften, darunter China, Indien, Russland und die Türkei, würden von einer größeren Transparenz der fiskalischen und quasifiskalischen Maßnahmen profitieren, da sich dadurch für sie die Risikoprämien auf den globalen Finanzmärkten verringern könnten. Diese Volkswirtschaften veröffentlichen keine Schätzungen des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos und der gesamtstaatlichen Verschuldung gemäß internationalen Rechnungslegungsstandards, sodass eine objektive Beurteilung der Finanzen des Staatssektors insgesamt, einschließlich der nachgeordneten Gebietskörperschaften, nicht möglich ist. Außerdem wurden in vielen dieser Volkswirtschaften quasifiskalische Maßnahmen, die staats-eigene Banken und Unternehmen sowie verschiedene Eventualverbindlichkeiten betreffen, erheblich ausgeweitet. Eine Berichterstattung über solche Maßnahmen wäre zu begrüßen, da sie eine bessere Beurteilung der fiskalischen Risiken, mit denen diese Länder konfrontiert sind, ermöglichen würde.

### ***In allen Volkswirtschaften sind ehrgeizigere Strukturreformen erforderlich***

Die Aussichten auf eine starke und nachhaltige Verbesserung des Lebensstandards und der Einkommen sind mittelfristig weiterhin weniger gut als vor der Krise, und das reale Pro-Kopf-Wachstum lag in den letzten Jahren in den meisten Volkswirtschaften deutlich unter dem Vorkrisenniveau. Wie in der jüngsten Ausgabe des OECD-Berichts *Going for Growth* dokumentiert, hat sich das Tempo der Strukturreformen sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren stabilisiert, allerdings auf einem Niveau, das niedriger ist als in der Zeit nach der Krise. Ehrgeizigere Reformanstrengungen sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften würden helfen, die Auswirkungen der negativen Angebotsschocks auszugleichen, zu denen es infolge der zunehmenden Beschränkungen des Handels und der grenzüberschreitenden Investitionen kommt. Außerdem würden sie dazu beitragen, die mittelfristigen Investitions- und Produktivitätsaussichten zu verbessern, den Lebensstandard zu erhöhen und sicherzustellen, dass die positiven Effekte des Wachstums breiteren Bevölkerungsteilen zugutekommen.

Am dringendsten notwendig sind in den meisten fortgeschrittenen ebenso wie aufstrebenden Volkswirtschaften Reformen in den Bereichen Kompetenzen und Bildung sowie Produktmarktregulierung.

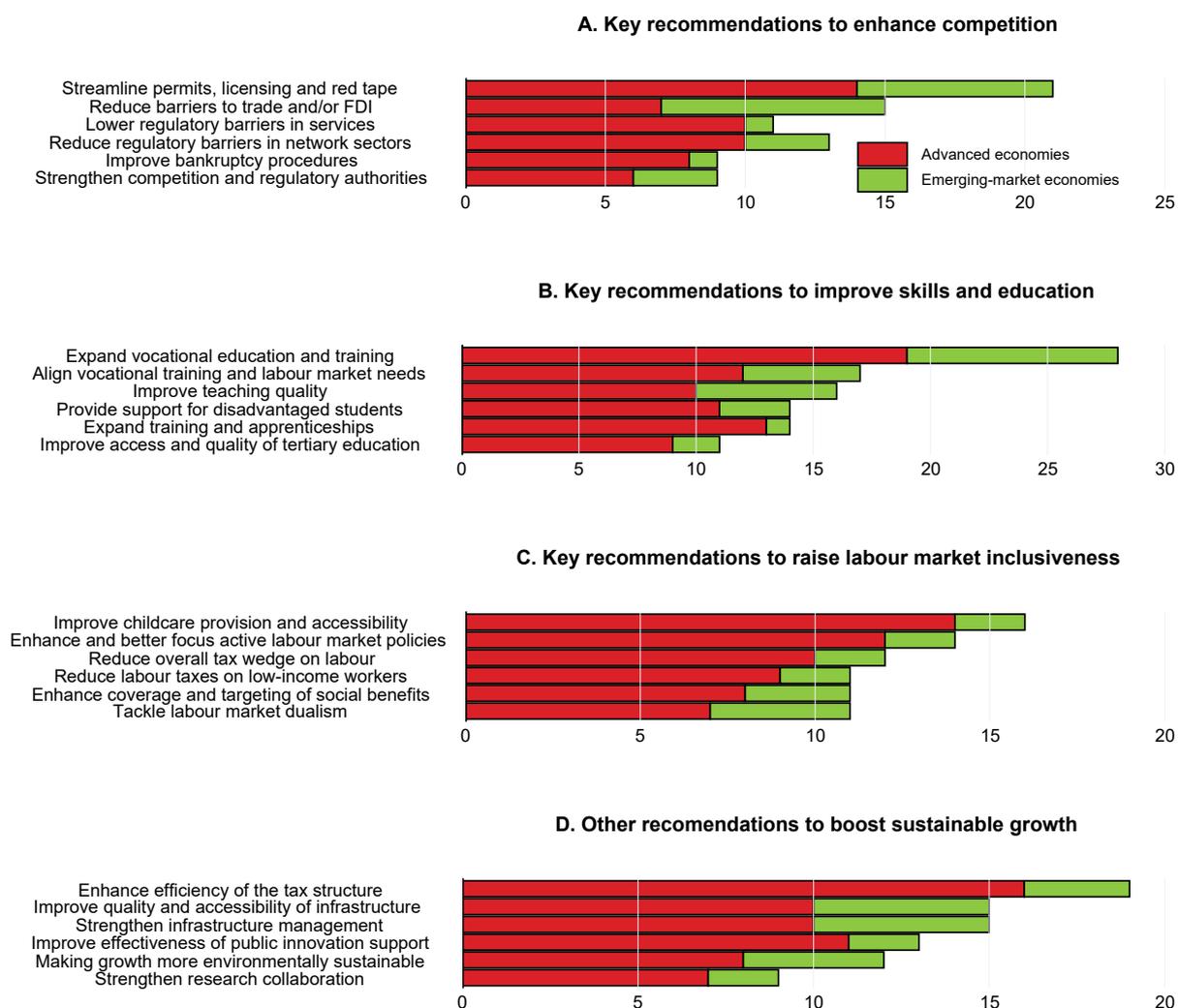
- Um die Innovationstätigkeit und die Verbreitung digitaler Technologien und damit letztlich auch das Produktivitätswachstum und die soziale Teilhabe zu steigern, sind intensivere Bemühungen zur Stärkung des Wettbewerbs und zur Öffnung der Produktmärkte unerlässlich (Figure 1.26, Teil A).
- Besonders wichtig sind dabei Reformen zur Vergrößerung der Qualifizierungsmöglichkeiten der Arbeitskräfte durch eine Ausweitung der beruflichen Aus- und Weiterbildung, ein gezielterer Einsatz von Ressourcen zugunsten benachteiligter Schüler und Schulen sowie Reformen, die der Segmentierung des Arbeitsmarkts entgegenwirken und die Chancen für Frauen, Migranten und ältere Arbeitskräfte verbessern (Figure 1.26, Teil B).
- Fester Bestandteil gut konzipierter Maßnahmenpakete müssen zudem bessere Kinderbetreuungsangebote sowie effizientere und gezieltere Steuer- und Transfermaßnahmen sein. Dabei gilt es, den Anliegen der Menschen hinsichtlich öffentlicher Dienstleistungen und Sozialleistungen Rechnung zu tragen, die Erwerbsbeteiligung zu erhöhen und den Arbeitsmarkt inklusiver zu gestalten (Figure 1.26, Teil C).
- Damit die Chancen eines nachhaltigen Wachstums steigen, bedarf es in vielen Volkswirtschaften auch weiterer Maßnahmen, um die Qualität und den Zugang zu Infrastruktur aktiv zu verbessern, die öffentliche Innovationsförderung neu auszurichten und die Effizienz der Steuersysteme durch eine stärkere Verlagerung auf Vermögen-, Verbrauch- und Umweltsteuern zu steigern (Figure 1.26, Teil D).

Im Kontext des schwachen Wachstums der Weltwirtschaft spricht auch einiges dafür, Reformen zur Stützung der kurzfristigen Nachfrage zu priorisieren und zu bündeln und sicherzustellen, dass deren Umsetzung durch makroökonomische Maßnahmen flankiert wird. Teil eines solchen Reformpakets sollte es sein, die Beschränkungen und Verzerrungen grenzüberschreitender Tätigkeiten rasch abzubauen – was

auch für kostspielige marktverzerrende staatliche Fördermaßnahmen in Landwirtschaft und Industrie gilt (Kapitel 2, Fokuspapier 1) – und zu einem gemeinsamen Vorgehen in handelspolitischen Fragen zurückzukehren. Dies würde dazu beitragen, die handelspolitischen Spannungen und die Unsicherheit zu verringern, die gegenwärtig die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten beeinträchtigen. Die Wiederaufnahme der Bemühungen zur Handelsliberalisierung könnte mittelfristig erhebliche positive Effekte auf den Lebensstandard haben, vor allem wenn gleichzeitig Maßnahmen zum Abbau tarifärer und nicht-tarifärer Hemmnisse ergriffen werden (OECD, 2019e).

**Figure 1.26. Key structural reform priorities**

Number of economies



Note: Going for Growth contains structural reform recommendations for 45 economies, plus the European Union.  
 Source: OECD Going for Growth, 2019, OECD Publishing, Paris.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044765>

## Literaturverzeichnis

- Adrian, T., R. K. Crump und E. Moench (2013), "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 110(1), S. 110-38, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.009>.
- American Chamber of Commerce in China (2019), "Second Joint Survey on the Impact of Tariffs", *Statement*, 22. Mai, <https://www.amchamchina.org/about/press-center/amcham-statement/second-joint-survey-on-the-impact-of-tariffs>.
- Auerbach, A.J. und W.G. Gale (2019), "Revisiting the budget outlook: An update after the Bipartisan Budget Act of 2019", *The Brookings Institution Report*, 10. Oktober, <https://www.brookings.edu/research/revisiting-the-budget-outlook-an-update-after-the-bipartisan-budget-act-of-2019/>.
- Bartsch, E., J. Boivin, S. Fischer und P. Hildebrand (2019), "Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination", *Macro and Market Perspectives*, August, BlackRock Investment Institute, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-macro-perspectives-august-2019.pdf>.
- Bech, M.L. und A. Malkhozov (2016), "How have central banks implemented negative policy rates?", *BIS Quarterly Review*, März, Basel, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf).
- Bernanke, B. (2016a), "What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates", Blog-Eintrag, Brookings Institution, 24. März, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/24/what-tools-does-the-fed-have-left-part-2-targeting-longer-term-interest-rates/>.
- Bernanke, B. (2016b), "What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates", Blog-Eintrag, Brookings Institution, 18. März, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/18/what-tools-does-the-fed-have-left-part-1-negative-interest-rates/>.
- Bernanke, B. (2016c), "What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money", Blog-Eintrag, Brookings Institution, 11. April, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>.
- BIZ (2019), "Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis", Bericht einer Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Simon M. Potter (Federal Reserve Bank of New York) und Frank Smets (EZB), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), *CGFS Papers*, No. 63, <https://www.bis.org/publ/cgfs63.pdf>.
- Blanchard, O. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, Vol. 109/4, S. 1197-1229, <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>.
- Bonthuis, B., Jarvis, V. und J. Vanhala (2016), "Shifts in euro area Beveridge curves and their determinants." *IZA Journal of Labor Policy*, Vol. 5-20, <https://doi.org/10.1186/s40173-016-0076-7>.
- Borio, C. und L. Gambacorta (2017), "Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness?", *BIS Working Papers*, No. 612, Februar, Basel, <https://www.bis.org/publ/work612.pdf>.
- Boushey, H., R. Nunn und J. Shambaugh (Hrsg.) (2019), *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*, The Hamilton Project und Washington Center for Equitable Growth, [https://www.hamiltonproject.org/assets/files/AutomaticStabilizers\\_FullBook\\_web\\_20190508.pdf](https://www.hamiltonproject.org/assets/files/AutomaticStabilizers_FullBook_web_20190508.pdf).
- Brainard, L. (2018), "What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy?", Rede beim Detroit Economic Club, 12. September, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20180912a.pdf>.
- Brainard, L. (2019), "'Fed Listens' in Richmond: How Does Monetary Policy Affect Your Community?", Rede bei der Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond Community Listening Session, Richmond, Virginia, 8. Mai, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20190508a.pdf>.
- Brunnermeier, M. K. und Y. Koby (2016), "The reversal interest rate", Mimeo, Princeton University.

- Brunnermeier, M. K. und L.H. Pedersen (2009), "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies*, Vol. 22(6), S. 2201-2238. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Bua, G., P. G. Dunne und J. Sorbo (2019), "Money Market Funds and Unconventional Monetary Policy", *Research Technical Paper*, No. 7/19, Central Bank of Ireland, [https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/research-technical-papers/07rt19-money-market-funds-and-unconventional-monetary-policy-\(bua-dunne-and-sorbo\).pdf](https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/research-technical-papers/07rt19-money-market-funds-and-unconventional-monetary-policy-(bua-dunne-and-sorbo).pdf).
- Calvino, F. und C. Criscuolo (2019), "Business Dynamics and Digitalisation", *OECD Science, Technology and Innovation Policy Paper*, No. 62, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6e0b011a-en>.
- CBO (2019), *An Update to the Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029*, Congress of the United States, Congressional Budget Office, August.
- Çelik, S., G. Demirtaş und M. Isaksson (2019), "Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy", *OECD Capital Market Series*, OECD Publishing, Paris.
- Chen, A., E. Engstrom und O. Grishchenko (2016), "Has the inflation risk premium fallen? Is it now negative?", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 4. April, <http://dx.doi.org/10.17016/2380-7172.1720>.
- Chen, Q., I. Goldstein und W. Jiang (2010), "Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows", *Journal of Financial Economics*, Vol. 97(2), S. 239-262, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.016>.
- Clark, T. und S. Kozicki (2005), "Estimating equilibrium real interest rates in real time", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 16(3), S. 395-413, <https://doi.org/10.1016/j.najef.2005.04.002>.
- Consolo, A. und A. Dias de Silva (2019), "The Euro Area Labour Market Through the Lens of the Beveridge Curve", *Economic Bulletin*, Issue 04/2019, Europäische Zentralbank, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201904\\_01~9070de27a0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201904_01~9070de27a0.en.html).
- Copeland, A., A. Martin und M. Walker (2014), "Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market", *Journal of Finance*, Vol. 69(6), S. 2343-2380, <https://doi.org/10.1111/jofi.12205>.
- Cúrdia, V. (2019), "How Much Could Negative Rates Have Helped the Recovery?", *FRBSF Economic Letter*, No. 2019-04, 4. Februar, Federal Reserve Bank of San Francisco, <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2019-04.pdf>.
- de Guindos, L. (2019), "Euro area banks: the profitability challenge", Rede bei der ABI-Jahreskonferenz "Banking Union and Basel III – risk and supervision 2019", Rom, 25. Juni, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190625~6d33411cff.en.html>.
- Demiralp, S., J. Eisenschmidt und T. Vlassopoulos (2019), "Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area", *ECB Working Paper Series*, No. 2283, Mai, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2283~2ccc074964.en.pdf>.
- Duffie, D. und J. C. Stein (2015), "Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29(2), S. 191-212, [https://scholar.harvard.edu/files/stein/files/libor\\_duffie\\_stein\\_jep\\_2015.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/stein/files/libor_duffie_stein_jep_2015.pdf).
- Eggertsson, G.B., R.E. Juelsrud, L.H. Summers und E.G. Wold (2019), "Negative interest rate policy and the bank lending channel", *NBER Working Papers*, No. 25416, <https://www.nber.org/papers/w25416.pdf>.
- Eisenschmidt, J. und F. Smets (2019), "Negative Interest Rates: Lessons from the Euro Area", Kapitel 2 in Á. Aguirre, M. Brunnermeier und D. Saravia (Hrsg.), *Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications*, Vol. 26, S. 13-42, Central Bank of Chile, <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/banca-central/pdf/v26/SBCv26pp013-042.pdf>.
- Engstrom, E. und S. Sharpe (2018), "The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror", *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 2018-055, Juli, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.055>.

- Erikson, H. und D. Vestin (2019), "Pass-through at Mildly Negative Policy Rates: The Swedish Case", *Staff memo*, Sveriges Riksbank, Januar, <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/engelska/2019/pass-through-at-mildly-negative-policy-rates-the-swedish-case.pdf>.
- ESRB (2015), *Report on Systemic Risks in the EU Insurance Sector*, Dezember, Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Frankfurt am Main, <https://doi.org/10.2866/85741>.
- Europäische Kommission (2019), *Progress Report on the Implementation of the EU-U.S. Joint Statement of 25 July 2018*, [https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/july/tradoc\\_158272.pdf](https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/july/tradoc_158272.pdf)
- EZB (2019), "Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank, held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 24-25 July 2019", <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190822~63660ecd81.en.html> (Abruf: 22. August).
- Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós und E. Sentana (2018), "The Rise and Fall of the Natural Interest Rate", *Documentos de Trabajo*, No. 1822, Banco de España, <https://www.bde.es/f/webpi/SES/staff/galesialessandro/files/TheRiseandFalloftheNaturalInterestRate.pdf>.
- Gagnon, J. und B. Sack (2014), "Monetary Policy with Abundant Liquidity: A New Operating Framework for the Federal Reserve", *Policy Brief*, No. 14-4, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb14-4.pdf>.
- IWF (2015a), *Global Financial Stability Report*, Internationaler Währungsfonds, Washington D.C., April, <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/gfsr/2015/01/pdf/text.ashx>.
- IWF (2015b), "Financial System Stability Assessment: United States", *IMF Country Report*, No. 15/170, Internationaler Währungsfonds, Washington D.C., [https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2015/\\_cr15170.ashx](https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2015/_cr15170.ashx).
- Johansson, P. und A. Meldrum (2018), "Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2146>.
- Kierzenkowski, R. et al. (2016), "The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision", *OECD Economic Policy Papers*, No. 16, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jm0lsvdkf6k-en>.
- Kim, D. H. und J. H. Wright (2005), "An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates", *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2005-33, Federal Reserve Board, <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2005/200533/200533pap.pdf>.
- Lopez, J., A. Rose und M. Spiegel (2018), "Why Have Negative Nominal Interest Rates Had Such a Small Effect on Bank Performance? Cross Country Evidence", *Working Paper*, No. 2018-07, Federal Reserve Bank of San Francisco, <https://doi.org/10.24148/wp2018-07>.
- McCulley, P. und Z. Pozsar (2013), "Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation", *Global Society of Fellows Paper*, 7. Januar.
- Mistura, F. und C. Roulet (2019), "The determinants of Foreign Direct Investment: Do statutory restrictions matter?", *OECD Working Paper on International Investment*, No. 2019/01, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/641507ce-en>.
- Mohl, P., G., Mourre und K. Stovicek (2019), "Automatic Fiscal Stabilisers in the EU: Size and Effectiveness", *European Economy Economic Brief*, No. 45, Europäische Kommission, Brüssel, <https://doi.org/10.2765/07002>.
- OBR (2019), *Fiscal risks report*, Juli, Office for Budget Responsibility, [https://obr.uk/docs/dlm\\_uploads/Fiscalrisksreport2019.pdf](https://obr.uk/docs/dlm_uploads/Fiscalrisksreport2019.pdf).
- OECD (2019a), *OECD Economic Surveys: Sweden*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/c510039b-en>.

- OECD (2019b), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2019/1*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/43e485a3-de>.
- OECD (2019c), *OECD Interim Economic Outlook, September 2019*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/37e06864-en>.
- OECD (2019d), "FDI in Figures", Datensatz Oktober, OECD, Paris, <http://www.oecd.org/investment/FDI-in-Figures-October-2019.pdf>.
- OECD (2019e), "Trade Policy and the Global Economy: The Case for Comprehensive Trade Policy Reform", *OECD Trade Policy Brief*, No. 5, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2017), *OECD Employment Outlook 2017*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/empl\\_outlook-2017-en](https://doi.org/10.1787/empl_outlook-2017-en).
- OECD (2016a), "Skills Matter: Further results from the Survey of Adult Skills", OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264258051-en>.
- OECD (2016b), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2016/2*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2016-2-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-2-de).
- OECD (2016c), "Nutzung der fiskalpolitischen Instrumente zur Überwindung der Wachstumsschwäche", Kapitel 2 in *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2016/2*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2016-2-3-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2016-2-3-de).
- OECD-UNCTAD (2019), *Twenty-First Report on G20 Investment Measures*, 24. Juni, <http://www.oecd.org/investment/investment-policy/21st-Report-on-G20-Investment-Measures.pdf>.
- Petrosky-Nadeau, N. und R.G. Valleta (2019), "Unemployment: Lower for Longer?", *FRBSF Economic Letter*, No. 2019-21, <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2019-21.pdf>.
- Ritz, R. A. und A. Walther (2015), "How do banks respond to increased funding uncertainty", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 24(3), S. 386-410, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2014.12.001>.
- Stráský, J. und H. Hwang (2019), "Negative interest rates in the euro area: does it hurt banks?", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1574, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/d3227540-en>.
- Turk, R. (2016), "Negative Interest Rates: How Big a Challenge for Large Danish and Swedish Banks?", *IMF Working Papers*, No. 16/198, Oktober, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16198.pdf>.
- UNCTAD (2019), *World Investment Report 2019*, Vereinte Nationen, Genf, [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_en.pdf).
- Williams, J.C. (2019), "LIBOR: The Clock Is Ticking", Rede bei der 2019 U.S. Treasury Market Conference, Federal Reserve Bank of New York, New York City, <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2019/wil190923>.

# Anhang 1.A Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen

Die fiskalpolitischen Hypothesen für 2019-2021 basieren soweit möglich auf gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen und stehen mit den Projektionen für die Wachstums-, Inflations- und Lohnentwicklung im Einklang. Wo Pläne der Regierungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, werden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon auszugehen ist, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahekommt. Wo nicht genügend Informationen vorliegen, um die Entwicklung der Haushaltsergebnisse vorherzusagen, werden die strukturellen Primärsalden in Relation zum Potenzial-BIP unverändert übernommen, d.h. es werden keine diskretionären Änderungen des fiskalischen Kurses unterstellt. Für die Länder des Euroraums werden auch die in den Stabilitätsprogrammen aufgeführten Ziele zugrunde gelegt.

Was die Geldpolitik angeht, entspricht die unterstellte Entwicklung der Leitzinsen und der unkonventionellen Maßnahmen der unter Zugrundelegung der OECD-Projektionen für Wirtschaftstätigkeit und Inflation als am wahrscheinlichsten erachteten Entwicklung; diese kann vom angekündigten Pfad der Währungsbehörden abweichen.

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

Die Projektionen gehen von unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 28. Oktober 2019 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 108,7 JPY, 0,90 EUR (bzw. einem Euro-Kurs von 1,11 USD) und 7,07 CNY.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für die Rohölsorte Brent während des gesamten Projektionszeitraums konstant bei 60 USD pro Barrel liegt. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf ihrem durchschnittlichen Niveau von September 2019 verharren werden.

Die Projektionen für das Vereinigte Königreich beruhen auf der technischen Annahme eines geregelten Brexit, bei dem auf den formalen Austritt aus der Europäischen Union eine Übergangsphase folgt, die bis nach 2021 andauert. Es wird von einem reibungslosen Ende der Übergangsphase ausgegangen, wobei die letztlich geschlossene Vereinbarung über die künftigen Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich allerdings im gesamten Zeitraum 2020-2021 ungewiss bleibt.

Die von den Vereinigten Staaten und China 2018 und 2019 auf ihren bilateralen Handel verhängten oder angekündigten Zölle werden in den Projektionen für 2020 und 2021 berücksichtigt, es werden jedoch keine neuen tarifären Maßnahmen unterstellt.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zugrunde gelegten Daten war der 14. November 2019.

# **2** Fokuspapiere zu ausgewählten makroökonomischen und strukturellen Fragen

# Fokuspapier 1: Den gegenwärtigen Handelsspannungen entgegenwirken – marktverzerrende staatliche Beihilfen

Die Ursachen der gegenwärtigen Handelsspannungen sind komplex, ihre Wurzeln liegen jedoch in einer weit verbreiteten Frustration darüber, dass die internationalen Regeln nicht mit den wirtschaftlichen und technologischen Veränderungen Schritt gehalten haben und dass sie zudem nicht von allen eingehalten werden. Zahlreiche Entwicklungen geben hier Anlass zu Besorgnis, von herkömmlichen Handelshemmnissen, die an der Grenze oder hinter der Grenze greifen können – in Form von Regulierungen, die Export- und Importunternehmen unnötige Kosten aufbürden – bis hin zu neuen Beschränkungen der grenzüberschreitenden Datenströme, die die Grundlage des Handels im digitalen Zeitalter sind. Besondere Aufmerksamkeit richtet sich jedoch auf staatliche Beihilfen, die internationale Märkte verzerren. Einige dieser Beihilfen gibt es bereits sehr lange – im Fall der Landwirtschaft –, andere sind relativ neu – im Fall von Industrieerzeugnissen –, in beiden Fällen scheinen sie jedoch beträchtlich zu sein.

Ein erster Schritt, marktverzerrenden staatlichen Beihilfen entgegenzuwirken, besteht darin, Art und Umfang dieser Maßnahmen zu verstehen. Was wissen wir über staatliche Beihilfen?

## Landwirtschaft

Ende der 1980er Jahre entwickelte die OECD eine Methode, um staatliche Beihilfen in der Landwirtschaft zu erkennen und ihren Umfang zu schätzen. Dadurch erhielten die Regierungen die notwendigen Informationen, um mit dem Abbau der eklatantesten Formen handelsverzerrender Beihilfen zu beginnen. Zugleich wurde die Landwirtschaft zum ersten Mal Gegenstand internationaler Handelsregeln. Dies führte zu einer Reduzierung der staatlichen Beihilfen, insbesondere in einigen OECD-Ländern, für die alle multilateralen Disziplinen galten, und verringerte die Handelsverzerrungen. Die Reformanstrengungen in diesem Bereich sind heute jedoch im OECD-Raum weitgehend zum Stillstand gekommen, und es gibt noch viel zu tun. Außerdem haben einige große aufstrebende Volkswirtschaften ihre Stützungsmaßnahmen für Landwirte erhöht, wenn auch von einer niedrigen Basis ausgehend. Zudem greifen sie tendenziell stärker auf Maßnahmen zurück, die besonders marktverzerrend sind (OECD, 2019a).

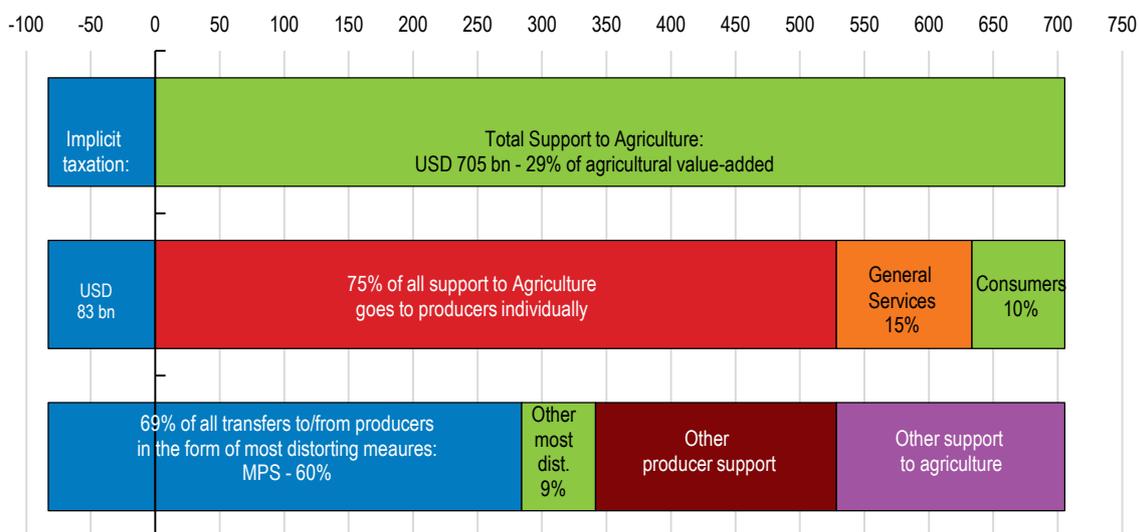
In der Landwirtschaft belaufen sich die staatlichen Beihilfen in den 53 im OECD-Monitoring erfassten Ländern<sup>1</sup> (auf die 74% der globalen Wertschöpfung des Sektors entfallen) derzeit auf über 700 Mrd. USD pro Jahr (Figure 2.1). Nur ein Viertel dieser Beihilfen ist für allgemeine Dienstleistungen (wie Forschung und Entwicklung) oder für die Verbraucher (z.B. in Form von Lebensmittelbeihilfen) bestimmt; drei Viertel (530 Mrd. USD) gehen direkt an die Erzeuger. Und von diesen 530 Mrd. USD fließen mehr als zwei Drittel in Beihilfen mit besonders verzerrender Wirkung. Dazu gehören agrarpolitische Maßnahmen, die die Inlandspreise über das Weltmarktniveau steigen lassen (Marktpreisstützung), indem die Einfuhr billigerer wettbewerbsfähiger Waren durch Marktzugangsschranken verhindert wird. Zugleich wenden einige aufstrebende

<sup>1</sup> Die in diesen Schätzungen berücksichtigten Länder sind die OECD-Mitglieder, die nicht der OECD angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie zwölf aufstrebende Volkswirtschaften (Argentinien, Brasilien, China, Costa Rica, Indien, Kasachstan, Kolumbien, die Philippinen, die Russische Föderation, Südafrika, die Ukraine und Vietnam).

Volkswirtschaften Maßnahmen an, die die Erzeugerpreise im Verhältnis zum internationalen Marktpreisniveau senken, wodurch den Erzeugern in diesen Ländern eine implizite Steuer von rd. 83 Mrd. USD jährlich aufgebürdet wird.

**Figure 2.1. Support to agriculture, 2016-18**

USD billion per year, 2016-18



Source: OECD (2019a), *Agricultural Policy Monitoring and Evaluation 2019*, OECD Publishing, Paris; OECD Agriculture statistics (database).

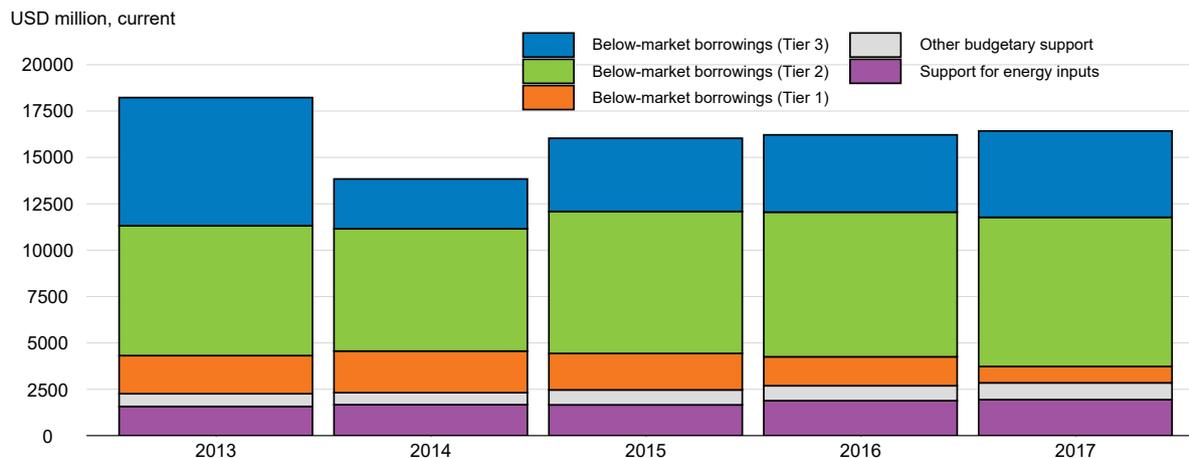
## Industrie

Während die Frage der Beihilfen für die Landwirtschaft bereits umfassend untersucht wurde, stehen die Beihilfen für die Industrie erst seit Kurzem im Blickpunkt des Interesses. Über Art und Umfang dieser Beihilfen ist deutlich weniger bekannt. Die begrenzten vorliegenden empirischen Befunde deuten darauf hin, dass Beihilfen im Verarbeitenden Gewerbe üblich sind, dass sie umfangreich sind und dass sie auf den internationalen Märkten eine sehr verzerrende Wirkung haben. Diese Stützungsmaßnahmen nehmen verschiedene Formen an: Das Spektrum reicht von der hinreichend bekannten Subventionierung von Vorleistungen bis hin zu weniger transparenten und schwerer zu messenden Beihilfen, die über das Finanzsystem laufen. Letzteres wird beispielsweise in einer neueren OECD-Studie über die Wertschöpfungskette von Aluminium beschrieben (Figure 2.2; OECD, 2019b).

Die Studie zur Aluminiumwirtschaft und die neuen Arbeiten zur Halbleiterindustrie (OECD, erscheint demnächst) verdeutlichen, welche wichtige Rolle die über staatliche Unternehmen erfolgende Subventionierung durch Zentralregierungen und nachgeordnete Gebietskörperschaften spielt. Diese Beihilfen sind komplex und umfassen zinsbegünstigte Kredite von staatseigenen Banken, Beteiligungen staatlicher Investmentfonds in Unternehmen zu günstigeren als den Marktbedingungen (die ihrerseits Kanäle für andere Formen von Beihilfen schaffen, wie beispielsweise implizite Staatsgarantien und Finanzhilfen bei Übernahmen oder Kapazitätserweiterungen) sowie verschiedene Vorleistungen (z.B. Strom), die von staatlichen Versorgungsbetrieben und Zulieferern zu unterhalb des Marktniveaus liegenden Preisen zur Verfügung gestellt werden. Diese Formen von Beihilfen sowie generell eine Aufweichung der Grenzen zwischen Wirtschaft und Staat können es schwierig machen, einzelne Beihilfemaßnahmen klar zu erkennen.

## Figure 2.2. Government support for 17 of the largest firms in the aluminium value chain

By type of support



Note: Below-market borrowings under Tier 1 are estimated by comparing actual interest rates paid by firms with a market benchmark that comprises a risk-free base rate and spreads reflecting the risk profile of USD-denominated debts, taking into account individual company credit ratings. Tier 2 further considers the risk profile of debts denominated in the local currency (e.g. the Chinese yuan or the Indian rupee). Tier 3 considers the additional interest that would have been charged absent the implicit government guarantee enjoyed by some firms. Data for two firms in the sample (SPIC and QPIG) are for the period 2012-16.

Source: OECD (2019b), "Measuring Distortions in International Markets: The Aluminium Value Chain", *OECD Trade Policy Papers*, No. 218, OECD Publishing, Paris.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044841>

Die Effekte der Beihilfen für die Industrie werden über die gesamte Wertschöpfungskette weitergegeben, die sich über verschiedene Branchen und Länder erstreckt. Maßnahmen, die die Kapitalkosten senken und Anreize setzen, die Produktionskapazitäten stärker auszuweiten als angesichts der Marktbedingungen erforderlich, verzerren globale Märkte. Zudem können sie die Zulieferer begünstigen, die die Ausrüstungen für diese Produktionsanlagen liefern. Subventionierte Vorleistungen für Aluminiumhütten können sich auch in billigeren Produkten in nachgelagerten Bereichen niederschlagen, die dann genutzt werden, um Autos, Flugzeuge und Hochspannungsleitungen zu bauen. In einer von globalen Wertschöpfungsketten geprägten Welt muss berücksichtigt werden, wie sich die Beihilfen entlang der Lieferkette summieren. Beihilfen wirken sich also nicht nur auf bestimmte Branchen aus, sondern auf das gesamte Handelssystem. Deshalb sind politische Lösungen erforderlich, die die Frage umfassend angehen.

Nicht alle produktionsbezogenen Stützungsmaßnahmen sind gleich schädlich. Es kann gute politische Gründe für gezielte Beihilfen geben, wenn sie Marktversagen beheben (wie dies beispielsweise Fördermaßnahmen für die Grundlagenforschung tun). Um zu bestimmen, welche Beihilfemaßnahmen diese Kriterien erfüllen, und welche schädlich und marktverzerrend sind, bedarf es Informationen. Ein entscheidender erster Schritt ist folglich Transparenz: Nur Analysen, die auf hinreichenden Informationen beruhen, können helfen, zwischen positiven Formen von Beihilfen und schädlicheren Maßnahmen zu unterscheiden. Eine gute Informationsbasis ist auch Voraussetzung für sachlich fundierte politische Diskussionen darüber, wie mit staatlichen Beihilfen am besten zu verfahren ist, insbesondere im Handelskontext. Vor allem im Bereich der Industriesubventionen mangelt es jedoch an Transparenz, insbesondere wenn es um komplexe Formen von Beihilfen geht. Dies ist nicht nur auf eine unzureichende Offenlegung seitens der Regierungen zurückzuführen, sondern auch darauf, dass es schwierig ist, derartige Beihilfen ohne klare Markt-Benchmarks zu messen.

## Was kann getan werden, um staatliche Beihilfen zu regeln?

Um marktverzerrenden staatlichen Beihilfen effektiv entgegenwirken zu können, bedarf es Regeln in Bezug auf vier Aspekte:

- **Transparenz** (um das „was“, „wie“, „wann“ und „wo“ der Beihilfen zu verstehen): Dies ist der Ausgangspunkt für alle Anstrengungen zur Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen. Regeln setzen objektive und vergleichbare Informationen über Art und Umfang der staatlichen Beihilfen voraus. Im Agrarbereich trägt das Monitoring der OECD dazu bei, die verschiedenen Stützungsformen klar zu definieren und im Ländervergleich und Zeitverlauf einheitlich zu messen. Eine ähnliche Transparenz ist auch bei den staatlichen Beihilfen für die Industrie erforderlich.
- **Vorhersehbarkeit** (d.h. die Gewissheit, dass die Beihilfen nicht noch weiter erhöht werden): Eine Untersuchung der Art und des Umfangs der bestehenden Beihilfen macht es möglich, Regeln zu entwickeln, die gewährleisten, dass das aktuelle Beihilfeniveau nicht überschritten werden kann. Dies kann entscheidend dazu beitragen, einen schädlichen Subventionswettbewerb zu verhindern.
- **Verringerung** (Abbau der eklatantesten Formen und Eindämmung anderer Formen): Die verschiedenen Beihilfen unterscheiden sich in ihren Auswirkungen auf Märkte und Handel. Vorrangig gilt es, diejenigen Maßnahmen zu erkennen und abzubauen, die besonders schädliche Auswirkungen auf die internationalen Märkte haben. Dies ist angesichts der vielfältigen Formen, die Beihilfen in der Industrie annehmen können, kein leichtes Unterfangen.
- **Vermeidung** (für Branchen und Subventionsgeber der Zukunft): Die Festschreibung der bestehenden Beihilfen auf ihrem aktuellen Niveau bzw. deren Verringerung kann heute für einen faireren Wettbewerb sorgen. Es ist aber auch wichtig, durch wirksame Regeln zu verhindern, dass neue Akteure in neuen Branchen neue handelsverzerrende Maßnahmen anwenden.

Einige dieser Ziele können bilateral erreicht werden. Um alle vier Kriterien in allen Branchen zu erfüllen, sind jedoch multilaterale Regeln erforderlich. Der entscheidende erste Schritt ist Transparenz – und das gilt nicht nur für die Ausarbeitung von Regeln. Ohne Transparenz im Hinblick auf die Art und den Umfang der staatlichen Beihilfen werden sich die Unternehmen mit neuen Investitionen zurückhalten. Die Unsicherheit in der Handelspolitik beeinträchtigt das globale Wachstum. Wenn es jedoch nicht gelingt, einige der eigentlichen Ursachen der derzeitigen Handelsspannungen zu beheben, erhöht sich zudem die Unsicherheit über das künftige Umfeld, was die Unternehmensinvestitionen und letztlich wieder das Wachstum bremsen wird.

## Literaturverzeichnis

OECD (erscheint demnächst), „Measuring distortions in international markets: the semiconductor value chain“, *OECD Trade Policy Papers*, OECD Publishing, Paris.

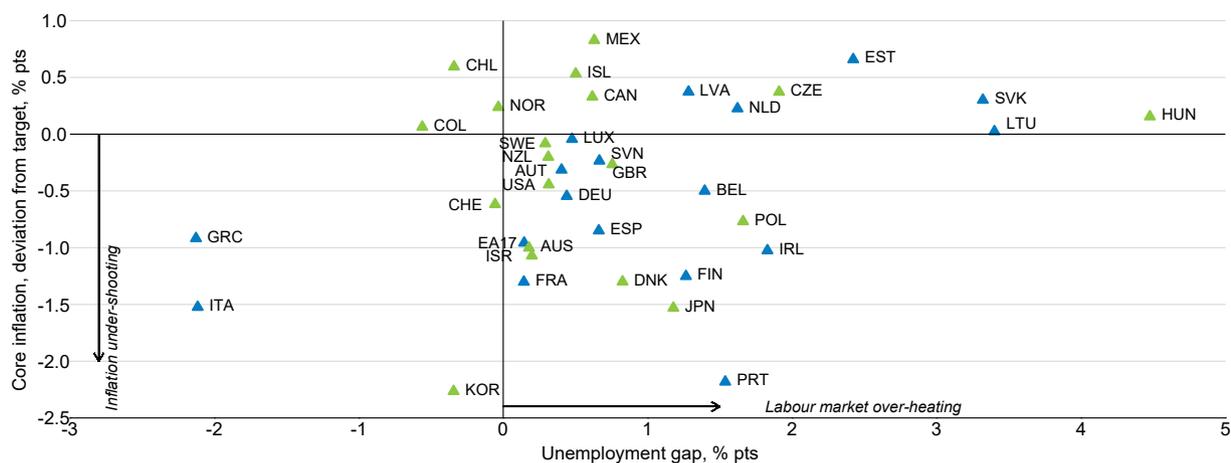
OECD (2019a), *Agricultural Policy Monitoring and Evaluation 2019*, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/39bfe6f3-en>.

OECD (2019b), „Measuring distortions in international markets: the aluminium value chain“, *OECD Trade Policy Papers*, No. 218, OECD Publishing, Paris, <https://dx.doi.org/10.1787/c82911ab-en>.

## Fokuspapier 2: Der Niedriginflationenfall entkommen<sup>1</sup>

Trotz des langen Wirtschaftsaufschwungs und obwohl ein breites Spektrum an Indikatoren, darunter die OECD-Messgrößen der Arbeitslosigkeitslücke, auf einen geringen Angebotsüberhang am Arbeitsmarkt hindeuten, verharrt die Inflation in vielen OECD-Ländern, allen voran den Ländern des Euroraums und Japan, auf niedrigem Niveau (Figure 2.3). Diese Entwicklung scheint im Widerspruch zu einer herkömmlichen Phillips-Kurve zu stehen, wie sie zum traditionellen Instrumentarium der makroökonomischen Analyse gehört. Einer solchen Phillips-Kurve zufolge sollte sich die Inflation nach Abbau der Kapazitätsüberhänge der „erwarteten“ Inflation nähern, die gewöhnlich beim oder nahe beim Inflationsziel der Zentralbank verankert ist.<sup>2</sup> Der abweichende Kurvenverlauf ist schwer zu erklären, und es gibt dazu verschiedene Hypothesen, u.a. dass der Angebotsüberhang am Arbeitsmarkt nicht richtig gemessen wird. In diesem Fokuspapier werden zwei mögliche Erklärungen näher untersucht: zum einen, dass die über einen längeren Zeitraum niedrige Inflation dazu geführt hat, dass die Inflationserwartungen deutlich unter die Inflationsziele der Zentralbanken gesunken sind; zum anderen, dass die Reaktion der Inflation auf Kapazitätsüberhänge nicht linear verläuft. Zusammen würden diese beiden möglichen Erklärungen bedeuten, dass in einigen Ländern, insbesondere in Japan und dem Euroraum, neue Politikmaßnahmen erforderlich wären, um der Niedriginflationenfall zu entkommen.

**Figure 2.3. In many countries core inflation remains low despite closed unemployment gap**



Note: The scatter plot shows the deviation of annual core inflation in 2019Q2 from the inflation target plotted against OECD estimate of the unemployment gap averaged over the year to 2019Q2 (where a positive number indicates over-heating of the labour market). The inflation puzzle is then illustrated by the preponderance of countries in the south east quadrant. For countries where the target is a range, the mid-point is assumed, and for all euro area countries, the target is assumed to be 2% per annum, although formally the target is specified as being close to, but just below, 2% for the area as a whole. Euro area countries are distinguished from other countries by the use of a different colour.

Source: OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044860>

<sup>1</sup> Die in diesem Papier besprochenen Fragen werden in Turner et al. (2019) auf der Basis empirischer Analysen geschätzter Phillips-Kurven-Beziehungen für alle OECD-Länder ausführlicher erörtert.

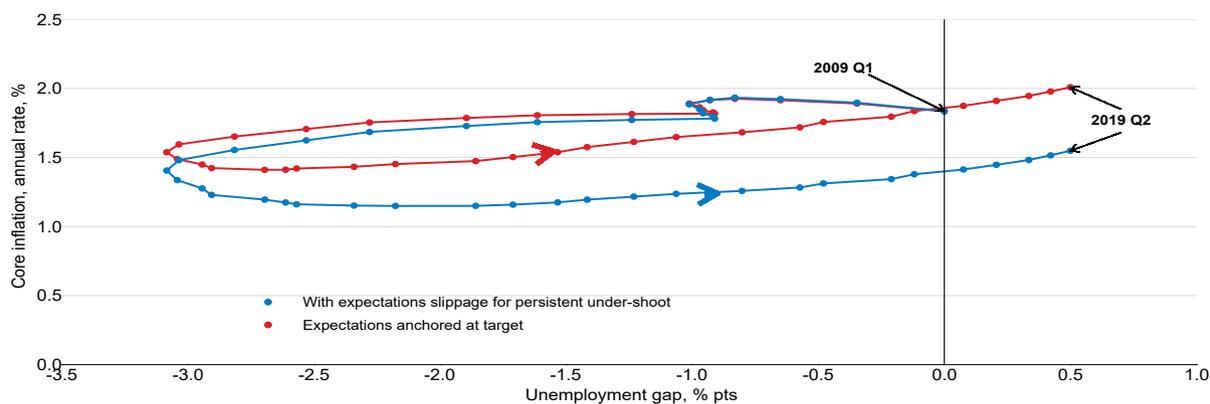
<sup>2</sup> Wie schwer das in letzter Zeit beobachtete Niedriginflationenphänomen zu erklären ist, bestätigt eine aktuelle Studie der EZB, der zufolge keines der 550 verschiedenen Phillips-Kurve-Modelle für den gesamten Euroraum in der Lage ist, die seit Mitte 2017 im Euroraum beobachteten niedrigen Inflationsergebnisse zu erklären (Bobeica und Sokol, 2019).

## Absinken der Inflationserwartungen

Am Beispiel von Japan zeigt sich, welche Gefahren drohen, wenn zugelassen wird, dass sich die Inflationserwartungen auf einem sehr niedrigen Niveau verfestigen. Eine vor Kurzem auf Branchenebene durchgeführte Studie kommt zu dem Schluss, dass Japan im Vergleich zu anderen Ländern einen Sonderfall darstellt, weil dort von vornherein von unveränderten Preisen ausgegangen wird, sodass die erwartete Inflation im Wesentlichen bei null liegt (Watanabe und Watanabe, 2018). Dies wird in geschätzten Phillips-Kurven für Japan bestätigt. Obwohl die Einführung des Inflationsziels von 2% im Jahr 2013 die Inflationentwicklung beeinflusst zu haben scheint, war der Effekt offenbar nur von vorübergehender Dauer und ist seit 2015 kaum mehr wahrnehmbar.

Empirische Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass eine sogenannte „Abweichungsvariable“, die vergangene Phasen anhaltender Unter- oder Überschreitung des Inflationsziels erfasst, die jüngsten Inflationentwicklungen in den meisten OECD-Ländern erklären hilft. Dieses Konzept der Abweichung liefert bessere empirische Ergebnisse als die Erhebungsdaten von Prognoseinstituten, die in empirischen Arbeiten häufiger als Näherungsvariablen für die Inflationserwartungen eingesetzt werden. Die Ergänzung anderer potenzieller Bestimmungsfaktoren der Inflation um einen Abweichungseffekt hat auch klare Politikimplikationen, da dies direkt Aufschluss gibt über „das Risiko [...], dass eine über einen zu langen Zeitraum niedrige Inflation sich in den Inflationserwartungen festsetzen könnte“ (Draghi, 2014). Die Stärke des Abweichungseffekts deutet darauf hin, dass die Inflationserwartungen in den meisten Ländern des Euroraums tatsächlich unter die Zielvorgabe abgesunken sind.

**Figure 2.4. Simulation of the Great Recession unemployment shock on euro area inflation**



Note: The chart compares the simulation properties of the two estimated Phillips curves for the euro area to the unemployment gap shock experienced following the Great Recession, which is here taken to be exogenous. In the first simulation, represented by the red line, inflation expectations are anchored on the inflation target assumed to be 2% per annum. In the second simulation, represented by the blue line, expectations deviate from the target as a result of persistent deviations of core inflation from the target where the magnitude of this effect is determined by estimation.

Source: OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044879>

Welche Rolle die Variable der Zielabweichung spielt, lässt sich anhand von Simulationen der Reaktion der Inflation im Euroraum auf die Arbeitslosigkeitslücke nach der Großen Rezession mit und ohne Abweichungseffekt veranschaulichen (Figure 2.4). In der ersten Simulation sind die Inflationserwartungen beim Inflationsziel verankert, das mit 2% pro Jahr angesetzt wird. In der zweiten Simulation werden bei den Inflationserwartungen auch dauerhafte Abweichungen der Inflation von der Zielvorgabe berücksichtigt, die in einem

geschätzten Abweichungseffekt zum Ausdruck kommen. Während der ursprüngliche, d.h. kurzfristige, Inflationsrückgang in den beiden Simulationen recht ähnlich verläuft, zeigen sich bei den langfristigen Effekten deutliche Unterschiede. In der ersten Simulation kehrt die Inflation mehr oder minder rasch zur Zielvorgabe zurück, sobald die Arbeitslosenquote wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht hat. In der zweiten Simulation hingegen, die die tatsächliche Entwicklung besser abbildet, führt die dauerhafte Unterschreitung des Inflationsziels zu einem Absinken der Inflationserwartungen. Die Inflation verharrt selbst nach Rückkehr der Arbeitslosigkeit zu ihrem Ausgangsniveau unter der Zielvorgabe.

## Anhaltspunkte für nichtlineare Effekte

Die Phillips-Kurve modelliert in der Regel lineare Zusammenhänge zwischen einer Messgröße des Kapazitätsüberhangs und der Inflation. Einige Forscher haben aber auch die Möglichkeit untersucht, dass die Phillips-Kurve nicht linear verläuft. Ein nichtlinearer Verlauf könnte nämlich teilweise erklären, warum die Inflation schwach geblieben ist. Die Nichtlinearität kann von der Inflation selbst oder vom Umfang der Kapazitätsüberhänge abhängig sein.

### ***Von der Inflation abhängige Nichtlinearität***

Die geringe Reagibilität der Inflation auf die Arbeitslosigkeit in einem Niedriginflationsumfeld könnte auf Abwärtsrigiditäten bei den Nominallöhnen zurückzuführen sein. Weigern sich Arbeitnehmer, Nominallohnkürzungen hinzunehmen, dürften Kapazitätsüberhänge in einem Umfeld bereits niedriger Inflation geringere Auswirkungen auf die Preise haben. Diese Form der Nichtlinearität lässt sich schwer stichhaltig nachweisen, da die Inflation in den meisten OECD-Ländern nur über einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum sehr niedrig war. Japan stellt allerdings eine bedeutende Ausnahme dar, da das Land über eine wesentlich längere Niedriginflationserfahrung verfügt. Die Analysen bestätigen hier eindeutig, dass bei einer Kerninflation von unter 1% pro Jahr Abwärtsrigiditäten bestehen. Wäre diese Form der Abwärtsnominallohnrigidität in anderen Ländern weit verbreitet gewesen, könnte sie teilweise erklären, warum die Inflation nach der Großen Rezession nicht stärker gesunken ist. Sie könnte z.T. auch erklären, warum die Inflation seither nur langsam wieder gestiegen ist. Die langsame Zunahme der Inflation könnte ihre Ursache darin haben, dass es den Unternehmen unmittelbar nach der Großen Rezession nicht möglich war, die Reallöhne zu senken, weshalb sie sich in der Erholungsphase mit Lohnerhöhungen zurückhielten.

### ***Von den Kapazitätsüberhängen abhängige Nichtlinearität***

Eine weitere potenzielle Form der Nichtlinearität in der Phillips-Kurve kann durch Kapazitätsengpässe entstehen, die der Kurve in Bezug auf den Effekt von Kapazitätsüberhängen einen konvexen Verlauf verleihen und die Reagibilität der Inflation auf negative Produktions- oder Arbeitslosigkeitslücken verringern (Clark und Laxton, 1995; Macklem, 1997). In einem gedrückten konjunkturellen Umfeld können Kapazitätsüberhänge es den Unternehmen ermöglichen, eine steigende Nachfrage zu decken, ohne die Preise abrupt erhöhen zu müssen. In starken Expansionsphasen dürften Kapazitätsengpässe und steigende Grenzkosten die Unternehmen dagegen schneller dazu veranlassen, die Preise zu erhöhen. Im Zuge einer sich festigenden Konjunkturbelebung könnte die Reagibilität der Inflation auf Kapazitätsüberhänge also zunehmen, was der Phillips-Kurve eine konvexe Form verleihen würde. Eine Analyse zahlreicher in den vergangenen zwanzig Jahren veröffentlichter Studien ergibt, dass die Steigung der Phillips-Kurven in Boomphasen zwei- bis dreimal steiler ist als in Rezessionsphasen (St-Cyr, 2018). Eine Anpassung der Spezifikation einer Basis-Phillips-Kurve, um nicht lineare Effekte der Arbeitslosigkeitslücke zu berücksichtigen, ergibt für die größten OECD-Volkswirtschaften einen von Form und Größenordnung her ähnlichen nichtlinearen Verlauf.

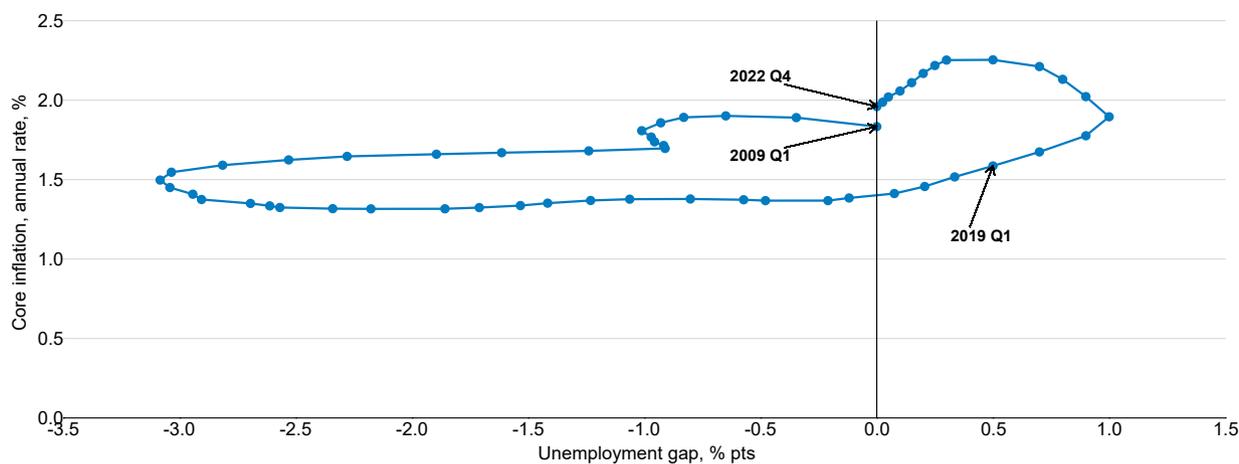
Da die Effekte der Arbeitslosigkeitslücke in linearen Phillips-Kurven nur in sehr geringem Maße zum Tragen kommen, dürften zwei- bis dreimal stärkere Effekte in Boomphasen für die Politik nicht unbedingt Anlass zur Besorgnis sein. Diese Schlussfolgerung wird durch einen gänzlich anderen Analyseansatz gestützt, den Babb

und Detmeister (2017) verfolgen. Unter Verwendung von Metropolraumdaten finden sie starke statische Belege für einen nichtlinearen Verlauf der Phillips-Kurve für die Vereinigten Staaten, berechnen aber auch, dass sich die Auswirkungen der Inflation „in den kommenden beiden Jahren nur geringfügig vom linearen Kurvenverlauf unterscheiden“.

## Zusammenfassung und mögliche Politikimplikationen

Anhaltend niedrige Inflationswerte lassen – insbesondere angesichts der nahe beim Vorkrisenniveau liegenden Arbeitslosigkeit – die Befürchtung aufkommen, dass sich die lange Niedriginflationsphase bereits in den Inflationserwartungen verfestigt hat, vor allem in den Euroländern und in Japan. Modelle, bei denen die Möglichkeit berücksichtigt ist, dass eine anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels ein Absinken der Inflationserwartungen zur Folge hat, legen den Schluss nahe, dass die Inflationserwartungen in vielen Ländern des Euroraums eher nahe bei 1% als bei 2% liegen könnten. Der Euroraum dürfte solchen Risiken gegenüber besonders anfällig sein, da die Verpflichtung auf das Inflationsziel für den gesamten Euroraum und nicht für einzelne Länder gilt. Eine nicht hinreichend enge Integration der Produkt- und insbesondere der Arbeitsmärkte im Euroraum kann bewirken, dass sich eine dauerhaft niedrige Inflation in einem Land leichter in den Inflationserwartungen dieses Lands niederschlägt, als wenn es ein explizites nationales Inflationsziel gäbe. Dieses Absinken der Inflationserwartungen gibt Anlass zur Sorge. Da die nominalen Zinssätze nahe an ihren effektiven Untergrenzen liegen, hat eine anhaltend niedrige Inflation zur Folge, dass die Realzinsen auf einem höheren Niveau verharren, als dies sonst der Fall wäre. Dies könnte erklären, warum die Konjunkturerholung in einigen Ländern so verhalten verläuft. Sollte es zu einem weiteren starken negativen Nachfrageschock kommen, wäre der Spielraum für eine Senkung der nominalen Zinssätze im Rahmen der konventionellen Geldpolitik zudem stark eingeschränkt.

**Figure 2.5. Simulated effect on euro area core inflation of the Great Recession and hypothetical recovery based on non-linear Phillips curve**



Note: The chart simulates an estimated non-linear euro area Phillips Curve to the unemployment gap shock experienced following the Great Recession followed by a hypothetical recovery where the unemployment gap is treated exogenously. Inflation is anchored by expectations, which are initially equal to the inflation target (assumed to be 2%) but also influenced by persistent deviations of core inflation from the target. The estimated non-linearity allows for the possibility that inflationary effects of a positive unemployment gap are larger than the disinflationary effect of a negative unemployment gap.

Source: OECD calculations.

Aus einer linearen Phillips-Kurve, die der Logik folgt, dass eine anhaltende Unterschreitung des Inflationsziels zu einer Abwärtskorrektur der Inflationserwartungen führt, wäre streng genommen der überraschende Schluss zu ziehen, dass ein „Großer Boom“ gleichen Umfangs wie die „Große Rezession“ notwendig wäre, um die Inflationserwartungen mittelfristig wieder zu verankern. Allerdings legen Nichtlinearitäten im Verlauf der Phillips-Kurve – der Inflationseffekt positiver Lücken ist stärker als der (schwache) Disinflationseffekt negativer Lücken – den Schluss nahe, dass eine mäßigere Phase der Konjunkturüberhitzung erforderlich sein könnte. Dies veranschaulicht die Simulation einer Phillips-Kurve für den Euroraum unter Berücksichtigung derartiger Nichtlinearitäten (Figure 2.5). Japan befindet sich in einer ähnlichen, aber extremeren, Situation. Hier sind die Inflationserwartungen stärker verfestigt und liegen noch weiter unter dem amtlichen Zielwert. Daher ist dort wahrscheinlich eine längere Phase der Überhitzung erforderlich, damit die Inflationserwartungen wieder steigen können. Zudem bedarf es wohl einer klareren Kommunikation über die Dauerhaftigkeit der Verpflichtung auf das Inflationsziel als derzeit der Fall.

## Literaturverzeichnis

- Babb, N. und A. Detmeister (2017), “Nonlinearities in the Phillips Curve for the United States: Evidence Using Metropolitan Data”, *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2017-070, Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, D.C., <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.070>.
- Bobeica, E. und A. Sokol (2019), “Drivers of underlying Inflation in the Euro Area over Time: A Phillips Curve Perspective”, *Economic Bulletin*, Issue 4/2109, 17. Juni, Europäische Zentralbank, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201904\\_02~d438b3e4d4.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201904_02~d438b3e4d4.en.html).
- Clark, P. und D. Laxton (1995), “Capacity Constraints, Inflation and the Transmission Mechanism: Forward-Looking Versus Myopic Policy Rules”, *IMF Working Papers*, No. WP/95/75, Internationaler Währungsfonds.
- Draghi, M. (2014), “Geldpolitik im Euroraum”, Grundsatzrede zur Eröffnung des Europäischen Bankenkongresses, Frankfurt am Main, 21. November, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141121.de.html>.
- Macklem, T. (1997), “Constraints, Price Adjustment and Monetary Policy”, *Bank of Canada Review*, S. 39-56, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/r972b.pdf>.
- St-Cyr, R. (2018). “Non-linéarité de la courbe de Phillips : un survol de la littérature”, *Staff Analytical Note*, No. 2018-3, Bank of Canada, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/01/san2018-3.pdf>.
- Turner, D., T. Chaloux, Y. Guillemette und E. Rusticelli (2019), “Insights from OECD Phillips Curve Equations on Recent Inflation Outcomes”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1579, OECD Publishing, Paris.
- Watanabe, K. und T. Watanabe (2018), “Why has Japan Failed to Escape from Deflation”, *Asian Economic Policy Review*, Vol. 13, S. 23-41, <https://doi.org/10.1111/aepr.12197>.

## Fokuspapier 3: Den Politikmix im Euroraum neu ausrichten

Da das BIP-Wachstum im Euroraum den Projektionen zufolge länger schwach bleiben wird und die Abwärtsrisiken weiter zunehmen, sind zusätzliche Politikmaßnahmen erforderlich, um die Nachfrage kurzfristig zu stützen und die Wachstumsaussichten auf mittlere Sicht zu verbessern. In den Jahren nach der Finanz- und Eurokrise war die Geldpolitik das wichtigste Politikinstrument zur Stützung der Nachfrage. Mit einer Neuausrichtung des Politikmix im Euroraum wäre es möglich, wirkungsvoller zur makroökonomischen Stabilisierung beizutragen und die Risiken für die Finanzstabilität zu verringern, die aus einer über einen längeren Zeitraum sehr akkommodierend ausgerichteten Geldpolitik resultieren.

Um dies zu veranschaulichen, werden in diesem Papier die Ergebnisse von Simulationen zusammengefasst, die die Auswirkungen von zwei verschiedenen Ansätzen im Euroraum gegenüberstellen. Dabei handelt es sich einerseits um eine längere Phase quantitativer Lockerung (*quantitative easing* – QE) und andererseits um einen alternativen Politikmix, der einen aktiveren Einsatz der Fiskalpolitik, ehrgeizigere strukturpolitische Maßnahmen und eine schwächere Zunahme der geldpolitischen Akkommodierung kombiniert.

Im Szenario, das sich nur auf die quantitative Lockerung stützt (einfaches QE-Szenario) sinkt die Laufzeitprämie auf 10-jährige Staatsanleihen im Euroraum über einen längeren Zeitraum, wobei die EZB-Schätzungen der Effekte des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten zugrunde gelegt werden (nach dessen Ausweitung auf Staatsanleihen im Jahr 2015) (Eser et al., 2019). In der Höchstphase, in den Jahren 3 bis 5 der Simulationsrechnung, ist die Laufzeitprämie um 100 Basispunkte niedriger als im Basis-szenario. Anschließend klingt dieser Effekt langsam ab. Außerdem werden die Leitzinsen im Euroraum fünf Jahre lang konstant gehalten. Der Effekt der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG), die neben dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten in den letzten Jahren durchgeführt wurden, um die Kreditvergabe der Banken an den Privatsektor zu stützen, wird ebenfalls berücksichtigt (wenn auch unvollkommen). Dazu werden die Hypothekenzinsen für fünf Jahre – zusätzlich zum Effekt des Laufzeitprämienschocks auf die Kreditzinsen im Privatsektor – um weitere 100 Basispunkte verringert.

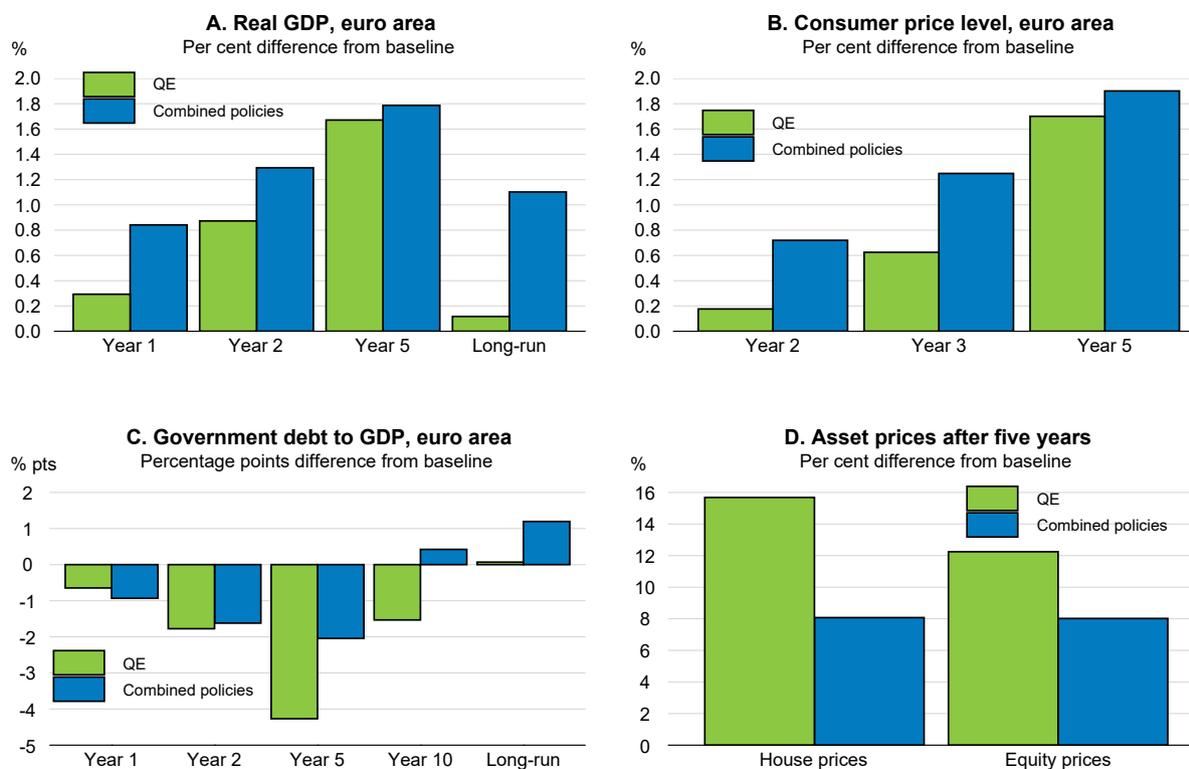
Das alternative kombinierte Politikscenario umfasst die folgenden Maßnahmen:

- Alle Euroländer erhöhen die öffentlichen Investitionen fünf Jahre lang um  $\frac{3}{4}\%$  des BIP. Dadurch wird der große und andauernde Rückgang der öffentlichen Investitionen nach der Finanzkrise ausgeglichen (Blanchard, 2019). Die gesamtstaatlichen Nettoinvestitionen (Investitionen abzüglich Abschreibungen) lagen im Euroraum 1999-2008 bei durchschnittlich rd. 0,7% des BIP pro Jahr, sind seit 2013 aber auf null zurückgegangen. In Ländern wie Deutschland, den Niederlanden, der Slowakischen Republik und den baltischen Staaten besteht Spielraum, eine solche Politik durch die Ausgabe zusätzlicher Schuldtitel umzusetzen. Das nominale Defizit dieser Länder liegt deutlich unter 3% des BIP und ihr Schuldenstand befindet sich auf einem Abwärtspfad. Andere Länder, darunter Frankreich, Italien, Spanien und Belgien, haben weniger Spielraum für eine Lockerung der Fiskalpolitik, weil ihre Haushaltsdefizite und Staatsschuldenquoten nach wie vor hoch sind. In diesen Ländern werden die zusätzlichen öffentlichen Investitionsausgaben vollständig durch höhere direkte Steuern gefinanziert, sodass der Ex-ante-Haushaltseffekt neutral ist.
- Alle Länder führen produktivitätssteigernde Strukturreformen durch, die das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität (GFP) über einen Zeitraum von fünf Jahren um 0,2 Prozentpunkte pro Jahr erhöhen. Das um 1% höhere GFP-Niveau wird anschließend dauerhaft beibehalten. Diese Reformen gleichen die seit der Krise im Euroraum verzeichnete und u.a. auf den nachlassenden Reformeifer zurückzuführende Verlangsamung des Wachstums der GFP und des Potenzialwachstums teilweise aus (OECD, 2018).

- Die quantitative Lockerung fällt schwächer aus, sodass die Laufzeitprämie auf 10-jährige Staatsanleihen in der Höchstphase nur um 50 Basispunkte sinkt, wobei sich das Profil des Schocks im Zeitverlauf ähnlich darstellt wie im einfachen QE-Szenario. Die Leitzinsen werden wieder fünf Jahre lang konstant gehalten. Bei der Berücksichtigung der GLRG wird von einem proportional geringeren Effekt ausgegangen. Danach wird bei der Ausrichtung der Geldpolitik den längerfristigen angebotsseitigen Nutzeffekten Rechnung getragen, die sich aus den verstärkten Strukturreformen ergeben. Durch Forward Guidance wird dazu beigetragen, dass die Zinssätze länger niedrig bleiben können.

**Figure 2.6. The impact of alternative policy approaches in the euro area**

Differences from baseline



Note: See text for details of the shocks applied in the QE and combined policy scenarios.

Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044917>

Die Simulationen basieren auf dem globalen makroökonomischen Modell NiGEM. Für das einfache QE-Szenario und das kombinierte Szenario ist Folgendes festzustellen:

- Nach fünf Jahren sind die Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktion des Euroraums und das Preisniveau in beiden Szenarien sehr ähnlich und entsprechen weitgehend den von Hammermann et al. (2019) angestellten Schätzungen der Effekte der von der EZB seit Mitte 2014 durchgeführten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen. Das BIP des Euroraums erhöht sich gegenüber dem Basisszenario um rd. 1¼% (Figure 2.6, Teil A) und das Verbraucherpreisniveau liegt um 1,7-1,9% höher (Figure 2.6, Teil B), wobei die Effekte des kombinierten Politikmix jeweils geringfügig stärker sind.
- Kurzfristig hat der kombinierte Politikmix eine deutlich stärkere Wirkung. Zurückzuführen ist dies auf den direkten Effekt der höheren öffentlichen Investitionen auf das BIP, die Zeitverzögerung,

mit der die Geldpolitik normalerweise ihre volle Wirkung entfaltet (selbst in einem Modell mit zukunftsorientiertem Verhalten), sowie die Effekte der Strukturreformen, die infolge der akkommodierenden makroökonomischen Politik teilweise schon früher zum Tragen kommen.

- Der Effekt der quantitativen Lockerung auf die Produktion klingt im Zeitverlauf allmählich ab, während das BIP des Euroraums im kombinierten Szenario aufgrund des höheren GFP-Niveaus und eines leichten Impulses für den öffentlichen Kapitalstock langfristig (nach 15 Jahren) um knapp über 1% höher ist.
- Im kombinierten Szenario verharrt die Schuldenquote des Euroraums selbst bei einer fünf Jahre andauernden fiskalischen Expansion aufgrund des höheren nominalen BIP und der niedrigeren Schuldendienstkosten einige Jahre unter dem Niveau des Basisszenarios (Figure 2.6, Teil C). Im einfachen QE-Szenario führt der stärkere Rückgang der Zinsen auf Staatsanleihen jedoch zu einem stärkeren Rückgang der Schuldendienstkosten.
- Die Vermögenspreise sind im Szenario des kombinierten Politikmix deutlich niedriger als in dem Szenario, in dem nur auf die Geldpolitik gesetzt wird (Figure 2.6, Teil D). Die potenziellen Risiken für die Finanzstabilität sind daher geringer. In beiden Szenarien steigen die Einkommen der privaten Haushalte und die Unternehmensgewinne, im einfachen QE-Szenario fällt die Reaktion der Vermögenspreise aufgrund des stärkeren Rückgangs der langfristigen Zinssätze allerdings stärker aus.

Insgesamt deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass ein ausgewogener Politikmix im Hinblick auf die makroökonomische Stabilisierung effektiver ist als ein Ansatz, der nur auf der Geldpolitik basiert. Diese Erkenntnis ist zum jetzigen Zeitpunkt besonders relevant. Im Euroraum ist ein gut konzipierter Mix aus länderspezifischen fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen in Verbindung mit weiterhin niedrigen Zinssätzen erforderlich, wenn die Wachstumsaussichten dauerhaft verbessert werden sollen.

Die Simulationen beleuchten zugleich die Politikoptionen, für die man sich im Euroraum 2014-2015 hätte entscheiden können. Damals wurde die Hauptlast der makroökonomischen Stabilisierung der Geldpolitik übertragen. Viele Länder, darunter Deutschland, hatten jedoch damals schon Spielraum, die Fiskalpolitik zu lockern, da ihre Haushaltsdefizite niedrig waren und ihre Schuldenquoten sich auf einem Abwärtsfad befanden. Wäre im Euroraum in dieser Zeit ein ausgewogener Politikmix umgesetzt worden, hätte der Impuls auf die Vermögenspreise verringert werden können, der von einem über einen längeren Zeitraum sehr akkommodierend ausgerichteten geldpolitischen Kurs ausgeht. Ein solcher ausgewogener Politikmix hätte nicht zu einem deutlichen Anstieg der öffentlichen Verschuldung geführt und hätte zudem den Lebensstandard längerfristig erhöht, was die Geldpolitik allein nicht erreichen kann.

## Literaturverzeichnis

Blanchard, O. (2019), "ECB Monetary Policy in the Post-Draghi Era", Rede beim ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/ecb-monetary-policy-post-draghi-era>.

Eser, F., W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. Vladu (2019), "Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve", *ECB Working Paper*, No. 2293, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2293~41f7613883.en.pdf?36492d92dc3dd55d1a60977740c06db6>.

Hammermann, F., K. Leonard, S. Nardelli und J. von Landesberger (2019), "Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases", *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, Europäische Zentralbank, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902\\_01~3049319b8d.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html).

OECD (2018), *OECD Economic Surveys: European Union 2018*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-eur-2018-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-eur-2018-en).

# Fokuspapier 4: Im Fall eines tieferen Abschwungs bedarf es globaler Politikzusammenarbeit

Das Weltwirtschaftswachstum hat sich in den letzten 18 Monaten erheblich verlangsamt. Falls Abwärtsrisiken eintreten und das Wachstum stärker nachgibt als derzeit angenommen, werden sich die Regierungen der Herausforderung gegenübersehen, einer erheblichen Konjunkturschwäche entgegenwirken zu müssen, obwohl dafür in den einzelnen Ländern kaum Handlungsspielraum vorhanden ist. In der hier zusammengefassten Analyse wird daher beispielhaft die Wirkung eines Pakets konzertierter Maßnahmen der G20-Volkswirtschaften untersucht. Vorbild sind die Maßnahmenpakete, die nach den G20-Gipfeln von Washington und London 2008 und 2009 – auf dem Höhepunkt der weltweiten Finanzkrise – umgesetzt wurden.

Dieser Analyse zufolge erhöht konzertiertes Handeln mit zeitnahen fiskal- und geldpolitischen Impulsen und erneuten Strukturreformanstrengungen in allen Ländern die Chancen, das Wachstum zu beleben und den Lebensstandard im Zeitverlauf zu heben. Wenn sich gegenseitig ergänzende geld- und fiskalpolitische sowie strukturpolitische Maßnahmen in einem gut konzipierten Paket kombiniert werden, können die positiven Effekte der einzelnen Maßnahmen gesteigert und kurzfristige Nebenwirkungen gemildert werden, wovon die G20-Volkswirtschaften insgesamt profitieren würden. Konzertiertes Handeln sorgt für positive Spillover-Effekte, die über den Handel und ein gefestigtes Vertrauen zum Tragen kommen. So fallen die Produktionszuwächse in den einzelnen Ländern insgesamt größer aus, als wenn die Länder jeweils allein handeln.

## Politikoptionen

Eine anhaltende Abschwächung des BIP-Wachstums dürfte die Unsicherheit erhöhen und Zweifel an der Wirksamkeit der Instrumente wecken, die den nationalen Regierungen und Zentralbanken zur Verfügung stehen, um der Wachstumsschwäche zu begegnen. Solche Zweifel erhöhen möglicherweise bereits jetzt die Unsicherheit, auch wenn das in vielen Ländern zwar verhaltene und unter dem Trend liegende BIP-Wachstum derzeit stabil ist. Um wirkungsvoll auf eine weitere Wachstumsverlangsamung zu reagieren, bedarf es sowohl zeitnaher und gezielter Maßnahmen zur kurzfristigen Nachfragesteigerung als auch Maßnahmen, die einen dauerhaften Anstieg des Lebensstandards auf mittlere bis längere Sicht fördern. Ein solches ausgewogenes Maßnahmenpaket hilft, die potenziellen Synergieeffekte sich ergänzender Maßnahmen in verschiedenen Politikbereichen auszuschöpfen.

Anhand des globalen makroökonomischen Modells NiGEM berechnete Szenarien veranschaulichen die positiven Effekte, die erzielt werden können, wenn alle G20-Volkswirtschaften gemeinsam konzertierte konjunkturstützende geld- und fiskalpolitische sowie strukturpolitische Maßnahmen ergreifen. Dabei werden folgende Arten von Maßnahmen berücksichtigt:

- Jedes Land tätigt drei Jahre lang zusätzliche schuldenfinanzierte öffentliche Ausgaben im Umfang von 0,5% des BIP. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geschieht dies über eine Erhöhung des Volumens der öffentlichen Investitionen. Für die aufstrebenden Volkswirtschaften wird eine Ex-ante-Erhöhung der nominalen Staatsausgaben um 0,5% des nominalen BIP unterstellt (weil die Modelle für diese Länder kleiner und weniger detailliert sind). Dies führt in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zu etwas kleineren Multiplikatoreffekten, weil der Inflationsanstieg, der durch den

anfänglichen Nachfrageimpuls ausgelöst wird, den Realwert der nominalen zusätzlichen Ausgaben verringert.

- Die Geldpolitik wird in den Volkswirtschaften, in denen dafür noch Spielraum vorhanden ist, stärker akkommodierend ausgerichtet.
  - Die Leitzinsen werden in allen Volkswirtschaften außer Japan, den Euroländern und dem Vereinigten Königreich für eine Dauer von drei Jahren um 100 Basispunkte gesenkt. In Japan und im Euroraum werden die Leitzinsen während dieses Zeitraums unverändert auf dem Niveau des Basisszenarios belassen. Im Vereinigten Königreich werden sie für drei Jahre um 50 Basispunkte gesenkt.
  - Danach werden bei der Ausrichtung der Geldpolitik die längerfristigen angebotsseitigen Nutzeffekte berücksichtigt, die sich aus den nachstehend erörterten verstärkten Strukturreformen ergeben. Das bedeutet, dass Forward Guidance eingesetzt wird, um das Zinsniveau länger auf einem niedrigen Niveau zu halten. Dadurch wird dafür gesorgt, dass sich die Investitionen des privaten Sektors schneller beleben, als dies sonst der Fall wäre.
- In allen Volkswirtschaften werden produktivitätssteigernde Strukturreformen durchgeführt.
  - In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften handelt es sich dabei um Maßnahmen, die das Wachstum des arbeitsvermehrenden technischen Fortschritts (Gesamtfaktorproduktivität – GFP) über einen Zeitraum von fünf Jahren um 0,2 Prozentpunkte pro Jahr erhöhen. Das um 1% höhere Niveau der GFP bleibt anschließend dauerhaft bestehen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften handelt es sich bei den Reformen um Maßnahmen, die das Wachstumspotenzial über einen Zeitraum von zehn Jahren um 1% erhöhen, wobei der Zuwachs im Zeitverlauf zunimmt.
  - Stärkere Strukturreformen können den aufstrebenden Volkswirtschaften helfen, nicht nur ihre Produktivität zu steigern, sondern auch gegenüber der Produktivitätsgrenze aufzuholen. Dieser Mechanismus ist im hier beschriebenen Szenario nicht direkt berücksichtigt. Daher ist der langfristige Effekt auf die aufstrebenden Volkswirtschaften hier möglicherweise unterzeichnet.

Starke konzertierte Maßnahmen aller G20-Volkswirtschaften festigen in einer Zeit, in der sich das Wachstum rasch abschwächt, zudem das Vertrauen der Verbraucher und Investoren und verringern die Unsicherheit. Im nachstehenden Szenario wird dieser Effekt durch um 50 Basispunkte niedrigere Risikoprämien während eines Zeitraums von zwei Jahren dargestellt; anschließend klingt dieser Effekt langsam ab. Dies entspricht spiegelbildlich dem Unsicherheitsschock, der in die Simulationen für die Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China in Kapitel 1 eingerechnet ist.

## Ergebnisse

Die wichtigsten Merkmale des Szenarios, in dem alle G20-Länder gleichzeitig Maßnahmen ergreifen (Figure 2.7), sind:

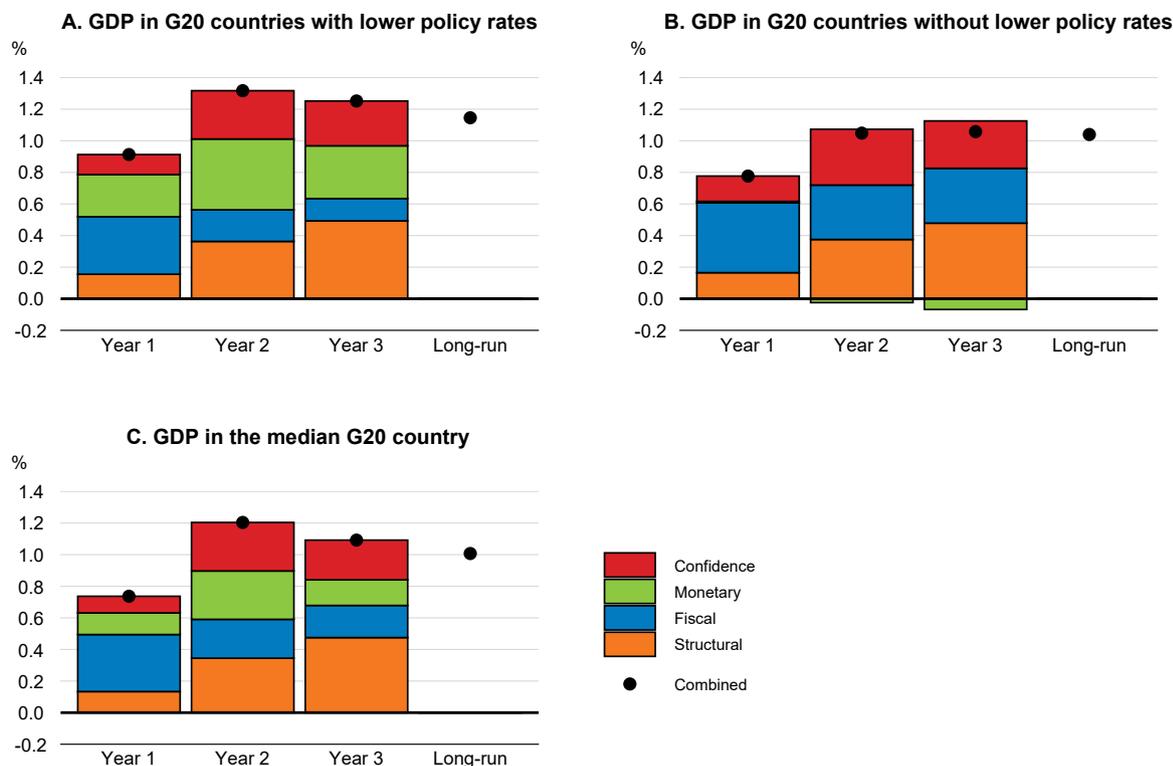
- Durch den kurzfristigen Effekt der konzertierten Maßnahmen erhöht sich das BIP der G20-Länder im ersten Jahr des Schocks um über ¾% und im zweiten Jahr um 1¼%. Auf längere Sicht (nach 15 Jahren) ist das BIP im Median der G20-Volkswirtschaften um knapp 1% höher (Figure 2.7, Teil C).
- Der kurzfristige BIP-Zuwachs ergibt sich in erster Linie aus dem Gesamteffekt der stärker konjunkturstützend ausgerichteten Geld- und Fiskalpolitik. Die Strukturreformmaßnahmen erhöhen das BIP-Wachstum der G20-Volkswirtschaften aber ebenfalls um jeweils 0,15-0,2 Prozentpunkte (Medianwert) im ersten und im zweiten Jahr des Schocks. Anschließend nimmt der Effekt der Struk-

turreformen auf die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter zu, während der Effekt der makroökonomischen Impulse allmählich abklingt. Die Investitionstätigkeit und die Reallöhne reagieren auf die gestiegene Arbeitseffizienz und der Kapitalstock vergrößert sich nach und nach. Von der Zunahme des Kapitalstocks des öffentlichen Sektors gehen zudem kleine zusätzliche positive Effekte auf die langfristige Produktion aus.

- Der kurzfristige Effekt auf das BIP fällt in G20-Volkswirtschaften, in denen Spielraum für Leitzinssenkungen besteht, stärker aus (Figure 2.7, Teil A und B). Zusätzlich zu den positiven Nachfrage- und Investitionseffekten sorgt in diesen Ländern auch eine Währungsabwertung gegenüber den Ländern, in denen die Leitzinsen nicht verändert werden, für einen kleinen Konjunkturimpuls. Doch auch in den Ländern, in denen die Leitzinsen nicht gesenkt werden, werden starke Produktionszuwächse verzeichnet. Dies erklärt sich aus den direkten Effekten der höheren öffentlichen Investitionen sowie den positiven Vertrauenseffekten, die von gemeinsamem länderübergreifendem Handeln ausgehen.
- Der geringere Effekt der fiskalpolitischen Maßnahmen in den Ländern, die die Leitzinsen senken, erklärt sich aus dem schwächeren realen Ex-post-Impuls in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

**Figure 2.7. The impact of G20 policy co-ordination**

Differences from baseline, collective policy simulation

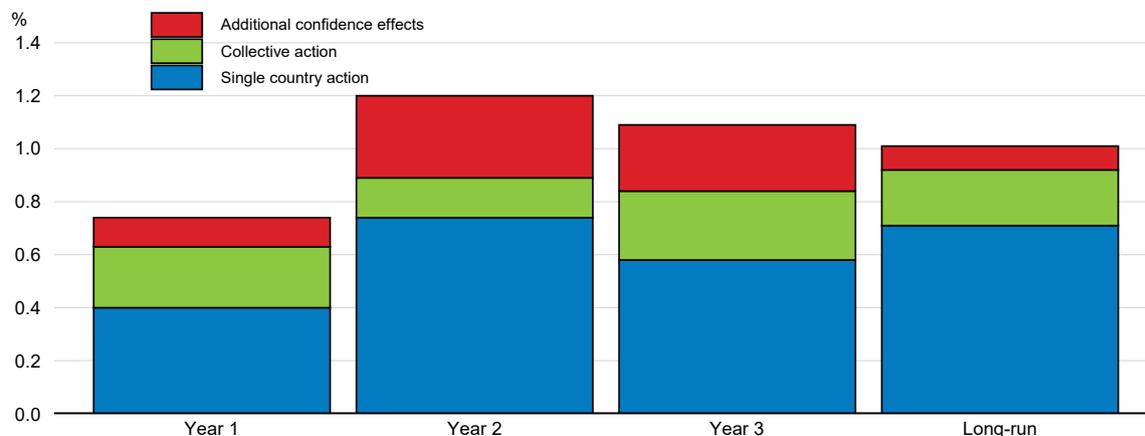


Note: Scenario with all G20 economies simultaneously undertaking changes to fiscal, monetary and structural policies. See text for details of the shocks applied. PPP weighted averages in Panels A and B. The countries without lower policy rates are Japan, France, Germany and Italy. Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044936>

## Figure 2.8. There are sizeable spillovers from co-operative actions

GDP in the median G20 economy, differences from baseline



Note: The blue panel shows the impact on GDP in the median G20 country from undertaking the package of fiscal, monetary and structural measures by itself. The green panel shows the additional boost to GDP if all G20 countries undertake these policy measures at the same time. The red panel shows the additional gains from an improvement in confidence when all countries undertake actions at the same time.  
Source: OECD calculations using the NiGEM global macroeconomic model.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044822>

In allen G20-Ländern kann durch das gemeinsame Handeln ein eindeutig stärkerer positiver Effekt erzielt werden, als wenn die Länder jeweils alleine Maßnahmen ergreifen (Figure 2.8). Diese positiven Spillover-Effekte gehen auf zwei verschiedene Faktoren zurück:

- Erstens entwickelt sich die Situation im Szenario der konzertierten Maßnahmen in jedem Land günstiger, als wenn dieses Land als einziges Maßnahmen ergriffen hätte – selbst ohne Berücksichtigung von Vertrauenseffekten. Gemeinsame Maßnahmen erhöhen die Spillover-Effekte durch ein stärkeres Handelswachstum und höhere Wertpapierkurse. Im Median der G20-Volkswirtschaften sind die Produktionszuwächse in den ersten drei Jahren deutlich höher, wenn alle Länder gemeinsam handeln, als wenn nur ein Land alleine Maßnahmen ergreift. Zurückzuführen ist dies auf den Anstieg der Exporte und der Investitionsanreize, der sich aus einer stärkeren Auslandsnachfrage ergibt (Figure 2.8). Durch gemeinsames Handeln kommt auch der längerfristige positive Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion, der von den Strukturreformen ausgeht, schneller zum Tragen. In der typischen Volkswirtschaft ist der längerfristige BIP-Effekt um etwa ein Viertel stärker, wenn alle Länder konzertiert handeln. Dies erklärt sich aus der stärkeren inländischen Investitionstätigkeit, durch die sich der Kapitalstock rascher an das neue, höhere langfristige Gleichgewichtsniveau anpassen kann.
- Zweitens bewirkt gemeinsames Handeln zur Lösung eines gemeinsamen Problems, dass das Vertrauen allgemein steigt und die Unsicherheit abnimmt. Dies sorgt in allen Ländern für zusätzliche positive Effekte. Im Szenario der konzertierten Maßnahmen (Figure 2.7) leistet das gestiegene Vertrauen einen erheblichen Beitrag zu der kurzfristigen Produktionssteigerung, die durch das gemeinsame Handeln herbeigeführt wird. Dieser Effekt erhöht die Produktionszuwächse im Median der G20-Volkswirtschaften im ersten und im zweiten Jahr der konzertierten Maßnahmen um jeweils ein Sechstel bzw. ein Drittel (Figure 2.8). Zudem geht davon ein positiver Effekt auf die längerfristige Entwicklung aus, da es aufgrund höherer Unternehmensinvestitionen zu einem zusätzlichen dauerhaften (wenn auch nur kleinen) Anstieg des Kapitalstocks kommt.

Diese Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass einer noch stärkeren oder länger anhaltenden weltweiten Wachstumsverlangsamung als derzeit unterstellt am raschesten und wirkungsvollsten durch konzertierte Maßnahmen der verschiedenen Länder begegnet werden könnte. In der Praxis kann es sein, dass nicht alle Länder in der Lage sind, die gleichen Maßnahmen zu ergreifen, oder dass die einzelnen Länder unterschiedliche Kombinationen von fiskal-, geld- und strukturpolitischen Maßnahmen bevorzugen. Dennoch ist es wichtig, dass alle Länder an konzertierten Anstrengungen zur Stützung des Wachstums mitwirken, da so der Gesamtnutzen ebenso wie der Nutzen für jede einzelne Volkswirtschaft maximiert werden kann.

# Fokuspapier 5: Wie wirksam sind automatische fiskalische Stabilisatoren bei der Sicherung der Einkommen der privaten Haushalte?<sup>1</sup>

Die Fiskalpolitik trägt dazu bei, durch automatische Veränderungen der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen, die sich aus den geltenden Gesetzen und Leistungsansprüchen ergeben – die sogenannten automatischen Stabilisatoren – die Wirtschaft über den gesamten Verlauf des Konjunkturzyklus zu stabilisieren. Höhere Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung bei steigender Arbeitslosigkeit oder niedrigere direkte Steuern bei Lohnrückgängen sind Beispiele für solche automatischen Stabilisatoren. In Ländern mit umfassenden und effektiven automatischen fiskalischen Stabilisatoren sind geringere diskretionäre Veränderungen der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen erforderlich, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Automatische fiskalische Stabilisatoren sind naturgemäß temporär und wirken sich nicht auf die strukturelle Haushaltsposition aus. Durch einen stärkeren Einsatz automatischer Stabilisatoren könnte eine zeitnahe, gezielte und zeitlich befristete fiskalische Reaktion auf Konjunkturschwankungen gefördert werden.

In diesem Fokuspapier werden Schätzungen der Gesamtwirksamkeit der automatischen fiskalischen Stabilisatoren sowie die Bedeutung verschiedener fiskalischer Instrumente für die automatische fiskalische Stabilisierung in 23 OECD-Volkswirtschaften untersucht. Das Augenmerk liegt auf dem Umfang, in dem automatische Veränderungen bestimmter Komponenten der Staatsausgaben und -einnahmen nach einem negativen Schock auf die Löhne dazu beitragen, das aggregierte verfügbare Einkommen der privaten Haushalte zu stabilisieren.<sup>2</sup> In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften sorgen die gegenwärtigen Fiskalrahmen im Allgemeinen für eine effektive Stabilisierung der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Dies geschieht in erster Linie über die direkten Steuern. Dabei sind jedoch maßgebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern festzustellen. Zudem ist die Wirksamkeit bei der Stabilisierung des Konsums der privaten Haushalte u.U. geringer.

## Beurteilung der automatischen fiskalischen Stabilisierung der verfügbaren Haushaltseinkommen

Zu den in diesem Fokuspapier erfassten automatischen fiskalischen Stabilisatoren zählen Einkommensteuern, Sozialversicherungsbeiträge sowie Arbeitslosen-, Wohngeld- und Familienleistungen. Bei einer Veränderung der Beschäftigung oder des Lohnniveaus sind all diese Stabilisatoren unmittelbar betroffen.<sup>3</sup> Die Stärke des Zusammenhangs zwischen diesen einzelnen Komponenten und den Veränderungen des Markteinkommens hängt von der Gestaltung der jeweiligen Steuer- und Sozialversicherungssysteme ab, wie der Progressivität der Einkommensteuern und der Bedürftigkeitsabhängigkeit der Sozialleistungen.

<sup>1</sup> Dieses Fokuspapier basiert auf Maravalle und Rawdanowicz (2019).

<sup>2</sup> Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte erfasst alle Markteinkommen einer Volkswirtschaft (hauptsächlich Löhne und Einkommen aus selbstständiger Beschäftigung) zuzüglich Sozialleistungen abzüglich direkter Steuern und Sozialabgaben.

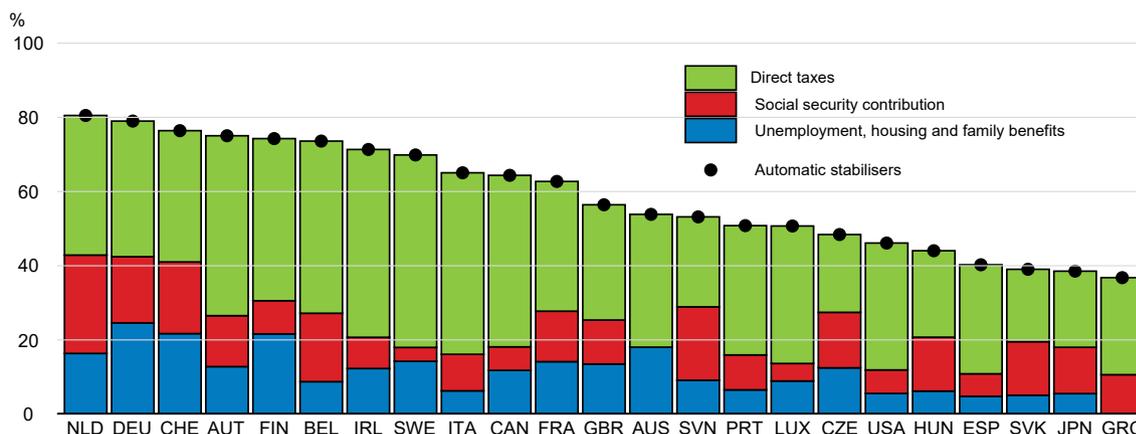
<sup>3</sup> Die induzierten Veränderungen bei den aggregierten direkten Steuern, Sozialversicherungsbeiträgen und Familien- und Wohngeldleistungen basieren auf der geschätzten Reagibilität der Veränderungen ihrer Höhe auf Veränderungen des Markteinkommens der privaten Haushalte (Price et al., 2015) und der geschätzten Reagibilität der Veränderungen der Arbeitslosenleistungen auf Veränderungen der Arbeitslosenzahlen.

Die Wirksamkeit wird anhand eines spezifischen Falls analysiert, in dem die Beschäftigung im privaten Sektor und der Lohnsatz im gleichen Verhältnis zurückgehen, wodurch das Markteinkommen sinkt. Die automatischen Stabilisatoren sind in diesem Kontext in vollem Umfang wirksam, wenn die induzierten Veränderungen bei den direkten Steuern, den Sozialversicherungsbeiträgen und den drei Sozialleistungsarten den Effekt eines negativen Markteinkommensschocks ausgleichen, sodass das aggregierte verfügbare Einkommen der privaten Haushalte unverändert bleibt. Der Wert des Indikators ist nicht von der Größe des Schocks abhängig. Eine andere Art von Schock hätte indessen Auswirkungen auf die gemessene Wirksamkeit.<sup>4</sup>

Die automatischen Stabilisatoren scheinen in allen 23 analysierten OECD-Ländern bei der Stabilisierung der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte wirksam zu sein (Figure 2.9). Sie absorbieren im Durchschnitt etwas mehr als die Hälfte des spezifischen Schocks auf das Markteinkommen (in absoluter Rechnung), wobei die gemessene Gesamtwirksamkeit zwischen annähernd 80% in den Niederlanden, Deutschland und der Schweiz und weniger als 40% in Griechenland, Japan und der Slowakischen Republik liegt.

### Figure 2.9. Automatic stabilisation of shocks to household market income is generally strong

The percentage share of an income shock offset by automatic stabilisers



Note: The percentage share shows by how much the income decline is offset by automatic stabilisers one year after the shock. A share of 100% implies that automatic stabilisers offset completely the shock to income, leaving aggregate household disposable income unchanged, while a share of 0% implies no automatic stabilisation at all, with disposable income falling by as much as market income. The calculations are based on the accounting identity of aggregate household disposable income. It is a sum of wages and self-employed income, automatic stabilisers (AS), and other net income received by households. AS account for changes in social benefits (unemployment, housing and family), and - with a negative sign - direct taxes on income and social security contributions paid by households. A 0.5% fall in private employment and in the wage rate is assumed in each country compared to baseline. Changes in household direct taxes, social contributions, and family and housing benefits are derived from the elasticities of each relevant category with respect to its base as estimated in Price et al. (2015). Changes in unemployment benefits are calculated based on an estimated equation, linking unemployment benefits with the number of unemployed. Other components of social security benefits and other net income received by households are assumed to remain unchanged. Simulations are based on the 2016 structure of aggregate household disposable income and labour market outcomes.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD Social Expenditure database; and OECD calculations.

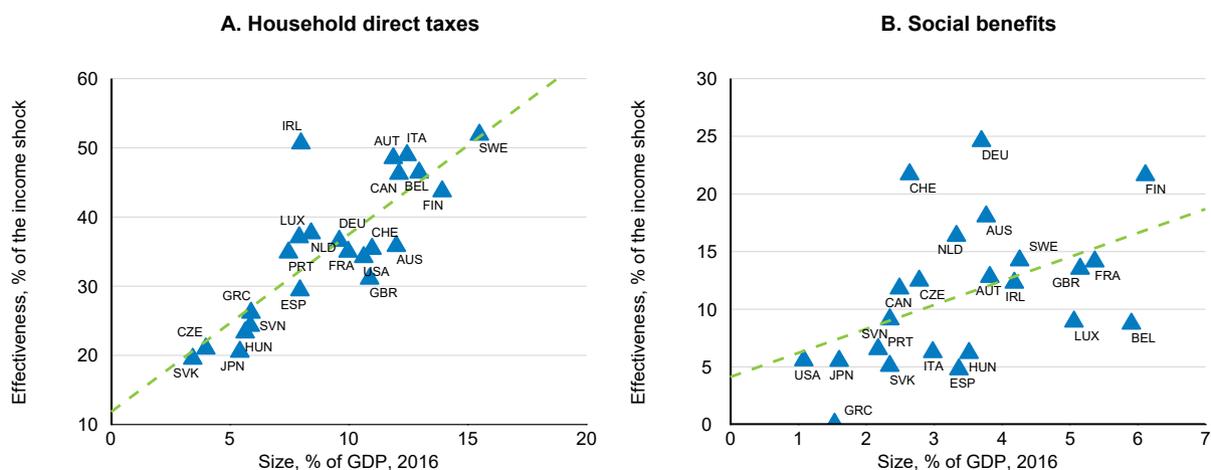
StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044955>

<sup>4</sup> So fällt beispielsweise der Stabilisierungseffekt der Arbeitslosenleistungen bei einem gegebenen Rückgang des aggregierten Markteinkommens umso schwächer aus, je mehr er auf niedrigere Lohnsätze als auf eine niedrigere Beschäftigung zurückzuführen ist.

In den meisten erfassten Ländern erfolgt die Stabilisierung der verfügbaren Haushaltseinkommen – in absoluter wie auch relativer Rechnung – hauptsächlich durch direkte Steuern (die stärker sinken als das Einkommen). Der absolute Stabilisierungseffekt der direkten Steuern ist in Irland, Italien, Österreich und Schweden besonders groß, wohingegen er in Japan, der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik verhältnismäßig gering ist. Steigende Arbeitslosen-, Wohngeld- und Familienleistungen sowie Verringerungen der von den privaten Haushalten entrichteten Sozialversicherungsbeiträge tragen ebenfalls – im Durchschnitt zu etwa gleichen Teilen – dazu bei, den Rückgang der verfügbaren Einkommen abzufedern. Sozialleistungen spielen in Deutschland und der Schweiz bei der Einkommensstabilisierung (in absoluter Rechnung) eine besonders wichtige Rolle, da der prozentuale Anstieg der Arbeitslosigkeit relativ hoch ist<sup>5</sup> und die Transferleistungen stark einkommensabhängig sind, ebenso wie in Finnland, wo die Arbeitslosenleistungen einen großen Anteil am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte ausmachen.

Die unterschiedliche Wirksamkeit dieser spezifischen automatischen Stabilisatoren spiegelt die zwischen den Ländern bestehenden Differenzen bei der Reagibilität der einzelnen Komponenten des Haushaltseinkommens auf den Konjunkturzyklus sowie Differenzen bei der Zusammensetzung des verfügbaren Einkommens und den ursprünglichen Arbeitsmarktbedingungen wider. Die Wirksamkeit der direkten Steuern und der drei Sozialleistungsarten ist im Allgemeinen positiv mit ihrem Umfang im Verhältnis zum nominalen BIP korreliert (Figure 2.10).

**Figure 2.10. The size and effectiveness of specific components of automatic stabilisers**



Note: The dashed green lines show the linear regression lines.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD Social Expenditure database; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934048394>

## Unterschiedliche Stabilisierungswirkung auf Haushaltseinkommen und Konsum

Eine starke automatische fiskalische Stabilisierung der Haushaltseinkommen bedeutet nicht zwangsläufig, dass der Konsum der privaten Haushalte und damit das BIP-Wachstum ebenso stark stabilisiert werden. Selbst wenn negative Schocks auf die Beschäftigung und die Löhne in erheblichem Maße durch geringere

<sup>5</sup> Bei einem Beschäftigungsrückgang um 0,5% in allen Ländern fällt der prozentuale Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland und in der Schweiz aufgrund der niedrigen Arbeitslosenquote in diesen Ländern zum Zeitpunkt des Schocks höher aus.

Steuern und höhere Sozialleistungen kompensiert werden, kann das Vorsorgesparen der privaten Haushalte zunehmen. Dies scheint umso wahrscheinlicher, wenn die Einkommensstabilisierung nicht durch höhere Sozialleistungen, sondern durch geringere Steuern bedingt ist. Es gibt umfassende Belege dafür, dass Transferleistungen die Notwendigkeit des Vorsorgesparens verringern, indem sie idiosynkratische Einkommensrisiken infolge von Arbeitslosigkeit reduzieren (Kotlikoff, 1988). Weniger klar ist hingegen, ob eine progressive Besteuerung genauso wirksam sein könnte, da auf höheren Einkommensniveaus ein Teil der Steuersenkung gespart werden könnte.<sup>6</sup> Außerdem erfolgt der Ausgleich des Markteinkommens durch niedrigere Steuern u.U. erst mit erheblicher Verzögerung, was in den vorstehenden Simulationen nicht berücksichtigt ist und zunächst zu einem stärkeren Rückgang des Konsums der privaten Haushalte führt. Im Gegensatz dazu können Sozialleistungen, vor allem Arbeitslosenleistungen, den privaten Haushalten rascher zugutekommen, wenngleich sie danach im Zeitverlauf möglicherweise sinken.

## Literaturverzeichnis

Kotlikoff, L. (1988), "Health Expenditures and Precautionary Saving", in L. Kotlikoff, *What Determines Saving?*, MIT Press, Cambridge.

Maravalle, A., und Ł. Rawdanowicz (2019), "How Effective Are Automatic Fiscal Stabilisers in the OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, OECD Publishing, Paris, erscheint demnächst.

McKay, A. und R. Reis (2016), "The Role of Automatic Stabilizers in the U.S. Business Cycle", *Econometrica*, Vol. 84(1), S. 141-194, <https://doi.org/10.3982/ECTA11574>.

Price, R., T. Dang und J. Botev (2015), "Adjusting Fiscal Balances for The Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1275, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jrp1g3282d7-en>.

---

<sup>6</sup> McKay und Reis (2016) zeigen, dass Arbeitslosenleistungen bei der Stabilisierung des Konjunkturzyklus (wenn auch nicht explizit bei der Stabilisierung der Haushaltseinkommen) wirksamer sind als eine progressive Besteuerung.

# **3**

## **Entwicklungen in den einzelnen OECD- und in ausgewählten Nicht- OECD-Volkswirtschaften**

# Argentinien

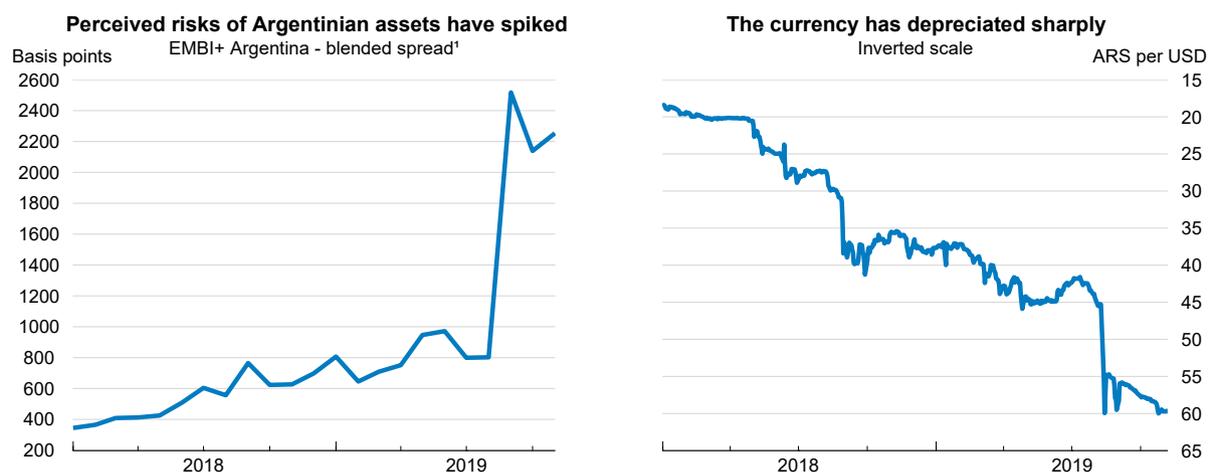
Die Wirtschaft leidet unter binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und befindet sich in einer Rezession. Die Unsicherheit über die zukünftigen Politikprioritäten hat zu Kapitalabflüssen und einer drastischen Währungsabwertung geführt. Die daraus resultierenden Liquiditätsschwierigkeiten zogen die Umschuldung kurzfristiger Schuldtitel und die Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen nach sich. Die Volatilität der jüngsten Zeit hemmt das Wachstum und lässt die Arbeitslosigkeit steigen.

Um die Inflation zu drücken, die gegenwärtig über 50% beträgt, muss die Geldpolitik restriktiv ausgerichtet bleiben. Sie wäre wirksamer, wenn die Unabhängigkeit der Zentralbank gestärkt würde. Zur Senkung der Staatsverschuldung ist eine Verringerung des Haushaltsdefizits unerlässlich. Es ist jedoch nach wie vor wichtig, den realen Wert der Sozialleistungen für gefährdete Gruppen zu erhalten, um sie vor den Auswirkungen der Rezession zu schützen. Steuer-, Regulierungs- und Verwaltungsreformen könnten die Produktivität steigern. Ein Abbau der Handelsschranken, einschließlich der planmäßigen Abschaffung der Exportsteuern, ist entscheidend, um eine stärkere Integration in die Weltwirtschaft zu fördern.

## **Die Wirtschaft befindet sich in einer Rezession und die politische Unsicherheit ist hoch**

Nach einer Konjunkturbelebung und einer Stabilisierung des Wechselkurses führten die Vorwahlen im August zu einer deutlichen Zunahme der politischen Unsicherheit. Die Marktnachfrage nach argentinischen Vermögenswerten ging drastisch zurück. Dadurch wurde eine Währungsabwertung ausgelöst, die die ohnehin schon hohe Inflation weiter anheizte. Das Land kann seit Ende August keine neuen Mittel mehr an den Märkten aufnehmen und hat den Zahlungsplan für einige kurzfristige Staatsanleihen angepasst. Die Staatsschulden sind in besonderem Maße den Wechselkursbewegungen ausgesetzt, da sie zu mehr als 75% auf ausländische Währungen lauten. Die Ende 2015 abgeschafften Kapitalverkehrskontrollen wurden wiedereingeführt, was einen Parallelmarkt für Devisen entstehen ließ. Die Investitionstätigkeit stagniert wegen der gestörten Zahlungsketten; zugleich nagt die steigende Inflation an der Kaufkraft der privaten Haushalte. Im Oktober wurde eine neue Regierung gewählt, die Anfang Dezember die Amtsgeschäfte übernimmt. Die Arbeitslosigkeit ist seit Mitte 2018 gestiegen. Die jüngsten Verbesserungen der Leistungsbilanz dürften sich fortsetzen.

## Argentina



1. “EMBI + Argentina – blended spread” shows the yield difference over US Treasuries of a JPMorgan Argentina bond index (EMBI), including any credit enhancements such as principal and/or interest collateral.

Source: INDEC; CEIC; and Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044974>

## Argentina: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Argentina</b>						
	Current prices ARS billion	Percentage changes, volume (2004 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	8 228.2	2.7	-2.5	-3.0	-1.7	0.7
Private consumption	5 407.7	4.0	-2.4	-6.7	-1.4	0.9
Government consumption	1 452.6	2.7	-3.3	0.1	-1.4	-0.6
Gross fixed capital formation	1 174.4	12.2	-5.7	-14.8	-4.2	0.1
Final domestic demand	8 034.7	4.9	-3.1	-6.8	-1.8	0.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	279.0	1.1	-0.5	-2.5	-0.2	0.0
Total domestic demand	8 313.7	6.0	-3.4	-8.8	-2.0	0.5
Exports of goods and services	1 030.7	1.7	-0.7	6.2	-1.0	1.2
Imports of goods and services	1 116.3	15.4	-4.7	-18.2	-2.2	0.4
Net exports <sup>1</sup>	- 85.5	-1.9	0.6	3.9	0.1	0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	26.0	40.7	51.5	46.2	41.8
Current account balance (% of GDP)	–	-5.0	-4.9	-1.4	0.7	0.9

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046095>

## Die Stabilisierung der Wirtschaft erfordert restriktive makroökonomische Politikmaßnahmen

Die Bruttostaatsverschuldung befindet sich auf einem nicht tragfähigen Kurs und wird zum Jahresende 2019 voraussichtlich bei über 90% des BIP liegen; die Zinszahlungen auf Fremdwährungsanleihen steigen

und die Staatseinnahmen können nicht mit der Inflation Schritt halten. Vor diesem Hintergrund ist eine weitere Haushaltskonsolidierung oder Schuldenumstrukturierung unverzichtbar, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Die Bemühungen, die Effizienz der Staatsausgaben zu steigern und ineffiziente Ausgaben zu kürzen, sollten fortgesetzt werden. Die jüngsten Erhöhungen der Sozialleistungen für bedürftige Bevölkerungsgruppen werden dazu beitragen, Niedrigeinkommenshaushalte vor den Auswirkungen der Rezession zu schützen. Allerdings müssen die Leistungen regelmäßig angepasst werden, um ihren realen Wert zu erhalten.

Um die Inflation zu drücken, die gegenwärtig bei 50% liegt, ist weiterhin ein restriktiver geldpolitischer Kurs erforderlich. Die hohe Inflation belastet insbesondere Niedrigeinkommenshaushalte, die nicht über die Mittel verfügen, sich gegen Kaufkraftverluste abzusichern. Durch eine größere formale Unabhängigkeit der Zentralbank könnte die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöht werden. Die Kapitalverkehrskontrollen haben zur Stabilisierung des Wechselkurses beigetragen. Es ist aber wichtig, die künftige reale Aufwertung zu begrenzen, damit die Exporte die wirtschaftliche Erholung in Schwung bringen können. Angesichts der geringen Währungsinkongruenzen der inländischen Banken und des niedrigen Grads an Finanzintermediation scheint der Bankensektor bislang mit dem volatilen wirtschaftlichen Umfeld zurechtzukommen.

Bei den Strukturreformen bedarf es weiterer Fortschritte, um die Produktivität zu verbessern, die Exporte anzukurbeln und das Wachstum und die Inklusivität zu steigern. Das Steuersystem sorgt nach wie vor für erhebliche Verzerrungen, die die Produktivität mindern. Überdies könnte durch eine progressivere Besteuerung die Umverteilung verstärkt werden. Aufgrund von binnenwirtschaftlichen Marktzutrittschranken sowie Hemmnissen für die unternehmerische Tätigkeit und den Handel ist der Wettbewerb in vielen Sektoren weiterhin schwach. Die niedrigeren Verbraucherpreise, die sich durch einen stärkeren Wettbewerb in- und ausländischer Konkurrenzunternehmen erreichen ließen, würden besonders den einkommensschwächeren Haushalten zugutekommen. Ein besserer Zugang zu Vorleistungen würde die Produktivität und die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten steigern. Dies würde es den Unternehmen ermöglichen, besser bezahlte Arbeitsplätze im formellen Sektor zu schaffen. Umfangreichere Weiterbildungsmöglichkeiten würden den Arbeitskräften helfen, diese neuen Beschäftigungschancen zu nutzen. Zugleich könnte durch eine effektivere Arbeitslosenversicherung die Einkommenssicherung für Arbeitskräfte verbessert werden. Rund ein Drittel der Erwerbsbevölkerung arbeitet zurzeit im informellen Sektor ohne jeglichen Beschäftigungsschutz.

## **Die Verringerung der politischen Unsicherheit ist entscheidend für die Belebung der Konjunktur**

Die Inlandsnachfrage wird den Projektionen zufolge bis Ende 2020 verhalten bleiben, da die Stabilisierung der Wirtschaft einige Zeit in Anspruch nehmen wird und die makroökonomische Politik weiterhin restriktiv ausgerichtet ist. Die Arbeitslosigkeit dürfte rezessionsbedingt zunehmen. Die Erholung wird voraussichtlich von den Exporten ausgehen, die von dem niedrigeren Wechselkurs profitieren dürften. 2021 dürfte wieder ein positives Wachstum verzeichnet werden. Angesichts der hohen Verschuldung und des erschwerten Zugangs zu Marktfinanzierung bestehen erhebliche fiskalische Risiken. Das derzeitige Inflationsniveau lässt befürchten, dass die Inflation bei einer Lockerung der Geldpolitik außer Kontrolle geraten könnte. Eine Umkehr der produktivitätssteigernden Strukturreformen würde die Rezession und die fragile Haushaltssituation verschlimmern. Dagegen könnte sich eine schnellere Erholung einstellen als gegenwärtig erwartet, wenn das Engagement für eine solide Wirtschaftspolitik und die Fortschritte bei produktivitätssteigernden Strukturreformen anhalten.

# Australien

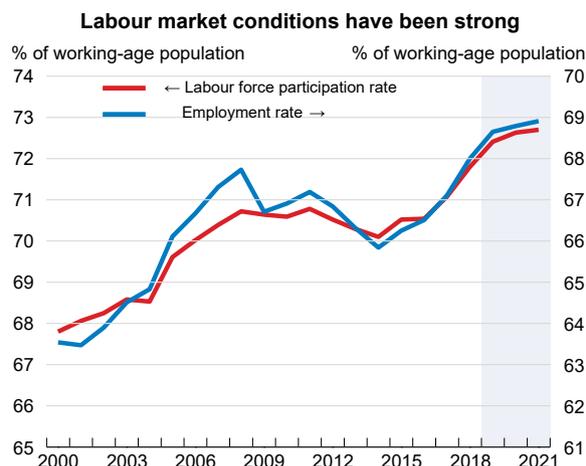
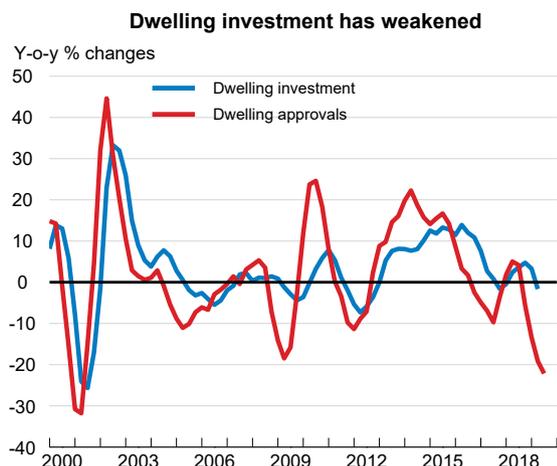
Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 auf rd. 2¼% anziehen. Zwar wird die wirtschaftliche Entwicklung durch die Wachstumsabschwächung bei den Handelspartnern und den Abschwung bei den inländischen Wohnungsbauinvestitionen beeinträchtigt, die jüngsten Einkommensteuersenkungen und die geldpolitische Lockerung dürften die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit jedoch etwas stützen. Aufgrund des verhaltenen Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der anhaltenden Ungewissheit wird sich die in jüngster Zeit gute Arbeitsmarktlage verschlechtern.

Die Geldpolitik ist akkommodierend, und die Zentralbank wird den Leitzins voraussichtlich weiter senken, um das Inflationsziel zu erreichen. Die makroprudenziellen Maßnahmen müssen u.U. verschärft werden, falls die niedrigeren Zinssätze die Wohnimmobilienpreise anheizen, was zu Ungleichgewichten führen und die Wirtschaft Abwärtsrisiken aussetzen würde. Die Fiskalpolitik, die den gegenwärtigen Plänen zufolge im Großen und Ganzen neutral ausgerichtet bleiben dürfte, muss möglicherweise einen aktiveren Beitrag zur Steigerung des Wachstums leisten.

## Die Wirtschaftstätigkeit hat sich schwach entwickelt

Das Wirtschaftswachstum hat nachgelassen. Die Wohnungsbauinvestitionen haben sich in Reaktion auf die zuletzt rückläufige Entwicklung der Wohnimmobilienpreise verlangsamt, und die nach wie vor sinkende Zahl der Baugenehmigungen deutet auf eine weitere Abschwächung in der kommenden Zeit hin. Die privaten Unternehmensinvestitionen außerhalb des Bergbausektors haben ebenfalls nachgegeben, da aufgrund der Verlangsamung der Weltkonjunktur und der Dürreperiode im Inland die Ausfuhren sinken und sich das Geschäftsklima eintrübt. Die Beschäftigung hat in Anbetracht des verhaltenen Produktionswachstums überraschend kräftig expandiert, was einer höheren Erwerbsbeteiligung förderlich ist. Dennoch haben sich die privaten Konsumausgaben – bedingt durch den langsamen Lohnanstieg und die Anhebung der von den privaten Haushalten entrichteten Steuern – schleppend entwickelt.

## Australia



Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Australian Bureau of Statistics.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934044993>

## Australia: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices AUD billion	Percentage changes, volume (2016/2017 prices)				
<b>Australia</b>						
<b>GDP at market prices</b>	1 705.2	2.5	2.7	1.7	2.3	2.3
Private consumption	984.1	2.4	2.6	1.6	2.1	2.0
Government consumption	319.4	3.9	4.1	5.3	4.2	3.7
Gross fixed capital formation	418.0	3.6	2.5	1.1	1.1	1.8
Final domestic demand	1 721.6	3.0	2.8	2.2	2.3	2.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 2.5	-0.1	0.1	-1.5	-0.3	0.0
Total domestic demand	1 719.1	2.9	2.9	0.7	2.0	2.3
Exports of goods and services	337.1	3.7	4.9	3.2	2.6	2.4
Imports of goods and services	351.0	7.8	4.1	-1.0	2.9	3.7
Net exports <sup>1</sup>	- 13.9	-0.9	0.2	1.0	0.0	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	3.5	2.2	3.2	1.3	1.1
Consumer price index	—	2.0	1.9	1.6	1.6	1.6
Core inflation index <sup>2</sup>	—	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6
Unemployment rate (% of labour force)	—	5.6	5.3	5.2	5.3	5.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	4.5	3.4	3.4	3.2	2.9
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.8	0.0	0.2	0.2	0.1
General government gross debt (% of GDP)	—	43.6	43.5	41.5	41.7	42.0
Current account balance (% of GDP)	—	-2.6	-2.1	0.8	0.9	0.4

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046114>

## Die Fiskalpolitik könnte gelockert werden

Der geldpolitische Kurs ist noch expansiver geworden, da der Leitzins seit Mai 2019 um insgesamt 75 Basispunkte gesenkt wurde. Das Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen und an die privaten Haushalte bleibt verhalten. Auf einigen großen Märkten steigen die Wohnimmobilienpreise allmählich wieder. In Anbetracht der hohen Verschuldung der privaten Haushalte sollten die Behörden bereitstehen, die makroprudenzielle Politik zu verschärfen, falls die niedrigeren Zinssätze die Hauspreis-inflation durch einen starken Anstieg der Kreditvergabe anheizen sollten.

Es wird davon ausgegangen, dass die Fiskalpolitik keinen großen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten wird, da sich die australische Bundesregierung verpflichtet hat, künftig Haushaltsüberschüsse zu erzielen. Die Bereitstellung von Leistungen aus der staatlichen Erwerbsunfähigkeitsversicherung (National Disability Insurance Scheme) sowie die jüngsten Steuersenkungen für Gering- und Mittelverdiener dürften die Ausgaben der privaten Haushalte im Projektionszeitraum etwas stützen und die Einkommensungleichheit verringern. Da die Wirtschaft deutlich unter ihrem Potenzial wächst und die Staatsverschuldung relativ gering ist, könnte jedoch ein expansiverer fiskalpolitischer Kurs gerechtfertigt sein. Die Regierung sollte eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen in umweltfreundliche Infrastrukturen sowie ein Vorziehen rasch umsetzbarer Investitionsvorhaben im Rahmen ihres Infrastrukturinvestitionsprogramms in Betracht ziehen. Gleichzeitig sollten wachstumsfördernde Steuerreformen Priorität erhalten. Hierzu zählt eine Verlagerung im Steuermix, weg von direkten bzw. ineffizienten Steuern wie der Grunderwerbsteuer hin zur Waren- und Dienstleistungsteuer sowie zur Grundsteuer.

## Es wird mit einem stabilen Wirtschaftswachstum gerechnet

Die Wirtschaft wird in einem stabilen Tempo wachsen. Die Expansion der Exporte wird parallel zur Konjunkturverlangsamung in den großen Handelspartnerländern zurückgehen. Dies wird sich weiter auf die Unternehmensinvestitionen auswirken, auch wenn die Bergbauinvestitionen inzwischen die Talsohle durchschritten haben und im Verlauf des Projektionszeitraums allmählich anziehen werden. In Anbetracht der Aussichten für das BIP-Wachstum wird die Arbeitslosenquote wahrscheinlich nicht viel weiter sinken, und die Inflation wird unter dem Zielwert verharren. Die Projektionen gehen deshalb davon aus, dass die Zentralbank weiter für geldpolitische Impulse sorgen wird.

Bei den Konjunkturaussichten überwiegen die Abwärtsrisiken. Als kleine offene Volkswirtschaft ist Australien in besonderem Maße von der globalen Wachstumsverlangsamung betroffen. Die Investitionstätigkeit in China, Australiens größtem Handelspartner, hat sich verlangsamt, und die handelspolitischen Spannungen bedrohen die Wirtschaftstätigkeit in der Region zusätzlich. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte könnte die Übertragung eines wirtschaftlichen Schocks verstärken. Dagegen könnte ein Nachlassen der globalen handelspolitischen Spannungen das Geschäfts- und Konsumklima aufhellen, was sich positiv auf die Ausgaben auswirken würde.

# Belgien

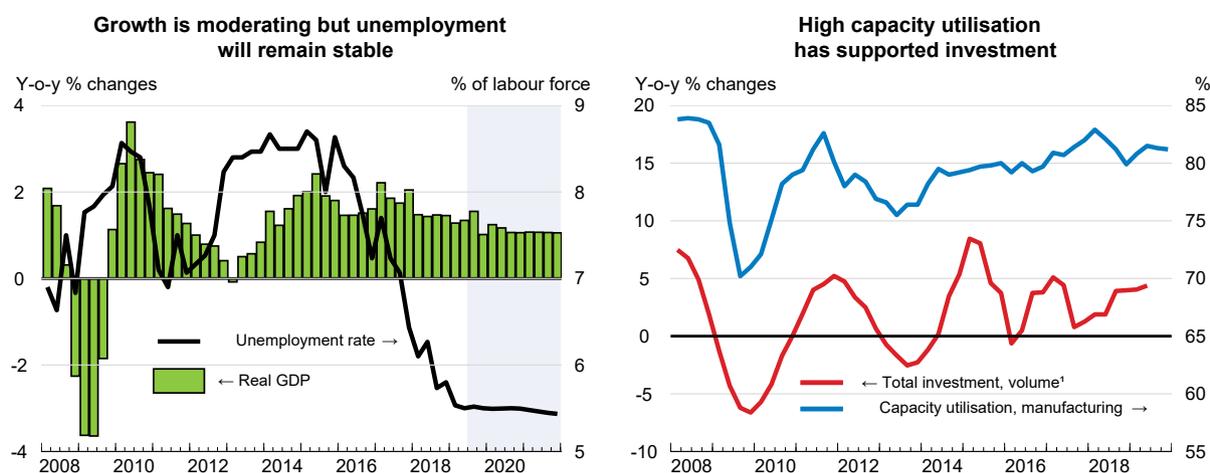
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020-2021 auf rd. 1% abschwächen. Außenwirtschaftliche Belastungen werden trotz günstiger Finanzierungsbedingungen die Exporte und die Unternehmensinvestitionen dämpfen. Die Steuersenkungen der letzten Zeit werden zusammen mit steigenden Löhnen das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte erhöhen, sodass sich der private Verbrauch kräftig behaupten dürfte. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird mit einer Arbeitslosenquote von 5,4% (Ende 2021) wohl angespannt bleiben.

Die Fiskalpolitik wird das Wachstum 2020-2021 moderat unterstützen, was angesichts der aktuellen Konjunkturabschwächung angemessen ist. Die Staatsschuldenquote ist jedoch weiterhin hoch und die Regierung sollte an tragfähigen mittelfristigen Haushaltszielen festhalten. Die lockeren finanziellen Rahmenbedingungen haben das Kreditwachstum angeheizt, weshalb zusätzliche verbindliche, bei den Kreditnehmern ansetzende makroprudenzielle Instrumente erforderlich sein könnten. Zur Förderung des Produktivitätswachstums wäre es sinnvoll, den Wettbewerb in einigen freien Berufen zu stärken, die Anreize zur Unternehmensgründung zu erhöhen und die staatliche Innovationsförderung ebenso wie die Qualifizierungspolitik effizienter zu gestalten.

## Das Wirtschaftswachstum hat nachgelassen

In einem Umfeld, das von zunehmender Unsicherheit, Spannungen im Handelsbereich und einem schleppenden Wachstum im Euroraum geprägt ist, hat sich das Geschäftsklima eingetrübt, was sich negativ auf die Investitionstätigkeit auswirkt. Dennoch ist die Inlandsnachfrage nach wie vor der wichtigste Wachstumsmotor. Der private Verbrauch wird weiterhin durch die Einkommensteuersenkungen der letzten Zeit gestützt. Mit dem Ende der Lohnzurückhaltung und der angespannteren Arbeitsmarktlage steigen nun langsam die Arbeitskosten. Aufgrund gesunkener Energiepreise hat die Gesamtinflation zuletzt abgenommen, während die Kerninflation allmählich steigt.

## Belgium



1. Four-quarter moving average.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and National Bank of Belgium.

## Belgium: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Belgium</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	430.4	2.0	1.5	1.3	1.1	1.1
Private consumption	221.1	1.8	1.5	1.1	1.4	1.3
Government consumption	100.0	0.3	0.9	1.9	1.4	1.1
Gross fixed capital formation	99.9	1.3	4.0	3.8	1.7	1.4
Final domestic demand	421.0	1.3	1.9	1.9	1.5	1.3
Stockbuilding <sup>1,2</sup>	4.2	-0.1	0.3	-5.9	0.0	0.0
Total domestic demand	425.2	1.2	2.2	-3.9	1.4	1.3
Exports of goods and services	341.6	5.3	1.2	1.2	0.9	1.2
Imports of goods and services	336.5	4.4	2.1	1.3	1.3	1.5
Net exports <sup>1</sup>	5.1	0.7	-0.7	-0.1	-0.3	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	1.7	1.5	1.6	1.1	1.4
Harmonised index of consumer prices	–	2.2	2.3	1.3	1.1	1.5
Harmonised index of core inflation <sup>3</sup>	–	1.5	1.3	1.5	1.4	1.5
Unemployment rate (% of labour force)	–	7.1	6.0	5.5	5.5	5.5
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	5.2	4.8	5.1	5.2	5.2
General government financial balance (% of GDP)	–	-0.7	-0.7	-1.7	-2.0	-1.9
General government gross debt (% of GDP)	–	120.6	118.6	117.9	118.1	118.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	101.8	100.0	99.3	99.5	99.4
Current account balance (% of GDP)	–	1.2	-1.0	-1.2	-1.5	-1.8

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Including statistical discrepancy. Statistical discrepancy contributes to 5.3% in 2019 percentage changes.

3. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046152>

## Es bedarf weiterer Reformen zur Steigerung des Produktivitätswachstums

Das Haushaltsdefizit wird 2019 von 0,7% des BIP im Jahr 2018 auf voraussichtlich 1,7% des BIP ansteigen, da der Effekt einiger vorübergehender Faktoren im Bereich der Unternehmensbesteuerung entfällt. Die Haushaltspolitik wird 2020-2021 den Prognosen zufolge expansiver werden, womit im Kontext der derzeitigen Konjunkturabschwächung das Wachstum gestützt wird. Auf mittlere Sicht ist es wichtig, an den Haushaltskonsolidierungszielen festzuhalten, um einen allmählichen, dauerhaften Rückgang der Staatsschuldenquote zu gewährleisten. Unerwartete Mehreinnahmen sollten genutzt werden, um die Schuldenquote weiter zu senken. Um mittelfristig einen strukturell ausgeglichenen Haushalt zu erreichen, werden einschneidende Maßnahmen vonnöten sein.

Auch der derzeitige akkommodierende Kurs in der Geldpolitik des Euroraums wirkt konjunkturstützend, könnte langfristig jedoch Risiken bergen. Das starke Wachstum der Kreditvergabe der Banken an den Unternehmenssektor (+6,9% im Jahr 2018) hat die Belgische Nationalbank (NBB) dazu veranlasst, makroprudenzielle Maßnahmen zu ergreifen. So hat sie insbesondere im Juni 2019 einen antizyklischen Kapitalpuffer von 0,5% eingeführt. Darüber hinaus legte die NBB im Oktober 2019 Grenzen für die Kreditvergabe fest, namentlich Beleihungsgrenzen, die einen beträchtlichen Anteil neuer Darlehen betreffen und die die Banken einhalten sollen, um die Risiken zu reduzieren. Dies ist ein begrüßenswerter Schritt. Falls sich die derzeitigen Maßnahmen nicht als wirkungsvoll erweisen, sollten weitere – strengere – makroprudenzielle Instrumente eingesetzt werden, etwa verbindliche Obergrenzen für die Beleihungsquoten und den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen.

Um ein dynamischeres langfristiges Wachstum zu erzielen, muss das Produktivitätswachstum gesteigert werden. Dieses ist weiterhin verhalten, insbesondere im Dienstleistungssektor. Trotz jüngster Reformen führt das komplexe Genehmigungs- und Lizenzsystem immer noch zu erheblichen Verwaltungslasten für Start-ups und behindert so Existenzgründungen. Eine strenge Regulierung in einigen freien Berufen hemmt den Wettbewerb. Investitionen in FuE werden von staatlicher Seite stark gefördert, die Direktförderung von Langzeitforschung in Bereichen mit großem Spillover-Potenzial könnte jedoch verbessert werden.

### **Der Verbrauch wird weiterhin das Wachstum stützen, die Risiken sind jedoch groß**

Das BIP-Wachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020 und 2021 abschwächen. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen und der Exporte wird unter dem Einfluss der sich verschlechternden Weltwirtschaftslage 2020 nachgeben. Die Senkungen der Arbeitsbesteuerung, die robuste Arbeitsplatzschaffung sowie steigende Löhne kurbeln den privaten Verbrauch an, der wichtigster Wachstumsmotor bleiben wird. Die Inflation wird bis Ende 2021 voraussichtlich nach und nach auf 1,6% steigen. Zu den Hauptrisiken gehören eine weitere Konjunkturabschwächung im Euroraum und die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit, die die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen könnte, vor allem in Flandern, das enge Handelsbeziehungen zum Vereinigten Königreich unterhält. Eine langwierige Regierungsbildung könnte zudem die Reformen verzögern. Eine positivere Entwicklung könnte hingegen eintreten, wenn die Steuersenkungen den privaten Verbrauch über Erwarten stark beleben und das Wachstum dadurch kräftiger ausfällt.

# Brasilien

Die Wirtschaft erholt sich allmählich. Eine Rentenreform wurde verabschiedet, und die Aussicht auf größere Fortschritte bei den Strukturreformen stärkt das Vertrauen und stützt die Investitionstätigkeit, die auch von einem expansiveren finanziellen Umfeld profitiert. Eine niedrige Inflation und vereinfachte Auszahlungen aus individuellen Arbeitslosenversicherungskonten begünstigen eine Zunahme des Verbrauchs. Unter der Annahme, dass bei den Reformen weitere Fortschritte erzielt werden, wird das Wachstum den Projektionen zufolge 2020 an Dynamik gewinnen. Die hohe Arbeitslosigkeit geht jedoch nur langsam zurück. Die neu geschaffenen Arbeitsplätze sind von minderer Qualität, vielfach handelt es sich um informelle Beschäftigung.

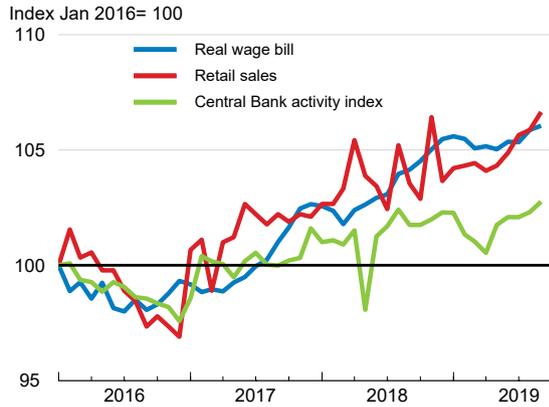
Die Geldpolitik wurde gelockert, was angebracht war, da die Inflation 2020 und 2021 voraussichtlich unter dem Zielwert bleiben wird. Es besteht noch etwas Spielraum für eine weitere Lockerung. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und die Einhaltung der Haushaltsregeln zu gewährleisten, sind weitere Anpassungen der gesetzlich festgeschriebenen Ausgaben erforderlich, wobei jedoch wirksame Transferleistungen und öffentliche Investitionen gewahrt bleiben müssen. Voraussetzung für Produktivitätssteigerungen sind Verbesserungen des Geschäftsklimas durch Steuer- und Regulierungsreformen sowie den Abbau von Handelsschranken. Um die natürlichen Ressourcen zu erhalten, bedarf es entschlossenerer Rechtsdurchsetzungsmaßnahmen.

## Der Aufschwung gewinnt an Dynamik

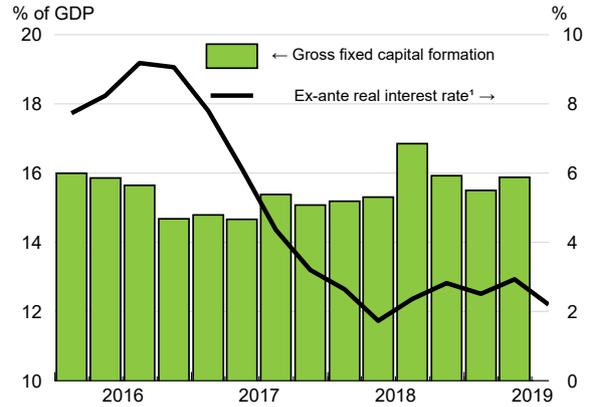
Die Erholung nimmt Fahrt auf, was binnenwirtschaftlichen Faktoren zu verdanken ist. Nachdem bei der Verabschiedung der Wirtschaftsreformen im Kongress Fortschritte erzielt wurden, nimmt das Vertrauen zu, und auch die Investitionen ziehen nach zwei rückläufigen Quartalen wieder an. Der private Konsum und die Einzelhandelsumsätze erholen sich. Inflation und Kerninflation liegen unterhalb der Zielvorgabe, und die finanziellen Rahmenbedingungen sind günstiger geworden. Zusammen mit einem moderaten Lohnwachstum stützt dies den privaten Verbrauch, auch wenn ein deutlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit noch auf sich warten lässt. Die Qualität der neu entstandenen Arbeitsplätze war bislang eher gering, und eine überproportional hohe Zahl von Arbeitsplätzen wurde im informellen Sektor geschaffen.

## Brazil 1

## Economic developments are improving



## Real interest rates have fallen and investment has edged up



1. The ex-ante real interest rate is derived as the difference between the Selic rate and inflation expectations 12 months ahead (IPCA).  
Source: CEIC ; Central Bank of Brazil.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934045050>

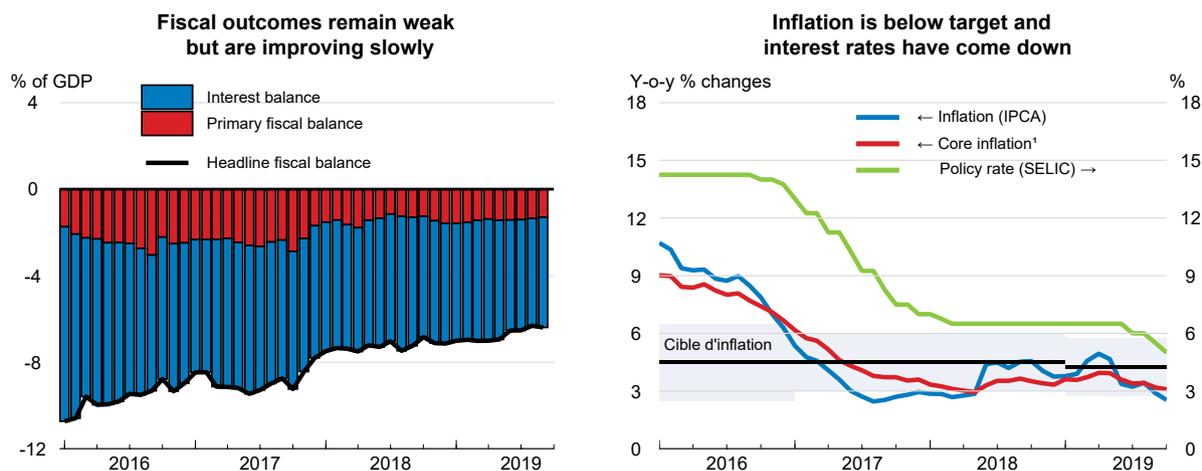
## Brazil: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Brazil</b>						
	Current prices BRL billion	Percentage changes, volume (2000 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	6 265.0	1.1	1.1	0.8	1.7	1.8
Private consumption	4 024.0	1.3	1.9	1.3	1.3	1.5
Government consumption	1 273.5	-0.9	0.0	-0.3	0.6	0.8
Gross fixed capital formation	974.5	-2.6	4.1	2.9	5.2	5.2
Final domestic demand	6 272.0	0.3	1.9	1.3	1.8	2.0
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 33.6	0.6	-0.4	-0.3	0.1	0.0
Total domestic demand	6 238.4	1.0	1.5	1.0	1.9	2.0
Exports of goods and services	784.8	5.7	3.4	0.5	2.4	3.2
Imports of goods and services	758.3	5.5	7.6	1.7	4.1	4.4
Net exports <sup>1</sup>	26.6	0.1	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	3.5	3.0	3.9	3.1	3.5
Consumer price index	—	3.4	3.7	3.7	3.1	3.6
Private consumption deflator	—	2.8	2.8	3.6	3.0	3.4
General government financial balance (% of GDP)	—	-7.8	-7.1	-6.2	-5.6	-5.3
Current account balance (% of GDP)	—	-0.7	-1.2	-2.4	-2.5	-2.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.  
Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934046171>

## Brazil 2



1. Core inflation is defined as the average of the three core inflation measures published by the Central Bank of Brazil.

Source: Central Bank of Brazil; OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045069>

## Die Haushaltsaussichten sind weiterhin ungünstig, die Geldpolitik sorgt jedoch für Konjunkturimpulse

Der Kongress hat eine Rentenreform verabschiedet, die dazu beitragen wird, das Wachstum der Rentenausgaben einzudämmen. Dennoch sind die Aussichten im Haushaltsbereich weiterhin ungünstig und lassen keinen weiteren Spielraum zur Unterstützung der beginnenden Erholung. Die Bruttostaatsverschuldung ist mit fast 80% des BIP nach wie vor hoch, und zwischen dem aktuellen Defizit im Primärhaushalt von 1,4% des BIP und dem Überschuss von 1,5%, der Schätzungen zufolge zur Stabilisierung der Staatsverschuldung erforderlich wäre, klafft eine große Lücke.

Das Defizit erklärt sich nach wie vor aus obligatorischen Ausgabenposten wie Löhnen, Renten und andere Sozialversicherungsleistungen. Um die erforderliche Haushaltskonsolidierung zu unterstützen, wurden die diskretionären Ausgaben gesenkt. Da sie inzwischen aber nur noch 6% der Gesamtausgaben ausmachen, besteht hier kaum noch Spielraum für weitere Kürzungen. Um die Einhaltung der Haushaltsregeln zu gewährleisten, ist eine Reform der gesetzlich festgeschriebenen Ausgaben und der Indexierungsregeln mittlerweile unabdingbar. Bislang hat die 2016 verabschiedete Ausgabenregel noch nicht für die erhoffte politische Dynamik für solche Reformen gesorgt. Hilfreich wären insbesondere Senkungen der hohen Lohnkosten im öffentlichen Sektor, und es wäre auch sinnvoll, die umfangreichen Steuervergünstigungen anzugehen.

Die Ausgabentrends der jüngsten Zeit haben zudem zu einer Verschlechterung der Qualität der öffentlichen Ausgaben geführt. Aufgrund einer am Mindestlohn ausgerichteten Indexierung hat vor allem die Mittelschicht von steigenden Sozialleistungen profitiert, sodass weniger Mittel für zielgerichtete Sozialleistungen zur Bekämpfung der Armut zur Verfügung stehen, von der Kinder und junge Menschen besonders stark betroffen sind. Durch eine Anhebung der Einkommensgrenze, bis zu der Anspruch auf Geldleistungen aus dem Programm Bolsa Família besteht (auf das nur 0,5% des BIP entfallen), wäre es möglich, den Kreis der Leistungsberechtigten auszuweiten und die Höhe der Leistungen anzuheben. Dadurch könnten mehr Menschen der Armut entkommen, die Einkommensungleichheit würde reduziert

und die Anreize für Schulbesuch und Vorsorgeuntersuchungen würden verstärkt, sodass die Ungleichheiten im Bildungs- und Gesundheitswesen verringert würden. Festzustellen ist auch, dass öffentliche Investitionen verdrängt wurden, obwohl sie ein großes Potenzial versprechen.

Kurzfristig ist Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik entstanden, da die Inflation den Projektionen zufolge 2020 unter der Zielvorgabe bleiben wird. Das Realzinsniveau hat bereits einen langjährigen Tiefstand erreicht. Die zunehmende Kreditvergabe verbessert die Liquidität der privaten Haushalte, und die neuen Regeln für den Zugang zu individuellen Arbeitslosenversicherungskonten werden diesen Trend 2020 weiter verstärken. Die Kreditvergabe an die Unternehmen geht jedoch weiter zurück. Die aktuellen Reformpläne zur Stärkung des Wettbewerbs im Finanzwesen sind ein vielversprechender Schritt zur Senkung der Kreditkosten.

Das Produktivitätswachstum wird längerfristig der zentrale Wachstumsmotor sein, wird aber derzeit in vielen Branchen durch geringen Wettbewerb gebremst. Mit einer wettbewerbsfreundlicheren Binnenregulierung und einer engeren Einbindung in die Weltwirtschaft, auch durch die Ratifizierung des Handelsabkommens zwischen EU und Mercosur, könnte dem begegnet werden und würden zugleich die Kosten für Vorleistungen und Investitionsgüter senken. Eine Verbesserung der Vertragsdurchsetzung durch eine effizientere Justiz und eine Verringerung des steuerlichen Erfüllungsaufwands durch die grundlegende Überarbeitung des fragmentierten Systems der indirekten Besteuerung mit dem Ziel, eine einheitliche Mehrwertsteuer zu schaffen, könnten sich ebenfalls produktivitätssteigernd auswirken. Um wertvolle natürliche Ressourcen wie den Regenwald im Amazonasgebiet für kommende Generationen zu erhalten, bedarf es verstärkter Anstrengungen zur Durchsetzung bestehender Gesetze. Hier gilt es auf den Fortschritten aufzubauen, die in der Vergangenheit bei der Rechtsdurchsetzung erzielt wurden.

## Das Wachstum wird den Projektionen zufolge an Dynamik gewinnen

Unter der Annahme einer anhaltenden Reformdynamik wird sich das Wachstum den Projektionen zufolge 2020 und 2021 beschleunigen. Die Arbeitslosigkeit wird langsam zurückgehen, auch durch die Schaffung zusätzlicher Arbeitsplätze im formellen Sektor. Der private Verbrauch wird von einer niedrigen Inflation, stärker steigenden Löhnen und sich verbessernden Liquiditätsbedingungen profitieren, während günstige finanzielle Rahmenbedingungen, ein wachsendes Vertrauen und produktivitätssteigernde Strukturreformen die Investitionstätigkeit stützen dürften.

Die Risiken bestehen vor allem im Zusammenhang mit der Umsetzung der Reformen. Aufgrund der fragmentierten politischen Landschaft ist es schwer, einen politischen Konsens für wichtige Reformen zu schaffen, die im Kongress häufig eine qualifizierte Mehrheit benötigen. Ohne Einsparungen bei den gesetzlich festgeschriebenen Ausgaben könnte die Ausgabenregel bereits 2020 verletzt werden, was voraussichtlich höhere Finanzierungskosten, Vertrauensverluste, geringere Wachstumsergebnisse und möglicherweise ein erneutes Abgleiten in die Rezession zur Folge hätte. Eine sich verschärfende Krise im benachbarten Argentinien könnte sich negativ auf die Ausfuhren von Industriegütern auswirken. Eine verstärkte Reformdynamik könnte jedoch das Geschäftsklima verbessern und das Wachstum beschleunigen. Größere Spannungen im Welthandel könnten dazu führen, dass Brasilien im Handelsbereich kurzfristig profitiert, allerdings würde dies auf Kosten der zukünftigen Importnachfrage aus China und den Vereinigten Staaten gehen, Brasiliens wichtigsten Handelspartnern.

# Bulgarien

Das Wirtschaftswachstum fiel kräftig aus, wird sich den Projektionen zufolge 2020 und 2021 jedoch etwas verlangsamen. Die Exporte litten unter der sinkenden Nachfrage wichtiger Handelspartner. Es ist zu erwarten, dass der private Konsum und die Investitionen in Zukunft schneller wachsen werden als die Exporte. Der private Konsum – der wichtigste Wachstumsmotor – wird dank steigender Reallöhne voraussichtlich weiter expandieren.

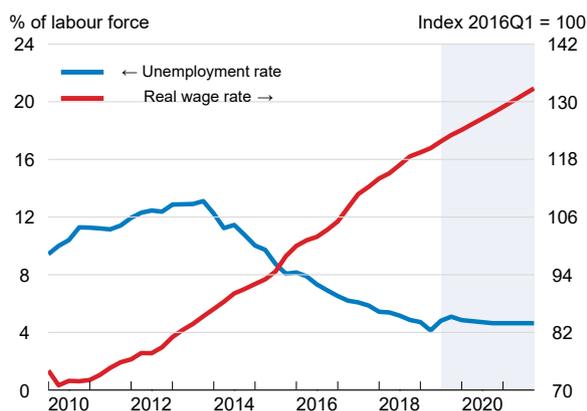
Das Currency-Board-Regime mit der Anbindung an den Euro hat zu historisch niedrigen Zinssätzen geführt, die das Wachstum der Verbraucher-, Hypotheken- und Unternehmenskredite ankurbeln. Die Inflation wird angesichts des auf den angespannten Arbeitsmarkt zurückzuführenden hohen Lohnwachstums bei über 2% verharren. Das Wachstum wird 2020 voraussichtlich durch einen Anstieg der öffentlichen Investitionen aufgrund von Einmalausgaben gestützt werden.

## Das Wirtschaftswachstum ist nach wie vor kräftig

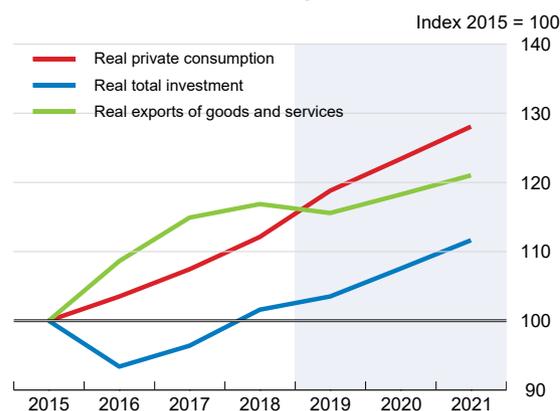
Die Wirtschaft wird 2019 voraussichtlich um 3,4% expandieren und die Arbeitslosigkeit ist auf einen Nachkrisentiefstand gesunken. Das Wachstum wurde von einem starken Anstieg der Inlandsnachfrage getragen, wobei der private Konsum 2019 um 6% expandierte. Gestützt wurde diese Entwicklung durch auf den angespannten Arbeitsmarkt zurückzuführende deutliche Reallohnsteigerungen und eine beträchtliche Lohnerhöhung im öffentlichen Sektor. Das starke Wachstum der Verbraucher- und Hypothekenkredite war einer höheren Nachfrage infolge kräftiger Lohnzuwächse und historisch niedriger Zinsen zu verdanken. Die Exporte sind unter dem Einfluss der Konjunkturverlangsamung in den wichtigsten Handelspartnerländern Bulgariens zurückgegangen. Die Inflation verharrte in der ersten Jahreshälfte auf hohem Niveau, begann dann jedoch unter dem Einfluss einer Verlangsamung des Nahrungsmittelpreisauflaufs und einer schwächeren Zunahme der regulierten Energiepreise zu sinken.

## Bulgaria

The tight labour market has led to rising wages



Private consumption has become the main contributor to growth



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045088>

## Bulgaria: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Bulgaria</b>	Current prices BGN billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	95.1	3.5	3.1	3.4	2.8	2.8
Private consumption	57.4	3.8	4.4	6.0	3.9	3.8
Government consumption	14.9	4.3	5.3	3.4	4.5	3.3
Gross fixed capital formation	17.6	3.2	5.4	1.9	3.9	3.8
Final domestic demand	89.9	3.8	4.7	4.7	4.0	3.7
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.5	0.6	1.1	-1.2	0.1	0.0
Total domestic demand	90.4	4.4	5.8	3.4	4.0	3.7
Exports of goods and services	60.9	5.8	1.7	-1.1	2.3	2.3
Imports of goods and services	56.2	7.4	5.7	0.2	4.1	3.7
Net exports <sup>1</sup>	4.7	-0.7	-2.4	-0.9	-0.9	-0.7
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	3.9	4.0	6.0	3.1	3.4
Consumer price index	–	2.1	2.8	3.0	2.5	2.3
Core consumer price index <sup>2</sup>	–	-0.5	2.1	2.1	2.5	2.3
Unemployment rate (% of labour force)	–	6.2	5.2	4.7	4.7	4.6
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	-0.8	1.2	0.4	-0.7	-1.9
General government financial balance (% of GDP)	–	1.1	1.8	-0.1	0.0	0.0
General government gross debt (% of GDP)	–	35.6	31.8	31.7	31.6	31.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	25.3	22.3	22.2	22.0	21.9
Current account balance (% of GDP)	–	3.5	5.4	5.2	4.1	3.3

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046190>

## Effektivere Staatsausgaben und Strukturreformen würden die Produktivität steigern

Das geldpolitische Umfeld ist aufgrund der festen Anbindung an den Euro expansiv ausgerichtet, und den Schätzungen zufolge hat der auf einmalige Ausgaben für das Infrastrukturnetz und Rüstungsgüter zurückzuführende Anstieg der öffentlichen Investitionen das Wachstum 2019 angekurbelt. Die fiskalischen Puffer dürften ausreichen, um eine über Erwarten starke Verlangsamung zu bewältigen, da die öffentliche Verschuldung niedrig ist und die Regierung für 2020-2021 einen nahezu ausgeglichenen Haushalt plant. Die Investitionsausgaben dürfen nicht vernachlässigt werden, und es ist wichtig, die öffentlichen Investitionen mehr als derzeit vorgesehen zu erhöhen, falls das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleiben sollte. Die Effektivität der Staatsausgaben muss verbessert werden, insbesondere in den Bereichen Bildung, Gesundheitsversorgung und Renten, um das Potenzialwachstum zu steigern, vor allem angesichts der rasch alternden Bevölkerung.

Aufgrund der hohen Abwanderung und der Bevölkerungsalterung schrumpft die Erwerbsbevölkerung, was die Arbeitskräfteengpässe und die Diskrepanzen zwischen den am Arbeitsmarkt angebotenen und nachgefragten Kompetenzen verschärft und zu den starken Reallohnzuwächsen beigetragen hat. Das Lohnwachstum ging in letzter Zeit zwar mit einem Anstieg der Erwerbsbeteiligung einher, die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird jedoch weiter um rd. 1% pro Jahr zurückgehen. Eine entscheidende Aufgabe der Politik besteht darin, Arbeitsmarkt- und Sozialreformen umzusetzen, um an den Rand gedrängte Gruppen – Frauen, ältere Menschen, junge Menschen und Minderheiten – besser in den Arbeitsmarkt zu

integrieren. Außerdem ist es wichtig, die Verlangsamung des Arbeitsproduktivitätswachstums umzukehren, um die demografischen Entwicklungen auszugleichen. Dies erfordert umfassende Strukturreformen, die von der Verbesserung der Kompetenzen bis zur Förderung des Umfelds für Investitionen, Wettbewerb und Innovation reichen.

### **Das Wachstum dürfte sich abschwächen**

Das Wachstum wird sich voraussichtlich leicht abschwächen und 2020 und 2021 knapp 3% betragen. Diese anhaltende wirtschaftliche Expansion wird sich auf die Zunahme des privaten Konsums und der Investitionen stützen, die auf steigende Löhne, billigen Kredit und einen Anstieg der öffentlichen Investitionen zurückzuführen sind. Es ist davon auszugehen, dass sich die Exporte erhöhen, wenn auch nicht in dem schnellen Tempo, das vor 2018 verzeichnet wurde. Die außenwirtschaftlichen Risiken dominieren, es gibt jedoch auch binnenwirtschaftliche Anfälligkeiten, insbesondere in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit. Das größte binnenwirtschaftliche Risiko ist ein übermäßig hohes Lohnwachstum, das die Inflation nach oben treiben und die Wettbewerbsfähigkeit verringern könnte. Hinter den Erwartungen zurückbleibende staatliche Investitionen sind ein weiterer Faktor, der das Wachstum schwächen könnte. Die Kreditaufnahme des Privatsektors wird nach der Periode verhaltenen Wachstums, die seit der letzten Wirtschaftskrise zu verzeichnen war, voraussichtlich weiter expandieren. Die Ausweitung der Kreditvergabe könnte jedoch trotz der Verbesserung der Rentabilität des inländischen Bankensektors und der Qualität der Bankaktiva hinter den Erwartungen zurückbleiben, falls die finanziellen Rahmenbedingungen weltweit restriktiver werden sollten.

# Chile

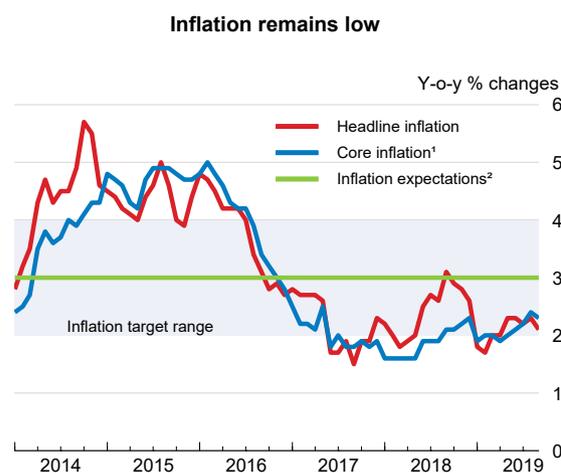
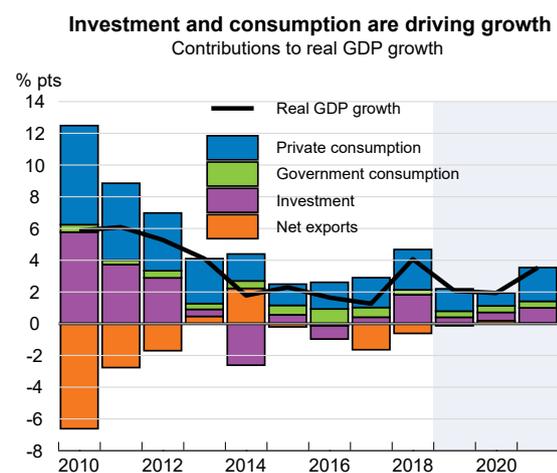
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge in den kommenden Jahren allmählich beschleunigen, aufgrund der jüngsten sozialen Unruhen und der anhaltenden außenwirtschaftlichen Belastungen jedoch schwächer ausfallen als zuvor erwartet. Günstige Finanzierungsbedingungen und eine Steuerreform werden 2020 die Investitionstätigkeit stützen. Der private Verbrauch dürfte dank niedriger Realzinsen und steigender Löhne solide bleiben. Ein kräftigeres Wachstum und eine anhaltende Zuwanderung werden die Beschäftigung erhöhen. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte stabil bleiben.

Die Geldpolitik wird zunächst akkommodierend bleiben, was angemessen ist. Wenn sich die Inflation der 3%-Marke nähert und sich die Produktionslücke schließt, dürfte mit einer verhaltenen Straffung begonnen werden. Die Fiskalpolitik muss den höheren Bedarf an Sozialausgaben mit der Haushaltregel in Einklang bringen, deren Einhaltung umsichtiges Haushaltsgebaren voraussetzt. Zur Förderung eines inklusiven Wachstums sind Reformen erforderlich, die die soziale Sicherung verbessern, die aktive Arbeitsmarktpolitik stärken und die Geschäftsdynamik erhöhen.

## Das Wachstum wird von der Inlandsnachfrage getragen

Die Wirtschaftstätigkeit verlangsamte sich 2019 aufgrund witterungsbedingter Schocks im Bergbausektor, eines Produktionsrückgangs im Verarbeitenden Gewerbe und eines geringeren Exportwachstums. Die jüngsten sozialen Unruhen belasten Konsum und Investitionen. Die Arbeitsmarktkonjunktur ist nach wie vor gedämpft, und von den Arbeitsmarktindikatoren gehen widersprüchliche Signale aus. Obwohl die amtlichen Zahlen auf ein solides Beschäftigungswachstum im formellen Sektor hindeuten, ist die Arbeitslosenquote nicht gesunken. Dies könnte damit zusammenhängen, dass der Arbeitsmarkt nicht flexibel genug auf die jüngste Zuwanderungswelle reagiert hat. Die außenwirtschaftlichen Bedingungen haben sich verschlechtert, da die eskalierenden Handelskonflikte und die handelspolitische Unsicherheit den Welthandel beeinträchtigt haben. Die Inflation verharrt mit nahezu 2% im unteren Bereich des Zielkorridors, was z.T. einem kontinuierlichen Rückgang der Dienstleistungspreise zuzuschreiben ist.

## Chile



1. Core inflation includes all items without energy and fuels.

2. Inflation expectations at 23 months.

Source: Central Bank of Chile; and OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045145>

## Chile: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Chile</b>	Current prices CLP billion	Percentage changes, volume (2013 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	169 469.5	1.5	4.0	2.2	2.4	3.5
Private consumption	107 417.2	3.0	4.0	2.2	1.3	3.4
Government consumption	23 361.9	4.4	2.2	2.7	2.9	2.9
Gross fixed capital formation	38 544.7	-2.7	4.6	4.1	3.7	4.4
Final domestic demand	169 323.8	1.9	3.9	2.7	2.1	3.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 887.1	1.0	0.9	-0.5	-0.3	0.0
Total domestic demand	168 436.7	3.0	4.8	2.3	1.8	3.5
Exports of goods and services	47 722.4	-1.2	5.1	-2.3	1.5	3.0
Imports of goods and services	46 689.6	4.8	7.6	-1.8	0.8	2.8
Net exports <sup>1</sup>	1 032.8	-1.6	-0.6	-0.1	0.2	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	4.8	2.0	2.6	3.0	2.6
Consumer price index	—	2.2	2.4	2.4	2.5	3.0
Private consumption deflator	—	2.7	2.0	2.3	3.0	3.0
Unemployment rate (% of labour force)	—	6.7	7.0	6.8	6.7	6.2
Central government financial balance (% of GDP)	—	-2.7	-1.7	-1.7	-1.6	-1.4
Current account balance (% of GDP)	—	-2.2	-3.1	-3.6	-3.4	-3.1

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046228>

## Anhaltende Reformbemühungen sind Voraussetzung für ein höheres und inklusiveres Wachstum

Die Zentralbank hat den Leitzins zu Jahresbeginn von 3% auf derzeit 1,75% gesenkt, was u.a. darauf zurückzuführen war, dass die Inflations- und Konjunkturentwicklung hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist. Die Geldpolitik wird den Projektionen zufolge akkommodierend ausgerichtet bleiben, bis das Inflationsziel von 3% erreicht ist und der Arbeitsmarkt an Dynamik gewinnt.

Mit der vorgesehenen allmählichen Konsolidierung gemäß der Haushaltsregel ist der fiskalpolitische Kurs im Großen und Ganzen angemessen. Das derzeit im Parlament diskutierte Steuerreformprojekt sieht eine Erhöhung der Einkommensteuer und der Grundsteuer für Haushalte mit hohem Einkommen vor. Seine Umsetzung würde die Einnahmen steigern. Dank vereinfachter steuerrechtlicher Bestimmungen für KMU und beschleunigter Abschreibungen würde die Reform auch die Investitionstätigkeit ankurbeln. Mit den jüngst angekündigten Maßnahmen – in erster Linie höhere aus öffentlichen Mitteln finanzierte Renten und ein höheres garantiertes Mindesteinkommen für die schwächsten Bevölkerungsgruppen – werden die Sozialausgaben weiter angehoben, was aber mit der Haushaltsregel in Einklang gebracht wurde. Diese Maßnahmen werden den privaten Konsum stützen.

Um ein stärkeres und inklusiveres Wachstum zu erzielen, muss die Dynamik der Strukturreformen aufrechterhalten werden. Es ist nach wie vor äußerst wichtig, die Zweiteilung des Arbeitsmarkts – stabile Beschäftigungsverhältnisse auf der einen Seite und prekäre auf der anderen – zu reduzieren, die in jüngster Zeit zugewanderten Arbeitskräfte zu integrieren, die Genehmigungsverfahren und sonstigen Regulierungsaufgaben zu vereinfachen und den Wettbewerb bei den Netzdienstleistungen zu steigern. Die Regierung hat ein begrüßenswertes Programm zur Förderung von Unternehmensinvestitionen aufgestellt. Hauptinstrumente sind verwaltungstechnische Änderungen zur Vereinfachung von Genehmigungs- und sonstigen Verfahren für Großprojekte, die Ausdehnung des Insolvenzrechts auf kleinere Unternehmen, die rechtliche Anerkennung elektronischer Signaturen und die Lockerung der Bedingungen für die Einstellung ausländischer Arbeitskräfte. Ein weiterer Ausbau der Kinderbetreuungseinrichtungen würde helfen, die nach wie vor niedrige Frauenerwerbsbeteiligung zu erhöhen und das anhaltend große Lohngefälle zwischen den Geschlechtern zu schließen. Eine Lockerung der Bestimmungen für unbefristete Arbeitsverträge bei gleichzeitiger Ausweitung des Arbeitslosenversicherungsschutzes würde der Zweiteilung des Arbeitsmarkts entgegenwirken und Ungleichheiten reduzieren.

## Die projizierte Wachstumsbelegung ist mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet

Solide makroökonomische Fundamentaldaten und eine nachhaltige Fiskalpolitik dürften das Wachstum trotz der negativen Auswirkungen der sozialen Unruhen im letzten Quartal 2019 und ungünstiger außenwirtschaftlicher Bedingungen stützen. Günstige Finanzierungsbedingungen, hohe Kupferpreise, ein positives Geschäftsklima und die geplante Steuerreform dürften die Investitionstätigkeit beleben. Niedrige Realzinsen und steigende Löhne werden den privaten Konsum weiter ankurbeln, Staatsverbrauch und Exporte werden allerdings verhalten bleiben. Aufgrund der anhaltenden sozialen Unruhen sind die Projektionen jedoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Es gilt die eigentlichen Ursachen der Unruhen anzugehen, die Lebensqualität der privaten Haushalte zu erhöhen und das Geschäftsklima zu verbessern. Sollte die Umsetzung der erforderlichen ehrgeizigen Sozialreformen scheitern oder sich verzögern, würde das Wachstum schwächer ausfallen als derzeit erwartet. Das außenwirtschaftliche Umfeld, das durch die Handelsspannungen und Instabilitäten in der Region beeinträchtigt wird, stellt ebenfalls ein Abwärtsrisiko dar. Eine vollständige Umsetzung der ambitionierten Strukturreformagenda könnte die Investitionstätigkeit hingegen stärker steigern als erwartet.

# China

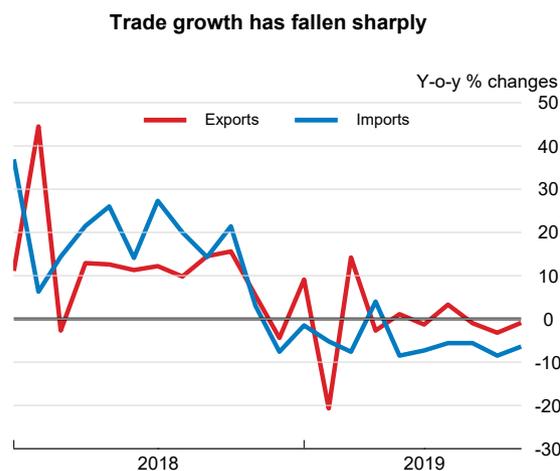
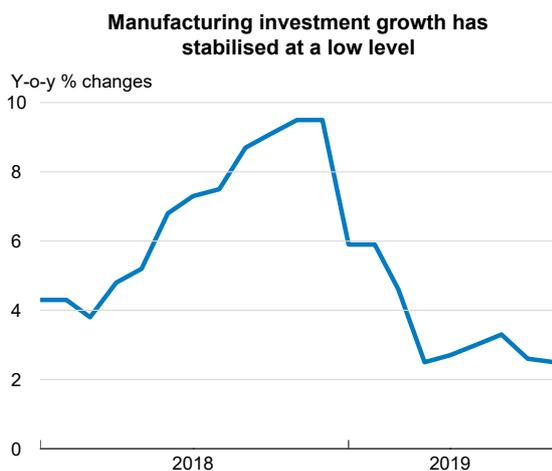
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge 2021 auf 5,5% verlangsamen, da sich der Prozess der Neuausrichtung der Wirtschaft fortsetzt und die hohen Handelsspannungen anhalten. 2019 haben vorgezogene Exporte konjunkturstützend gewirkt, in Zukunft werden höhere Zölle das Wachstum aber voraussichtlich dämpfen. Angesichts der rückläufigen Nachfrage nach importierten Vorleistungen werden sich die Einfuhren weiter verlangsamen, wodurch sich der Leistungsbilanzüberschuss erhöht. Das Investitionswachstum insgesamt sinkt dank staatlicher Infrastrukturprojekte und nach wie vor robuster Immobilieninvestitionen nicht mehr, im Verarbeitenden Gewerbe ist das Investitionswachstum jedoch schwach. Der private Konsum wird aufgrund relativ kräftiger Zuwächse bei den verfügbaren Einkommen beständig zunehmen. Die Inflation ist trotz stark anziehender Preise für einige Konsumgüter rückläufig.

Durch Beschränkungen für den Schattenbankensektor wurden die monetären Bedingungen gestrafft. Sie werden inzwischen aber wieder gelockert, um die Konjunktur zu stützen. Die weitreichenden Senkungen der Mindestreserveanforderungen wurden durch die Festlegung eines neuen Referenzzinses (LPR-Reform) und eine geringfügige Herabsetzung der mittelfristigen Kreditfazilität ergänzt. Diese Maßnahmen zielen darauf ab, die Kreditkosten zu reduzieren. Dank zahlreicher Steuerermäßigungen wird die Fiskalpolitik vor dem Hintergrund eines sich eintrübenden Verbrauchervertrauens konsumstützend bleiben. Die Infrastrukturinvestitionen dürften sich kräftig entwickeln, und gelockerte Eigenmittelanforderungen werden sich wohl positiv auf die Projektfinanzierungen auswirken.

## Das Wachstum bleibt kräftig

Das Wachstum hat sich unter dem Einfluss der eskalierenden Handelsspannungen und globaler Unsicherheiten abgeschwächt. Die Industrieproduktion wurde allerdings durch Exporte angekurbelt, die angesichts der erwarteten weiteren Runde von Zollerhöhungen in das zweite Halbjahr 2019 vorgezogen wurden. Die Neuausrichtung der Wirtschaft von den Investitionen hin zum Konsum hat die Nachfrage nach importierten Investitionsgütern und Rohstoffen reduziert. Die höhere Inlandsproduktion von Vorleistungen trägt ebenfalls zur Abschwächung der Importnachfrage bei. Folglich hat sich der Leistungsbilanzüberschuss erhöht. Der Verbrauch bleibt solide, was den stetig steigenden verfügbaren Einkommen zuzuschreiben ist. Die Infrastrukturinvestitionen haben dank der Erhöhung der Kontingente für zweckgebundene Anleihen und der Lockerung der Bestimmungen für Unternehmensschuldverschreibungen die Talsohle durchschritten. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen ist insbesondere im Dienstleistungssektor stabil geblieben, hat sich im Verarbeitenden Gewerbe aber deutlich verlangsamt. Das Wachstum der Immobilieninvestitionen bleibt dank der starken Nachfrage nach privatem Wohnraum und des umfangreichen Stadtsanierungsprogramms konstant. Die Zahl der Baubeginne nimmt indessen ab, was darauf hindeutet, dass sich das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen in Zukunft abschwächen wird. Dies könnte zwar die Leerstandsquoten verringern, in Städten mit starker Nachfrage aber die Immobilienpreisblasen vergrößern.

## China 1



Note: All data are in nominal terms.  
Source: CEIC.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045164>

## China: Demand, output and prices

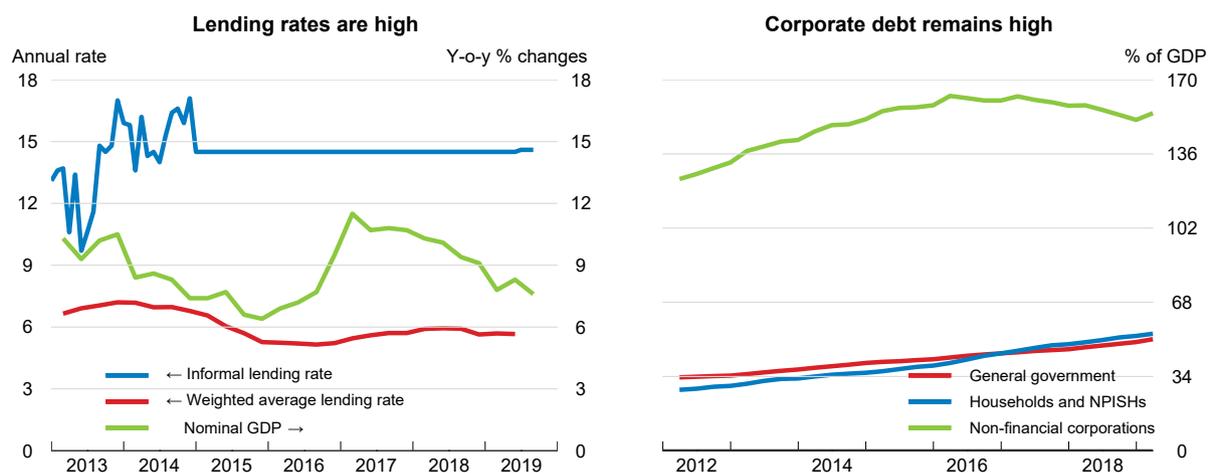
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>China</b>						
	Current prices CNY trillion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	74.0	6.8	6.6	6.2	5.7	5.5
Total domestic demand	72.3	5.9	7.1	5.2	5.9	5.5
Exports of goods and services	14.6	11.4	3.6	3.7	1.8	2.5
Imports of goods and services	12.9	6.9	5.7	-1.7	2.0	1.7
Net exports <sup>1</sup>	1.7	1.1	-0.3	1.1	0.0	0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	3.8	2.9	1.5	1.5	2.1
Consumer price index	—	1.5	1.9	2.5	2.2	1.9
General government financial balance <sup>2</sup> (% of GDP)	—	-3.0	-3.1	-3.3	-3.6	-3.8
Headline government financial balance <sup>3</sup> (% of GDP)	—	-2.9	-2.6	-2.8	-3.0	-3.0
Current account balance (% of GDP)	—	1.6	0.4	1.4	1.4	1.3

- Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
- Encompasses the balances of all four budget accounts (general account, government managed funds, social security funds and the state-owned capital management account).
- The headline fiscal balance is the official balance defined as the difference between revenues and outlays. Revenues include: general budget revenue, revenue from the central stabilisation fund and sub-national budget adjustment. Outlays include: general budget spending, replenishment of the central stabilisation fund and repayment of principal on sub-national debt.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046247>

## China 2



Source: CEIC; and BIS.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045183>

## Neben einer moderaten geldpolitischen Lockerung werden fiskalische Impulse das Wachstum stützen

Fiskalische Impulse werden das Wachstum weiter aufrechterhalten. Dies zeigt sich an der in jüngster Zeit beobachteten Beschleunigung der Genehmigungsvergabe für neue Projekte, den für die kommenden Jahre geplanten Großprojekten in Bereichen wie Straßenverkehr, Schienenverkehr, Telekommunikation (einschließlich 5G-Netzausbau) und Energie sowie der fortgesetzten Sanierung baufälliger Häuser. Angesichts der sinkenden Investitionseffizienz sollte größere Aufmerksamkeit auf die Bepreisung der Risiken gerichtet werden, um Kapitalfehlallokationen zu reduzieren. Eine Abschaffung der impliziten Bürgschaften für staatseigene Unternehmen und andere öffentliche Rechtsträger wäre hilfreich. Die Wirkung der Steuersenkungen, die auf eine Ankurbelung des Verbrauchs abzielen, könnte durch negative Vertrauenseffekte abgeschwächt werden. Eine Lockerung der Bestimmungen für Pkw-Käufe dürfte zusammen mit anderen Maßnahmen den Konsum kurzfristig ankurbeln (und die Schadstoffemissionen erhöhen). Um den Konsum jedoch richtig zu beleben, sollten die Strukturreformen beschleunigt werden. Nötig sind insbesondere Urbanisierungsanstrengungen sowie Maßnahmen, die eine stärkere Teilhabe fördern. Würden die aus dem Wohnsitzmeldesystem resultierenden Unterschiede beim Anspruch auf öffentliche Dienstleistungen beseitigt, könnte die Chancengleichheit erhöht werden. Durch eine bessere Ressourcenallokation sollte eine Mindestversorgung mit öffentlichen Dienstleistungen gewährleistet werden, um die Chancen für alle Bürger, unabhängig von ihrem Geburtsort, zu erhöhen. Zur Sicherung eines ausreichenden Versorgungsgrads bedarf es einer zentralen Finanzierung für öffentliche Grundleistungen in Bereichen wie Bildung und Gesundheit.

Die Geldpolitik wurde in den vergangenen Jahren durch die zur Sicherung der Finanzstabilität nötigen Beschränkungen der Schattenbank- und Vermögensverwaltungsaktivitäten etwas restriktiver. Dies verstärkte die Risikoaversion und zog kleinere Banken sowie private und kleinere Unternehmen unverhältnismäßig stark in Mitleidenschaft. Einige kleinere Banken, die auf die Finanzierung am Interbankenmarkt angewiesen waren, gerieten in Zahlungsverzug, was staatliche Interventionen erforderlich machte. Die Tatsache, dass die Regierung dabei nicht alle Gläubiger für ihre Zahlungsausfälle entschädigte, dürfte das

Risikobewusstsein künftig schärfen. Dies war somit ein Schritt in die richtige Richtung auf dem Weg zur Abschaffung der impliziten Garantien.

Private und kleine Unternehmen haben Schwierigkeiten, Zugang zu formalen Kreditkanälen zu bekommen. Die Zinsen sind für sie nach wie vor hoch. Um die Kreditkosten zu senken, hat die Zentralbank den Einjahreszinssatz der mittelfristigen Kreditfazilität Anfang November um 5 Basispunkte herabgesetzt. Zuvor hatte sie den Mechanismus für die Festlegung des Referenzzinssatzes reformiert, indem sie den Zinssatz für einjährige Laufzeiten (LPR) für die Neukreditvergabe an Unternehmen an den Zinssatz für Offenmarktgeschäfte gekoppelt hat (d.h. den Einjahreszinssatz der mittelfristigen Kreditfazilität der chinesischen Zentralbank, den MLF-Zinssatz), der auf der Basis der Nachfrage des gesamten Finanzsystems nach Zentralbankliquidität festgelegt wird. Der Zugang zu Krediten zu Zinssätzen, die die Finanzierungsbedingungen besser widerspiegeln, wird den Übertragungsmechanismus verbessern. Darüber hinaus zielt die Herabsetzung des Mindestreservesatzes für die so genannten städtischen Handelsbanken – kleinere Banken in Kommunalbesitz, die größtenteils der lokalen Wirtschaft dienen – zusätzlich zu der generellen Senkung darauf ab, die Kreditklemme für Mikro-, Klein- und Privatunternehmen zu verringern. Die Unternehmensverschuldung verharrt mit 155% des BIP auf hohem Niveau, insbesondere im staatseigenen Sektor.

## Das Wachstum dürfte sich verlangsamen

Mit dem Inkrafttreten der letzten angekündigten Runde von Zollerhöhungen und den anhaltenden Handelsspannungen, die weiterhin die Industrieproduktion und die Investitionen belasten, wird sich das Wachstum den Projektionen zufolge weiter verlangsamen. Die zusätzlichen für dieses Jahr angekündigten Zollenerhöhungen werden das BIP-Wachstum 2020 um 0,3-0,4 Prozentpunkte schmälern. Dieser Effekt kommt zum Bremseffekt der langfristigen Umschichtung des Wachstums hinzu. Die von China im vergangenen Jahr vorgenommenen Senkungen der durchschnittlichen Einfuhrzölle (die höheren Zölle auf Importe aus den Vereinigten Staaten wurden durch Zolllsenkungen auf andere Produkte mehr als ausgeglichen), eine höhere Mehrwertsteuererstattung für Exportgüter und die Senkung der Ausfuhrabgaben werden die Auswirkungen der Handelsspannungen abfedern. Zusätzlich zu den Maßnahmen, die die Kosten unternehmerischer Tätigkeit verringern, dürfte auch ein schwächerer Preisauftrieb auf der Erzeugerstufe die Wettbewerbsfähigkeit und die Exporte 2020-2021 erhöhen. Die Verbraucherpreis-inflation wird jedoch bedingt durch den starken Preisanstieg bei frischen Nahrungsmitteln etwas anziehen, der z.T. der afrikanischen Schweinepest zuzuschreiben ist. Dabei handelt es sich allerdings um einen punktuellen Preisdruck ohne gravierende Folgen. Eine Abwertung der Währung gegenüber dem US-Dollar könnte den Auslandstourismus etwas bremsen, wodurch sich der Leistungsbilanzüberschuss leicht erhöhen würde.

Sollten die Handelsspannungen nachlassen, könnte die Entwicklung günstiger ausfallen. Dies würde nicht nur die Exporte, sondern auch die Industrieproduktion und die Investitionstätigkeit beflügeln. Ein Nachlassen der Spannungen würde auch das Konsumklima aufhellen und dadurch zu einem gegenüber den Projektionen kräftigeren Wachstum führen. Eine zu starke geldpolitische Lockerung würde die Immobilienblase weiter aufblähen und damit zwar für einen Wachstumsschub sorgen, die künftigen Risiken aber erhöhen. Von den finanziellen Rahmenbedingungen gehen Abwärtsrisiken aus: Eine größere Risikoaversion und Schwierigkeiten in kleineren Banken könnten in privaten und kleineren Unternehmen zu einer Kreditklemme führen. Angesichts der hohen Schuldendienstkosten wäre im Unternehmenssektor ein rascherer Schuldenabbau zur Bilanzbereinigung hilfreich, dies würde das Wachstum auf kurze Sicht aber verlangsamen. Ein schwächerer fiskalischer Konjunkturimpuls, um einen weiteren Anstieg der impliziten staatlichen Verbindlichkeiten zu verhindern, würde das Wachstum beeinträchtigen. Ein Rückgang der Wohnimmobilienpreise würde über die daran geknüpften Vermögenseffekte Personen schaden, die in jüngerer Zeit Wohnraum erworben haben, und hätte über Besicherungseffekte auch negative Auswirkungen auf Kreditnehmer.

# Costa Rica

Das Wirtschaftswachstum wird 2020-2021 voraussichtlich etwa 2¼% betragen und von der allmählichen Belebung der Inlandsnachfrage, des Tourismus und der Unternehmensdienstleistungsexporte profitieren. Die Inflation sinkt, was nach und nach dem Konsum zugutekommen wird. Die niedrigeren Zinssätze dürften die bisher flau Investitionstätigkeit beleben. Informelle Beschäftigung und Ungleichheit bleiben hoch, was das Produktivitätswachstum beeinträchtigen dürfte.

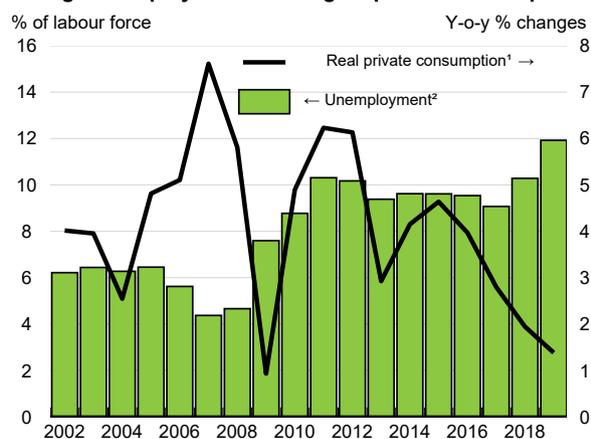
Das fiskalische Umfeld ist weiterhin durch hohe Haushaltsdefizite und eine steigende Staatsverschuldung gekennzeichnet. Die jüngsten Steuer- und Ausgabenreformen dürften aber, sofern sie vollständig umgesetzt werden, zur Wiederherstellung der mittelfristigen Tragfähigkeit beitragen. Die Geldpolitik sollte angesichts der zunehmenden Kapazitätsüberhänge akkommodierend bleiben. Die Verbesserung des Zugangs zur früh-kindlichen Bildung wie auch ihrer Qualität ist für eine höhere Frauenerwerbsbeteiligung von entscheidender Bedeutung.

## Die Wirtschaftstätigkeit hat sich verlangsamt

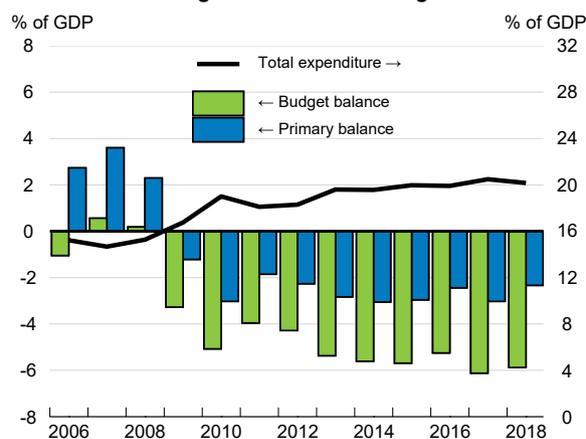
Die Abschwächung des Welthandels, politische Instabilität in der Region, niedrigere Preise für die Hauptexportgüter und ungünstige Witterungsbedingungen haben das Wachstum gebremst. Die sehr hohe Arbeitslosenquote von 12% zehrt am Verbrauchervertrauen. Kreditwachstum und Geschäftsklima sind ebenfalls gedämpft, und die Investitionstätigkeit bleibt flau. Die jüngst eingeführte Mehrwertsteuer hatte einen vorübergehenden Anstieg der Inflation zur Folge.

## Costa Rica

**High unemployment is a drag on private consumption**



**Budget deficits remain large**



1. 2019 is defined as the year-on-year growth of 2019Q2 with respect to 2018Q2.

2. 2019 refers to 2019Q2.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Ministerio de Hacienda.

## Costa Rica: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Costa Rica</b>	Current prices CRC trillion	Percentage changes, volume (2012 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	31.2	3.4	2.6	2.0	2.2	2.3
Private consumption	20.0	2.8	1.9	1.9	2.1	2.0
Government consumption	5.4	3.3	0.4	2.9	0.0	0.7
Gross fixed capital formation	5.7	-3.0	3.2	-3.8	2.0	3.7
Final domestic demand	31.0	1.8	1.9	1.1	1.7	2.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.1	1.1	-0.7	0.3	0.0	0.0
Total domestic demand	31.1	2.8	1.2	1.2	1.6	2.1
Exports of goods and services	10.0	5.0	4.1	3.0	3.1	2.4
Imports of goods and services	9.9	3.2	0.0	0.9	1.3	1.9
Net exports <sup>1</sup>	0.1	0.5	1.4	0.7	0.6	0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	2.6	2.4	2.6	2.2	2.4
Consumer price index	–	1.6	2.2	2.3	2.5	2.4
Core inflation index <sup>2</sup>	–	1.2	2.1	2.5	2.4	2.4
Unemployment rate (% of labour force)	–	9.1	10.3	11.9	12.4	12.3
Current account balance (% of GDP)	–	-2.9	-3.1	-2.4	-2.5	-2.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046285>

## Die vollständige Umsetzung des Haushaltsreformpakets ist für die Wiederherstellung des Vertrauens von entscheidender Bedeutung

Trotz der kürzlich verabschiedeten Steuerreform von historischer Tragweite, Beschränkungen der zinsunabhängigen laufenden Ausgaben und einer vorübergehenden Steueramnestie, die für zusätzliche Einnahmen sorgte, bleibt die Staatsverschuldung hoch. Eine steigende Staatsverschuldung und hohe Zinssätze führen zu wachsenden Schuldendienstkosten für den Staatshaushalt. Die Regierung geht davon aus, dass das Defizit 2020 und 2021 weiter auf 6,5% bzw. 6,9% des BIP steigen wird. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf mittlere Sicht wiederherzustellen, muss das Haushaltsreformpaket daher vollständig umgesetzt werden. Reformen zugunsten einer rationelleren Organisation des öffentlichen Sektors würden zusätzliche Einsparungen bringen, die Erbringung öffentlicher Dienstleistungen verbessern und zur Verringerung der Ungleichheit beitragen. Die Geldpolitik ist infolge mehrfacher Zinssenkungen akkommodierender geworden, was angemessen ist. Angesichts des begrenzten Spielraums für fiskalische Impulse und der zunehmenden Kapazitätsüberhänge wird die Zentralbank das Wachstum voraussichtlich weiter stützen.

Die amtlichen Stellen bezeichnen das Finanzsystem als solide, es weist aber einige Schwachstellen auf. Die staatseigenen Banken sind stark in Staatsanleihen und staatseigene Unternehmen engagiert, wodurch die Gefahr negativer Rückkopplungseffekte entsteht. Die starke Dollarisierung bringt aufgrund von Währungsinkongruenzen ebenfalls Herausforderungen mit sich. Die Veröffentlichung von Stresstestergebnissen für einzelne Banken würde die Wirksamkeit und Transparenz dieser Tests erhöhen. Weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance im großen Sektor der staatseigenen Unternehmen und Vereinfachungen des aktuellen Regulierungsrahmens würden dazu beitragen, die Effizienz des öffentlichen Sektors zu steigern, den Wettbewerb zu erhöhen und die Preise zu senken. Die Einführung eines Einlagensicherungssystems für öffentliche und private Banken ist von entscheidender Bedeutung,

um die Finanzstabilität zu festigen, alle Einlagenkunden zu schützen und für mehr Wettbewerb im Bankensektor zu sorgen. Die Kommunikation der Zentralbank und die Wirksamkeit der Geldpolitik ließen sich weiter verbessern, wenn die Termine der geldpolitischen Treffen im Voraus bekanntgegeben würden. Die jüngsten Senkungen der Sozialversicherungsbeiträge für kleine Unternehmen werden die informelle Beschäftigung reduzieren helfen. Um die Einhaltung der Vorschriften und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu erleichtern, bedarf es aber einer weiteren Vereinfachung der nach wie vor komplexen Mindestlohnstruktur.

### **Das Wachstum wird den Projektionen zufolge verhalten bleiben**

Das Wachstum dürfte zunächst gedämpft bleiben, 2020-2021 aber allmählich anziehen. Die niedrigeren Zinssätze dürften den privaten Investitionen – vor allem in exportorientierten Sektoren – Impulse verleihen. Angesichts der anhaltend flauen Konjunktur wird die Inflation voraussichtlich innerhalb des amtlichen Zielkorridors verharren. Sollte es nicht gelingen, das Haushaltsreformpaket vollständig umzusetzen, oder sollte es dabei zu Verzögerungen kommen, könnte sich die Konjunktur ungünstiger entwickeln, da dies das Vertrauen der Anleger schwächen und mit Risiken für die Finanzstabilität verbunden wäre. Ein hinter den Erwartungen zurückbleibender Welthandel stellt zudem ein Abwärtsrisiko für die Exportaussichten dar. Zu einer günstigeren Entwicklung könnte es indessen kommen, wenn die bereits umgesetzten Strukturereformen stärkere positive Effekte auf Investitionen und Wachstum hätten als erwartet.

# Dänemark

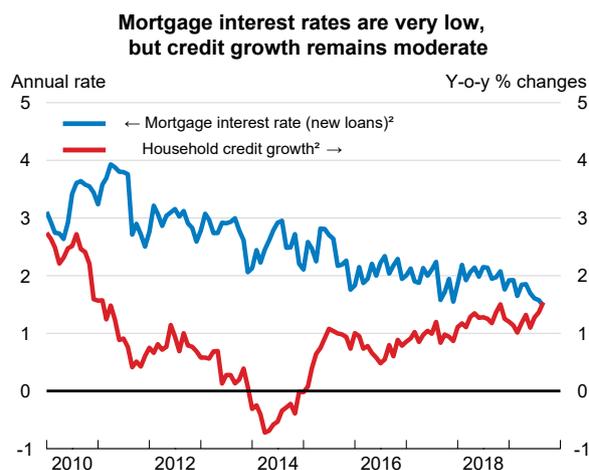
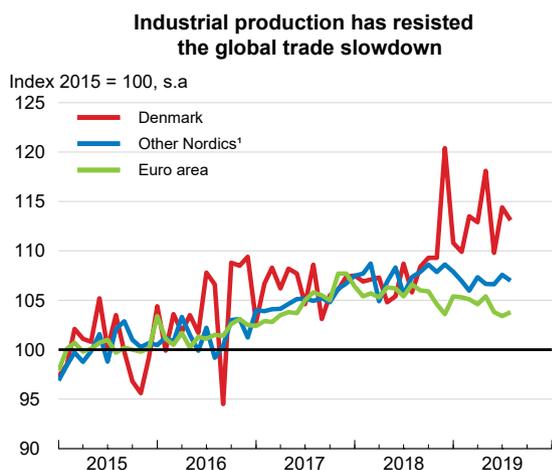
Die Wirtschaft wird den Projektionen zufolge 2020 und 2021 mit einer Rate von etwa 1½% mäßig wachsen. Da die Nachfrage seitens der Handelspartner nachlässt, werden sich die Exporte ausgehend von einem hohen Niveau verlangsamen, was das Wachstum belastet. Das starke Lohnwachstum, die anhaltende Arbeitsplatzschaffung und die negativen Zinsen lassen jedoch die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und den privaten Verbrauch steigen. Die Inflation wird voraussichtlich allmählich anziehen.

Aufgrund der Wechselkursanbindung der dänischen Krone an den Euro wird damit gerechnet, dass die Geldpolitik äußerst akkommodierend bleibt. Für 2020 ist eine kräftige Erhöhung der öffentlichen Ausgaben geplant, während sich die öffentlichen Investitionen 2021 beleben dürften. Bei den öffentlichen Ausgaben und Investitionen – nicht zuletzt im Rahmen der ambitionierten Klimaschutzpolitik der Regierung – wäre eine stärkere Fokussierung auf Effizienz geboten.

## Die Wirtschaft ist widerstandsfähig

Die robuste Exportentwicklung hat das Wirtschaftswachstum 2019 gestützt. Seit Mitte 2018 entfällt ein Großteil des Exportwachstums auf Arzneimittel und Maschinen, etwa Windkraftanlagen. Die Spezialisierung auf diese Branchen hat dazu beigetragen, den Effekt der Verlangsamung des Welthandels auf die Industrieproduktion abzufedern. Der private Verbrauch expandiert weiterhin moderat, wohingegen sich das Wachstum bei den Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen abgeschwächt hat. Auch die Geschäftsklimaindikatoren haben sich ausgehend von einem hohen Niveau rückläufig entwickelt.

## Denmark



1. Other Nordics is a simple average of Finland, Norway and Sweden.

2. Effective mortgage rate of interest including administration rate and capital loss on issue of underlying bonds. Household credit includes all loans from banks and mortgage banks to the household sector.

Source: OECD, Main Economic Indicators database; and Danmarks Nationalbank.

Die Beschäftigung nimmt weiter zu, die Schaffung neuer Arbeitsplätze und die Zuzüge ausländischer Arbeitskräfte haben sich jedoch verlangsamt. Dank der Entspannung der Arbeitsmarktlage hat sich das Lohnwachstum bei etwa 2,5% stabilisiert. Die Verbraucherpreisinflation ist gesunken und liegt gegenwärtig bei etwa 0,5%, sodass die privaten Haushalte ansehnliche Reallohnzuwächse verzeichnen.

## Denmark: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices DKK billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>Denmark</b>						
<b>GDP at market prices</b>	2 107.8	2.0	2.4	1.8	1.4	1.4
Private consumption	983.8	1.6	2.6	1.2	2.0	1.8
Government consumption	524.2	1.0	0.4	0.8	1.4	0.6
Gross fixed capital formation	443.2	3.0	5.4	-1.5	3.4	3.0
Final domestic demand	1 951.2	1.8	2.7	0.5	2.2	1.8
Stockbuilding <sup>1</sup>	15.7	-0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0
Total domestic demand	1 966.9	1.6	3.1	0.3	2.2	1.8
Exports of goods and services	1 126.1	4.6	2.4	3.8	1.9	2.3
Imports of goods and services	985.2	4.3	3.6	0.4	3.2	3.1
Net exports <sup>1</sup>	140.9	0.5	-0.4	1.9	-0.5	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	1.1	0.8	1.4	1.6	1.7
Consumer price index	–	1.1	0.8	0.7	0.9	1.4
Core inflation index <sup>2</sup>	–	0.9	0.6	0.8	1.0	1.4
Unemployment rate (% of labour force)	–	5.8	5.1	5.0	5.0	5.0
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	6.2	6.6	3.9	6.8	6.8
General government financial balance (% of GDP)	–	1.5	0.6	1.8	0.3	-0.2
General government gross debt (% of GDP)	–	48.8	47.5	45.5	45.1	45.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	35.5	33.8	31.8	31.4	31.7
Current account balance (% of GDP)	–	7.8	7.0	7.7	7.8	7.4

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046323>

## Die Politikmaßnahmen sollten auf die Verbesserung der Kosteneffizienz abzielen

Es wird davon ausgegangen, dass die monetären Bedingungen äußerst locker bleiben werden. Die Zentralbank senkte ihren Leitzins im September 2019 auf -0,75%, um die Wechselkursanbindung an den Euro zu verteidigen. Die Hypothekenzinsen waren im gesamten Jahresverlauf 2019 rückläufig, was einen Refinanzierungsboom bei den Wohneigentümern auslöste, die die Gelegenheit nutzten, um ihre Kreditkosten zu senken. Die Kreditvergabe an die privaten Haushalte expandiert zurzeit nur leicht, könnte sich jedoch beleben, wenn die Wohneigentümer beschließen, zusätzliche Schulden aufzunehmen. Eine weitere Einschränkung der steuerlichen Abzugsmöglichkeiten für Zinsausgaben wäre zu begrüßen, da sie Anreize für eine übermäßige Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte beseitigen würde. Nach den Geldwäscheskandalen sind weiterhin Wachsamkeit im Hinblick auf den Finanzsektor sowie eine Überarbeitung der Rechtsrahmen geboten.

Der Staatshaushalt sollte der Planung zufolge im Zeitraum 2019-2021 nahezu ausgeglichen sein, was angemessen ist. Für 2019 wird jedoch mit einem beträchtlichen Haushaltsüberschuss gerechnet, der durch die hohen, volatilen Einnahmen aus der laufenden Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kapitalgewinnen aus Rentensparprodukten bedingt ist. Die Regierung plant nunmehr, 2020 die Ausgaben für öffentliche Dienstleistungen, u.a. für das Gesundheits- und das Bildungswesen, zu erhöhen. Diese Mehrausgaben sollen durch die erwartete Ausweitung des fiskalischen Spielraums und die begrüßenswerte Abschaffung der Erbschaftsteuervergünstigungen für Familienunternehmen finanziert werden.

Die Regierung hat sich verpflichtet, den Klimawandel zu bekämpfen und ehrgeizige Emissionsminderungsziele zu erreichen. In diesem Zusammenhang sollten zunächst die kostengünstigsten Minderungsmaßnahmen durchgeführt werden, wobei die Folgen für die globalen Emissionen zu berücksichtigen sind. Im Zuge der weiteren Reform der Gesundheits-, Bildungs- und aktiven Arbeitsmarktpolitik sollte zudem die Effizienz der öffentlichen Ausgaben verbessert werden. Ein Beispiel hierfür wäre die Kürzung der Zuschüsse im tertiären Bildungsbereich und die Ausweitung von Studiendarlehen.

### Das Wachstum dürfte sich verlangsamen

Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020 und 2021 auf 1,4% verlangsamen. Die Inlandsnachfrage wird das Wachstum stützen, wenn sich die Exporttätigkeit abschwächt. Die Renovierung der größten Bohrplattform in der Nordsee im Zeitraum 2019-2021 wird die Investitionstätigkeit ankurbeln und vorübergehend zu höheren Ölimporten führen. In Anbetracht der negativen Zinssätze und der Nominallohnsteigerungen dürfte die Inflation – ausgehend von ihrem niedrigen Niveau – nach und nach anziehen. Dank der Rückzahlung erhobener Immobiliensteuern in den Jahren 2020 und 2021 sowie einer Belebung der Kreditvergabe an die privaten Haushalte könnte der private Verbrauch höher ausfallen als in den Projektionen unterstellt. Die Hauptrisiken für den Ausblick sind dennoch abwärts gerichtet und gehen von den großen Unsicherheiten im außenwirtschaftlichen Umfeld aus – nicht zuletzt von der Umsetzung des Brexit.

# Deutschland

Die Stagnation des Welthandels hat der exportabhängigen Wirtschaft einen schweren Schlag versetzt, da die Exportaufträge und die Industrieproduktion zurückgegangen sind. Nach einer Expansion um geschätzte 0,6% im Jahr 2019 wird das BIP den Projektionen zufolge 2020 nur um 0,4% und 2021 um 0,9% wachsen. Die andauernden Handelsstreitigkeiten und die Unsicherheit über den Brexit belasten das Geschäftsklima und die Investitionstätigkeit. Der private Konsum und die Bauwirtschaft werden voraussichtlich robust bleiben, die Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe wird jedoch auf den Rest der Volkswirtschaft abfärben. Angesichts des Fachkräftemangels und der Flexibilisierung der Arbeitszeiten ist jedoch nicht mit einer starken Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt zu rechnen.

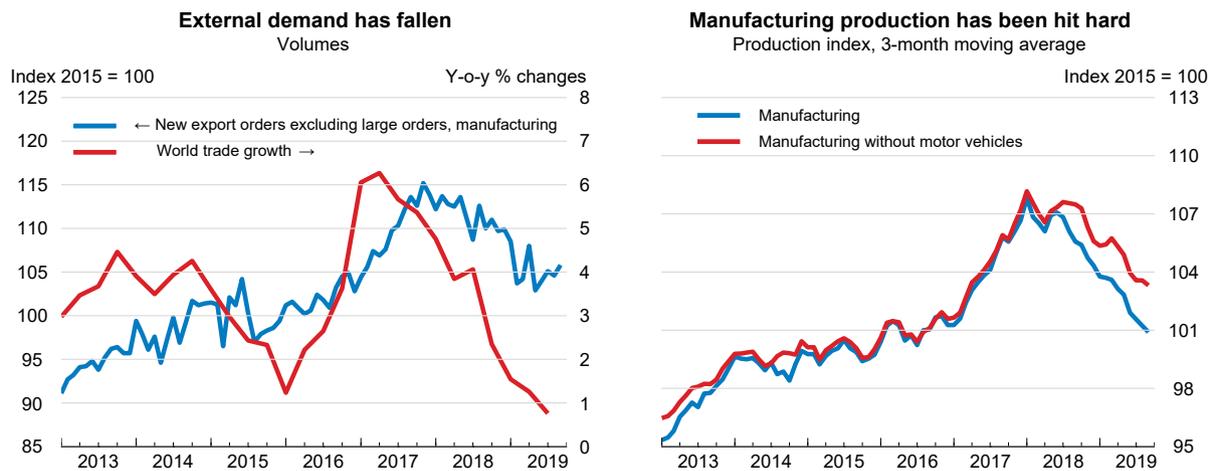
Eine expansive Geld- und Fiskalpolitik wird das Wachstum weiter stützen. Da Investitionen in einem breiten Spektrum von Infrastruktursektoren erforderlich sind und die Konjunktur nachlässt, sollten die im Rahmen der Schuldenbremse zulässigen Haushaltsspielräume genutzt werden, um das langfristige Wachstum zu stärken und den Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft zu erleichtern.

## Die schwache Auslandsnachfrage wird durch inländische Faktoren ausgeglichen

Der anhaltend schwache Welthandel hat in Deutschland zu einem weiteren Rückgang der Industrieproduktion und einer Konjunkturverlangsamung beigetragen. Die Exportaussichten sind nach wie vor schlecht, und die Auftragseingänge stabilisieren sich auf niedrigem Niveau. Die Unternehmensinvestitionen sind ebenfalls gesunken, da sich das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe weiter eingetrübt hat. Während der Produktionsrückgang Ende 2018 zunächst teilweise auf vorübergehende Lieferstörungen im Zusammenhang mit neuen Emissionsvorschriften für Kraftfahrzeuge zurückzuführen war, ist die Schwäche inzwischen im gesamten Verarbeitenden Gewerbe zu spüren. Die Automobilindustrie steht aufgrund der Umstellung auf emissionsarme Fahrzeuge vor einer strukturellen Herausforderung. Das Vertrauen im Dienstleistungssektor ist nach wie vor hoch, die sich eintrübenden Unternehmenserwartungen deuten jedoch auf gewisse Spillover-Effekte aus dem Verarbeitenden Gewerbe hin, insbesondere bei eng mit ihm verbundenen Unternehmensdienstleistungen.

Das Beschäftigungswachstum hat sich im Verlauf des Jahres 2019 verlangsamt, bleibt aber positiv, und die Arbeitslosenquote verharrt auf einem historischen Tiefstand. Die Zahl der offenen Stellen hat in den letzten Monaten jedoch zu sinken begonnen, wenn auch von einem sehr hohen Niveau aus. Die Unternehmen greifen verstärkt auf die staatlich geförderte Kurzarbeit zurück. Der private Verbrauch wird durch das Wachstum der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte gestützt, die von fiskalpolitischen Maßnahmen und steigenden Löhnen profitieren (das Lohnwachstum belief sich im zweiten Quartal auf über 3%). Die Gesamt- und die Kerninflation lagen im ersten Halbjahr 2019 bei rd. 1,5%, sind im dritten Quartal jedoch gesunken. Das Verbrauchervertrauen ist trotz einer Eintrübung im Jahresverlauf nach wie vor hoch. Der Bausektor ist robust geblieben, und das Geschäftsklima in diesem Sektor ist gut. Die Verlangsamung der Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal war weitgehend vorübergehender Natur. Die relativ milden Witterungsverhältnisse in den Wintermonaten kamen der Bautätigkeit zugute und die Auftragsbücher sind nach wie vor gut gefüllt.

## Germany 1



Source: Statistisches Bundesamt; OECD Economic Outlook 106 database and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045392>

## Germany: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Germany</b>						
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	3 128.4	2.8	1.5	0.6	0.4	0.9
Private consumption	1 646.5	1.6	1.2	1.4	1.1	1.2
Government consumption	620.0	2.4	1.4	1.9	1.7	1.8
Gross fixed capital formation	633.7	3.1	3.5	2.7	0.4	1.4
Final domestic demand	2 900.2	2.1	1.8	1.8	1.1	1.4
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 0.2	0.4	0.3	-0.5	0.1	0.0
Total domestic demand	2 900.0	2.6	2.1	1.2	1.2	1.4
Exports of goods and services	1 436.3	5.5	2.3	0.8	-0.1	1.3
Imports of goods and services	1 207.9	5.7	3.7	2.3	1.4	2.3
Net exports <sup>1</sup>	228.4	0.4	-0.4	-0.6	-0.6	-0.4
<i>Memorandum items</i>						
GDP without working day adjustments	3134.1	2.5	1.5	0.5	0.8	0.9
GDP deflator	—	1.1	1.5	1.9	1.9	1.9
Harmonised index of consumer prices	—	1.7	1.9	1.3	1.2	1.5
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.3	1.3	1.2	1.1	1.5
Unemployment rate (% of labour force)	—	3.8	3.4	3.1	3.2	3.3
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	10.4	11.0	11.0	10.9	10.8
General government financial balance (% of GDP)	—	1.2	1.9	1.0	0.3	-0.2
General government gross debt (% of GDP)	—	74.1	70.3	68.5	67.5	67.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	65.2	61.8	60.0	59.0	58.5
Current account balance (% of GDP)	—	8.1	7.5	7.3	6.5	6.1

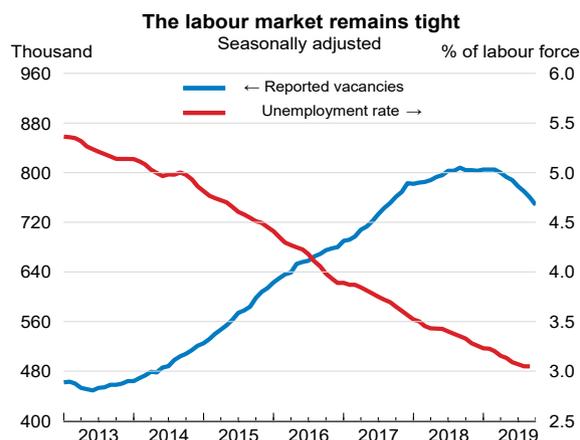
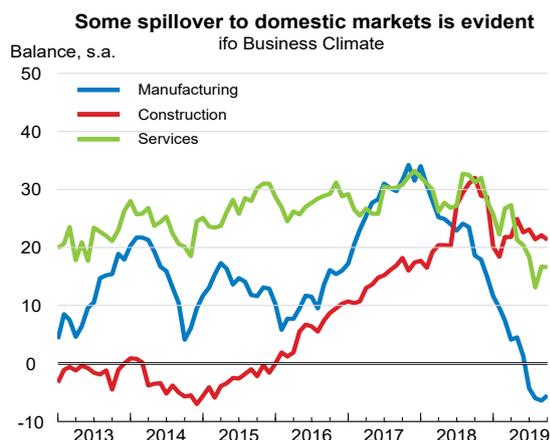
1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046418>

## Germany 2



Source: Ifo Business Survey; Deutsche Bundesbank; and Statistisches Bundesamt.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045411>

## Es besteht fiskalischer Spielraum, auf den Abschwung zu reagieren

Durch die Umsetzung verschiedener im Koalitionsvertrag vereinbarter Maßnahmen, wie z.B. höherer Steuerfreibeträge, Kindergeldleistungen und Renten, ist die Fiskalpolitik in diesem Jahr expansiv ausgerichtet. Einige dieser Maßnahmen werden die Nachfrage 2020 ebenfalls beleben, allerdings in geringem Umfang als 2019. Im Jahr 2021 wird die Konjunktur durch eine weitere Anhebung des Kindergelds und die notwendige Reform des in den 1990er Jahren zur Finanzierung der Wiedervereinigung eingeführten Solidaritätszuschlags etwas angekurbelt werden.

Da sich die Wirtschaft verlangsamt und in einem breiten Spektrum von Infrastruktursektoren, wie Breitband-Internet, Straßen, Schulen, Wohnungsbau, Energie, Abfall- und Wasserwirtschaft, ein Investitionsstau besteht, sollten die Haushaltsspielräume genutzt werden, um das langfristige Wachstum zu stärken, den regionalen Zusammenhalt zu fördern und den Übergang zu einer umweltfreundlichen, emissionsarmen Energie- und Verkehrsinfrastruktur zu beschleunigen. Gleichzeitig müssen die in vielen Kommunen bestehenden finanziellen und personellen Engpässe in der Projektplanung dringend durch Weiterbildung und Kapazitätserweiterungen auf lokaler Ebene behoben werden. Außerdem ist es aufgrund der angespannten Kapazitäten im Baugewerbe und am Arbeitsmarkt nur begrenzt möglich, die öffentlichen Investitionen sofort zu erhöhen, ohne die Kosten zu steigern. Die Beschäftigung ausländischer Arbeitskräfte in Berufen, in denen Arbeitskräftemangel das Produktionswachstum bremst, könnte diesen Engpässen entgegenwirken. Zudem könnte sich die Situation ändern, wenn die derzeitige Konjunkturschwäche anhält. Die derzeitigen Ausgabenpläne reichen nicht aus, um den Investitionsstau zu beheben.

Der Bundeshaushalt wird trotz der geplanten Strukturhilfen für die Bergbauregionen und des Klimapakets voraussichtlich ausgeglichen bleiben. Der verfügbare fiskalische Spielraum, der sich aufgrund der sinkenden staatlichen Kreditkosten ausgeweitet hat, sollte auf jeden Fall genutzt werden, da die Geldpolitik im Euroraum bereits expansiv ausgerichtet ist und nur begrenzte Möglichkeiten hat, noch mehr zu tun. Die anhaltend niedrigen Zinssätze verstärken die Risiken für die Finanzstabilität, die von einer hohen Verschuldung und einem beschleunigten Kreditwachstum ausgehen. Im Juli 2019 erhöhte die Finanzmarktaufsicht den antizyklischen Kapitalpuffer auf 0,25%, um die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems zu stärken.

## Die anhaltend schwache Auslandsnachfrage ist ein Risiko für das Wirtschaftswachstum

Da die globale Nachfrage im Projektionszeitraum verhalten bleiben dürfte, wird die gesamtwirtschaftliche Produktion 2020 nur geringfügig wachsen, bevor sie 2021 allmählich an Fahrt gewinnt. Die Arbeitslosigkeit wird voraussichtlich nur leicht zunehmen, da die staatlich geförderte flexible Kurzarbeit den Arbeitskräfteüberhang teilweise absorbieren dürfte, solange die Konjunkturabschwächung vorübergehender Natur ist. Außerdem werden die Arbeitgeber nur ungern auf qualifizierte Arbeitskräfte verzichten. Der Anteil der Unternehmen, die den Fachkräftemangel als Risiko für die Unternehmensentwicklung betrachten, ist in den letzten zehn Jahren effektiv drastisch gestiegen. Der dynamische Arbeitsmarkt und die moderaten fiskalpolitischen Maßnahmen werden den Inlandsverbrauch stützen, und bei nachlassenden Kapazitätsengpässen dürfte der Wohnungsbau expandieren, um den Auftragsbestand abzuarbeiten. Die Inflation wird klar unter 2% verharren.

Deutschlands exportabhängige Wirtschaft ist besonders anfällig gegenüber außenwirtschaftlichen Risiken und einer weiteren Verlangsamung des Welthandels. Eine Verschärfung der Handelsstreitigkeiten, ein stärkerer Konjunkturabschwung in China oder anhaltende Unsicherheiten im Hinblick auf den Brexit würden die Aussichten verschlechtern und das Risiko erheblicher Ausstrahlungseffekte auf die Binnenwirtschaft und den Arbeitsmarkt erhöhen. Strukturelle Veränderungen in der Automobilindustrie stellen ein weiteres Abwärtsrisiko dar und könnten zu Arbeitsplatzverlusten führen. Umgekehrt ist eine Erholung wahrscheinlich, wenn der jüngste Abschwung zum großen Teil auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen sein sollte und die Handelsunsicherheit ausgeräumt wird.

# Estland

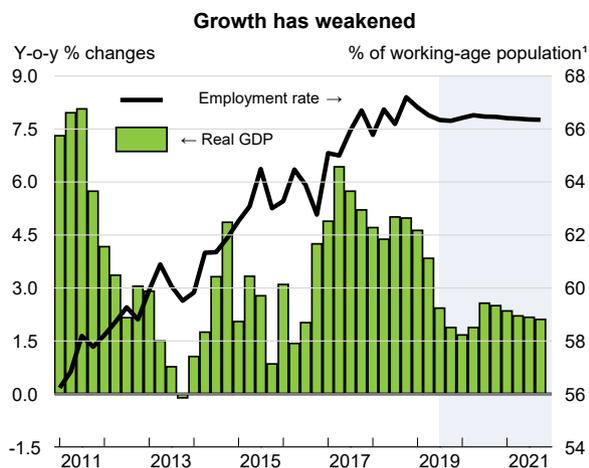
Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge von 3,2% im Jahr 2019 auf 2,2% in den Jahren 2020 und 2021 verlangsamen, da die Exporte durch die schwache globale Nachfrage beeinträchtigt werden. Der Konsum wird sich voraussichtlich trotz der Verlangsamung des Reallohnwachstums behaupten, da die Finanzlage der privaten Haushalte gut ist, nachdem die Reallöhne und die Beschäftigung viele Jahre lang gestiegen sind. Die dynamische Investitionstätigkeit, insbesondere im Wohnungsbau, wird auf ein gemäßigeres Niveau zurückgehen. Die Inflation wird sich unter dem Einfluss der sich abkühlenden Konjunktur bei knapp über 2% stabilisieren.

Die Regierung beabsichtigt, die Haushaltsregel zu ändern, und wird dementsprechend 2020-2021 wahrscheinlich ein strukturelles Haushaltsdefizit zulassen, während sich das nominale Defizit ausweiten dürfte. Die Staatsverschuldung ist sehr niedrig und es wurden makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen, um möglichen Übertreibungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Sollte der Plan, die Auszahlung von Ersparnissen aus der zweiten Säule des Rentensystems zu gestatten, vollständig umgesetzt werden, bestünde die Gefahr einer Verschärfung der Altersarmut.

## Das Wachstum verlangsamt sich

Das Wachstum hat sich trotz des kräftigen Investitionswachstums deutlich verlangsamt. Das relativ gute Konsumklima kontrastiert mit dem eingetrübten Klima im Unternehmenssektor. Diese unterschiedliche Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass die privaten Haushalte nach mehreren Jahren steigender Beschäftigung und kräftigen Lohnwachstums sehr widerstandsfähig sind, während der Unternehmenssektor befürchtet, von der Abschwächung des Handels in Mitleidenschaft gezogen zu werden. Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung und der Beschäftigung geht zurück, weil die Unternehmen zögern, neue Mitarbeiter einzustellen. Die Gesamtinflation ist auf knapp über 2% zurückgegangen.

## Estonia



1. 15-74 years old.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045278>

## Estonia: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Estonia</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	21.7	5.6	4.8	3.2	2.2	2.2
Private consumption	11.2	2.8	4.4	2.7	3.2	3.1
Government consumption	4.4	1.0	0.8	2.4	1.5	2.0
Gross fixed capital formation	5.1	12.7	0.9	14.1	1.7	2.5
Final domestic demand	20.8	5.0	2.8	5.6	2.4	2.7
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.1	-0.5	1.0	-0.5	0.0	0.0
Total domestic demand	20.8	4.3	3.8	4.8	2.4	2.7
Exports of goods and services	16.8	3.8	4.3	4.0	1.1	2.1
Imports of goods and services	16.0	4.2	5.7	3.8	2.2	2.7
Net exports <sup>1</sup>	0.9	-0.1	-0.8	0.2	-0.7	-0.4
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	3.8	4.5	3.4	2.3	2.6
Harmonised index of consumer prices	—	3.7	3.4	2.2	2.3	2.2
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	2.0	1.7	2.3	2.5	2.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	5.8	5.4	5.0	5.1	5.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	7.9	8.2	9.6	7.7	6.8
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.8	-0.6	-0.3	-0.4	-0.8
General government gross debt (% of GDP)	—	13.0	12.7	12.9	12.0	12.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	9.3	8.4	8.5	7.7	7.6
Current account balance (% of GDP)	—	2.7	2.0	1.4	0.9	0.5

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046342>

## Die Fiskalpolitik dürfte wichtiger werden

Die Geldpolitik wird im Euroraum wahrscheinlich sehr akkommodierend ausgerichtet bleiben. Die vorgeschlagene Änderung des fiskalpolitischen Rahmens soll Defizite im laufenden Haushalt gestatten, die nicht durch frühere Überschüsse oder geplante künftige Einsparungen gegenfinanziert werden. Dies wird voraussichtlich dazu führen, dass der fiskalpolitische Kurs, der 2020 leicht kontraktiv sein dürfte, 2021 weitgehend neutral werden wird.

Angesichts nachlassender Spannungen am Arbeitsmarkt dürfte die Situation für die Bevölkerungsteile schwieriger werden, für die der aktuelle Strukturwandel – hin zu einer Produktion mit höherer Wertschöpfung – negative Auswirkungen haben wird. Es ist deshalb wichtig, das soziale Sicherungsnetz und die automatischen Stabilisatoren zu stärken – insbesondere durch eine Ausweitung des Arbeitslosen- und Krankenversicherungsschutzes – und erhöhte Anstrengungen zur Umschulung und Weiterqualifizierung zu unternehmen. Solche Maßnahmen sind auch von entscheidender Bedeutung, um die Abhängigkeit von der klimaschädigenden Ölschiefförderung und -nutzung, die im Nordosten des Landes ein wichtiger Wirtschaftsfaktor ist, langfristig zu verringern.

Die Pläne der Regierung, den Austritt aus der obligatorischen privaten Rentenversicherung und die Auszahlung der angesammelten Ersparnisse zu ermöglichen, sollten überdacht werden. Sie hätten wahrscheinlich zur Folge, dass ein bedeutender Anteil der privaten Haushalte, insbesondere solche mit relativ niedrigem Einkommen und einer hohen Konsumneigung, auf die Rentenersparnisse zugreift. Dies dürfte

zwar den Konsum von 2021 an stützen, wäre jedoch mit dem Risiko verbunden, dass die makroökonomische Volatilität kurzfristig ansteigt und dass die bereits hohe Altersarmut langfristig weiter zunimmt.

Die Wohnungsbauinvestitionen sind in letzter Zeit sehr stark gestiegen, die Spannungen im Baugewerbe lassen jedoch nach, das Wachstum der Wohnimmobilienpreise verläuft parallel zum Einkommenswachstum und die Widerstandsfähigkeit wurde durch makroprudenzielle Instrumente gestärkt. Die lettischen und litauischen Tochtergesellschaften der Luminor Group wurden in Zweigniederlassungen umgewandelt. Dadurch hat sich der Umfang der Bankaktiva, die der estnischen Aufsicht unterliegen, beträchtlich erhöht. Angesichts der laufenden Geldwäscheuntersuchungen, die mehrere estnische Kreditgeber betreffen, scheint ein strengerer rechtlicher Rahmen mit höheren Geldbußen erforderlich.

### **Die schlechten globalen Aussichten belasten die Exporte und die Investitionstätigkeit**

Die Konjunktur dürfte sich in den kommenden zwei Jahren unter dem Einfluss der schwachen Auslandsnachfrage, des sich eintrübenden Geschäftsklimas und der nachlassenden Investitionstätigkeit verlangsamen. Das Konsumwachstum wird sich voraussichtlich als recht widerstandsfähig erweisen, weil die privaten Haushalte auf zehn Jahre stetiger Einkommens- und Beschäftigungszuwächse zurückblicken und zudem von der vorgeschlagenen Rentenreform profitieren könnten. Das Wachstum der Beschäftigung und der Erwerbsbevölkerung wird sich den Projektionen zufolge abflachen und die Arbeitslosenquote wird zu steigen beginnen. Die Inflation wird sich unter dem Einfluss der Konjunkturverlangsamung und eines sich verringernenden Lohnauftriebs stabilisieren. Der allmähliche Rückgang der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hat bisher nur begrenzten Schaden angerichtet, könnte Estland im Kontext einer Konjunkturabschwächung in Europa und einer nachlassenden globalen Nachfrage jedoch vor zusätzliche Herausforderungen stellen.

# Euroraum

Das Wachstum wird den Projektionen zufolge gedämpft bleiben, und in den kommenden zwei Jahren ist kaum mit einer Erholung zu rechnen. Aufgrund der nur mäßig wachsenden Auslandsnachfrage, der globalen Handelsspannungen und der politischen Unsicherheit dürfte sich die Belebung der Exporte und der Unternehmensinvestitionen in Grenzen halten. Die Ersparnis der privaten Haushalte wird voraussichtlich weiter steigen, was die Aussichten auf ein Nachfragewachstum noch stärker eintrüben dürfte. Die Inflation wird moderat bleiben.

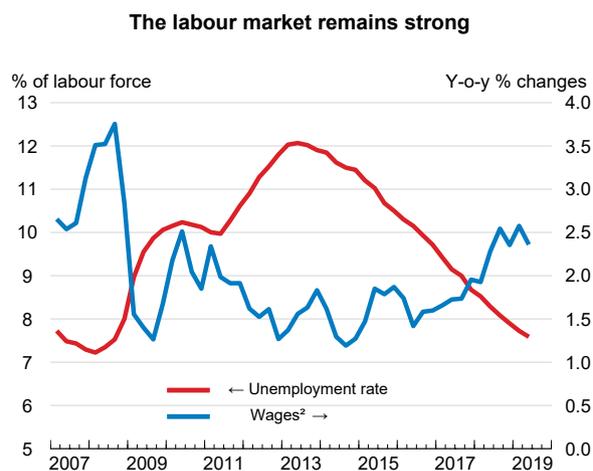
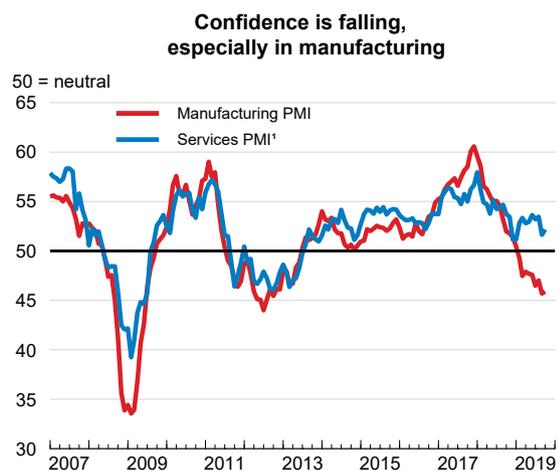
Angesichts der geringen Inflationserwartungen ist die sehr akkommodierende Geldpolitik angemessen. Allerdings erfordern eine nachhaltige Wachstumsbelebung und eine dauerhafte Rückkehr der Inflation zur Zielvorgabe zudem auch eine weitere fiskalische Lockerung. In Ländern mit niedriger Staatsverschuldung sollte der dank des sehr niedrigen Zinsniveaus größere fiskalische Spielraum genutzt werden, um die öffentlichen Investitionen u.a. zur Förderung des Klimaschutzes und des langfristigen Wirtschaftswachstums zu erhöhen. Neue Impulse für eine stärkere europäische Integration, insbesondere durch eine Vertiefung des Binnenmarkts, die Vollendung der Bankenunion und die Entwicklung gemeinsamer fiskalischer Instrumente, würden die Widerstandsfähigkeit und das Produktivitätswachstum steigern.

## Der Konjunkturabschwung verfestigt sich

Die Wirtschaft des Euroraums hat sich im Jahresverlauf 2019 weiter verlangsamt. Der anhaltende Rückgang der Auslandsnachfrage, die fortbestehenden Spannungen im Welthandel und die andauernde Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit haben die Exporte stark beeinträchtigt. Auch die Investitionsschwäche hat sich in der Tendenz verstärkt. Die nach wie vor robuste Verfassung des Arbeitsmarkts kam in einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit und der anhaltend moderaten Lohndynamik zum Ausdruck, die sich angesichts der gedämpften Inflation in Kaufkraftsteigerungen niederschlug. Allerdings hat sich das Wachstum des privaten Verbrauchs etwas abgeschwächt, eine Folge der höheren Ersparnis der privaten Haushalte, die in einem Kontext wachsender Ungewissheiten wahrscheinlich auf das Vorsorgesparen zurückzuführen ist. Das Verarbeitende Gewerbe wurde von der Konjunkturabschwächung am härtesten getroffen, aber auch das Geschäftsklima im Dienstleistungssektor lässt Zeichen einer Eintrübung erkennen.

Deutschland und Italien sind von der derzeitigen Verlangsamung nach wie vor am deutlichsten betroffen, was z.T. auf ihre starke Abhängigkeit vom Verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen ist. Im Fall Deutschlands wird dies durch eine größere Exportabhängigkeit und spezifische Probleme in der Automobilindustrie noch verschärft. Länder, die sich stärker auf die Inlandsnachfrage stützen, wie Frankreich und Spanien, konnten der Konjunkturverlangsamung bisher besser standhalten, werden nun aber durch die Ausstrahlungseffekte innerhalb des Euroraums ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen.

## Euro area 1



1. Private service sector firms.

2. Nominal wages per employee.

Source: IHS Markit; and OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045297>

## Euro area: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Euro area</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	10 781.0	2.7	1.9	1.2	1.1	1.2
Private consumption	5 836.9	1.8	1.4	1.2	1.3	1.2
Government consumption	2 230.9	1.3	1.1	1.5	1.4	1.3
Gross fixed capital formation	2 183.9	3.7	2.4	4.4	0.3	1.8
Final domestic demand	10 251.6	2.1	1.6	2.0	1.1	1.4
Stockbuilding <sup>1</sup>	56.4	0.5	0.1	-0.5	0.1	0.0
Total domestic demand	10 308.1	2.6	1.6	1.4	1.2	1.4
Net exports <sup>1</sup>	472.9	0.5	0.4	-0.3	0.0	-0.1
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	1.0	1.3	1.6	1.3	1.5
Harmonised index of consumer prices	—	1.5	1.8	1.2	1.1	1.4
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
Unemployment rate (% of labour force)	—	9.1	8.2	7.6	7.5	7.4
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	6.0	6.3	6.9	7.2	7.2
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.9	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0
General government gross debt (% of GDP)	—	106.1	102.9	101.8	101.2	100.5
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	89.8	87.9	86.7	86.0	85.3
Current account balance (% of GDP)	—	3.7	3.6	3.2	3.1	2.9

Note: Aggregation based on euro area countries that are members of the OECD, and on seasonally-adjusted and calendar-days-adjusted basis.

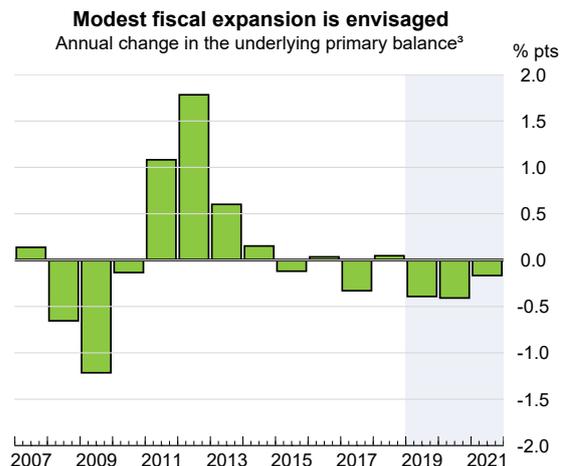
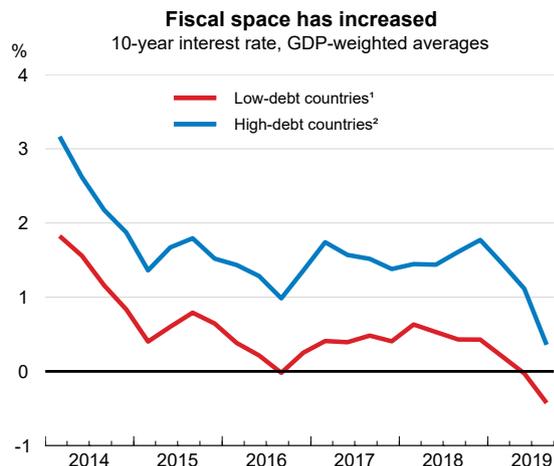
1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046361>

## Euro area 2



1. Low-debt - OECD - euro area countries include: Austria, Finland, Germany, Ireland, Latvia, Lithuania, Luxembourg, the Netherlands, Slovenia and the Slovak Republic. Estonia is excluded due to the limited depth of its sovereign bonds market.

2. High-debt - OECD - euro area countries include: Belgium, France, Greece, Italy, Portugal and Spain.

3. Measured in percent of potential GDP.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045316>

## Die Bemühungen um Fiskal- und Strukturreformen müssen verstärkt werden

Die geldpolitische Akkommodierung wurde weiter verstärkt. Im September senkte die EZB den Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte (auf -0,5%) und sicherte zu, die Leitzinsen auf ihrem derzeitigen oder einem niedrigeren Niveau zu halten, bis sich die Inflationsaussichten stabil etwa 2% annähern. Darüber hinaus wurde ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben eingeführt (in dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagenzins befreit ist). Die Bedingungen für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) wurden attraktiver gestaltet. Ferner wurden die Nettoankäufe von Wertpapieren in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. EUR im November wieder aufgenommen. Während des gesamten Projektionszeitraums werden die Nettoankäufe voraussichtlich in diesem Tempo fortgesetzt, und die Leitzinsen dürften unverändert bleiben. Wird die EZB-Politik aber nicht durch andere Maßnahmen flankiert, wird sie wahrscheinlich nur mäßige Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben.

Im Euroraum insgesamt wird der fiskalpolitische Kurs voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet bleiben und der Wirtschaft über einen Zweijahreszeitraum (2020-2021) einen kumulierten Impuls von rd. 0,5 Prozentpunkten des BIP verleihen. Dies wird die Konjunktur in gewissem Maße stützen. Allerdings sind die geplante fiskalische Lockerung und der verfügbare fiskalische Handlungsspielraum weitgehend unkorreliert. Die Lockerung hat auch nicht in erster Linie stärkere öffentliche Investitionen zur Folge, die unter ihrem Niveau von 2008 verharren. Euroländer mit geringen oder moderaten Staatsschuldenquoten verfügen über erheblichen fiskalischen Spielraum, den die niedrigen und weiter sinkenden Zinssätze noch vergrößert haben. Dieser Spielraum sollte genutzt werden, um die öffentlichen Investitionen erheblich zu steigern und dadurch nationalen Erfordernissen Rechnung zu tragen und grenzüberschreitende Spillover-Effekte zu erzeugen. In diesem Zusammenhang sollte der Erfüllung der Klimaziele hohe Priorität eingeräumt werden. Hierfür bedarf es zusätzlicher Investitionen in Höhe von mindestens 1% des BIP jährlich in Bereichen wie Energienetze, Gebäudeeffizienz und Infrastruktur für Elektrofahrzeuge.

Auch in der Strukturpolitik bedarf es koordinierter Anstrengungen, um die konjunkturelle Stabilisierung zu verbessern, die negativen Schockwirkungen der zunehmenden Handelsrestriktionen zu kompensieren

und das Wachstumspotenzial zu steigern. Um die Stabilisierungs- und Nachhaltigkeitsziele besser miteinander in Einklang zu bringen, sollten die europäischen Haushaltsregeln vereinfacht und schwerpunktmäßig auf das Ausgabenwachstum ausgerichtet sein, das in Zielvorgaben für Schuldenquoten verankert ist. Das neue Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit sollte rasch eingeführt und in der Folgezeit ausgeweitet werden, um eine gemeinsame Fiskalkapazität zu schaffen, die in der Lage ist, den fiskalpolitischen Kurs des Euroraums zu beeinflussen. Die Vollendung der Bankenunion, insbesondere durch eine gemeinsame Einlagensicherung und eine gemeinsame fiskalische Letztsicherung für den einheitlichen Abwicklungsfonds, bleibt die oberste Priorität für die Schaffung eines echten europäischen Bankensystems, das die geldpolitische Transmission erleichtern und die Risikoteilung mit dem privaten Sektor verbessern würde. Durch Fortschritte auf dem Weg zur Kapitalmarktunion würden die Finanzierungsquellen für Unternehmen diversifiziert. Erneute Anstrengungen zur Stärkung der Forschungs- und Innovationspolitik und zur Vertiefung des Binnenmarkts durch die Bekämpfung der starken Segmentierung der Dienstleistungs- und Netzindustrien würden den Handel und die Investitionen in Europa ankurbeln. Sie würden als Gegengewicht zu den derzeitigen Ursachen der Konjunkturschwäche fungieren und den Weg für ein stärkeres mittelfristiges Wachstum ebnen.

### **Das Wachstum wird den Projektionen zufolge unterdurchschnittlich bleiben**

Den Projektionen zufolge wird das BIP-Wachstum in den kommenden zwei Jahren mit knapp über 1% verhalten bleiben, da die anhaltend schwache Auslandsnachfrage, die politische Unsicherheit und das eingetrübte Vertrauensklima Exporte und Investitionen weiterhin hemmen. Die vom privaten Konsum und den öffentlichen Ausgaben ausgehende Konjunkturstützung dürfte sich infolge eines weiteren Anstiegs der Sparquote der privaten Haushalte und des geringen Umfangs der geplanten fiskalischen Expansion in Grenzen halten. Die Arbeitslosenquote wird sich den Projektionen zufolge weitgehend stabilisieren, das unterdurchschnittliche Wachstum dürfte aber dazu beitragen, die Inflation weit unter 2% zu halten. Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums wird trotz eines leichten Rückgangs groß und auf einige Länder konzentriert bleiben.

Im Fall einer Eskalation der Handelsspannungen mit den Vereinigten Staaten, einer über Erwarteten starken Konjunkturverlangsamung in China oder längerer Ungewissheit über den Inhalt eines potenziellen Handelsabkommens zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich würden sich die Exporte und die Investitionen weiter abschwächen. Die daraus folgende Ausweitung des Abschwungs im Verarbeitenden Gewerbe würde die Gefahr eines Übergreifens der Effekte auf den Dienstleistungssektor erhöhen. Der Abwärtsdruck auf den Dienstleistungssektor würde sich noch verstärken, wenn die Eintrübung des Konsumklimas eine weitere Zunahme des Vorsorgesparens der privaten Haushalte zur Folge hätte. Zu einer positiveren Entwicklung könnte es kommen, wenn koordinierte Anstrengungen zur Steigerung der öffentlichen Investitionen und Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion die politische Unsicherheit verringern und dazu beitragen würden, Vertrauen und Produktivität zu steigern.

# Finland

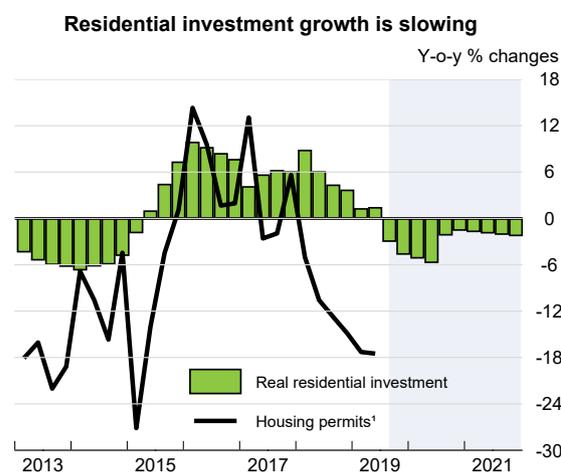
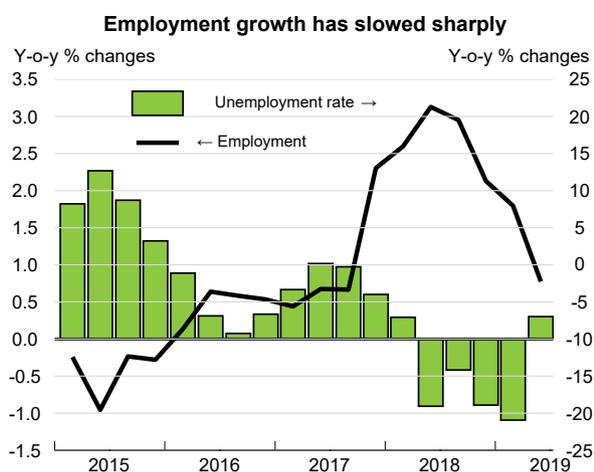
Die Expansion wird den Projektionen zufolge weiter an Dynamik verlieren und das BIP-Wachstum dürfte auf rd. 1% sinken. Die Exporttätigkeit wird sich voraussichtlich abschwächen, hauptsächlich aufgrund des sich verschlechternden globalen Umfelds. Die Wohnungsbauinvestitionen, die jüngst erheblich expandiert haben, werden sich wieder verlangsamen. Trotz einer stark nachlassenden Arbeitsplatzschaffung dürfte die Arbeitslosigkeit unverändert bleiben, weil die Erwerbsbevölkerung stagniert.

Die Fiskalpolitik ist gegenwärtig neutral ausgerichtet. Sie wird aber 2020 auf einen expansiven Kurs einschwenken, was angebracht ist. Damit dürfte sich das Haushaltsdefizit im Zeitraum 2020-2021 auf 1 1/2% des BIP ausweiten. Die Förderung der Beschäftigung durch stärkere Arbeitsanreize, insbesondere für ältere Arbeitskräfte und junge Frauen, sowie Fortschritte bei produktivitätssteigernden Reformen sind unerlässlich, um das Wachstum anzukurbeln und die Haushaltssituation zu verbessern.

## Das Wachstum verlangsamt sich

Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich Mitte 2019 (im Vorjahresvergleich) auf 1,2%, was auf eine schwächere Entwicklung des privaten Konsums und der Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen zurückzuführen war. Sowohl das Konsum- als auch das Geschäftsklima haben sich eingetrübt. Ursächlich hierfür waren die sich verschlechternden weltweiten Konjunkturaussichten und der Abschwung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote hat wieder zu steigen begonnen, nachdem sie seit 2016 stetig rückläufig war. Die Zahl der erteilten Baugenehmigungen ist gesunken, was auf eine weitere Abnahme der Wohnungsbauinvestitionen hindeutet, die zuvor fast Rekordniveau erreicht hatten. Infolge temporär umfangreicher Schiffsauslieferungen verlief das Exportwachstum zu Jahresbeginn kräftig, es verlangsamt sich nun aber unter dem Einfluss des schleppenden Wachstums an den wichtigen Exportmärkten. Der angespannte Arbeitsmarkt treibt die Löhne in die Höhe und die Inflation steigt.

## Finland



1. Year-on-year percentage changes of 3-month cumulated flows.  
Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Statistics Finland.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045335>

## Finland: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Finland</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	217.5	3.1	1.7	1.3	1.0	0.9
Private consumption	118.2	1.0	1.9	0.7	1.5	0.8
Government consumption	51.5	0.2	1.5	1.5	3.2	1.7
Gross fixed capital formation	49.4	4.1	3.4	0.6	1.2	0.9
Final domestic demand	219.0	1.5	2.2	0.9	1.8	1.0
Stockbuilding <sup>1,2</sup>	1.2	0.1	0.6	-0.1	0.2	0.0
Total domestic demand	220.3	1.6	2.8	0.8	1.9	1.0
Exports of goods and services	75.7	8.8	2.2	3.3	0.6	1.5
Imports of goods and services	78.5	4.1	5.0	1.9	2.9	1.6
Net exports <sup>1</sup>	-2.8	1.6	-1.0	0.6	-0.9	-0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	0.7	2.1	2.1	1.7	1.7
Harmonised index of consumer prices	—	0.8	1.2	1.2	1.4	1.7
Harmonised index of core inflation <sup>3</sup>	—	0.6	0.3	0.8	1.3	1.7
Unemployment rate (% of labour force)	—	8.6	7.4	6.6	6.6	6.4
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-1.1	-1.2	-0.4	0.1	0.4
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.7	-0.8	-0.9	-1.4	-1.5
General government gross debt (% of GDP)	—	73.3	72.0	72.0	72.3	75.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	60.9	59.0	59.2	59.8	60.4
Current account balance (% of GDP)	—	-0.8	-1.4	-0.7	-1.4	-1.4

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Including statistical discrepancy.

3. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046380>

## Es bedarf beschäftigungs- und produktivitätssteigernder Maßnahmen

Das strukturelle Defizit im Primärhaushalt wird den Projektionen zufolge 2021 um 0,8% des BIP steigen, hauptsächlich aufgrund einer Erhöhung der Konsumausgaben des Staats und der Transferleistungen. Die Regierung strebt an, 2023 wieder einen ausgeglichenen Haushalt zu erzielen, was im Zeitraum 2020-2023 eine Konsolidierung im Umfang von 1,2% des BIP voraussetzt. Dieses Ziel soll z.T. durch einen Anstieg der Beschäftigungsquote von derzeit 72,4% auf 75% im Jahr 2023 erreicht werden, womit sich Finnland dem Durchschnitt der anderen nordischen Länder annähern würde. Die niedrigere Beschäftigungsquote erklärt sich weitgehend aus einer geringeren Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte und junger Frauen. Entscheidend für die Steigerung der Beschäftigungsquote älterer Arbeitskräfte ist es, Frühverrentungsmöglichkeiten abzuschaffen, u.a. den verlängerten Anspruch auf Arbeitslosengeld (den sogenannten Arbeitslosigkeitstunnel) ebenso wie die Sonderregelungen für den Bezug von Erwerbsminderungsrenten. Die Erwerbsbeteiligung junger Frauen könnte durch eine Senkung des Betreuungsgelds und ein besseres Kinderbetreuungsangebot erhöht werden.

Das Produktivitätswachstum ist nach wie vor verhalten und hat sich nicht so rasch belebt wie in früheren Aufschwungphasen. Um es anzukurbeln, wäre es hilfreich, in manchen Sektoren, z.B. im Verkehrswesen und im Einzelhandel, Hindernisse für den Produktmarktwettbewerb abzubauen, die Finanzierungsmittel für junge Unternehmen zu erhöhen, damit sie sich stärker in FuE und Innovation engagieren können, und unnötige Hemmnisse für das Wachstum von Start-ups zu beseitigen.

## Das Wachstum dürfte sich abschwächen

Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge 2021 auf weniger als 1% verlangsamen, da es durch ein rückläufiges Wachstum der Exporte und der Wohnungsbauinvestitionen gebremst wird. Das Wachstum des privaten Konsums wird unter dem Einfluss der geringeren Beschäftigungszuwächse ebenfalls nachgeben. Die Arbeitslosenquote wird wohl nahe am derzeitigen Niveau verharren, die Inflation dürfte infolge der steigenden Arbeitskosten jedoch anziehen. Das größte Abwärtsrisiko bei diesem Ausblick wäre ein stärkerer Abschwung als erwartet in Deutschland, dem größten Exportmarkt Finnlands. Eine solche Entwicklung würde die Exporte und die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen. Es besteht zudem die Gefahr, dass die Lohnsteigerungen höher ausfallen, als mit der Wahrung von Finnlands Kostenwettbewerbsfähigkeit vereinbar wäre. Dies würde das Wachstum zusätzlich belasten. Eine über Erwartungen schnelle Beilegung der Handelsspannungen und Belebung der Konjunktur in den Ländern des Euroraums könnten indessen für positive Überraschungen sorgen.

# Frankreich

Das Wachstum wird 2020-2021 mit 1,2% verhalten bleiben und seine Hauptimpulse von der Inlandsnachfrage beziehen. Eine robuste Arbeitsplatzschaffung – insbesondere von unbefristeten Beschäftigungsverhältnissen –, Steuer- und Abgabensenkungen sowie die Effekte der Sofortmaßnahmen im Sozialbereich dürften eine Erhöhung der verfügbaren Einkommen und des Konsums der privaten Haushalte begünstigen. Günstige Finanzierungsbedingungen und hohe Gewinnspannen im Unternehmenssektor werden trotz der gedrückten und unsicheren Weltwirtschaftslage die Verlangsamung der Investitionen dämpfen. Die Arbeitslosenquote wird bis Ende 2021 langsam auf rd. 8,1% sinken, die Kerninflation und die Löhne werden nur geringfügig anziehen.

Steuer- und Abgabensenkungen und neue Sozialausgaben dürften im Zeitraum 2020-2021 zu einer gewissen fiskalischen Lockerung führen. Aufgrund von Kürzungen einiger Sozialleistungen und sinkenden Schuldendienstkosten wird das Haushaltsdefizit 2021 voraussichtlich trotzdem auf 2,1% des BIP zurückgehen, nachdem es sich – infolge einer Reform der Steuergutschriften im Jahr 2019 – vorübergehend ausgeweitet hatte. Es sind Kürzungen der nichtprioritären Ausgaben erforderlich, um die Staatsschuldenquote von gegenwärtig nahezu 100% (lt. Maastricht-Definition) auf einen deutlichen Abwärtstrend zu bringen und für eine tragfähige Finanzierung der laufenden Steuersenkungen für private Haushalte und Unternehmen zu sorgen. Parallel hierzu sollte die Regierung an ihren Strukturreformen festhalten – wozu auch weitere Maßnahmen zur Erleichterung des Arbeitsmarkteintritts geringqualifizierter Jugendlicher und zur Verbesserung des Zugangs zu hochwertiger frühkindlicher Bildung gehören sollten –, um ein inklusiveres und nachhaltigeres Wachstum zu erzielen.

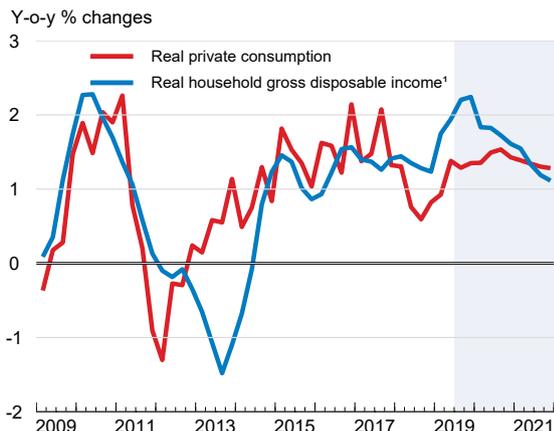
## Das Wirtschaftswachstum ist robust

Die Kaufkraft der privaten Haushalte hat sich deutlich verbessert, was u.a. auf die kontinuierliche Senkung der Wohnsteuer, höhere Lohnergänzungsleistungen und Ermäßigungen bei einigen Sozialabgaben zurückzuführen ist. Diese Maßnahmen haben den Konsum gestützt, zugleich aber auch zu einer sehr hohen Sparquote geführt (diese liegt inzwischen bei nahezu 15% des verfügbaren Einkommens). Starke Beschäftigungszuwächse haben die Arbeitslosenquote gesenkt und die Abhängigkeit von subventionierten Arbeitsplätzen und befristeten Arbeitsverträgen verringert. Das Lohnwachstum bleibt dynamisch, und der Verbraucherpreisauftrieb hat sich unter dem Einfluss der niedrigeren Ölpreise abgeschwächt. Das Vertrauen der privaten Haushalte erholt sich allmählich, und die Ausgaben für Gebrauchsgüter nehmen zu.

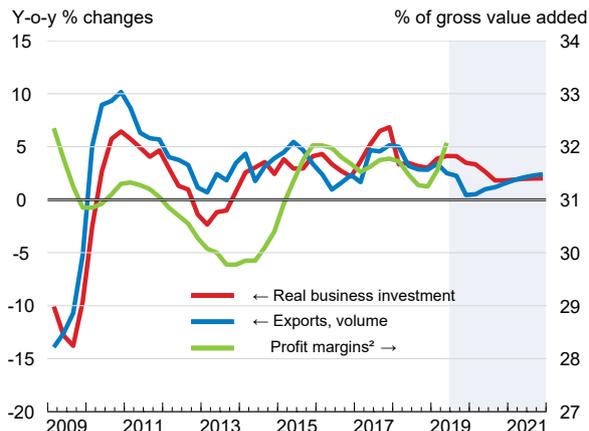
Die Unternehmensinvestitionen im Dienstleistungssektor und im Verarbeitenden Gewerbe sind robust. Durch die Reform der umfassenden, an die Lohnsumme geknüpften Unternehmensteuergutschrift CICE haben sich die Gewinnspannen im Unternehmenssektor 2019 vorübergehend erhöht, und die Finanzierungsbedingungen bleiben konjunkturstützend. Dennoch sind die Produktions- und Investitionserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe zurückgegangen. Nach einem dynamischen Jahresende 2018 haben die schwachen und unsicheren globalen Wirtschaftsbedingungen sowie die geringen Auslieferungen im Schiffbau und in der Luftfahrt die Exporte belastet. Das Wachstum des Staatsverbrauchs hat sich mit moderatem Tempo fortgesetzt und die Investitionen der nachgeordneten Gebietskörperschaften sind im Vorfeld der 2020 stattfindenden Kommunalwahlen wieder gestiegen. Die Zahl der Wohnungsbaubeginne hat sich trotz eines dynamischen Wohnimmobilienmarkts gegenüber ihrem Höchststand von 2017 weiter verringert.

## France 1

## Household income and consumption growth have risen



## Weak export prospects will hold back investment



1. Four-quarter moving average.

2. Non-financial corporations; four-quarter moving average.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Insee.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045354>

## France: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>France</b>						
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2014 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	2 232.9	2.4	1.7	1.3	1.2	1.2
Private consumption	1 210.8	1.6	0.9	1.2	1.5	1.3
Government consumption	530.2	1.5	0.8	1.0	1.0	1.0
Gross fixed capital formation	486.8	5.0	2.8	3.3	1.8	1.6
Final domestic demand	2 227.9	2.3	1.3	1.7	1.4	1.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	18.5	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.0
Total domestic demand	2 246.3	2.4	1.0	1.5	1.4	1.3
Exports of goods and services	675.6	4.0	3.5	2.1	1.1	2.2
Imports of goods and services	689.1	4.1	1.2	2.7	1.8	2.3
Net exports <sup>1</sup>	- 13.5	-0.1	0.7	-0.2	-0.2	-0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	0.5	0.8	1.5	1.0	1.2
Harmonised index of consumer prices	—	1.2	2.1	1.3	1.2	1.3
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	0.5	0.9	0.6	0.8	1.2
Unemployment rate <sup>3</sup> (% of labour force)	—	9.4	9.1	8.5	8.2	8.1
Household saving ratio, gross (% of disposable income)	—	13.5	13.8	14.7	14.8	14.6
General government financial balance (% of GDP)	—	-2.8	-2.5	-3.1	-2.3	-2.1
General government gross debt (% of GDP)	—	123.2	122.5	123.0	123.7	123.9
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	98.4	98.3	98.8	99.5	99.7
Current account balance (% of GDP)	—	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.8

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

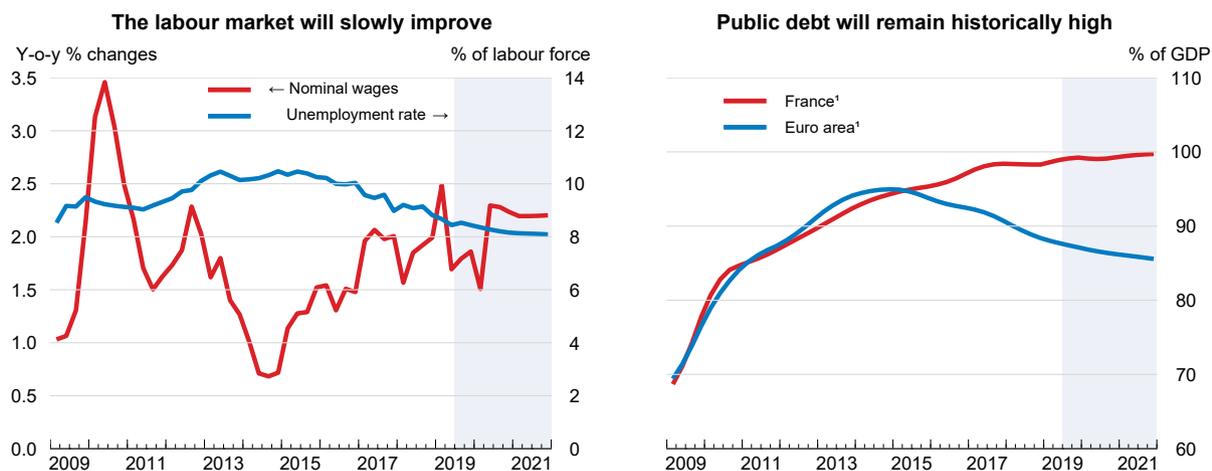
2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

3. National unemployment rate, includes overseas departments.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046399>

## France 2



1. Maastricht definition; four-quarter moving average.  
 Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045373>

## Zusätzliche Reformen würden für mehr inklusives Wachstum sorgen

Das Haushaltsdefizit ist 2019 aufgrund der umfangreichen einmaligen Steuer- und Abgabensenkung für Unternehmen gestiegen, wird sich 2021 aber voraussichtlich auf 2,1% des BIP zurückbilden. Maßnahmen zur Verringerung der Steuerbelastung der privaten Haushalte und Unternehmen und höhere Lohnergänzungsleistungen werden der Wirtschaftstätigkeit willkommene Impulse verleihen und auch die Beschäftigungsanreize erhöhen und die Wirtschaftsleistung steigern. Die Staatsverschuldung wird jedoch auf historisch hohem Niveau verharren. Da ein Teil des Defizitabbaus von niedrigeren Schuldendienstkosten abhängig ist, die u.U. nicht von Dauer sind, bedarf es weiterer Ausgabenkürzungen, insbesondere bei einigen Sozialabgaben, um die Staatsschuldenquote mittelfristig zu senken.

Die aktuellen Strukturreformen wirken sich positiv auf Teilhabe, Kompetenzen und Beschäftigungsqualität aus. Durch die Umsetzung der Arbeitsmarktreform von 2017 sowie der Reform der Arbeitslosenversicherung werden Lohn- und Produktivitätsentwicklungen auf Unternehmensebene besser aufeinander abgestimmt und unbefristete Einstellungen gefördert. Die Reform der Berufsbildung und die stärkere Fokussierung auf betriebliche Ausbildungen verbessern zudem die Kompetenzen und gewährleisten passgenauere Stellenbesetzungen. Unternehmensfreundliche Maßnahmen (im Rahmen des Gesetzes PACTE – Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises) erleichtern darüber hinaus den Marktzugang neuer und das Wachstum bestehender Unternehmen. Die soziale Mobilität ist jedoch nach wie vor gering, und die Beschäftigungsquoten vieler sozioökonomisch benachteiligter Gruppen sind niedrig. Es sind weitere Anstrengungen erforderlich, um den Arbeitsmarkteintritt geringqualifizierter Jugendlicher zu erleichtern, den Zugang zu qualitativ hochwertiger frühkindlicher Bildung und die soziale Mobilität zu verbessern. Die Zusammenführung von Sozialleistungen und Lohnergänzungsleistungen – indem bei der Ermittlung der den Haushalten zur Verfügung stehenden Mittel auch Wohngeldleistungen und Sozialwohnungsnutzung berücksichtigt werden – würde Arbeitsanreize und Teilhabe erhöhen. Eine weitere Stärkung des Wettbewerbs in bestimmten Dienstleistungssektoren und eine Reduzierung der Hemmnisse für das Unternehmenswachstum würden sich zudem in einem höheren Beschäftigungs- und Produktivitätswachstum niederschlagen.

Zusätzliche Anstrengungen zur Kürzung ineffizienter und nicht prioritärer Ausgaben werden von entscheidender Bedeutung sein, um die Staatsverschuldung auf einen deutlichen Abwärtstrend zu bringen. Durch

eine rasche Umsetzung der geplanten Rentenreform könnte die Chancengerechtigkeit und die Mobilität verbessert werden und würden größere Anreize für einen längeren Verbleib im Erwerbsleben geschaffen. Größere Weiterbildungsangebote für ältere Arbeitskräfte und Maßnahmen gegen Diskriminierung am Arbeitsplatz würden die Wirksamkeit der Reform steigern. Sehr wichtig ist es außerdem, gezielte Ausgabenprüfungen effektiv zu nutzen, um Überschneidungen bei den Zuständigkeiten der nachgeordneten Gebietskörperschaften zu beseitigen und zu ermitteln, wo Spielraum für eine Rationalisierung der öffentlichen Verwaltung besteht. Eine systematische Überprüfung von Steuervergünstigungen und aufkommensschwachen Steuern bei gleichzeitiger Berücksichtigung ihrer Vorteile für einkommensschwache Haushalte würde ebenfalls zu einer kräftigeren Wirtschaftstätigkeit und einer höheren Umverteilungswirkung des Steuersystems führen.

## Die Inlandsnachfrage wird weiterhin das Wachstum tragen

Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 bei 1,2% verharren. Die schwache Handelsdynamik dürfte die Ausfuhren und die Unternehmensinvestitionen belasten. Verbesserungen am Arbeitsmarkt und fiskalische Maßnahmen werden jedoch die verfügbaren Einkommen erhöhen. Ein allmählicher Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte wird den privaten Konsum stützen. Dies wird zudem für eine langsame Erholung der Wohnungsbauinvestitionen sorgen, auch wenn sich die Investitionen des öffentlichen Sektors und der privaten Haushalte nach den 2020 stattfindenden Kommunalwahlen wieder abschwächen werden.

Zunehmende Handelsspannungen und anhaltende Ungewissheit über den Brexit würden die Exportaussichten und die Investitionstätigkeit weiter eintrüben. Dadurch würden sich die Kapazitätsüberhänge im Verarbeitenden Gewerbe und im Euroraum weiter erhöhen, womit die Gefahr eines Übergreifens dieser Effekte auf den französischen Dienstleistungssektor steigen würde. Aufgrund der hohen Verschuldung des privaten Sektors, die einen historischen Höchststand erreicht hat, ist der Anpassungsspielraum der privaten Haushalte und Unternehmen zugleich gering. Günstiger könnte die Entwicklung indessen ausfallen, wenn eine rasche und effiziente Umsetzung des derzeitigen öffentlichen Investitionsplans zu einem höheren Investitionswachstum führen würde.

# Griechenland

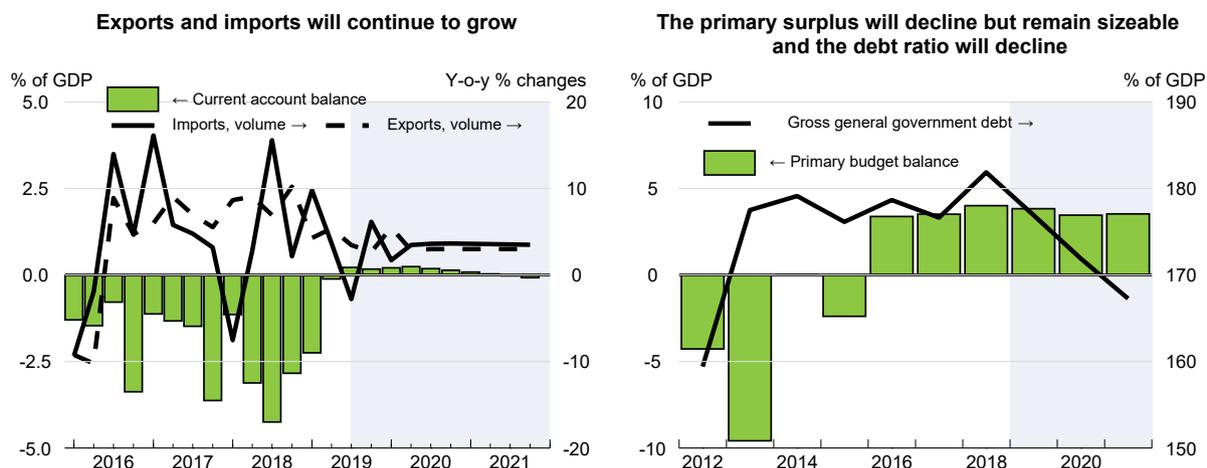
Das BIP wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 um rd. 2% steigen. Beschäftigungs- und Reallohnzuwächse werden den Verbrauch fördern, während günstigere Finanzierungsbedingungen und ein gestiegenes Vertrauen den Unternehmensinvestitionen Auftrieb geben. Die gedrückte Auslandsnachfrage wird indessen das Exportwachstum bremsen. Zusammen mit den allmählich steigenden Importen wird dies die Leistungsbilanzverbesserungen abschwächen.

Trotz der zur Jahresmitte verabschiedeten expansiven Fiskalmaßnahmen wird der Überschuss im Primärhaushalt 2019 mit 3,8% des BIP hoch bleiben. Der Haushalt für 2020, der neben Maßnahmen zur Ausweitung der Steuerbasis sowie (in geringem Umfang) zur Rationalisierung der Ausgaben auch große Steuersenkungen vorsieht, wird das Wachstum stützen und den Primärüberschuss auf 3,5% des BIP senken. Es müssen weiterhin ehrgeizige Reformen durchgeführt werden, um die Beschäftigung, vor allem von Frauen und jungen Menschen, sowie die Investitionstätigkeit und das Produktivitätswachstum dauerhaft zu erhöhen.

## Die von den Exporten ausgehende Expansion setzt sich fort

Die Exporte geben der Erholung Auftrieb, wozu die Tourismuseinnahmen wesentlich beitragen. Reformbedingte Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit kurbeln trotz der gedämpften Auslandsnachfrage die Warenausfuhren an. Die Unternehmensinvestitionen profitieren von einem freundlicheren Geschäftsklima, günstigeren Finanzierungsbedingungen und rekordniedrigen Kreditzinsen. Die Bankkreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen steigt seit Anfang 2019 und die noch verbliebenen Kapitalverkehrskontrollen wurden im September 2019 aufgehoben. Die Bestände an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen sinken allmählich, liegen mit 44% des Bruttokreditbestands jedoch weiterhin auf hohem Niveau.

## Greece



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045430>

## Greece: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Greece</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	176.3	1.4	1.9	1.8	2.1	2.0
Private consumption	122.2	0.9	1.0	0.6	1.8	1.4
Government consumption	35.5	-0.5	-2.5	2.3	1.1	0.7
Gross fixed capital formation	21.2	9.4	-12.0	7.3	10.3	10.0
Final domestic demand	178.9	1.7	-1.2	1.6	2.6	2.3
Stockbuilding <sup>1,2</sup>	- 1.0	0.0	1.8	-0.6	-0.3	0.0
Total domestic demand	178.0	2.0	0.4	0.9	2.3	2.2
Exports of goods and services	52.9	6.9	8.7	3.9	3.6	3.0
Imports of goods and services	54.6	7.4	3.0	4.0	3.1	3.6
Net exports <sup>1</sup>	- 1.6	-0.2	1.9	0.0	0.2	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	0.5	0.5	0.8	0.9	0.7
Harmonised index of consumer prices	—	1.1	0.8	0.4	0.4	0.9
Harmonised index of core inflation <sup>3</sup>	—	0.3	0.3	0.8	0.7	0.9
Unemployment rate (% of labour force)	—	21.5	19.3	17.5	16.3	14.8
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-16.9	-15.1	-12.1	-10.6	-10.0
General government financial balance <sup>4</sup> (% of GDP)	—	0.7	1.0	1.3	1.0	1.1
General government gross debt (% of GDP)	—	191.4	195.8	190.8	185.8	181.2
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	176.6	181.9	176.9	171.9	167.3
Current account balance <sup>5</sup> (% of GDP)	—	-1.9	-2.8	-0.5	0.2	0.0

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Including statistical discrepancy.

3. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

4. National Accounts basis. Data also include Eurosystem profits on Greek government bonds remitted back to Greece. For 2015-2019, data include the estimated government support to financial institutions and privatisation proceeds.

5. On settlement basis.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046437>

Dank der Reformen der vergangenen Zeit und der höheren Preiswettbewerbsfähigkeit entstehen weiter neue Arbeitsplätze. Die Beschäftigungsquote ist auf über 57% gestiegen, den höchsten Wert seit 2010, und die Arbeitslosenquote ist auf weniger als 17% zurückgegangen. Mit der wachsenden Beschäftigung erhöht sich auch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte. Die Wiederaufstockung der privaten Ersparnisse und der Schuldenabbau der privaten Haushalte begrenzen jedoch das Wachstum des privaten Verbrauchs. Erhebliche Kapazitätsüberhänge und ein schleppendes Produktivitätswachstum sorgen dafür, dass Lohn- und Verbraucherpreisauftrieb gering bleiben.

## Strukturreformen und eine umsichtige Fiskalpolitik sind entscheidend, um die öffentliche Verschuldung zu senken

Dank strenger Ausgabendisziplin und höherer Steuereinnahmen, die u.a. einer größeren Steuerehrlichkeit zu verdanken sind, stieg der Überschuss im Primärhaushalt 2017 und 2018 auf über 4% des BIP, was die Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik erhöhte. Der Primärüberschuss wird voraussichtlich abnehmen, mit 3,8% des BIP im Jahr 2019 und 3,5% im Zeitraum 2020-2021 jedoch hoch bleiben. Der Rückgang ist den expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen, die Mitte 2019 verabschiedet wurden, sowie den im Haushalt

2020 vorgesehenen Steuersenkungen (im Umfang von rd. 0,6% des BIP) zuzuschreiben. Diese werden teilweise durch andere Maßnahmen ausgeglichen, die die Steuerehrlichkeit weiter erhöhen sollen (hauptsächlich durch die Förderung des elektronischen Zahlungsverkehrs). Zusätzlich soll auch Ausgabenrationalisierung für einen – wenn auch geringeren – ausgleichenden Effekt sorgen. Die Regierung ist weiterhin entschlossen, das mit der EU vereinbarte Haushaltsziel einzuhalten oder mit den EU-Partnern zu einer Einigung über dessen Verringerung zu gelangen. Die Schuldendienstkosten sind nach wie vor gering und werden weiter sinken, was 2020-2021 zu einem nominalen Haushaltsüberschuss von 1% des BIP führen dürfte. Weitere Fortschritte bei der Durchführung von Spending Reviews, der Erhöhung der Steuerehrlichkeit und der Ausweitung der Steuerbasis sind entscheidend, um die Qualität der öffentlichen Ausgaben zu erhöhen und das Steuersystem gerechter und effizienter zu machen. Dadurch wird es möglich, die hohe Steuerbelastung zu verringern und zugleich die fiskalische Glaubwürdigkeit zu sichern und die Haushaltsziele zu erreichen.

Kontinuierliche ambitionierte Strukturreformanstrengungen werden die langfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Der Plan der Regierung zur Weiterentwicklung des Sekundärmarkts für notleidende Kredite durch ein System staatlicher Garantien, wie es in ähnlicher Form bereits in Italien eingesetzt wird, hat die Zustimmung der Europäischen Kommission erhalten. Dadurch dürfte sich der Abbau der notleidenden Kredite der Banken beschleunigen, was äußerst wichtig ist, damit die Bankkreditvergabe und die Investitionen steigen können. Wirksamere Maßnahmen in den Bereichen Arbeitsvermittlung und Weiterbildung sowie eine stärkere Arbeitsverwaltung werden die Beschäftigung erhöhen, insbesondere von Frauen und Jugendlichen, und die Langzeitarbeitslosigkeit reduzieren. Durch Fortschritte bei den Reformen der öffentlichen Verwaltung, die Fertigstellung des Liegenschaftskatasters und die Öffnung staatseigener Unternehmen für privates Kapital würden Wachstumshemmnisse für Unternehmen abgebaut und die Produktivität und Beschäftigung gesteigert.

## Die Erholung wird sich festigen

Das BIP wird den Projektionen zufolge 2020-2021 um etwa 2% zunehmen. Während die Waren- und Fremdenverkehrsexporte moderat expandieren werden, setzt sich die Importerholung fort, die von der steigenden inländischen Wirtschafts- und insbesondere Investitionstätigkeit getragen wird. Die erwartete Erholung der Investitionstätigkeit gründet sich auf die Annahme, dass Fortschritte beim Abbau der notleidenden Kredite und bei der Anwerbung ausländischer Investitionsprojekte erzielt werden. Von der geplanten fiskalischen Expansion könnten stärkere Wachstumsimpulse ausgehen als hier unterstellt. Raschere Fortschritte bei der Öffnung staatseigener Unternehmen für private Investoren sowie beim Bürokratieabbau würden ausländische Direktinvestitionen fördern. Sollten die Haushaltsziele verfehlt werden, könnte die Glaubwürdigkeit der Haushaltspolitik Schaden nehmen, was zu höheren Staatsanleiherenditen führen würde. Die Folge wäre ein Anstieg der Finanzierungskosten der Banken und der Kreditzinsen. Verzögerungen beim erforderlichen deutlichen Abbau der notleidenden Kredite in den Bankbilanzen würden die Bankkreditvergabe bremsen und die Erholung der Investitionstätigkeit behindern.

# Indien

Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge im Finanzjahr 2021 erholen und knapp unter 6½% erreichen, da die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Wahl allmählich nachlassen und in der Geld- und Fiskalpolitik ein akkommodierender Kurs eingeschlagen wurde. Die neue Maßnahme zur Stützung der Einkommen von Landwirten und ein guter Monsun verleihen dem privaten Konsum Impulse. Die Senkung der Körperschaftsteuer wird die Unternehmensinvestitionen stützen. Angesichts des relativ großen Kapazitätsüberhangs in der Wirtschaft und der niedrigen Ölpreise dürften die Inflation und das Leistungsbilanzdefizit verhalten bleiben. Die Beschäftigungsschaffung ist nach wie vor eine Herausforderung.

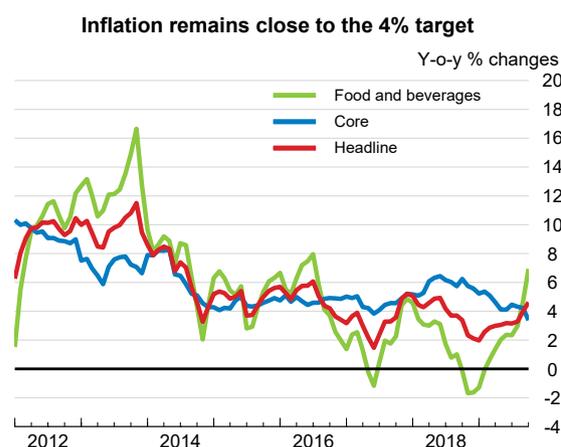
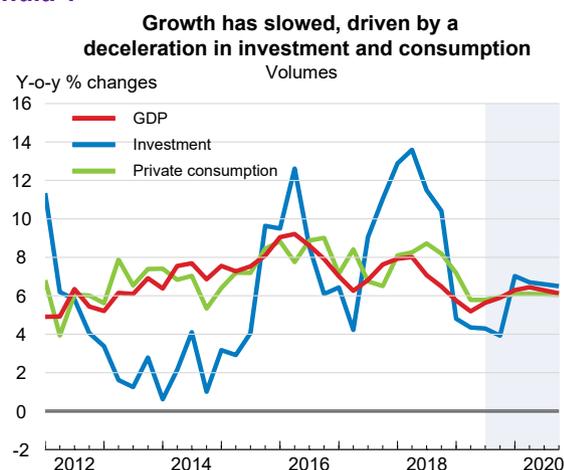
Da die Inflation unter der Zielvorgabe liegt, bleibt etwas Spielraum für weitere akkommodierende geldpolitische Impulse. Die umfassenden Leitzinssenkungen seit Anfang 2019 haben sich noch nicht in vollem Umfang in niedrigeren Kreditzinsen niedergeschlagen, was auf die nach wie vor hohen Bestände an notleidenden Krediten und den Kreditbedarf des öffentlichen Sektors zurückzuführen ist. Um die Unternehmensinvestitionen in Gang zu bringen, sind weitere Reformen zur Verbesserung der Solidität des Finanzsektors und zur Erleichterung der unternehmerischen Tätigkeit erforderlich. Für die Finanzierung von Verbesserungen der Infrastruktur und der öffentlichen Dienstleistungen kommt es entscheidend darauf an, fiskalischen Spielraum zu schaffen. Steuerreformen sind erforderlich, um die Bemessungsgrundlage für die Grund- und Einkommensteuer auszuweiten. Zudem muss die Kreditaufnahme öffentlicher Unternehmen und Banken eingedämmt werden.

## Die Wirtschaft hat die Talsohle erreicht

Das zuvor hohe Wachstumstempo hat sich verlangsamt. Zusammen mit Änderungen der Versicherungsbestimmungen haben Schwierigkeiten bei Nichtbanken-Finanzinstituten die Automobilverkäufe beeinträchtigt. Gleichzeitig trübte die Volatilität der Kraftstoffpreise das Verbrauchervertrauen. Die Bautätigkeit wurde in Mitleidenschaft gezogen, da Nichtbanken-Finanzinstitute erheblich zur Finanzierung dieses Sektors beitragen. Dies belastet die Beschäftigungsschaffung, die Einkommen und den Konsum. Die Industrieproduktion und die daran gekoppelten Importe haben sich abgeschwächt. Die Exporte litten unter der Verlangsamung der Auslandsnachfrage, konnten aber von Verbesserungen in der Verwaltung der Waren- und Dienstleistungsteuer (GST) profitieren, die es Exporteuren ermöglichen, schnellere Steuererstattungen zu erhalten. Zugleich zahlen sich die Anstrengungen zur Verbesserung der Handelsinfrastruktur, -logistik und -prozesse allmählich aus. Insgesamt ist es Indien gelungen, einen Teil der Marktanteile zu erobern, die andere Länder verloren haben. Die Exporte haben sich als relativ widerstandsfähig erwiesen.

Die Gesamtinflation der Verbraucherpreise verharrte nahe am Zielwert von 4% und die Kerninflation sinkt. Der Kapazitätsüberhang, ein guter Monsun, die stabile Rupie, relativ niedrige Ölpreise und moderate Anhebungen der Mindeststützungspreise für Sommerkulturen tragen dazu bei, den Preisdruck niedrig zu halten.

## India 1



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045487>

## India: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>India</b>						
	Current prices INR trillion	Percentage changes, volume (2011/2012 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	153.6	7.2	6.8	5.8	6.2	6.4
Private consumption	91.2	7.4	8.1	5.9	6.0	6.5
Government consumption	15.8	15.0	9.2	7.1	6.0	6.5
Gross fixed capital formation	43.4	9.3	10.0	4.9	6.6	6.8
Final domestic demand	150.3	8.8	8.8	5.7	6.2	6.6
Stockbuilding <sup>1,2</sup>	6.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Total domestic demand	156.3	9.9	7.7	5.0	6.1	6.5
Exports of goods and services	29.5	4.7	12.5	5.0	4.4	4.9
Imports of goods and services	32.2	17.6	15.4	2.2	4.4	5.6
Net exports <sup>1</sup>	-2.7	-2.8	-1.1	0.5	-0.2	-0.4
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	3.8	4.1	3.1	3.7	3.8
Consumer price index	—	3.6	3.4	3.5	3.9	4.2
Wholesale price index <sup>3</sup>	—	2.9	4.3	1.5	3.0	3.7
General government financial balance <sup>4</sup> (% of GDP)	—	-5.8	-6.2	-6.2	-6.3	-6.1
Current account balance (% of GDP)	—	-1.9	-2.1	-1.7	-1.8	-2.0

Note: Data refer to fiscal years starting in April.

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Actual amount in first column includes statistical discrepancies and valuables.

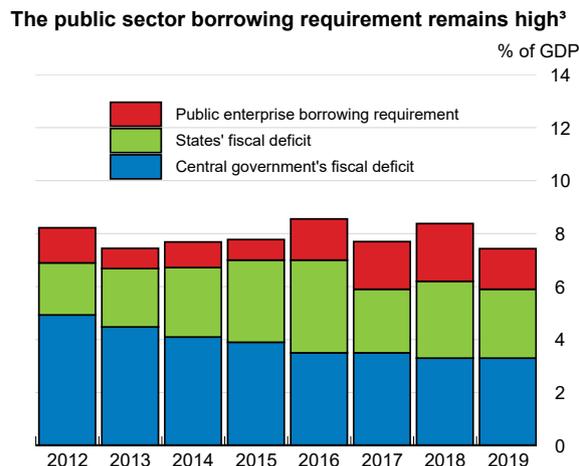
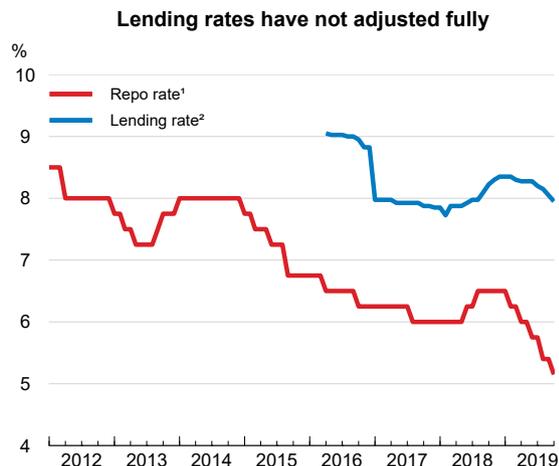
3. WPI, all commodities index.

4. Gross fiscal balance for central and state governments.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046494>

## India 2



1. The repo rate is the rate at which the Reserve Bank of India lends money to commercial banks.
  2. The lending rate refers to the marginal cost of funds based lending rate (MCLR), the minimum interest rate below which a bank cannot lend.
  3. Data for FY 2019-20 are budget estimates.
- Source: OECD Economic Outlook 106 database; Reserve Bank of India; and Union Budget Expenditure Profile (Resources of Public Enterprises).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045506>

Das Leistungsbilanzdefizit hat sich verringert. Hierzu haben die moderaten Ölpreise beigetragen, ebenso wie die umfangreichen Rücküberweisungen aus dem Ausland. Die Höhe der Devisenreserven entspricht dem Importvolumen von Waren und Dienstleistungen über einen Zeitraum von acht Monaten und nahezu dem Vierfachen der kurzfristigen Auslandsverschuldung, was als solide einzustufen ist. Insgesamt hält sich die außenwirtschaftliche Anfälligkeit Indiens nach wie vor in Grenzen, da die Auslandsverschuldung im Vergleich zu vielen aufstrebenden Volkswirtschaften niedrig ist und die Laufzeiten überwiegend lang sind.

## Fiskal- und Geldpolitik sind akkommodierend

Die indische Zentralbank hat die Leitzinsen seit Anfang 2019 um 135 Basispunkte gesenkt und hält an ihrem akkommodierenden Kurs fest. Die Kreditzinsen haben sich nur teilweise und mit zeitlicher Verzögerung angepasst, da der nach wie vor hohe Bestand an notleidenden Krediten die Ertragslage der Banken schmälert und die hohe Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors für Druck auf die Kreditzinsen sorgt. Die im August 2019 getroffene Entscheidung, die Kreditzinsen für neue Kredite an einen externen Referenzwert zu koppeln, dürfte die geldpolitische Transmission beschleunigen. Als weitere Maßnahme sollte in Erwägung gezogen werden, die Spanne zwischen den administrativ geregelten Zinssätzen für kleine Sparguthaben – die der Finanzierung der Staatsverschuldung dienen – und den Marktzinsen zu verringern. In Anbetracht der unelastischen Inflationserwartungen und der aufgrund lokaler Überschwemmungen bestehenden Ungewissheit bezüglich der Entwicklung der Nahrungsmittelpreise sollte in Bezug auf weitere Leitzinssenkungen umsichtig vorgegangen werden.

Es wurden mehrere Strukturreformen eingeführt, die mit hohen fiskalischen Kosten verbunden sind. Auf der Einnahmenseite hat die Regierung die Körperschaftsteuersätze von 30% auf 22% gesenkt (zuzüglich Zuschläge) und die Möglichkeiten der Steuerbefreiung gestrafft. Der ermäßigte Satz von 15% (zuzüglich

Zuschläge) für neue, vor 2023 gegründete Fertigungsunternehmen, verbessert Indiens Wettbewerbsfähigkeit und könnte Unternehmen anziehen, die eine Produktionsverlagerung in Erwägung ziehen. Die geschätzten Einnahmeausfälle sind hoch (0,7% des BIP). Zugleich bleiben die Einnahmen aus der Waren- und Dienstleistungsteuer hinter den Erwartungen zurück.

Auf der Ausgabenseite hat die Regierung das Programm zur Stützung der Einkommen von grundbesitzenden Bauern ausgeweitet (145 Millionen Empfänger). Die Kosten belaufen sich auf 0,4% des BIP. Mit diesem Programm könnten der Verbrauch im ländlichen Raum gefördert und die Finanzierung von Investitionen im Agrarsektor unterstützt werden. Seine Auswirkungen auf die Produktivität im Agrarsektor bleiben angesichts der Fragmentierung der Agrarflächen ungewiss, und es wird möglicherweise keinen großen Beitrag zur Reduzierung der Armut von Pachtbauern und Tagelöhnern leisten. Die Regierung treibt öffentliche Infrastrukturprojekte voran, die zur Steigerung der Lebensqualität und Wettbewerbsfähigkeit beitragen werden (z.B. Wasser- und Stromversorgung, Landstraßen und Häfen).

Ein Rekordtransfer der indischen Zentralbank dürfte mit dafür sorgen, das gesamtstaatliche Defizit im Finanzjahr 2019/2020 einzudämmen. Zugleich wirkt sich die zunehmende Abhängigkeit von außeretatmäßigen Transaktionen, die häufig über öffentliche Unternehmen getätigt werden, negativ auf den Gesamtfinanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors aus, und die Staatsschuldenquote bleibt verhältnismäßig hoch. Um ein besseres öffentliches Bildungs- und Gesundheitssystem finanzieren zu können, kommt es entscheidend darauf an, die Einnahmen aus der Grund- und Einkommensteuer zu erhöhen und die Finanzlage öffentlicher Banken und Unternehmen zu verbessern. Zur Förderung der Beschäftigungsschaffung und Verringerung der informellen Beschäftigung sollten die Bemühungen um eine Modernisierung der Arbeitsmarktregulierung fortgesetzt werden.

## Das Wachstum dürfte sich erneut beleben

Das Wirtschaftswachstum wird bis zum Ende des Finanzjahrs 2021 voraussichtlich auf knapp unter 6½% ansteigen. Die privaten Investitionen werden sich unter dem Einfluss der steigenden Kapazitätsauslastung und sinkenden Kreditkosten für den Unternehmenssektor erholen. Die laufende Abwicklung notleidender Vermögenswerte von Nichtfinanzunternehmen im Rahmen des Insolvenzgesetzes dürfte Ressourcen für neue Investitionsvorhaben freisetzen. Auch die jüngsten Reformen zur Erleichterung der unternehmerischen Tätigkeit – darunter Maßnahmen zur Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen, niedrigere Körperschaftsteuersätze und Bemühungen um eine Verbesserung des Justizsystems und der Vertragsdurchsetzung – werden dazu beitragen. Der Verbrauch im ländlichen Raum wird sich dank des guten Monsuns, der vollständigen Umsetzung des neuen Programms zur Stützung der Einkommen von Landwirten und Maßnahmen zur Verringerung der Liquiditätsstörungen bei Nichtbanken-Finanzinstituten beleben.

Wie die jüngste Liberalisierung von ausländischen Direktinvestitionen und Desinvestitionsplänen zeigt, stellt die erhöhte Fähigkeit, Reformen zu verabschieden und umzusetzen, ein positives Risiko für diesen Ausblick dar. Ungünstiger könnte die Entwicklung demgegenüber ausfallen, wenn erneuter Stress im Bankensektor oder Nichtbanken-Finanzsektor eine Kreditklemme auslösen und das Wachstum beeinträchtigen würde. Höhere Ölpreise würden die Inflation, die Leistungsbilanz und die öffentlichen Finanzen unter Druck setzen und die Kaufkraft der privaten Haushalte verringern. Eine Verschärfung der Handelsspannungen würde das Geschäftsklima und die Investitionstätigkeit weiter beeinträchtigen. Aufgrund der Tatsache, dass sich Indien stärker auf den Handel mit Dienstleistungen als auf den Warenhandel spezialisiert hat, könnte sich der Effekt aber in Grenzen halten.

# Indonesien

Das Pro-Kopf-BIP wächst seit mehreren Jahren stetig um rd. 4% jährlich. Den Projektionen zufolge wird sich die von der Inlandsnachfrage getragene Expansion trotz außenwirtschaftlicher Belastungen im Zeitraum 2020-2021 fortsetzen. Zunehmende Einkommen und eine niedrige Inflation dürften den Ausgaben der privaten Haushalte Auftrieb geben. Das Investitionswachstum wird sich wieder beschleunigen, u.a. aufgrund von Infrastrukturprojekten. Auf kurze Sicht belastet das schwächere Welthandelwachstum die Exporte.

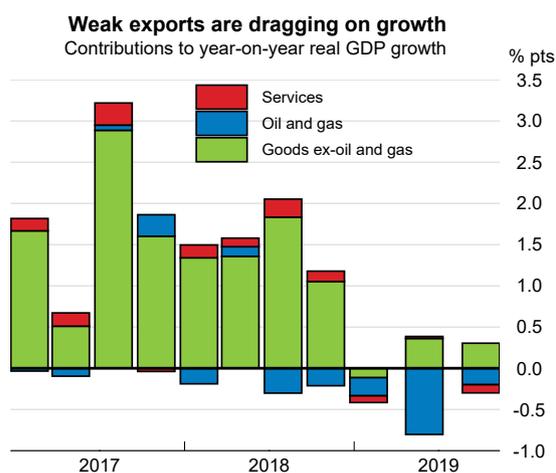
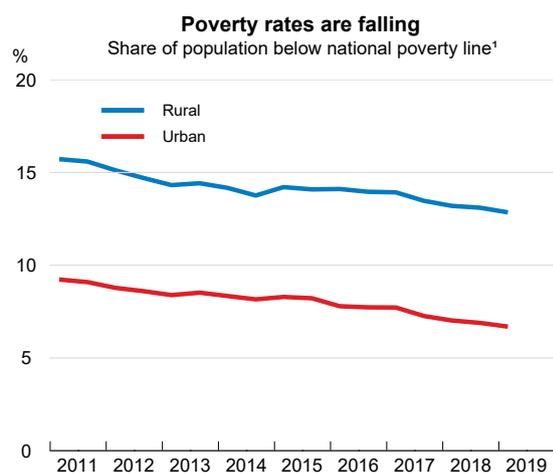
Die indonesische Zentralbank hat eine Lockerung der Geldpolitik eingeleitet, um das Wachstum zu stützen. Sie verfügt noch über Spielraum, um die Zinsen weiter zu senken. Zudem hat sie makroprudenzielle Instrumente eingeführt, um die Geldpolitik stärker akkommodierend auszurichten. Die Fiskalpolitik wird voraussichtlich weitgehend neutral sein und das Haushaltsdefizit dürfte deutlich unter der Grenze von 3% des BIP verharren. Ein ambitioniertes Regulierungsreformprogramm könnte dazu beitragen, das Geschäftsklima aufzuhellen, die Investitionstätigkeit anzukurbeln und die Beschäftigung im formellen Sektor zu stärken. Durch Senkungen der Subventionen für fossile Energieträger, ergänzt durch gezieltere Sozialleistungen, ließen sich die ökologischen und sozialen Ergebnisse verbessern.

## Das Wachstum bleibt robust

Sinkende Armutsraten, ein geringer Preisauftrieb, ein solides Beschäftigungswachstum und Sozialhilfeprogramme stützen die Einkommen und den Verbrauch. Das Verbrauchervertrauen ist etwas gesunken, aber immer noch hoch. Die Inflation ist niedrig. Aufgrund des Beschlusses, die Preise für Brennstoffe und Elektrizität 2018-2019 einzufrieren, blieb der Auftrieb bei den administrierten Preisen begrenzt. Das Wachstum der Investitionstätigkeit hat sich ausgehend von einem hohen Tempo verlangsamt. Dies ist z.T. dadurch bedingt, dass einige staatliche Investitionsvorhaben aufgeschoben wurden, um die Einfuhren zu senken. Die Bankkreditvergabe zur Finanzierung von Investitionen expandiert allerdings kräftig.

Das Exportwachstum hat sich verlangsamt. Staatliche Maßnahmen zur Verringerung der Energieimporte – durch die Umlenkung von Exporten in die inländische Nutzung – haben zu einem drastischen Rückgang der Ein- und Ausfuhren geführt. Auch in anderen Sektoren nehmen die Exporte nur schwach zu. Preisrückgänge bei wichtigen Rohstoffen belasten die Exporteinnahmen und die Terms of Trade. Insgesamt wurde das Leistungsbilanzdefizit dadurch im vergangenen Jahr auf 2,9% des BIP begrenzt.

## Indonesia 1



1. The poverty line is based on the minimum expenditure for food equivalent to 2 100 kilocalories per day, and basic housing, clothing, education and health needs.

Source: CEIC database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045525>

## Indonesia: Demand, output and prices

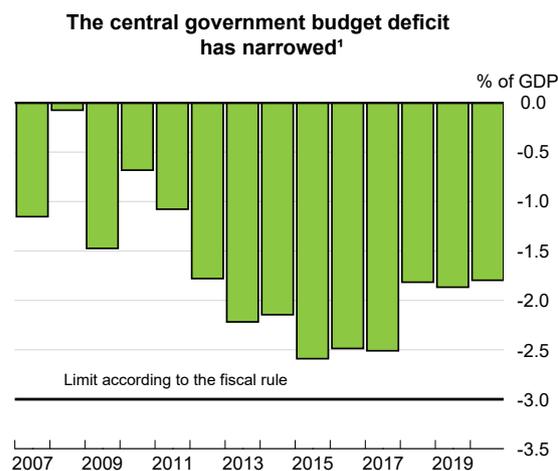
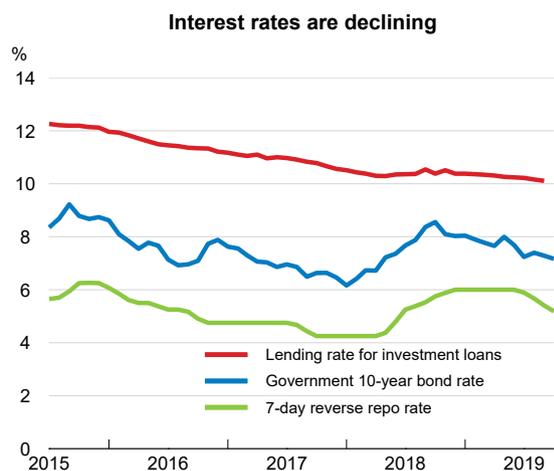
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Indonesia</b>						
	Current prices IDR trillion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	12 401.7	5.1	5.2	5.0	5.0	5.1
Private consumption	7 171.5	5.0	5.1	5.2	5.2	5.5
Government consumption	1 181.6	2.1	4.8	4.8	3.3	4.5
Gross fixed capital formation	4 040.2	6.2	6.7	4.7	5.2	5.6
Final domestic demand	12 393.3	5.1	5.6	5.0	5.0	5.4
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 85.4	-0.2	0.8	-1.0	0.2	0.0
Total domestic demand	12 307.9	4.8	6.3	3.8	5.2	5.3
Exports of goods and services	2 367.4	8.9	6.5	-0.1	2.5	3.6
Imports of goods and services	2 273.5	8.1	12.0	-6.2	3.0	4.9
Net exports <sup>1</sup>	93.8	0.3	-1.0	1.3	0.0	-0.2
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	4.3	3.8	1.7	2.7	3.6
Consumer price index	—	3.8	3.2	3.2	3.5	3.4
Private consumption deflator	—	3.4	3.2	3.3	3.5	3.2
General government financial balance (% of GDP)	—	-1.9	-2.2	-1.9	-1.7	-1.7
Current account balance (% of GDP)	—	-1.6	-3.0	-2.8	-2.8	-2.8

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/88893404651>

## Indonesia 2



1. Data for 2019 and 2020 are budgeted figures.

Source: CEIC database; and OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045544>

## Die Geld- und Fiskalpolitik ist weiter bemüht, das richtige Gleichgewicht zwischen Stabilität und Wachstum zu finden

Vor einem Jahr standen in der Geldpolitik aufgrund von Kapitalabflüssen noch die Stabilitätsüberlegungen im Vordergrund. Inzwischen richtet sich der Fokus wieder stärker auf das Wirtschaftswachstum. Dank der von führenden Zentralbanken vorgenommenen geldpolitischen Lockerung verfügt die indonesische Zentralbank über Spielraum für Zinssenkungen, ohne Abstriche bei der Stabilität machen zu müssen. Von Juli bis Oktober senkte sie die Leitzinsen um 100 Basispunkte. Die Kreditzinsen der Banken und die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind erheblich zurückgegangen, was günstigere finanzielle Rahmenbedingungen impliziert. Das Inflationsziel wird 2020 auf  $3\% \pm 1\%$  herabgesetzt werden. Es wird damit gerechnet, dass sich die Teuerung in diesem Bereich bewegen wird, sodass die Zinssätze weiter gesenkt werden können.

Die Zentralbank nutzt aktiv makroprudenzielle Instrumente, um ihren geldpolitischen Kurs insgesamt stärker akkommodierend auszurichten. Sie hat verschiedene Maßnahmen ergriffen, um für niedrigere Zinssätze zu sorgen und eine Ausweitung der Kreditvergabe zu fördern. Beispielsweise wurden die Beleihungsgrenzen für den ersten Kredit auf eine Immobilie aufgehoben, wenn die Banken bestimmte Kriterien erfüllen. Die zahlreichen Maßnahmen zur Förderung der Kreditvergabe können zwar das Wachstum ankurbeln, sind jedoch auch mit Risiken verbunden. Daher sollten die Kreditvergabestandards der Banken genau beobachtet werden, damit auf Zeichen einer Verschlechterung der Kreditqualität reagiert werden kann. Die anhaltenden Bemühungen zur Vertiefung der Finanzmärkte werden die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems stärken.

Es wird mit einer im Großen und Ganzen neutralen Fiskalpolitik gerechnet. Die Anstrengungen der Regierung dürften sich darauf richten, das Gesamtdéfizit einzudämmen und das Wachstum über die Einnahmen- und Ausgabenstruktur zu fördern. Das Haushaltsdefizit der Zentralregierung wird sich 2020 voraussichtlich auf unter 2% des BIP verringern. Es ist reichlich Spielraum vorhanden, um im Fall einer Eintrübung der Wachstumsaussichten Maßnahmen zu ergreifen. Die Infrastrukturausgaben sollen durch Garantien und andere Instrumente zur Förderung öffentlich-privater Partnerschaften angekurbelt werden. In Anbetracht

der damit verbundenen Haushaltsrisiken sollten allerdings auch Alternativen wie Konzessionsvergabe und ausländische Direktinvestitionen gefördert werden. Die Sozialleistungen könnten gezielter ausgerichtet werden, wenn die – direkten wie indirekten – Subventionen für fossile Energieträger nach und nach durch Transferleistungen ersetzt würden.

Die zur Umsetzung der Ausgabenpläne erforderliche Erhöhung der Einnahmen stellt nach wie vor eine große Herausforderung dar. Die niedrigeren Rohstoffpreise und der Handelsrückgang wirken sich negativ auf die Einnahmen aus. Gleiches gilt für die neuen Steueranreize, mit denen die Investitionstätigkeit gefördert werden soll. Daher sollten nichtsteuerliche Faktoren angegangen werden, die bei Investitionsstandortentscheidungen der Unternehmen eine größere Rolle spielen dürften. Die Verbesserung der Steuerdisziplin ist indessen nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Hier gilt es, einerseits bei den Verwaltungsverfahren anzusetzen, um die freiwillige Einhaltung der Steuervorschriften zu erleichtern, und andererseits die verfügbaren Daten besser zu nutzen, um den Steuervollzug zu stärken.

Es bedarf weiterer Reformen, um die Investitionstätigkeit und die Arbeitsplatzschaffung im privaten Sektor zu steigern und die Produktivität zu erhöhen. Die Straffung und Vereinfachung des Regulierungsrahmens für die Unternehmenstätigkeit sollte weiterhin Vorrang haben. Das einheitliche elektronische System zur Beantragung einer Gewerbeerlaubnis wird weiter verbessert. Bei diesen Arbeiten sollte auch das Feedback der Nutzer berücksichtigt werden. Eine weniger strenge Arbeitsmarktregulierung in Verbindung mit Maßnahmen zur Unterstützung der Arbeitskräfte würde formelle Einstellungen erleichtern. Wie bereits erörtert, sollten weitere Sektoren für ausländische Investitionen geöffnet werden. Zudem ist es unerlässlich, den Kampf gegen die Korruption fortzusetzen. Auch die Unsicherheit über die Politikausrichtung im Bergbausektor sollte beseitigt werden. Zugleich müssen manche Rechtsvorschriften wirkungsvoller durchgesetzt werden. Dies wird an den zahlreichen Waldbränden deutlich, zu denen es trotz verschärfter Vorschriften gegen die illegale Rodung von Torfmoorgebieten kommt.

## **Die Wirtschaftslage im Inland wird trotz außenwirtschaftlicher Belastungen solide bleiben**

Das BIP-Wachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 bei rd. 5% verharren. Die anhaltenden Beschäftigungszuwächse, die Ausweitung der Sozialhilfe und die niedrigeren Zinssätze werden ein kräftiges Konsumwachstum stützen. Die Investitionen dürften sich dank der Beendigung der Unsicherheit im Zusammenhang mit den Wahlen und der günstigeren finanziellen Rahmenbedingungen beleben. Die aufgeschobenen Infrastrukturvorhaben werden 2020 wohl wieder aufgenommen werden. Die Wachstumsverlangsamung in China wird die Ausfuhren bremsen. Dies wird z.T. jedoch durch eine steigende Nachfrage in anderen wichtigen Handelspartnerländern kompensiert werden. Die Inflation dürfte im Zielkorridor der indonesischen Zentralbank verharren.

Ein Hauptwachstumsrisiko im Zeitraum 2020-2021 ist eine Verstärkung der Handelsspannungen, die die Rohstoffpreise und die Ausfuhren beeinträchtigen würde. Falls die weltweite Risikoaversion zunehmen sollte, könnten erneute Kapitalabflüsse höhere Zinssätze erforderlich machen. Dies würde die Inlandsnachfrage – und vor allem die Investitionen – belasten. Umgekehrt würden sich die Investitionen kräftiger entwickeln als erwartet, wenn die Unsicherheit im Inland oder weltweit nachlassen und sich das Vertrauen aufhellen sollte. Ein rascherer Abschluss großer Infrastrukturprojekte würde das Wachstum stärken.

## Irland

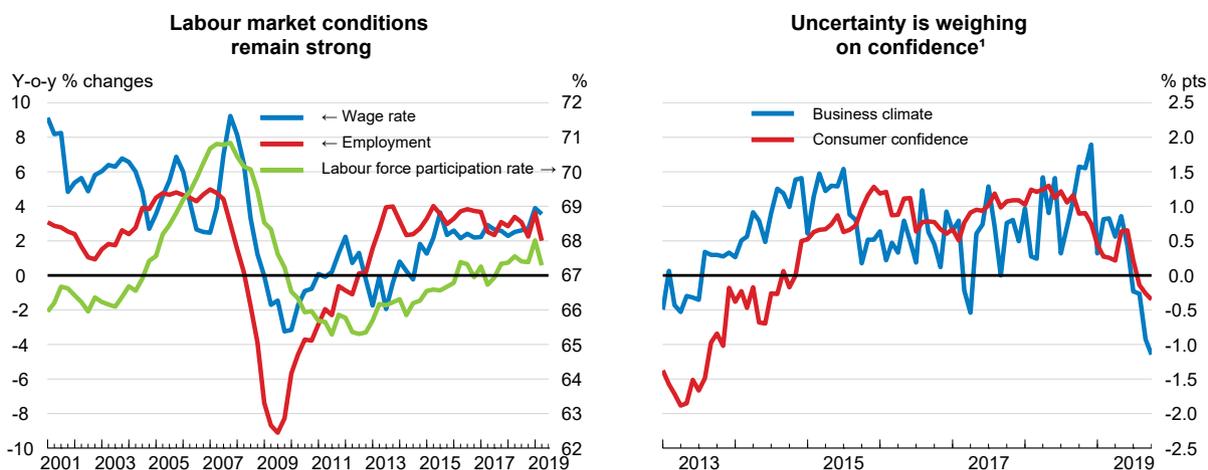
Unter der Annahme eines „geregelten“ Brexit wird das BIP-Wachstum den Projektionen zufolge robust bleiben, aber nachlassen. Die Inlandsnachfrage wird bei Ausklammerung der volatilen Tätigkeiten multilateraler Unternehmen dank kräftiger Bauinvestitionen solide bleiben, obwohl das langsamere Wachstum bei den Handelspartnern und die hohe außenwirtschaftliche Unsicherheit das Geschäftsklima eintrüben. Die zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage und der damit einhergehende Lohndruck dürften die Inflation steigen lassen.

Die fiskalische Straffung war erforderlich, um eine Überhitzung zu vermeiden und angesichts der Risiken, insbesondere im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen, Puffer aufzubauen. Die Regierung plant, im Fall brexitbedingter Schocks ein umfangreiches Fiskalpaket zu schnüren und zugleich die automatischen Stabilisatoren in vollem Umfang zur Wirkung kommen zu lassen.

### Die Wachstumsdynamik hat sich verlangsamt, bleibt aber solide

Nach einer sehr starken Expansion in den vorangegangenen Jahren nahm die inländische Gesamtnachfrage, bereinigt um die volatilen Aktivitäten multinationaler Unternehmen, Mitte 2019 weiterhin in einem soliden Tempo von rd. 3% zu. Das Geschäftsklima hat sich aufgrund des höheren Risikos eines „ungeregelten“ Brexit seit Anfang 2019 abgekühlt. Die Ausrüstungsinvestitionen sind in den letzten Monaten ins Stocken geraten, die Bautätigkeit hat ihre Dynamik jedoch aufrechterhalten, und die Industrieproduktion bleibt robust. Die Arbeitslosenquote hat ein historisch niedriges Niveau erreicht, und das Lohnwachstum hat in jüngster Zeit weiter an Dynamik gewonnen. Die Inflation wird jedoch durch die geringeren Importkosten gedämpft und bleibt moderat. Der Konsum ist dank starker Beschäftigungs- und Einkommenszuwächse sowie eines höheren Nettovermögens robust, obwohl sich das Verbrauchervertrauen in den letzten Monaten eingetrübt hat.

### Irland



1. The series are normalised using their long-term average and standard deviation.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and European Commission, Economic Sentiment Indicator.

## Ireland: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2017 prices)				
<b>Ireland</b>						
<b>GDP at market prices</b>	271.4	8.1	8.3	5.6	3.3	3.0
Private consumption	91.8	3.3	3.4	2.6	2.4	2.3
Government consumption	33.5	3.5	4.4	4.0	4.3	4.1
Gross fixed capital formation	96.6	-7.1	-20.6	39.2	-26.9	4.5
Final domestic demand	221.8	-1.2	-5.2	17.5	-8.5	3.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	6.6	1.3	-2.4	2.1	0.3	0.0
Total domestic demand	228.5	11.4	-6.4	22.2	-7.9	3.2
Exports of goods and services <sup>2</sup>	328.0	9.1	10.4	10.0	4.8	4.4
Imports of goods and services	285.1	0.9	-2.9	20.6	-4.7	5.1
Net exports <sup>1</sup>	42.9	10.0	15.5	-6.1	10.8	0.9
<i>Memorandum items</i>						
GVA <sup>3</sup> , excluding sectors dominated by foreign-owned multinational enterprises	—	8.1	8.3	3.9	3.8	3.3
GDP deflator	—	1.1	0.8	0.9	2.0	2.5
Harmonised index of consumer prices	—	0.3	0.7	0.9	1.7	2.2
Harmonised index of core inflation <sup>4</sup>	—	0.2	0.3	0.9	1.7	2.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	6.7	5.7	5.3	4.8	4.6
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	6.0	5.8	5.8	5.6	5.2
General government financial balance <sup>5</sup> (% of GDP)	—	-0.3	0.1	0.3	0.5	0.7
General government gross debt (% of GDP)	—	77.4	76.0	71.4	66.6	65.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	67.8	63.6	59.0	54.2	53.0
Current account balance (% of GDP)	—	0.5	10.6	1.4	9.6	9.9

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. So called "contract manufacturing" (exports of goods produced abroad under contract from an Irish-based entity) by multinational enterprises is assumed to remain at the 2019 level in 2020 and 2021.

3. Gross value added. Data for 2017-2021 are OECD's estimates.

4. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

5. Includes the one-off impact of recapitalisations in the banking sector.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046532>

## Die Widerstandsfähigkeit muss erhöht werden

Die jüngste Verbesserung der öffentlichen Finanzen ist größtenteils auf die günstigen konjunkturellen Bedingungen zurückzuführen. Demgegenüber ist die Staatsverschuldung im Verhältnis zur gemessenen Wirtschaftstätigkeit nach wie vor hoch, was eine Fortsetzung der umsichtigen Fiskalpolitik erforderlich macht. Die Regierung hat die öffentlichen Investitionen im Rahmen des „Project Ireland 2040“ erhöht, das die Bautätigkeit im vergangenen Jahr gestützt hat. Die Umsetzung des Projektplans sollte dem Ziel einer weiteren Verringerung der öffentlichen Verschuldung untergeordnet werden. Daher sollte der Fokus ausschließlich auf Projekten liegen, die die höchste gesellschaftliche Rendite versprechen. Gleichzeitig sollten Ausgabenüberschreitungen, wie sie in den vergangenen Jahren, insbesondere im Gesundheitssektor, in erheblichem Maße zu beobachten waren, unter Kontrolle gehalten werden.

Obwohl sich die Lage am Arbeitsmarkt angespannt hat, bleibt die Erwerbsbeteiligung trotz der Reformen der staatlichen Steuer- und Transfersysteme, die sie erhöhen sollten, im historischen Vergleich niedrig. Die zuständigen Stellen sollten die Programme zur Höherqualifizierung und Umschulung verstärken, um Nichterwerbspersonen die Rückkehr ins Erwerbsleben zu erleichtern. Dabei sollte der Schwerpunkt auf die Ausbildung in Digitalkompetenzen gelegt werden, weil diese Kompetenzen in einigen Sektoren fehlen.

## Die Wachstumsaussichten sind vom Ergebnis der Brexit-Verhandlungen abhängig

Aufgrund zunehmender Kapazitätsengpässe und eines ungünstigeren außenwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere der Konjunkturverlangsamung in Europa, wird das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den kommenden zwei Jahren verhaltener ausfallen. Die Arbeitslosenquote wird weiter sinken, wenn auch in einem langsameren Tempo, und sich auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau bewegen. Gleichzeitig dürfte der Lohndruck zunehmen. Da die Unternehmen die höheren Löhne teilweise an die Preise weitergeben, werden sich Wettbewerbsfähigkeit und Rentabilität angesichts des schwachen Produktivitätswachstums verschlechtern.

Die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen ist nach wie vor hoch, insbesondere was den Inhalt eines eventuellen Handelsabkommens betrifft, und die Gefahr eines „ungeregelten“ Brexit ist noch nicht vollständig beseitigt. Desgleichen könnten weitere protektionistische Handelsmaßnahmen in anderen Ländern die irische Wirtschaft angesichts ihrer Offenheit gegenüber dem Welthandel stark und abrupt in Mitleidenschaft ziehen. Derartige Schocks könnten auch die globalen finanziellen Rahmenbedingungen verschlechtern und die inländischen Immobilienpreise nach unten drücken, da einige inländische Anlagekategorien, wie Gewerbeimmobilien und notleidende Kredite, besonders stark von ausländischen Investoren abhängig sind. Sollten die mit dem Brexit verbundenen Unsicherheiten dagegen rascher abklingen als erwartet, würde das Vertrauen gestärkt. Hierdurch würde die Wirtschaftstätigkeit stärker angekurbelt als derzeit projiziert.

# Island

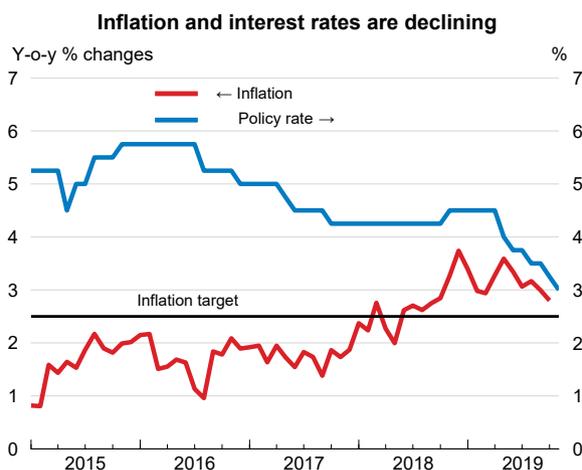
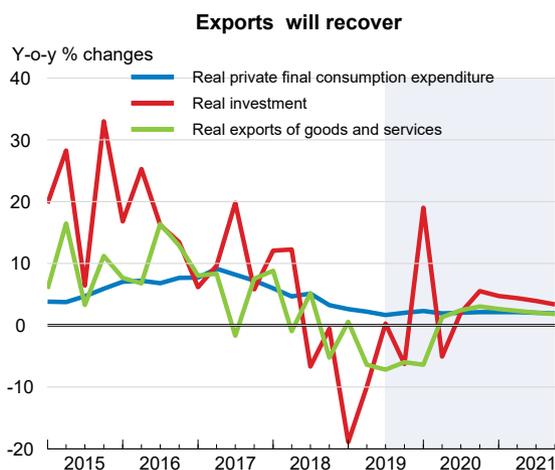
Die Wirtschaft wird sich infolge einer Zunahme des Tourismus und der Fischereieexporte erholen. Angesichts eines gedämpften Lohnwachstums und steigender Sozialleistungen dürfte der Konsum moderat bleiben. Die Unternehmensinvestitionen werden unter dem Einfluss sinkender Zinsen langsam steigen. Die Arbeitslosigkeit wird zunehmen, auch wenn der Arbeitskräftemangel in einigen hochqualifizierten Berufen deutlicher zutage tritt. Da die Lohndrift abgenommen und die Krone sich stabilisiert hat, dürfte der Inflationsdruck nachlassen.

Die Zentralbank sollte die Zinssätze weiter an den Aussichten für die Inflationsentwicklung ausrichten. Nach Steuersenkungen und Ausgabensteigerungen wird die Fiskalpolitik den Projektionen zufolge weitgehend neutral ausgerichtet sein. Um zu gewährleisten, dass die Staatsschuldenquote weiter sinkt, müssen die Ausgabensteigerungen, insbesondere für Erwerbsminderungsrenten, eingedämmt werden. Die strengen Vorschriften und Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen, die den Wettbewerb schwächen und die Innovationsfähigkeit und die Produktivität hemmen, sollten reformiert werden.

## Das Wachstum erholt sich

Der Tourismus stabilisiert sich, und die Kapazitätsengpässe im Luftfahrtsektor nehmen ab, sodass sich das Wachstum allmählich erholt. Bei den Unternehmensinvestitionen hält die Schwäche nach der Beendigung einiger großer Bauprojekte an, wobei das gedrückte Klima erschwerend hinzukommt. Da sich die Exporttätigkeit abschwächt, verringert sich der Leistungsbilanzüberschuss. Das Wachstum des Konsums der privaten Haushalte ist dank moderater Lohnvereinbarungen und großzügiger Arbeitslosen- und Sozialleistungen robust. Nachdem die Arbeitslosenquote über mehrere Jahre rückläufig war, ist sie im Herbst 2019 jäh auf über 4% gestiegen. Die Wohnimmobilienpreise haben sich infolge der jüngsten Erhöhung des Wohnraumangebots, der geringeren Zuwanderung und der rückläufigen Nachfrage in der Tourismusbranche stabilisiert, sind aber nach wie vor hoch. Die Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte wächst kaum.

## Iceland



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045468>

## Iceland: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices ISK billion	Percentage changes, volume (2005 prices)				
<b>Iceland</b>						
<b>GDP at market prices</b>	2 490.9	4.4	4.8	0.8	1.6	2.6
Private consumption	1 235.9	8.1	4.7	2.1	2.1	2.0
Government consumption	570.7	3.7	3.5	3.0	2.8	2.5
Gross fixed capital formation	525.9	10.2	4.0	-8.8	4.6	4.1
Final domestic demand	2 332.5	7.4	4.3	-0.3	2.8	2.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	2.9	-0.5	0.4	-0.1	0.1	0.0
Total domestic demand	2 335.4	7.0	4.6	-0.6	2.8	2.6
Exports of goods and services	1 186.6	5.4	1.7	-4.8	0.0	2.2
Imports of goods and services	1 031.1	12.3	0.8	-8.8	2.7	2.3
Net exports <sup>1</sup>	155.5	-2.5	0.4	1.6	-1.1	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	0.5	2.6	4.6	3.2	2.8
Consumer price index	—	1.8	2.7	3.0	2.4	2.1
Core inflation index <sup>2</sup>	—	2.4	2.5	2.9	2.4	2.1
Unemployment rate (% of labour force)	—	2.8	2.7	3.6	4.1	4.1
General government financial balance (% of GDP)	—	0.5	0.8	-0.9	-1.0	-1.3
General government gross debt <sup>3</sup>	—	63.4	62.0	62.6	63.2	64.2
Current account balance (% of GDP)	—	3.8	2.8	4.1	2.5	2.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

3. Includes unfunded liabilities of government employee pension plans.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046475>

## Die politischen Rahmenbedingungen sind neutral ausgerichtet

Die Inflation ist aufgrund der starken Krone und der moderaten Lohnzuwächse rückläufig und unterschreitet erneut die Zielvorgabe der Zentralbank. Angesichts der abnehmenden Inflationserwartungen senkte die Bank den Leitzins zwischen Mai und November 2019 in fünf Schritten von 4,5% auf 3%. In Anbetracht der Inflationsaussichten wird mit einer weiteren Leitzinssenkung gerechnet. Die Zinssätze befinden sich auf einem historischen Tiefstand, sind aber nach wie vor deutlich höher als in den meisten OECD-Ländern.

Die Fiskalpolitik ist weitgehend neutral. Erleichterungen bei den Einkommensteuern und Sozialversicherungsbeiträgen und ein Anstieg der Sozialleistungen helfen, die Auswirkungen des Abschwungs zu bewältigen, erhöhen aber zugleich das Haushaltsdefizit. In den Projektionen sind die von der Regierung für die kommende Zeit geplanten Erhöhungen der diskretionären Ausgaben berücksichtigt. Dies betrifft insbesondere Infrastrukturprojekte, deren Effekt gegen Ende des Projektionszeitraums zum Tragen kommen dürfte. Die Staatsverschuldung wird nicht weiter sinken. Der fiskalpolitische Kurs sollte kontraktiver ausgerichtet werden, um fiskalischen Spielraum zu schaffen. Hilfreich wären vor allem Kürzungen bei den Ausgaben für Erwerbsminderungsrenten.

Die Produktmärkte sind streng reguliert, und der Verwaltungsaufwand für Unternehmensgründungen ist hoch, was Investitionen und Innovationen hemmt. Die Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen zählen zu den stärksten im OECD-Raum. Dies behindert den internationalen Wissenstransfer und

bremst so Beschäftigungs- und Produktivitätszuwächse. Die Regierung sollte einen umfassenden Aktionsplan für Regulierungsreformen aufstellen. Der Schwerpunkt sollte dabei auf Reformen liegen, die den Wettbewerb fördern, gleiche Bedingungen für inländische und ausländische Unternehmen schaffen und internationale Investitionen anziehen.

### **Das Wachstum wird sich nach und nach erholen**

Den Projektionen zufolge wird das Wachstum 2020 auf 1,6% und 2021 auf 2,6% steigen, da sich der Tourismus und die Fischereiexporte erholen. Die Unternehmensinvestitionen dürften sich unter dem Einfluss des Zinsrückgangs langsam beleben. Aufgrund des sich verringernenden Einkommenswachstums wird die Zunahme des Konsums der privaten Haushalte schwächer ausfallen. Die Staatsausgaben, insbesondere für Infrastruktur und soziale Dienstleistungen, werden die Konjunktur stützen. Die Inflation wird voraussichtlich auf unter 2% sinken. Wegen ihrer geringen Größe ist die isländische Volkswirtschaft volatil und anfällig. Ein tieferer weltweiter Konjunkturabschwung als in den Projektionen unterstellt kann rasch einen drastischen Einbruch der Tourismuseinnahmen zur Folge haben.

# Israel<sup>1</sup>

Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge etwas nachgeben, in den Jahren 2020 und 2021 aber bei fast 3% verharren. Die globale Konjunkturverlangsamung schwächt die Exporte, und das Wachstum des privaten Konsums wird unter dem Einfluss des sich leicht abkühlenden Arbeitsmarkts nachlassen. Die niedrigen Zinsen und der Beginn der Gasexporte werden die Konjunktur jedoch stützen. Die Inflation nimmt zu und wird sich langsam der unteren Hälfte des Zielkorridors der israelischen Zentralbank (1-3%) nähern. Die Fiskalpolitik muss restriktiver werden, um die Schulden wieder auf einen Abwärtstrend zu bringen und Handlungsspielraum für den Fall zu schaffen, dass Abwärtsrisiken eintreten. Der akkommodierende geldpolitische Kurs ist angemessen. Der Leitzins sollte erst dann allmählich angehoben werden, wenn die Inflation dauerhaft in den Zielkorridor zurückgekehrt ist. Die Strukturreformen müssen verstärkt werden, um die großen sozialen Ungleichheiten zu reduzieren und die Produktivität zu steigern. Dabei bedarf es insbesondere Maßnahmen, um die Kompetenzen der ultra-orthodoxen und der israelisch-arabischen Bevölkerung anzuheben und an die Anforderungen des Arbeitsmarkts anzupassen.

## Das Wachstum bleibt kräftig

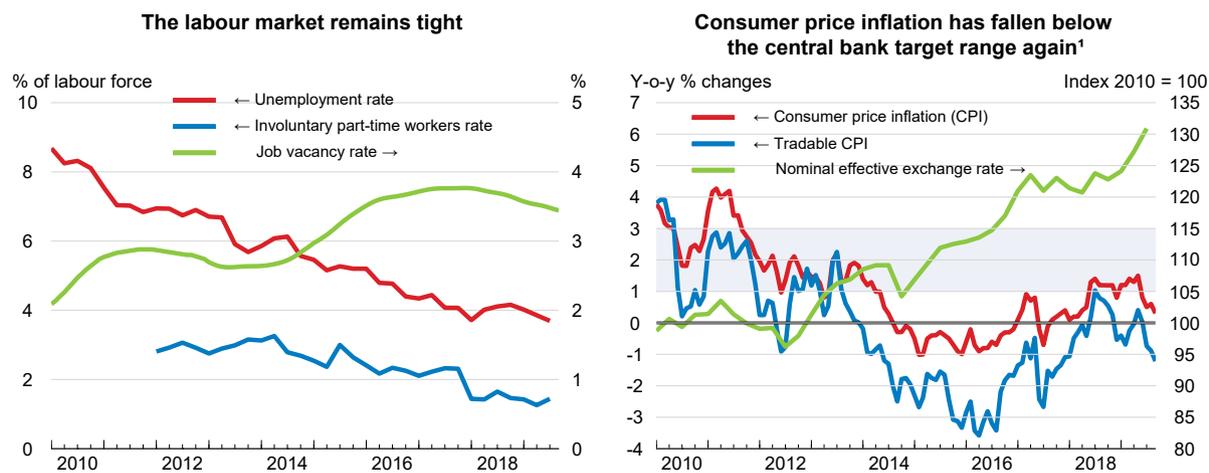
Das Wachstum bleibt kräftig und verharrt in der Nähe der Potenzialrate. Die Industrieproduktion ist weiterhin robust und die Kreditkartenkäufe der Verbraucher expandieren immer noch in einem soliden Tempo. Das Geschäfts- und Konsumklima ist ungeachtet der anhaltenden politischen Unsicherheit nach wie vor gut. Die Exporte haben sich trotz der Schekel-Aufwertung und der Abschwächung des Welthandels gut behauptet, was der starken Leistung der Tourismus- und der Hightechbranche zu verdanken war.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist nach wie vor angespannt. Die Arbeitslosenquote liegt nahe bei ihrem historischen Tiefstand, die hohe Vakanzquote ist aber leicht zurückgegangen. Die Inflation ist trotz des kräftigen Lohnwachstums wieder unter den unteren Rand des Zielkorridors gesunken. Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf volatile Lebensmittelpreise sowie die Handelsgüterpreise, deren Anstieg sich infolge niedrigerer Energiepreise und einer starken Schekel-Aufwertung deutlich abgeschwächt hat.

---

<sup>1</sup> Die statistischen Daten für Israel wurden von den zuständigen israelischen Stellen bereitgestellt, die für sie verantwortlich zeichnen. Die Verwendung dieser Daten durch die OECD erfolgt unbeschadet des völkerrechtlichen Status der Golanhöhen, von Ost-Jerusalem und der israelischen Siedlungen im Westjordanland.

## Israel



1. Shaded area is the Bank of Israel's inflation target range.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; Bank of Israel; and CBS Israel.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045582>

## Israel: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Israel</b>						
	Current prices NIS billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	1 225.0	3.6	3.5	3.1	2.9	2.9
Private consumption	670.9	3.3	3.6	3.4	3.2	3.0
Government consumption	274.7	3.4	4.1	2.9	3.7	2.5
Gross fixed capital formation	253.7	4.2	5.0	2.1	1.0	1.8
Final domestic demand	1 199.2	3.5	4.0	3.0	2.8	2.7
Stockbuilding <sup>1</sup>	6.3	0.3	-0.4	-0.8	-0.2	0.0
Total domestic demand	1 205.6	3.8	3.6	2.2	2.6	2.7
Exports of goods and services	363.7	4.0	5.7	4.6	3.0	3.5
Imports of goods and services	344.4	4.9	6.3	3.0	2.9	2.7
Net exports <sup>1</sup>	19.4	-0.2	-0.1	0.5	0.1	0.3
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	0.2	1.1	2.1	1.2	1.7
Consumer price index	—	0.2	0.8	0.9	1.1	1.7
Core inflation index <sup>2</sup>	—	0.0	0.6	0.8	1.2	1.7
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.2	4.0	3.9	4.1	4.3
General government financial balance (% of GDP)	—	-1.1	-3.6	-4.1	-3.8	-3.6
General government gross debt (% of GDP)	—	60.5	60.9	62.1	63.6	64.5
Current account balance (% of GDP)	—	2.3	2.6	3.8	3.9	4.0

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046551>

## In der Haushaltspolitik ist Umsicht geboten

Die israelische Zentralbank hat ihren Leitzins seit November 2018 unverändert bei 0,25% belassen. In Anbetracht der niedrigen Inflation, der Schekel-Aufwertung, der erhöhten Unsicherheit über die weltweiten Aussichten und der geldpolitischen Lockerung in den Vereinigten Staaten und im Euroraum signalisierte sie zudem ihre Absicht, den Leitzins für einen längeren Zeitraum auf dem derzeitigen Niveau zu belassen oder zu senken, um sicherzustellen, dass die Inflation dauerhaft in den Zielbereich zurückkehrt. Da von einer leicht anziehenden Inflation ausgegangen wird, ist in den Projektionen eine schrittweise Leitzinsanhebung ab dem ersten Quartal 2021 berücksichtigt.

Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit ist deutlich von 1,1% des BIP im Jahr 2017 auf 4,1% des BIP im Jahr 2019 (Projektion) gestiegen, weil hohe Ausgabensteigerungen mit der Senkung einiger Steuersätze zusammenfielen. Angesichts von Vollbeschäftigung sollte die neue Regierung ihr Augenmerk auf die Sicherung fiskalischer Spielräume richten, aber zugleich Ausgaben zur Stärkung des sozialen Zusammenhalts und der Produktivität zulassen. Dazu müssen höhere Steuereinnahmen erzielt werden, vorzugsweise über den Abbau ineffizienter Steuerbefreiungen und eine Erhöhung der Umweltbesteuerung, u.a. durch die Einführung von Staugebühren. Auf der Ausgabenseite können Einsparungen erzielt werden, indem das Renteneintrittsalter der Frauen auf das der Männer angehoben wird. Maßnahmen in diesen Bereichen würden das Haushaltsdefizit auf ein tragfähigeres Niveau bringen. Zusätzlich zu Haushaltsdisziplin sind Strukturreformen nötig, um die Infrastruktur und vor allem das öffentliche Verkehrsangebot zu verbessern, den Wettbewerb in geschützten Sektoren zu steigern und die Aus- und Weiterbildung zu verbessern, insbesondere in den israelisch-arabischen und ultra-orthodoxen Bevölkerungsgruppen.

## Das Wachstum wird leicht zurückgehen

Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge in den Jahren 2020 und 2021 etwas verlangsamen. Ein sich abkühlender Arbeitsmarkt, abklingende fiskalische Impulse und die von den Handelsspannungen ausgehende Unsicherheit, die die Investitionstätigkeit belastet, dürften das Wachstum der Inlandsnachfrage bremsen. Die in den kommenden zwei Jahren erwartete leichte Erholung auf den Exportmärkten und der Beginn der Gasexporte nach Ägypten werden unterdessen die Handelsbilanz verbessern und die Konjunktur stützen. Das Wachstum könnte kräftiger ausfallen, falls eine über Erwarten schnelle Erschließung der Gasfelder die Energieimportnachfrage stärker reduziert oder die Exporte ankurbelt. Eine weitere Aufwertung des Schekels und eine Verschärfung der geopolitischen Spannungen würden das Wachstum dagegen beeinträchtigen. Die Inlandsnachfrage könnte sich schneller abschwächen, falls die neue Regierung notwendige Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen sollte, die in den Projektionen des Basisszenarios nicht berücksichtigt sind.

# Italien

Das BIP-Wachstum dürfte ganz allmählich wieder in Gang kommen. Die Unsicherheiten im Welthandel und die schwächere Auslandsnachfrage werden das Exportwachstum und die Unternehmensinvestitionen weiterhin belasten. Der Konsum wird sich nach und nach beleben, da die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte weiter steigen und sich das Vertrauen stabilisiert. Die Fiskalpolitik wird die Konjunktur den Projektionen zufolge durch niedrigere Steuerlasten und Sozialabgaben sowie höhere öffentliche Investitionen und Steueranreize für Unternehmensinvestitionen stützen.

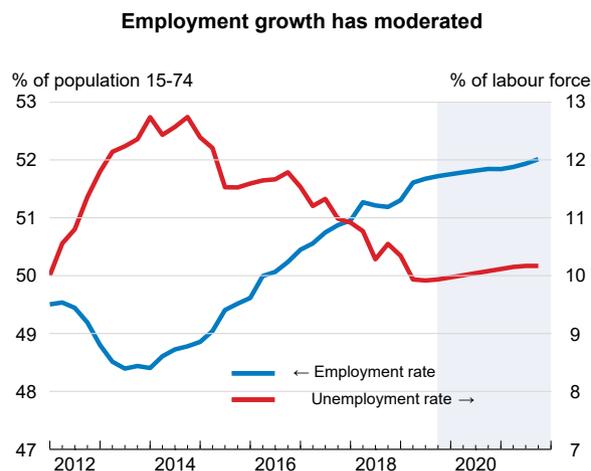
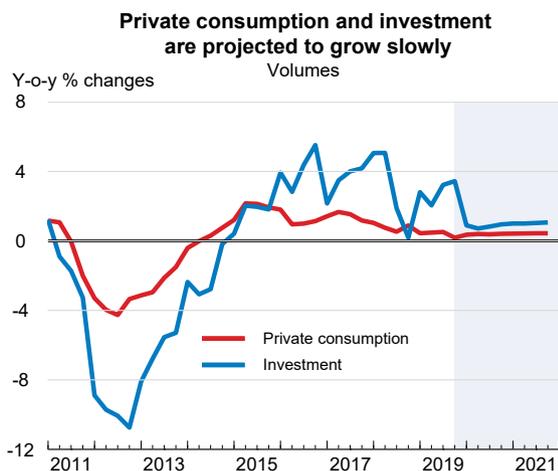
Der Überschuss im Primärhaushalt wird sich 2020 voraussichtlich weiter leicht verringern und 2021 dann stabilisieren. So könnte die hohe Staatsschuldenquote ab 2021 zu sinken beginnen. Eine umfassende Haushaltsreform ist von entscheidender Bedeutung, um die Ausgabeneffizienz zu steigern, die Gerechtigkeit und Effizienz des Steuersystems zu erhöhen und die Schuldenbelastung zu verringern. Durch ein verbessertes öffentliches Dienstleistungsangebot, weniger regulatorischen Aufwand und stärkere Unterstützung bei Arbeitsuche und Weiterbildung ließen sich die Investitionstätigkeit und die Beschäftigung stützen und Einkommensunterschiede sowie regionale Disparitäten reduzieren.

## Die Konjunktur ist nach wie vor schwach

Das BIP-Wachstum ist in einem Kontext geringen Vertrauens nach wie vor schwach. Die Unternehmen haben die Lagerbestände abgebaut, da sich das Wachstum bei den wichtigsten Handelspartnern verlangsamt und Handelsbeschränkungen für Unsicherheit über die künftige Nachfrage sorgen. Die Industrieproduktion hat sich abgeschwächt. Im Dienstleistungssektor hat sich die Konjunktur hingegen robuster entwickelt und im Bausektor ist nach einer tiefen Rezession eine Erholung eingetreten. Die Beschäftigungsexpansion hat sich fortgesetzt, wenn auch in langsamerem Tempo. Allerdings handelt es sich inzwischen bei einem größeren Teil der neuen Stellen um unbefristete Beschäftigungsverhältnisse. Das stagnierende Produktivitätswachstum begrenzt nach wie vor die Lohnsteigerungen im privaten Sektor. Das Vertrauen der Verbraucher ist gesunken. Daher steigen die Sparquoten der privaten Haushalte, was das Wachstum des privaten Konsums behindert.

Die Banken haben die Kreditvergabestandards etwas verschärft, und die Kreditvergabe an die Unternehmen ist seit Anfang 2019 rückläufig. Da die EZB ihre Geldpolitik weiter gelockert hat, die Zinsspreads auf Staatsanleihen abnehmen und die Bankeinlagen steigen, sind die Finanzierungskosten der Banken gesunken. Dies wird nun allmählich in Form von niedrigeren Kreditzinsen an die Kreditnehmer weitergegeben. Der Anteil der notleidenden Kredite an Nichtfinanzunternehmen ist seit Januar 2019 um 1 Prozentpunkt zurückgegangen (auf 8,9% des ausstehenden Kreditvolumens). Die Nachfrage nach Krediten für Unternehmensinvestitionen und Wohnimmobilien hat sich belebt, und die Unternehmen planen, ihre Investitionen auszuweiten.

## Italy 1



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045601>

## Italy: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Italy</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	1 696.3	1.8	0.7	0.2	0.4	0.5
Private consumption	1 019.5	1.5	0.8	0.4	0.4	0.4
Government consumption	322.6	-0.2	0.4	0.4	0.3	-0.1
Gross fixed capital formation	291.3	3.5	3.0	2.9	0.8	1.0
Final domestic demand	1 633.4	1.5	1.1	0.9	0.5	0.4
Stockbuilding <sup>1</sup>	7.8	0.2	-0.2	-1.3	0.0	0.0
Total domestic demand	1 641.2	1.6	1.0	-0.5	0.4	0.4
Exports of goods and services	496.7	6.6	1.3	2.7	1.3	1.8
Imports of goods and services	441.6	6.7	2.4	0.8	1.5	1.9
Net exports <sup>1</sup>	55.1	0.2	-0.3	0.6	0.0	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	0.7	0.9	0.6	0.7	1.1
Harmonised index of consumer prices	—	1.3	1.2	0.6	0.6	1.2
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	0.8	0.6	0.5	0.8	1.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	11.3	10.6	10.0	10.0	10.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	2.5	2.5	4.3	5.2	5.3
General government financial balance (% of GDP)	—	-2.4	-2.2	-2.2	-2.2	-2.0
General government gross debt (% of GDP)	—	153.3	148.5	149.5	150.1	149.9
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	134.0	134.9	136.0	136.1	135.6
Current account balance (% of GDP)	—	2.6	2.5	2.7	2.7	2.8

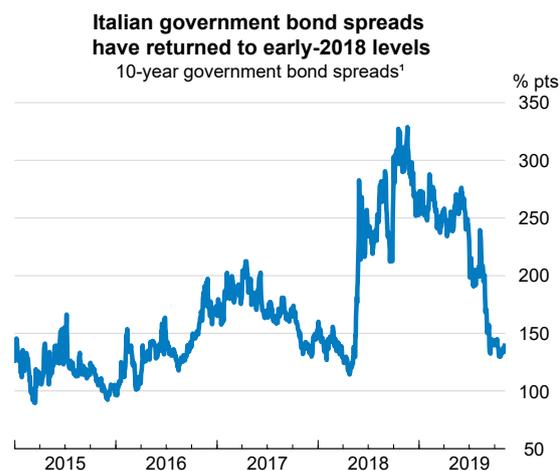
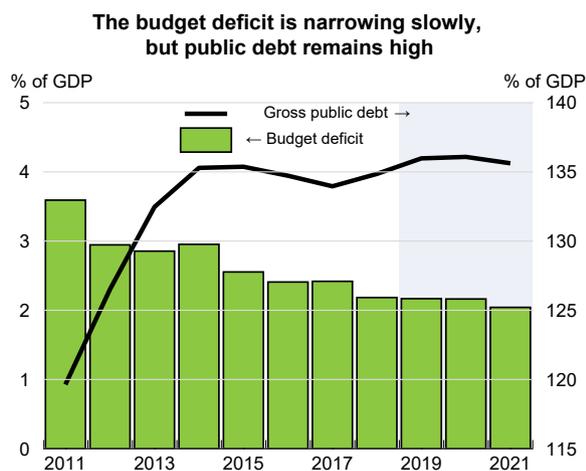
1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046570>

## Italy 2



1. 10-year Italian government bond yield less 10-year German government bond yield.

Source: OECD Economic Outlook 106 database and Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045620>

## Ein umfassender Reformplan ist von entscheidender Bedeutung

Die Fiskalpolitik ist angesichts des schwächeren außenwirtschaftlichen Wachstums konjunkturstützend ausgerichtet. Der Überschuss im Primärhaushalt wird Schätzungen zufolge von 1,3% des BIP in den Jahren 2018 und 2019 auf 1,0% des BIP in den Jahren 2020 und 2021 zurückgehen. Die Regierung plant für 2020 und 2021 neue Maßnahmen, darunter eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge, eine Verlängerung der Steueranreize des Programms „Industrie 4.0“ zur Förderung privater Investitionen und eine Erhöhung der öffentlichen Investitionen, insbesondere in strukturschwachen Regionen. Sie beabsichtigt, diese Maßnahmen durch höhere Einnahmen, u.a. neue Umwelt- und Zuckersteuern, eine bessere Mehrwertsteuererhebung, niedrigere Zinskosten sowie Ausgabenkürzungen zu finanzieren. Die fiskalischen Maßnahmen werden zusammen mit dem langsameren Wachstum dazu führen, dass die Staatsschuldenquote 2019 auf 136% des BIP ansteigt, bevor sie ab 2021 zu sinken beginnt. Die Regierung ist entschlossen, die Konjunktur zu stützen und gleichzeitig den Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU einzuhalten.

Um die Staatsverschuldung auf einen nachhaltigen Abwärtstrend zu bringen und gleichzeitig das Wachstum zu stützen, vor allem in strukturschwachen Regionen, muss neben ehrgeizigen Struktur-reformen ein glaubwürdiger mittelfristiger Haushaltsplan umgesetzt werden. Durch Spending Reviews zur Rationalisierung der Ausgaben, die Rücknahme der Änderungen der 2019 eingeführten Frühverrentungsregeln und die weitere Verknüpfung des Renteneintrittsalters mit der Lebenserwartung wäre es möglich, Ressourcen für wirksamere Programme und öffentliche Investitionen freizusetzen und die Generationengerechtigkeit zu steigern. Wenn Steuervergünstigungen und insbesondere umweltschädliche Subventionen abgebaut werden und Steuerhinterziehung bekämpft wird, können die Einnahmen gestützt und die Steuerbasis ausgeweitet werden. So kann die Regierung die Umweltqualität erhöhen und das Steuersystem gerechter gestalten.

Voraussetzung für dauerhafte Steigerungen der Einkommen und des Lebensstandards, die allen zugutekommen, ist ein Anstieg des schleppenden Produktivitäts- und Beschäftigungswachstums. Würden bürokratische Hürden für Investitionen abgebaut und der Wettbewerb in nach wie vor geschützten Märkten,

wie den freien Berufen, gestärkt, könnten die Produktivität und die Investitionstätigkeit steigen. Ein leistungsfähigerer öffentlicher Sektor, insbesondere in strukturschwachen Regionen, ist von entscheidender Bedeutung, um Produktivität, Wirtschaftstätigkeit und Teilhabe zu steigern. Für die Umsetzung des Bürgereinkommens und der Aktivierungsprogramme ist es entscheidend, dass die öffentliche Arbeitsverwaltung gestärkt wird. Durch die Umsetzung der Pläne der Regierung zur Ausweitung des Kinderbetreuungsangebots und zur stärkeren Unterstützung der Familien bei Bildung und Pflege kann für mehr Teilhabe gesorgt und können Hindernisse für die Erwerbstätigkeit von Frauen verringert werden.

## Das Wachstum wird langsam wieder in Gang kommen

Das BIP-Wachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020 und 2021 auf rd. ½% belaufen. Die schwache Auslandsnachfrage und die anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit der globalen Handelspolitik werden das Exportwachstum begrenzen und damit die Investitionstätigkeit, die Beschäftigung und die Einkommen beeinträchtigen. Der Verbrauch der privaten Haushalte hingegen wird dank eines sich wieder stabilisierenden Verbrauchervertrauens und Senkungen der Steuer- und Abgabenbelastung für viele abhängig Beschäftigte moderat steigen. Eine geringere politische Unsicherheit im Inland, günstigere Finanzierungsbedingungen und Steueranreize werden voraussichtlich die Investitionstätigkeit stützen.

Im Fall einer stärkeren bzw. länger anhaltenden Verlangsamung des Welthandels oder des Wachstums bei den Handelspartnern wäre angesichts des starken Öffnungsgrads der italienischen Wirtschaft mit einer deutlichen Verschlechterung der Aussichten zu rechnen. Aufgrund der hohen Staatsschuldenquote bleiben die Kreditkosten und die Bankkreditvergabe in Italien anfällig gegenüber einer erneuten Verschlechterung der Marktbedingungen und der Länderrisikoeinschätzung. Raschere Fortschritte bei der Steigerung der Effizienz der öffentlichen Dienstleistungen, bei der Umsetzung öffentlicher Investitionsprojekte oder beim Abbau des administrativen und regulatorischen Aufwands würden demgegenüber der inländischen Investitionstätigkeit, der Beschäftigung und dem Konsumklima Auftrieb geben. Eine rationellere Gestaltung der Steuervergünstigungen und stärkere Steigerungen der Effizienz der öffentlichen Ausgaben würden den Primärüberschuss erhöhen, das Vertrauen stärken und die Staatsverschuldung schneller senken als derzeit erwartet.

# Japan

Die Wirtschaft wuchs 2019 Schätzungen zufolge um 1%. Im Zeitraum 2020-2021 wird sich das Wachstum den Projektionen zufolge aber etwas abschwächen. Der vorübergehende Effekt der Mehrwertsteuererhöhung auf das BIP-Wachstum wird durch fiskalische Maßnahmen und die 2020 in Tokyo stattfindenden Olympischen Spiele gemildert werden. Da das Lohn- und Investitionswachstum durch Arbeitskräfte- und Kapazitätsengpässe gestützt wird, dürfte das BIP-Wachstum nach der Rücknahme der befristeten fiskalischen Maßnahmen 2021 nahe bei der Potenzialrate verharren. Die Gesamtinflation wird den Projektionen zufolge unter dem Einfluss des anhaltenden Lohn- und Wirtschaftswachstums bis 2021 auf 1½% anziehen.

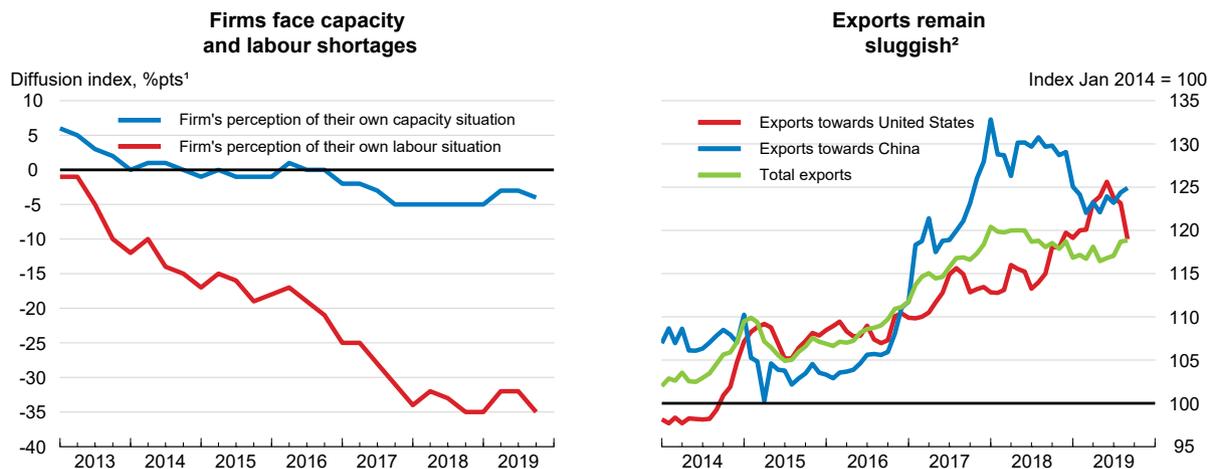
Die Rekordhöhe der Bruttostaatsverschuldung von 224% des BIP birgt ernste Risiken und erfordert mittel- bis langfristig ein detailliertes Konsolidierungsprogramm mit weiteren schrittweisen Anhebungen des Mehrwertsteuersatzes. Erforderlich sind zudem Maßnahmen, um angesichts der raschen Bevölkerungsalterung die Ausgaben einzudämmen. Strukturreformen zur Steigerung der Beschäftigung und der Produktivität sind ebenfalls von entscheidender Bedeutung, um die öffentlichen Finanzen wieder auf einen tragfähigen Pfad zu bringen und die Lebensqualität zu verbessern. Die japanische Zentralbank sollte an ihrem expansiven geldpolitischen Kurs festhalten, bis das Inflationsziel von 2% erreicht ist.

## Das Wachstum wird durch die Inlandsnachfrage gestützt

Das Wirtschaftswachstum hat in den ersten drei Quartalen von 2019 trotz schleppender Exporte, die auf das schwächere Wachstum des Welthandels zurückzuführen sind, unter dem Einfluss einer moderaten Erholung des privaten Verbrauchs und kräftiger Unternehmensinvestitionen auf 1¼% angezogen. Das Exportvolumen ist seit Mitte 2018 zwar unverändert geblieben, die Erwerbseinkommen sind in realer Rechnung jedoch seit Herbst 2018 auf Jahresbasis um 1,3% gestiegen, und die Unternehmen planen, die Unternehmensinvestitionen im Finanzjahr 2019 um 2,4% zu erhöhen. Die Inlandsnachfrage wurde außerdem durch den zweiten Nachtragshaushalt für das Finanzjahr 2018 und den Haushalt für das Finanzjahr 2019 gestützt, u.a. durch zusätzliche öffentliche Investitionen.

Die Arbeitskräfteengpässe, die durch den raschen Rückgang der Erwerbsbevölkerung verschärft werden, stützen das Lohnwachstum und die Unternehmensinvestitionen. Die Arbeitslosenquote verharrt bei rd. 2¼% und das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und Bewerbern liegt weiterhin bei rd. 1,6, dem höchsten Stand seit 1974. Wiederholte Mindestlohnanhebungen und Steueranreize zur Erhöhung der Löhne haben zu den allgemeinen Lohnzuwächsen beigetragen. Die Gesamtinflation liegt zwar nach wie vor deutlich unter der Zielvorgabe der japanischen Zentralbank von 2%, die Trendrate der Inflation ist jedoch allmählich auf fast ½% gestiegen, da sich der Anstieg der Lohnstückkosten in den Preisen für Waren und Dienstleistungen niederschlägt.

## Japan 1



1. The diffusion indices show the number of firms responding they had an excess number of workers minus those reporting a shortage and the number of responding that they had excess capacity minus those with a capacity shortage. A negative number thus indicates an overall shortage of labour and capacity. The numbers for 2019Q4 are based on forecasts by firms.

2. Seasonally-adjusted data (three-month moving average).

Source: Bank of Japan.

StatLink <https://doi.org/10.1787/888934045639>

## Japan: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Japan</b>						
	Current prices YEN trillion	Percentage changes, volume (2011 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	536.0	1.9	0.8	1.0	0.6	0.7
Private consumption	298.6	1.1	0.4	0.7	0.2	0.6
Government consumption	106.6	0.3	0.8	2.0	1.3	0.9
Gross fixed capital formation	125.0	3.0	1.1	2.1	1.2	0.1
Final domestic demand	530.2	1.4	0.6	1.3	0.7	0.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.5	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0
Total domestic demand	530.7	1.4	0.8	1.3	0.5	0.5
Exports of goods and services	87.1	6.8	3.4	-1.9	1.5	3.2
Imports of goods and services	81.8	3.4	3.4	-0.3	1.2	2.0
Net exports <sup>1</sup>	5.3	0.6	0.0	-0.3	0.1	0.2
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	-0.2	-0.1	0.6	0.9	1.0
Consumer price index <sup>2</sup>	—	0.5	1.0	0.6	1.1	1.2
Core consumer price index <sup>3</sup>	—	-0.1	0.2	0.5	1.1	1.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	2.8	2.4	2.4	2.4	2.3
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	2.5	4.3	4.5	5.0	4.8
General government financial balance (% of GDP)	—	-3.0	-2.4	-2.6	-2.4	-1.9
General government gross debt (% of GDP)	—	222.5	224.1	224.7	225.2	225.0
Current account balance (% of GDP)	—	4.2	3.5	3.5	3.4	3.5

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Calculated as the sum of the seasonally adjusted quarterly indices for each year.

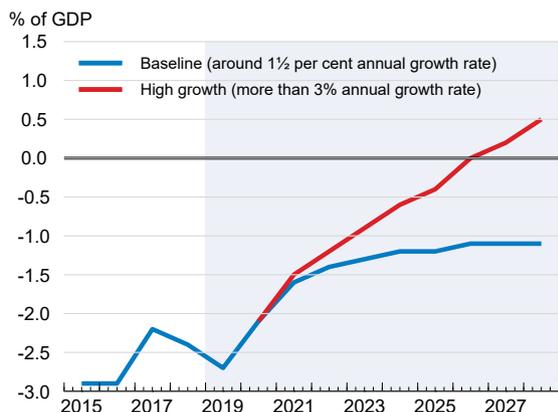
3. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

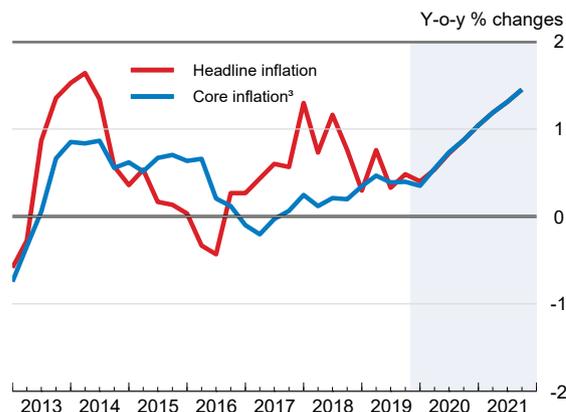
StatLink <https://doi.org/10.1787/888934045689>

## Japan 2

**The primary budget deficit is projected to continue through FY 2025 under current policies<sup>1</sup>**



**Consumer price inflation remains below the 2% target<sup>2</sup>**



1. Government projections in July 2019. Both scenarios incorporate the increase in the consumption tax rate from 8% to 10% in October 2019. The primary balance is central and local governments, as a percentage of GDP on a fiscal year basis.

2. Excluding the effects of the April 2014 consumption tax increase, which added 2 percentage points to inflation in FY 2014 according to a government estimate. It also excludes the impact of the October 2019 consumption tax increase, which adds 1.0 percentage point to inflation in the fourth quarter of 2019, and the impact of free childcare for children aged three to five, which would reduce it by 0.5 percentage points, according to an OECD estimate.

3. OECD measure, which excludes food and energy.

Source: Cabinet Office; OECD Economic Outlook 106 database; and Bank of Japan.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045658>

## Es gilt die miteinander verknüpften Herausforderungen der Bevölkerungsalterung und der Staatsverschuldung zu bewältigen

Um die kurzfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen der im Oktober 2019 vorgenommenen Anhebung des Mehrwertsteuersatzes abzufedern, führte die Regierung neben mehreren befristeten Ausgaben- und Steuermaßnahmen auch einige neue dauerhafte Ausgabenprogramme ein, für deren Finanzierung die Hälfte der zusätzlichen Einnahmen in Höhe von 1% des BIP bestimmt ist. Das Primärdefizit wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2019-2020 bei rd. 2½% des BIP verharren, 2021 aber auf 1,9% zurückgehen. Die vorübergehenden fiskalischen Impulse werden ab dem Finanzjahr 2021 entsprechend der Haushaltskonsolidierungsvorgabe der Regierung, bis zum Finanzjahr 2025 einen Überschuss im Primärhaushalt zu erzielen, zurückgenommen. Die Wiederherstellung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen erfordert ein detailliertes und konkretes Konsolidierungsprogramm, das über das für das Finanzjahr 2025 gesetzte Primärüberschussziel hinausgeht. Bei den Maßnahmen zur Steigerung der Einnahmen sollte hauptsächlich auf weniger verzerrend wirkende Steuern gesetzt werden, namentlich die Mehrwertsteuer, die nach und nach weiter angehoben werden sollte, sowie Umweltsteuern. Auf der Ausgabenseite geht es vorrangig darum, die Sozialausgaben einzudämmen, vor allem durch eine bessere Verwendung der Ressourcen für die Gesundheitsversorgung.

Mit ihrer Zinskurvensteuerung, ihren großen Staatsanleihebeständen sowie ihren weiteren Ankäufen solcher Anleihen hält die japanische Zentralbank die Zinsen der 10-jährigen Staatsanleihen gegenwärtig bei etwa null. Sie hat sich verpflichtet, die Geldbasis solange auszuweiten, bis die Verbraucherpreis-inflation (ohne frische Nahrungsmittel) den Zielwert von 2% überschreitet und sich oberhalb dieser Marke stabilisiert. Sie geht davon aus, dass die Zinssätze solange auf ihrem gegenwärtigen oder einem niedrigeren Niveau verharren, wie dies notwendig ist, um die zur Erreichung dieses Ziels erforderliche Dynamik aufrechtzuerhalten. In den Projektionen wird unterstellt, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs bis 2021 unverändert beibehalten wird.

Angesichts Japans schrumpfender und alternder Bevölkerung ist es trotz der relativ hohen Beschäftigungsquote älterer Menschen wichtig, Hindernisse für die Beschäftigung älterer Arbeitskräfte abzubauen, insbesondere über das 65. Lebensjahr hinaus. Eine der Möglichkeiten, die Beschäftigung älterer Menschen zu fördern, bestünde darin, den Unternehmen das Recht zu nehmen, Mitarbeiter zwangsweise in den Ruhestand zu schicken (was zumeist mit 60 Jahren geschieht). Dies würde auch die Bedeutung der Dauer der Betriebszugehörigkeit für die Lohngestaltung verringern. Maßnahmen gegen die Zerteilung des Arbeitsmarkts, u.a. durch eine Verringerung des Beschäftigungsschutzes für regulär Beschäftigte, würden die Erwerbsbeteiligung von Frauen fördern und das große Verdienstgefälle zwischen Männern und Frauen in Japan verringern. Die Regierung hat einen Plan vorgelegt, im Zeitraum 2019-2024 bis zu 345 150 ausländische Arbeitskräfte in Sektoren aufzunehmen, die mit gravierenden Arbeitskräfteengpässen konfrontiert sind, wie dies im Baugewerbe, im Hotel- und Gastgewerbe sowie in der Pflege der Fall ist. Der im Juni 2019 von der Regierung lancierte Aktionsplan zur Wachstumsstrategie umfasst eine Reihe von Maßnahmen zur Verwirklichung der „Gesellschaft 5.0“. Dazu gehören ein Regelwerk für Geschäftsvorfälle im digitalen Markt, Regulierungsreformen zur Förderung neuer Dienstleistungen wie Fintech sowie weitere Reformen der Corporate Governance. Weitere Anstrengungen zur Steigerung des Produktivitätswachstums sind erforderlich, wozu auch die Förderung der Handelsöffnung durch multilaterale Vereinbarungen gehört.

### Das Wachstum dürfte knapp über der Potenzialrate verharren

Die fiskalpolitischen Maßnahmen, die darauf abzielen, den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung zu mildern, und die Olympischen Spiele, die den privaten Konsum und die Dienstleistungsexporte ankurbeln dürften, werden das Wachstum 2020 stützen. Arbeitskräfte- und Kapazitätsengpässe werden die Löhne und die Investitionen tendenziell nach oben treiben. Die Projektionen gehen deshalb davon aus, dass das Wachstum bis 2021 trotz der Rücknahme der zeitlich befristeten fiskalischen Impulse knapp über der geschätzten Potenzialrate verharren wird. Dies dürfte dazu beitragen, dass die Gesamtinflation gegen Ende des Projektionszeitraums auf 1½% ansteigt.

Japan und insbesondere das Verarbeitende Gewerbe sind anfällig gegenüber einer weiteren Verlangsamung der Importnachfrage in China. Auch vom Protektionismus gehen nach wie vor Risiken aus, wenn gleich angesichts der Gemeinsamen Erklärung Japans und der Vereinigten Staaten vom September 2019 keine neuen Handelsbeschränkungen gegen japanische Exporte zu erwarten sind. Die Fiskalpolitik könnte diesen Abwärtsrisiken entgegenwirken, u.a. durch zusätzliche befristete Konjunkturmaßnahmen im Nachtragshaushalt für das Finanzjahr 2019 und im Haushalt für das Finanzjahr 2020. Das beispiellos hohe Niveau der japanischen Staatsverschuldung stellt jedoch ein bedeutendes Risiko dar: Ein Vertrauensverlust in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen des Lands könnte den Finanzsektor und die Realwirtschaft destabilisieren, wovon erhebliche negative Spillover-Effekte auf die Weltwirtschaft ausgehen könnten.

# Kanada

Die Wirtschaft wird eine Phase verhaltenen Wachstums durchlaufen. Eine Verlangsamung des Außenhandels und die anhaltende Unsicherheit in der Handelspolitik schwächen die Exporte und dämpfen die Unternehmensinvestitionen. Der Arbeitsmarkt hat sich dynamisch entwickelt, was die Einkommen stützte, das Beschäftigungswachstum wird sich jedoch verlangsamen. Die Arbeitslosenquote wird nicht mehr sinken, aber auf einem niedrigen Niveau verharren.

Die kanadische Zentralbank sollte die Zinssätze in den kommenden Quartalen geringfügig senken, um die Nachfrage zu stützen. Dies wird dazu beitragen, die Inflation nahe der Mitte des Zielkorridors zu halten. Eine mäßige strukturelle fiskalische Lockerung wird die Konjunktur stützen. Der Wohnimmobilienmarkt weist weiterhin Risiken auf. Nach einer Stabilisierungsphase, die durch makroprudenzielle Maßnahmen gefördert wurde, gibt es Anzeichen für eine Belebung. Das Angebot an erschwinglichem Wohnraum sollte erhöht und sozialer Wohnraum besser instandgehalten und gezielter vergeben werden.

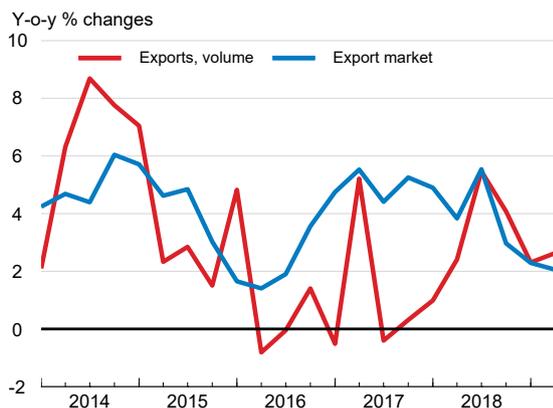
## Das Wirtschaftswachstum hat sich verlangsamt

Die größere Unsicherheit in der globalen Handelspolitik und das geringere Wachstum bei den Handelspartnern haben die Exporte gedämpft. Die staatlich verfügten Kürzungen der Ölfördermengen in Alberta haben das Exportwachstum weiter gebremst, wurden aber inzwischen gelockert, was eine vorübergehende Belebung der Exporte ausgelöst hat. Die Inlandsnachfrage bleibt schwach. Die Unternehmensinvestitionen sind aufgrund von Kürzungen im Öl- und Gassektor und erhöhter Unsicherheit zurückgegangen. Die Pläne der Unternehmen für Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen sind volatil. Die Wohnungsbauinvestitionen haben sich hingegen unter dem Einfluss des erneuten Anstiegs der Wohnimmobilienpreise belebt.

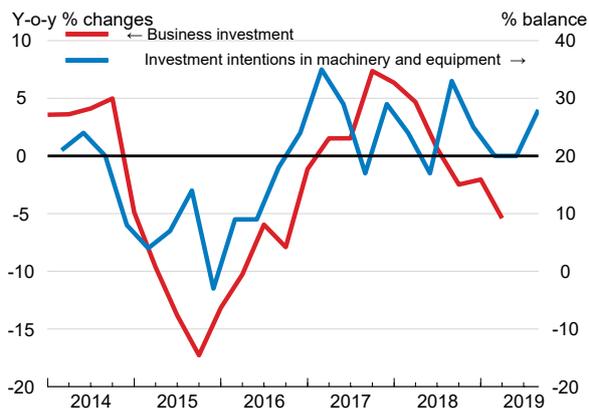
Das Beschäftigungswachstum hat sich zusammen mit einem starken Anstieg der Bevölkerungszahl und der Erwerbsbeteiligung deutlich erhöht. Die Arbeitslosenquote ist weiter auf Rekordtiefstände gesunken. Das Lohnwachstum gewinnt an Dynamik. Die Verbraucherausgaben wachsen jedoch langsamer als die Einkommen, da die hochverschuldeten privaten Haushalte allmählich vorsichtiger agieren und das Kreditwachstum nachlässt. Der Verbraucherpreisauftrieb nahm im Jahresverlauf zu und ging erst in jüngster Zeit zurück, was z.T. auf sinkende Energiepreise zurückzuführen war. Die Trendrate der Inflation verharrt im Durchschnitt der von der kanadischen Zentralbank herangezogenen Messgrößen bei rd. 2%. Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen geht nun davon aus, dass sich die Inflation in den nächsten zwei Jahren in der unteren Hälfte des mittelfristigen Zielkorridors von 1-3% bewegen wird.

## Canada 1

The global slowdown has weighed on exports



Investment has subsided and investment intentions have been volatile



Source: OECD Economic Outlook 106 database and Bank of Canada.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045107>

## Canada: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Canada</b>						
	Current prices CAD billion	Percentage changes, volume (2012 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	2 028.2	3.0	1.9	1.5	1.6	1.7
Private consumption	1 187.8	3.5	2.1	1.7	1.5	1.5
Government consumption	426.3	2.1	2.9	2.0	1.4	1.3
Gross fixed capital formation	464.6	3.0	1.2	-2.4	1.0	2.1
Final domestic demand	2 078.7	3.1	2.0	0.9	1.4	1.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 1.8	0.8	-0.3	0.1	-0.1	0.0
Total domestic demand	2 076.9	3.9	1.8	1.0	1.3	1.5
Exports of goods and services	632.4	1.1	3.2	2.5	2.3	2.7
Imports of goods and services	681.2	4.2	2.9	0.7	1.1	1.9
Net exports <sup>1</sup>	- 48.7	-1.1	0.0	0.6	0.4	0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	2.5	1.7	2.1	2.0	1.9
Consumer price index	—	1.6	2.2	1.9	1.9	2.0
Core consumer price index <sup>2</sup>	—	1.6	1.9	2.1	2.0	2.0
Unemployment rate (% of labour force)	—	6.3	5.8	5.6	5.8	5.8
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	1.5	1.4	1.6	1.9	2.1
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3
General government gross debt (% of GDP)	—	94.3	93.7	95.5	95.2	94.7
Current account balance (% of GDP)	—	-2.8	-2.6	-1.6	-1.1	-0.8

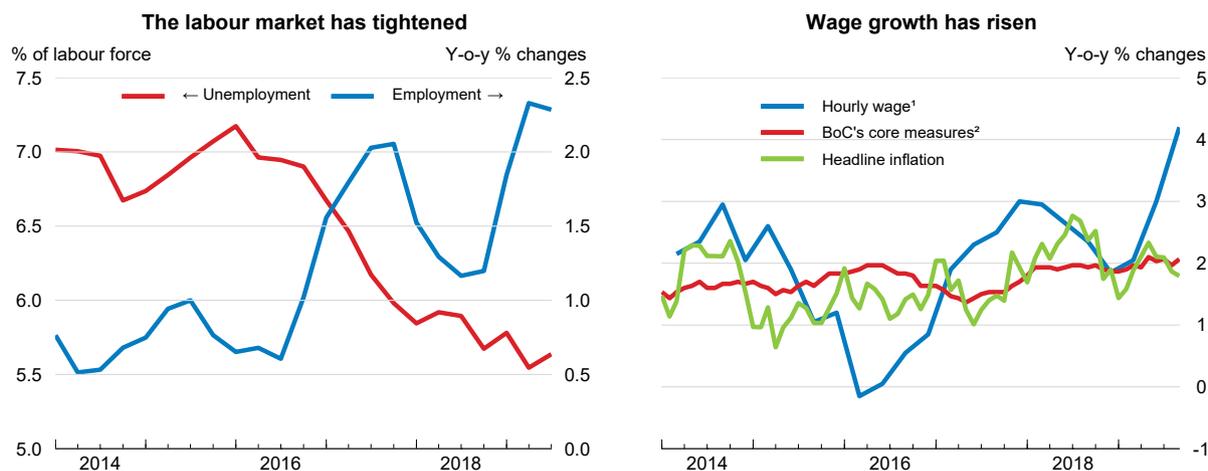
1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046209>

## Canada 2



1. Median of hourly wage growth measures from the Labour Force Survey, National Accounts, Productivity Accounts, and Survey of Employment, Payrolls and Hours.

2. Average of the Bank of Canada's three preferred core inflation measures (CPI-trim, median and common).

Source: OECD Economic Outlook 106 database; Refinitiv; and Bank of Canada.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045126>

## Die Politik sollte konjunkturstützend ausgerichtet sein

Die kanadische Zentralbank hat den Leitzins trotz des langsameren Wachstums und der sich verschlechternden Weltwirtschaft seit Ende 2018 unverändert bei 1,75% belassen. Angesichts der projizierten andauernden Wachstumsschwäche, der verhaltenen Entwicklung des Welthandels und einer Lockerung der globalen finanziellen Rahmenbedingungen dürfte der Leitzins in zwei Schritten – einmal vor Ende 2019 und einmal im ersten Halbjahr 2020 – auf 1,25% gesenkt werden. Der gesamtstaatliche fiskalpolitische Kurs wird Schätzungen zufolge trotz der im Haushalt von Ontario für 2020 und im Bundeshaushalt für 2021 vorgesehenen kontraktiven Maßnahmen leicht konjunkturstützend sein, wobei der strukturelle Primärüberschuss in den kommenden zwei Jahren insgesamt zurückgehen dürfte. Die Lockerung ist angesichts des langsameren Wachstums angemessen.

Die Aktivität am Wohnimmobilienmarkt hat sich belebt und die Preise zeigen unter dem Einfluss eines robusten Bevölkerungswachstums, eines dynamischen Arbeitsmarkts und niedrigerer Hypothekenzinsen Anzeichen für eine Erholung. Dem war eine Stabilisierung des Markts nach einem starken Anstieg der Wohnimmobilienpreise vorangegangen. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist im internationalen Vergleich weiterhin hoch, die privaten Haushalte werden jedoch voraussichtlich beginnen, ihre Schulden abzubauen, und das Kreditwachstum der privaten Haushalte hat sich verlangsamt. Da die Geldpolitik den Projektionen zufolge gelockert wird, muss der Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden. Die makroprudenziellen Maßnahmen sollten bei Bedarf wieder verschärft werden. Um Wohnraum bezahlbarer zu machen und die Wartelisten für Sozialwohnungen zu verkürzen, sollte das Angebot an erschwinglichem Wohnraum ausgeweitet und der Bestand an sozialem Wohnraum besser instandgehalten sowie gezielter vergeben werden.

## Das Wachstum wird gedämpft bleiben

Die hohe globale Unsicherheit wird voraussichtlich länger andauern als zunächst erwartet, und der Handel wird schwach bleiben. Das Geschäftsklima und die Investitionstätigkeit werden sich den Projektionen

zufolge in Kanada nur allmählich erholen. Die Ausfuhren und Einfuhren werden verhalten bleiben. Der private Konsum wird das Wachstum stützen, das Ausgabenverhalten der privaten Haushalte wird jedoch aufgrund der Unsicherheit, des sich abkühlenden Arbeitsmarkts und des Schuldenabbaus weiterhin von Zurückhaltung geprägt sein. Die Arbeitslosenquote wird niedrig bleiben, die Inflation wird nahe der Mitte des Zielkorridors verharren, und das Lohnwachstum wird verhalten bleiben.

Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte stellt nach wie vor eine große binnenwirtschaftliche Anfälligkeit dar. Eine starke Konjunkturabkühlung würde die Einkommen der privaten Haushalte belasten und könnte zu niedrigeren Konsumausgaben sowie einer Abschwächung der Wohnimmobiliennachfrage führen. Sollten die Wohnimmobilienpreise hingegen stärker steigen, könnte dies zu einer Zunahme der Ungleichgewichte führen. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass das USA-Mexiko-Kanada-Abkommen nicht ratifiziert wird oder dass der Zugang zum US-Markt künftig zu ungünstigeren Bedingungen erfolgt. Andererseits würde ein Anstieg der Ölpreise die Einnahmen steigern, was zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen würde.

# Kolumbien

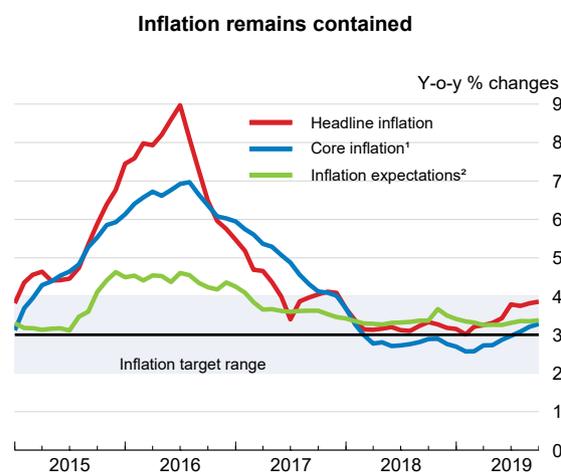
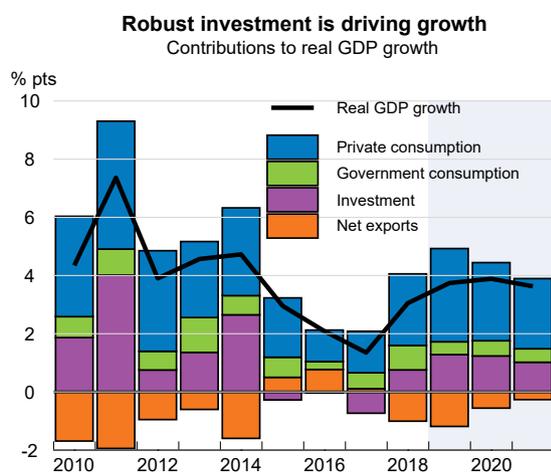
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge trotz außenwirtschaftlicher Belastungen in den kommenden beiden Jahren weiter robust entwickeln. Dabei wird vor allem die Investitionstätigkeit, die durch Steuerreformen und ehrgeizige Infrastrukturprojekte begünstigt wird, für Wachstumsimpulse sorgen. Die niedrigen Zinssätze werden den Verbrauch stützen, und die Arbeitslosigkeit wird allmählich sinken. Erhebliche Ungleichheit und Informalität stellen nach wie vor bedeutende Herausforderungen für die Politik dar.

Der leicht akkommodierende geldpolitische Kurs ist angemessen, da die Inflationserwartungen in der Nähe des Zielwerts liegen und die Arbeitslosigkeit nach wie vor hoch ist. Um das Haushaltsdefizit entsprechend der Haushaltsregel allmählich zurückzuführen, bedarf es Konsolidierungsmaßnahmen. Für die Steigerung der Produktivität sind ein stärkerer Wettbewerb und eine größere Handelsoffenheit erforderlich. Durch eine zielgerichtetere Sozialpolitik und Reformen zur Verbesserung der Beschäftigungsqualität und zur Verringerung der Informalität könnten die positiven Effekte des Wachstums breiteren Bevölkerungsteilen zugutekommen.

## Der Konsum und die Investitionen geben dem Wachstum Auftrieb

Das Wirtschaftswachstum hat sich dank der kräftigen Inlandsnachfrage erhöht, die von der günstigen Entwicklung an den Kreditmärkten und der positiven Reaktion der Unternehmen auf die vor Kurzem im Rahmen einer Steuerreform eingeführten Anreize getragen wurde. Das Leistungsbilanzdefizit hat sich unter dem Einfluss steigender Einfuhren, jedoch weiterhin schwacher Exportergebnisse ausgeweitet. Die Arbeitslosigkeit hat trotz des kräftigeren Wachstums zugenommen, da die Beschäftigungsexpansion nach wie vor zu gering ist, um den zuwanderungsbedingten Anstieg der Erwerbsbevölkerung aufzufangen. Die Inflation hat 2019 angezogen, was in erster Linie durch höhere Nahrungsmittelpreise und in gewissem Umfang durch die Peso-Abwertung bedingt war. Sie liegt jedoch immer noch in der Nähe des Zielkorridors.

## Colombia



1. Core inflation excludes primary food, utilities and fuel.

2. Inflation expectations are defined as the 12-month ahead inflation expectations.

Source: Banco de la República; and OECD Economic Outlook 106 database.

## Colombia: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Colombia</b>	Current prices COP trillion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	863.8	1.4	2.6	3.4	3.5	3.3
Private consumption	596.5	2.1	3.6	4.7	3.9	3.5
Government consumption	125.6	3.8	5.6	2.9	3.5	3.1
Gross fixed capital formation	191.2	1.9	1.5	4.6	5.3	4.5
Final domestic demand	913.3	2.3	3.5	4.4	4.1	3.7
Stockbuilding <sup>1</sup>	9.0	-1.2	0.4	0.3	0.1	0.0
Total domestic demand	922.2	1.2	3.9	4.6	4.2	3.7
Exports of goods and services	127.1	2.5	3.9	4.0	4.0	3.3
Imports of goods and services	185.6	1.2	7.9	8.8	5.5	3.6
Net exports <sup>1</sup>	-58.5	0.1	-1.0	-1.2	-0.6	-0.3
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	5.1	3.7	4.1	3.5	3.3
Consumer price index	—	4.3	3.2	3.5	3.6	3.0
Core inflation index <sup>2</sup>	—	4.9	2.9	2.9	3.3	3.0
Unemployment rate (% of labour force)	—	9.4	9.7	10.1	9.2	9.0
Current account balance (% of GDP)	—	-3.3	-4.0	-4.2	-4.2	-4.2

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding primary food, utilities and fuels.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046266>

## Weitere Strukturreformen sind nötig, um inklusives Wachstum zu fördern

Um das strukturelle Defizit der Zentralregierung gemäß der Haushaltsregel auf 1% des BIP zu verringern und die öffentliche Schuldenquote zu stabilisieren, muss der Haushalt konsolidiert werden. Die derzeit den Kongress durchlaufende Steuerreform wird die Investitionen ankurbeln. Mittelfristig dürften jedoch weitere Maßnahmen zur Steigerung der Einnahmen erforderlich sein, um die Haushaltsregel einzuhalten und die nötigen Sozialausgaben und öffentlichen Investitionen zu bewältigen. Dabei kommt es entscheidend darauf an, die Steuereinnahmen nachhaltig zu steigern und das Steuersystem zugleich wachstums- und gerechtkeitsorientierter zu gestalten. Dies ließe sich durch die Ausweitung der Bemessungsgrundlage für die Einkommensteuer und die Mehrwertsteuer, die Verringerung des Körperschaftsteuersatzes und die Beseitigung der zahlreichen Steuerbefreiungen erreichen. Zur Erhöhung der Einnahmen könnten zudem die Umweltsteuern angehoben und die Effizienz der Steuerverwaltung verbessert werden.

Um ein stärkeres und inklusiveres Wachstum zu erzielen, sind produktivitätssteigernde Strukturreformen notwendig. Durch die Stärkung des Wettbewerbs, die Verbesserung der Hafen- und Zollogistik sowie den Abbau von Handelshemmnissen und nicht handelsbezogenen Hemmnissen sowie regulatorischen Belastungen könnten die Ausfuhren und die Unternehmensproduktivität angekurbelt und hochwertige Arbeitsplätze geschaffen werden. Die hohe Zuwanderung kann sich positiv auf das Wachstumspotenzial auswirken, das in den vergangenen Jahren aufgrund der schwachen Produktivität gesunken ist. Dies erfordert jedoch die Fortsetzung der integrationspolitischen Maßnahmen, die die Eingliederung der Zuwanderer auf dem formellen Arbeitsmarkt fördern, sowie Investitionen im Ausbildungs- und im Gesundheitssystem.

Um sicherzustellen, dass die positiven Wachstumseffekte breiteren Bevölkerungsschichten zugutekommen, ist eine umfassende Strategie zur Schaffung hochwertiger Arbeitsplätze im formellen Sektor nötig.

Hierfür sind Reformen in verschiedenen Bereichen erforderlich, wie z.B. eine Senkung der Lohnnebenkosten, eine beschäftigungsfreundlichere Ausrichtung des Mindestlohnsystems, eine Verbesserung von Qualität und Arbeitsmarktrelevanz des Bildungs- und Ausbildungssystems sowie Maßnahmen, um mehr Frauen in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Das Rentensystem muss dringend reformiert werden, um die Altersarmut einzudämmen und die Ungleichheit zu verringern.

### **Es wird mit einem weiterhin robusten Wachstum gerechnet**

Das Wachstum dürfte unter dem Einfluss der höheren Inlandsnachfrage kräftig bleiben. Dabei wird die Investitionstätigkeit – unterstützt durch die geringere steuerliche Belastung und ambitionierte Infrastrukturprojekte – für maßgebliche Wachstumsimpulse sorgen. Die nach wie vor niedrigen Zinssätze, der innerhalb des Zielkorridors der Zentralbank liegende Preisauftrieb und die sinkende Arbeitslosigkeit werden den Verbrauch stützen. In Anbetracht des nachfrageinduzierten Wachstums und der schwächeren Exportleistung wird sich das Leistungsbilanzdefizit ausweiten. Noch besser könnte sich die Wirtschaft bei höheren Ölpreisen entwickeln, die der Investitionstätigkeit zusätzlichen Schwung verleihen könnten. Zu einer ungünstigeren Entwicklung könnte es u.a. kommen, wenn sich das außenwirtschaftliche Umfeld unter dem Einfluss der Handelsspannungen und regionaler Instabilitäten schwächer entwickelt als erwartet und wenn es zu weiteren Verzögerungen bei den Infrastrukturprojekten kommt.

# Korea

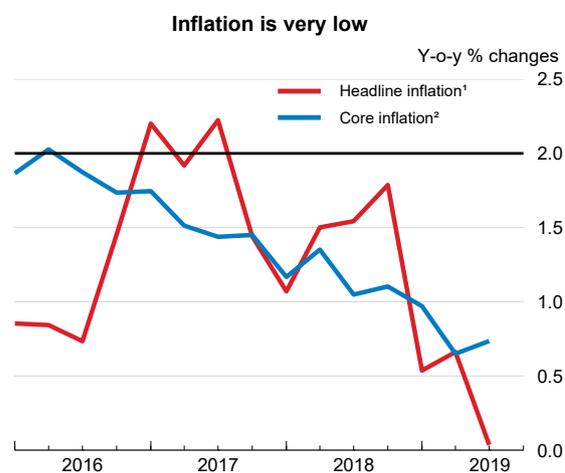
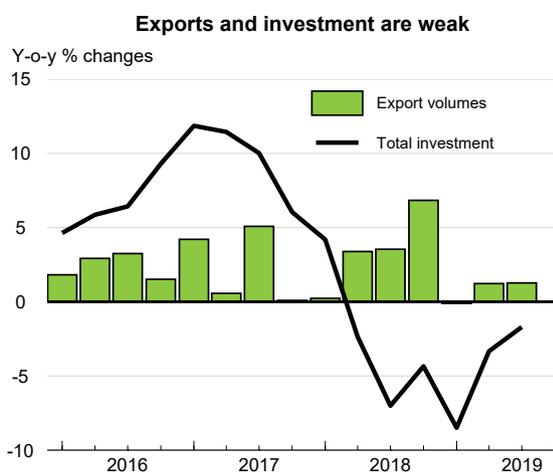
Das Wirtschaftswachstum wird verhalten bleiben, da die globale Konjunkturabkühlung und die Handels- spannungen die Exporte hemmen und die hohe Unsicherheit die Investitionstätigkeit beeinträchtigt. Die Stellen- schaffung im öffentlichen Sektor dämpft die negativen Beschäftigungseffekte der Wachstumsschwäche. Eine allmähliche Erholung der globalen Halbleiternachfrage und die expansive Fiskalpolitik werden die Konjunktur stützen.

2020 wird mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung gerechnet, da die Inflation unter dem Zielwert von 2% verharrt. Die fiskalische Expansion um mehr als 1 Prozentpunkt des BIP im Jahr 2020 sorgt für willkommene Konjunkturimpulse. Um das langfristige Wachstum trotz der raschen Bevölkerungsalterung zu sichern, sind jedoch Strukturreformen zur Steigerung der Produktivität und zur Schaffung besserer Arbeitsplätze notwendig.

## Die Export- und Investitionsschwäche hemmt das Wachstum

Die schrumpfenden Exportmärkte, die erhöhte globale Unsicherheit und die sinkenden Halbleiterpreise bremsen die Exporte und drücken die Unternehmensinvestitionen. Die Wohnungsbauinvestitionen sind stark rückläufig, was auf die ausgeprägt zyklische Entwicklung des Wohnungsangebots und die verschärfte Regulierung der Hypothekenkreditvergabe zurückzuführen ist. Obwohl die Beschäftigung im Privatsektor und das Wirtschaftswachstum unter der Konjunkturschwäche und der Erhöhung des Mindestlohns um 29% im Zeitraum 2018-2019 gelitten haben, sinkt die Arbeitslosenquote. Dies ist der Stellenschaffung im öffentlichen Dienst, insbesondere im Bereich der Gesundheits- und Sozialdienstleistungen, zu verdanken. Die steigenden Realeinkommen der privaten Haushalte stützen den privaten Konsum, wenngleich das schwache Verbraucher- vertrauen – eine Folge der Unsicherheit und der geringen Beschäftigungsschaffung im privaten Sektor – den Gebrauchsgüterabsatz bremst. Die sehr niedrige Inflation ist zwar zum Teil durch rückläufige Nahrungs- mittelpreise bedingt, doch auch die Kerninflation liegt deutlich unter dem Inflationsziel von 2%.

## Korea



1. The central bank's 2% target is for CPI inflation.

2. Excludes food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

## Korea: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices KRW trillion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>Korea</b>						
<b>GDP at market prices</b>	1 740.8	3.2	2.7	2.0	2.3	2.3
Private consumption	834.8	2.8	2.8	1.8	1.9	2.4
Government consumption	265.3	3.9	5.6	6.8	7.0	4.7
Gross fixed capital formation	517.3	9.8	-2.4	-4.1	0.0	1.2
Final domestic demand	1 617.4	5.2	1.5	0.7	2.3	2.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	7.4	0.4	0.2	0.4	-0.2	0.0
Total domestic demand	1 624.8	5.6	1.7	1.1	2.0	2.5
Exports of goods and services	698.6	2.5	3.5	1.5	3.7	1.7
Imports of goods and services	582.7	8.9	0.8	-0.5	3.1	2.0
Net exports <sup>1</sup>	116.0	-2.0	1.1	0.8	0.3	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	2.2	0.5	-0.6	1.1	1.3
Consumer price index	—	1.9	1.5	0.3	1.1	1.4
Core inflation index <sup>2</sup>	—	1.5	1.2	0.8	1.1	1.4
Unemployment rate (% of labour force)	—	3.7	3.9	3.7	3.5	3.5
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	7.5	8.0	9.2	9.2	8.4
General government financial balance (% of GDP)	—	2.7	2.8	1.3	-0.1	-0.4
General government gross debt (% of GDP)	—	40.8	39.4	38.7	40.4	42.4
Current account balance (% of GDP)	—	4.6	4.4	3.5	3.9	4.0

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046608>

## Makroökonomische Politikmaßnahmen müssen durch Strukturreformen flankiert werden

Die Regierung begegnete der globalen Wachstumsabkühlung und der zunehmenden Unsicherheit mit entschlossenen Maßnahmen. Im August 2019 wurde ein Nachtragshaushalt in Höhe von 0,3% des BIP verabschiedet und für 2020 sind fiskalische Impulse im Umfang von rd. 1,2% des BIP geplant. Dies ist angesichts der soliden Haushaltsposition, des niedrigen Schuldenstands und der ausbaubedürftigen Sozialsysteme zu begrüßen. Dennoch ist Vorsicht geboten, um eine Verstetigung ungedeckter Ausgaben zu verhindern, zumal die rasche Bevölkerungsalterung und der zunehmende Bedarf an sozialen Leistungen die Staatsausgaben in den nächsten Jahrzehnten in die Höhe treiben werden. Eine Stärkung des Haushaltsrahmens würde sicherstellen, dass die aktive Fiskalpolitik die langfristige fiskalische Tragfähigkeit nicht bedroht.

Die Zentralbank senkte die Leitzinsen sowohl im Juli als auch im Oktober 2019 um jeweils 25 Basispunkte auf 1,25%. Nächstes Jahr werden weitere Leitzinssenkungen erwartet, da die Inflation unter dem Zielwert von 2% verharrt und mit einer anhaltend schleppenden Konjunktorentwicklung gerechnet wird. Die vielfältigen makroprudenziellen Maßnahmen der letzten Jahre dürften den weiteren Anstieg der hohen Haushaltsverschuldung eindämmen und könnten bei Bedarf noch verschärft werden.

Zur Förderung eines inklusiven langfristigen Wachstums sind Strukturreformen notwendig. Angesichts des hohen Tempos der Bevölkerungsalterung sollte das Arbeitskräftepotenzial besser mobilisiert werden.

Zudem muss die Produktivität gesteigert werden. Sie ist nur etwa halb so hoch wie in der produktivitätsstärkeren Hälfte der OECD-Länder. Durch eine Lockerung der Arbeitsmarktregulierung und weitere Investitionen in die Förderung von Kompetenzen, insbesondere Digitalkompetenzen, ließen sich die Frauen- und Jugenderwerbstätigkeit steigern, die Beschäftigungsqualität älterer Arbeitskräfte verbessern und die Spaltung des Arbeitsmarkts verringern. Regulierungsreformen zur Steigerung des Wettbewerbs und eine stärkere Fokussierung der Politik auf die Innovationstätigkeit und die Geschäftsdynamik in kleinen und mittleren Unternehmen würden die Produktivität ankurbeln, insbesondere im Dienstleistungssektor, wo in dieser Hinsicht ein Nachholbedarf besteht.

## Das globale Umfeld birgt Wachstumsrisiken

Die expansive Fiskalpolitik und die akkommodierende Geldpolitik werden zusammen mit der allmählichen Erholung der Halbleiternachfrage das Wachstum stützen. Die Investitionen werden sich – wenn auch auf niedrigem Niveau – stabilisieren. Das Beschäftigungswachstum wird weiter von der Stellenschaffung im öffentlichen Sektor profitieren; zudem wird der im Vergleich zu den Vorjahren wesentlich geringere Mindestlohnanstieg im Jahr 2020 einen eher begrenzten Effekt auf die Beschäftigungsschaffung im Privatsektor haben. Die schwache Exportnachfrage wird das Wachstum auch weiterhin bremsen und die globalen Handelsspannungen bringen Abwärtsrisiken und Unwägbarkeiten mit sich, die die Investitionstätigkeit hemmen könnten.

# Lettland

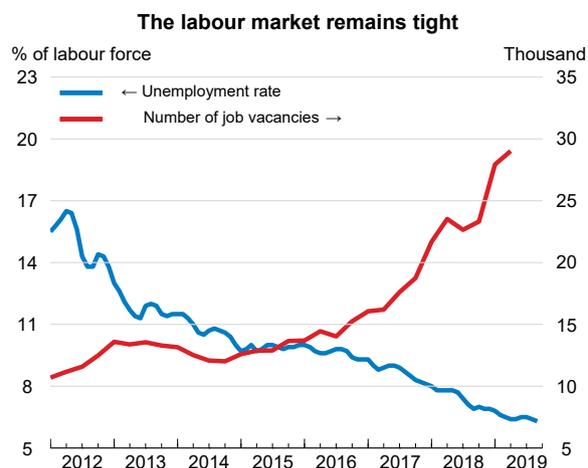
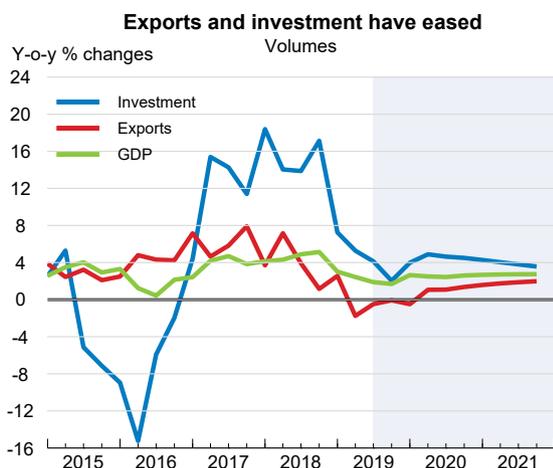
Das Wirtschaftswachstum hat sich im ersten Halbjahr 2019 verlangsamt und wird den Projektionen zufolge verhalten bleiben. Der schwache Welthandel wird das Wachstum bremsen, und das Investitionswachstum wird nach den außergewöhnlich hohen EU-Mittelauszahlungen der jüngsten Zeit auf ein nachhaltigeres Niveau zurückgehen. Der private Konsum, der von der guten Arbeitsmarktlage getragen wird, wird weiterhin entscheidend zum Wachstum beitragen. Die Inflation wird allmählich zurückgehen und sich der 2%-Marke annähern.

Die solide Haushaltsposition und die bereits niedrigen Zinsen lassen der Regierung ausreichend Spielraum für eine aktivere Wachstumsförderung, falls die Effekte der Handelsabschwächung über Erwarten stark ausfallen und sich auf dem Arbeitsmarkt niederschlagen sollten. Höhere Investitionen in Kompetenzen und Forschung würden die Effizienz und die Lebensqualität weiter verbessern. Ein Abbau der informellen Beschäftigung würde dazu beitragen, diese Investitionen zu finanzieren.

## Das kräftige Wachstum wird sich voraussichtlich verlangsamen

Das BIP-Wachstum hat sich im ersten Halbjahr 2019 auf rd. 2,5% verlangsamt, was auf einen starken Rückgang des Export- und Investitionswachstums zurückzuführen ist. Die Inlandsnachfrage ist nach wie vor robust, weil die Beschäftigungsquote und die Löhne steigen. Die Arbeitslosenquote ist weiter gesunken, auf 6,4%. Die Zahl der freien Stellen wächst nach wie vor und die Nominallöhne steigen unter dem Einfluss der Produktivitätszuwächse und des zunehmenden Fachkräftemangels weiter um rd. 8% pro Jahr. Das Lohnwachstum hat zur anhaltenden Dynamik des privaten Konsums und zum Anstieg der Arbeitskosten beigetragen. Die Effekte auf die Wettbewerbsfähigkeit werden jedoch durch ähnliche Zuwächse in Estland und Litauen gemildert. Die Inflation ist trotz des kräftigen Lohnwachstums stabil und verharret bei rd. 3%.

## Latvia



Source: Central Statistical Bureau of Latvia; Eurostat; and OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045696>

## Latvia: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>Latvia</b>						
<b>GDP at market prices</b>	25.1	3.8	4.6	2.3	2.5	2.7
Private consumption	15.1	3.1	4.2	3.1	3.7	3.3
Government consumption	4.5	3.2	4.0	2.6	2.8	2.8
Gross fixed capital formation	4.9	11.3	15.8	4.6	4.5	3.9
Final domestic demand	24.5	4.8	6.6	3.3	3.7	3.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.3	0.5	-0.1	1.1	0.4	0.0
Total domestic demand	24.8	5.0	6.2	4.2	4.1	3.3
Exports of goods and services	15.1	6.4	4.0	0.0	0.8	1.8
Imports of goods and services	14.9	8.4	6.4	3.1	3.3	2.7
Net exports <sup>1</sup>	0.2	-1.1	-1.5	-1.9	-1.6	-0.6
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	3.0	4.0	2.7	2.0	2.5
Harmonised index of consumer prices	—	2.9	2.6	2.9	2.3	2.3
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.7	1.9	2.4	2.3	2.4
Unemployment rate (% of labour force)	—	8.7	7.4	6.4	6.4	6.6
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-5.1	-2.6	-0.2	1.4	2.9
General government financial balance (% of GDP)	—	-0.5	-0.7	0.5	0.5	0.6
General government gross debt (% of GDP)	—	45.9	44.2	43.2	42.2	41.2
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	38.6	36.4	35.3	34.4	33.3
Current account balance (% of GDP)	—	1.0	-0.7	-0.6	-1.9	-2.5

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046627>

## Das Produktivitätswachstum muss angesichts des Bevölkerungsrückgangs gesteigert werden

Die Haushaltssposition ist nach wie vor gut: Die Staatsverschuldung geht zurück und liegt nach der Maastricht-Definition derzeit bei rd. 35% des BIP, ein vergleichsweise niedriger Wert. Der Primärsaldo wird den Projektionen zufolge trotz des sich verlangsamenden Wachstums weiterhin einen Überschuss ausweisen. Der fiskalpolitische Kurs wird weitgehend neutral bleiben. Dies lässt Spielraum für Steuersenkungen oder höhere Staatsausgaben, falls die Abschwächung des Handels zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen sollte. Die akkommodierende Geldpolitik der EZB stützt das Wachstum durch niedrige Kreditkosten.

Das Produktivitätswachstum muss gesteigert werden, um die Annäherung des Pro-Kopf-BIP an westeuropäisches Niveau trotz der aufgrund von Alterung und Abwanderung ungünstigen demografischen Entwicklung fortzusetzen. Dies erfordert höhere Investitionen in Kompetenzen und Forschung und mehr Wettbewerb, insbesondere in Sektoren, in denen staatliche oder kommunale Unternehmen einen großen Einfluss haben. Eine stärkere Ausrichtung der Berufs- und Tertiärbildung auf den Arbeitsmarktbedarf und eine Ausweitung des Mietwohnungsmarkts würden dazu beitragen, die Diskrepanzen zwischen den am Arbeitsmarkt angebotenen und nachgefragten Kompetenzen abzubauen. Die Erleichterung des Zugangs zu lang-

fristigen Finanzierungen und die Unterstützung der Kommunen beim Bau von bezahlbaren Mietwohnungen würden die Entwicklung des Mietwohnungsmarkts fördern. Darüber hinaus sollte die Regierung weiterhin Maßnahmen zur Bekämpfung der hohen Altersarmut ergreifen.

## Die globale Abschwächung wird das Wachstum weiter bremsen

Das Wirtschaftswachstum wird sich 2020 weiter verlangsamen, bevor es sich 2021 allmählich wieder erholt. Das Exportwachstum wird angesichts der andauernden Schwäche des Welthandels niedrig bleiben. Die Mittel aus EU-Strukturfonds werden die Investitionstätigkeit weiter stützen, dürften jedoch auf ein nachhaltigeres Niveau zurückgehen. Das Lohnwachstum wird unter dem Einfluss des anhaltenden Fachkräftemangels und des Produktivitätsanstiegs hoch bleiben. Es wird sich jedoch verlangsamen, weil die Arbeitsnachfrage aufgrund der schwächeren Investitionstätigkeit zurückgeht und keine Anhebung des Mindestlohns zu erwarten ist. Das Lohnwachstum wird den kräftigen privaten Konsum stützen. Die projizierte Verlangsamung des Lohn- und BIP-Wachstums wird jedoch dazu führen, dass das Wachstum des privaten Konsums sowie die Inflation allmählich zurückgehen.

Lettland ist mit Risiken konfrontiert, die sich aus der Unsicherheit im globalen Handel ergeben. Dies gilt insbesondere für die Entwicklung in wichtigen Handelspartnerländern, wie z.B. Deutschland und das Vereinigte Königreich. Die handelsbezogenen Risiken werden sich verschärfen, falls die kräftigen Lohnerhöhungen nicht mit entsprechenden Produktivitätssteigerungen einhergehen, denn dadurch würde die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Unternehmen gefährdet. Andererseits könnten steigende Einkommen den Konsum über Erwartungen stärken, was zu einer dauerhafteren Verbesserung des Geschäftsklimas und der Investitionstätigkeit führen würde.

# Litauen

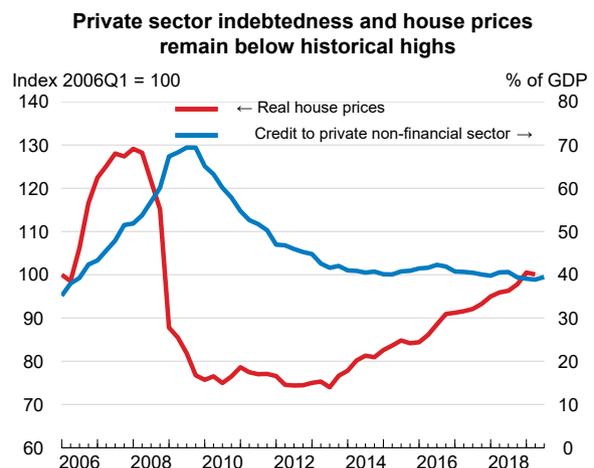
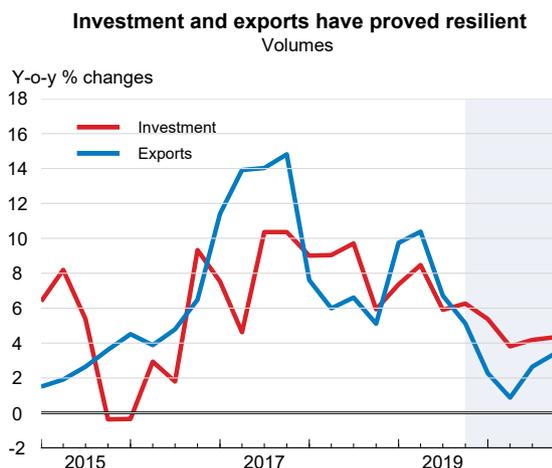
Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge unter dem Einfluss der ungünstigen Exportmarktbedingungen und der Kapazitätsengpässe nachlassen. Außerdem wird die Investitionstätigkeit durch einen langsameren Anstieg der Auszahlungen aus EU-Fonds gebremst werden. Das kräftige Lohnwachstum wird einerseits den Konsum stützen und die Einkommensungleichheit verringern, andererseits jedoch die Dienstleistungspreise und möglicherweise auch die Wettbewerbsfähigkeit unter Druck setzen.

Der Staatshaushalt wird auch 2020-2021 einen kleinen Überschuss aufweisen. Eine solide Haushaltsposition ist eine Grundvoraussetzung für die Umsetzung weiterer Strukturreformen, die sozialen Bedürfnissen begegnen und die Kompetenzen verbessern. Die Maßnahmen sollten darauf abzielen, die großen Diskrepanzen zwischen den am Arbeitsmarkt angebotenen und nachgefragten Kompetenzen durch eine Verbesserung der Bildungsergebnisse und effektive Umschulungsprogramme zu reduzieren. Um das Produktivitätswachstum zu steigern, sollte zudem die Unternehmensdynamik durch eine Reduzierung des Verwaltungsaufwands gefördert werden.

## Das Wachstum erweist sich als widerstandsfähig

Die Wirtschaftstätigkeit ist robust geblieben. Die schnell steigenden Löhne und höheren Sozialtransfers sowie eine zunehmende Zuwanderung und die damit verbundenen Beschäftigungszuwächse haben den privaten Konsum weiter gestützt. Die Investitionstätigkeit hat sich belebt und profitiert von einem starken Anstieg der Bautätigkeit und einer schnelleren Umsetzung EU-finanzierter Projekte. Die Unternehmensinvestitionen wurden durch die hohe Kapazitätsauslastung angekurbelt. Die Exporte sind im ersten Halbjahr unter dem Einfluss hoher Getreide- und Dienstleistungsexporte kräftig gestiegen, haben dann jedoch an Dynamik verloren. Das Geschäftsklima und die Exporterwartungen haben sich eingetrübt, was auf eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit hindeutet. Die Gesamtinflation bleibt aufgrund niedrigerer Ölpreise gedämpft, die Dienstleistungspreise werden jedoch durch über dem Produktivitätswachstum liegende Lohnzuwächse weiter unter Druck gesetzt.

## Lithuania



Source: OECD Economic Outlook 106 database; and European Central Bank.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045715>

## Lithuania: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>Lithuania</b>						
<b>GDP at market prices</b>	38.9	4.2	3.6	3.6	2.5	2.5
Private consumption	24.5	3.5	3.7	3.7	3.8	3.4
Government consumption	6.6	-0.3	0.5	1.3	0.7	0.6
Gross fixed capital formation	7.7	8.2	8.4	7.0	4.4	4.0
Final domestic demand	38.9	3.7	4.1	3.9	3.4	3.0
Stockbuilding <sup>1</sup>	-0.3	-1.0	-0.8	-1.8	0.2	0.0
Total domestic demand	38.6	2.8	3.4	2.0	3.8	3.1
Exports of goods and services	26.3	13.6	6.3	7.9	2.3	3.7
Imports of goods and services	26.0	11.5	6.0	5.9	3.1	4.5
Net exports <sup>1</sup>	0.3	1.5	0.4	1.6	-0.5	-0.5
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	4.3	3.3	2.4	2.3	2.2
Harmonised index of consumer prices	—	3.7	2.5	2.3	2.2	2.2
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	2.6	1.9	2.2	2.2	2.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	7.1	6.1	6.0	5.9	5.9
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-3.6	-5.1	-4.9	-4.7	-4.6
General government financial balance (% of GDP)	—	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1
General government gross debt (% of GDP)	—	47.3	41.1	40.3	39.6	39.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	39.3	34.1	33.2	32.5	31.9
Current account balance (% of GDP)	—	0.5	0.3	1.9	0.7	0.2

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046646>

## Die Anhebung des Kompetenzniveaus ist weiterhin vorrangig

Die monetären Bedingungen im Euroraum sind nach wie vor sehr akkommodierend. Die relativ niedrigen Kreditkosten und die schnell steigenden Einkommen halten die Konjunktur am Wohnimmobilienmarkt auf Rekordniveau und stützen das kräftige Wachstum der Wohnimmobilienpreise, wenngleich nach wie vor große regionale Unterschiede bestehen. Die Wohnungsbaukredite sind in der ersten Jahreshälfte um rd. 9% gestiegen. Da die Kredit-BIP-Relation der privaten Haushalte und die realen Wohnimmobilienpreise im historischen Vergleich immer noch niedrig sind, scheinen die Risiken für die Finanzstabilität begrenzt. Die zuständigen Stellen müssen weiterhin proaktiv prudenzielle Maßnahmen ergreifen, um die Entstehung von Ungleichgewichten zu verhindern.

Der Haushalt für 2020 sieht einen weiteren Anstieg der Sozialausgaben, insbesondere beim Kindergeld, und Lohnerhöhungen im öffentlichen Dienst in Bereichen wie Bildung und Gesundheit vor. Der mit diesen arbeitsverringernenden Initiativen verbundene Ausgabenanstieg wird teilweise durch Verbesserungen in der Steuerverwaltung ausgeglichen. Dazu zählen u.a. die Entwicklung eines durchgängigen Kontrollsystems zur Verhinderung von Steuerbetrug und die Anhebung einiger Steuern, wie beispielsweise der Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe, Getränke mit hohem Alkoholgehalt und Tabakerzeugnisse. Nach der Lockerung im Jahr 2019 wird der fiskalpolitische Kurs 2020-2021 wahrscheinlich weitgehend neutral ausgerichtet werden. Eine solide Haushaltsposition ist entscheidend, um sozialen Bedürfnissen zu begegnen, weitere

Strukturreformen in wichtigen Bereichen wie Bildung und Innovation durchzuführen und die Verschuldung niedrig zu halten.

Um die Produktivität und Inklusivität zu erhöhen, ist es unerlässlich, die Kompetenzen zu verbessern und die Diskrepanzen zwischen am Markt nachgefragten und angebotenen Kompetenzen zu verringern. Viele Arbeitskräfte sind überqualifiziert für die Tätigkeit, die sie ausüben. Maßnahmen, die die Unterrichtsqualität verbessern und das Bildungssystem stärker auf die Bedürfnisse des Arbeitsmarkts ausrichten, sind von zentraler Bedeutung. Außerdem sollte die berufliche Bildung durch eine stärkere Akzentuierung des Lernens am Arbeitsplatz verbessert und ihre Attraktivität für junge Menschen erhöht werden. Die Vermittlung guter und relevanter Kompetenzen erfordert auch effektive Höherqualifizierungs- und Umschulungsprogramme, die lebenslanges Lernen fördern und die Beschäftigungschancen sowie die Inklusivität am Arbeitsmarkt erhöhen.

## Das Wachstum wird sich verlangsamen

Das BIP-Wachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 auf 2½% zurückgehen, weil die globale Konjunkturverlangsamung die Exporte und das Geschäftsklima belastet. Außerdem wird sich die Investitionstätigkeit abschwächen, weil die Auszahlungen aus EU-Fonds langsamer steigen und wieder ein normales Niveau erreichen. Die Inlandsnachfrage wird auch unter dem Bevölkerungsrückgang leiden, der das Konsumwachstum beeinträchtigt. Die Arbeitslosenquote wird im Projektionszeitraum bei rd. 6% verharren. Der positive Migrationssaldo hat zur Verringerung des Arbeitskräftemangels beigetragen, es sind jedoch weiterhin Angebotsengpässe spürbar, die durch eine große Diskrepanz zwischen Kompetenzniveau und -anforderungen noch verschärft werden. Kräftige Lohnerhöhungen werden die Preise im Dienstleistungssektor auf einem hohen Niveau halten. Ein hinter den Erwartungen zurückbleibendes Wachstum bei den wichtigsten Handelspartnern des Landes in der EU könnte die Exporte und die Investitionstätigkeit dämpfen, während über Erwarteten große Ungleichgewichte am Arbeitsmarkt das Lohnwachstum beschleunigen und die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen könnten. Zu einer günstigeren Entwicklung könnte es indessen kommen, wenn Strukturreformen zu einem höheren Produktivitäts- und BIP-Wachstum führen.

# Luxemburg

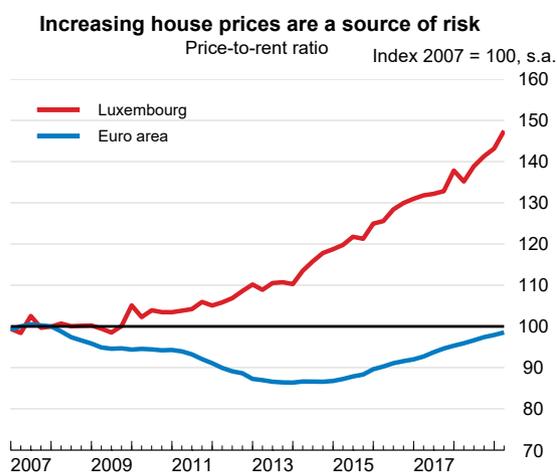
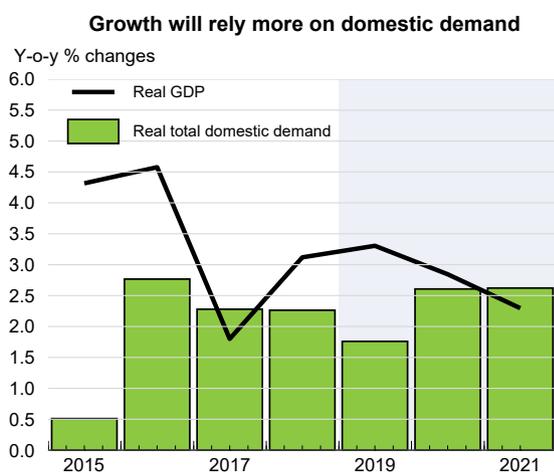
Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020 auf 2,8% und 2021 auf 2,3% verlangsamen. Ursachen hierfür sind die gedämpfte Investitionstätigkeit und die anhaltende Schwäche im Euroraum, die die Exportdynamik bremsen dürfte. Das solide Wachstum des privaten Verbrauchs wird die Inlandsnachfrage stützen. Am dynamischen Arbeitsmarkt werden weiterhin Arbeitsplätze geschaffen, wenn auch in langsamerem Tempo. Sie kommen größtenteils Grenzgängern zugute. Folglich gehen die Projektionen von einem nur leichten Rückgang der Arbeitslosenquote aus.

Die Haushaltsposition ist solide, und der fiskalische Spielraum ist groß. Falls sich die derzeitige Konjunkturabschwächung verstärkt und das Wachstum dadurch deutlich unter die Potenzialrate sinkt, sollte die Fiskalpolitik gelockert werden. Eine Erhöhung des Angebots an sozialen und privaten Mietwohnungen ist von entscheidender Bedeutung, um den Zugang zu Wohnraum gerechter zu gestalten und den Anstieg der Wohnimmobilienpreise zu verlangsamen. Die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte birgt für manche Familien und Banken Gefahren. Dies spricht für die Einführung makroprudenzieller Instrumente, die bei den Kreditnehmern ansetzen.

## Das Wachstum stützt sich stärker auf die Inlandsnachfrage

Im ersten Halbjahr 2019 wurde ein kräftiges BIP-Wachstum verzeichnet. Grund dafür waren in erster Linie die rasch expandierenden Exporte. Diese waren ihrerseits v.a. auf eine deutliche Belebung der Finanz- und Versicherungsaktivitäten zurückzuführen, z.T. als Ausgleich für ein sehr schwaches Jahresende 2018. Das Konsumklima und die Einzelhandelsumsätze sind nach wie vor solide. Der Aufwärtstrend im Baugewerbe hält an. Unternehmenserhebungen deuten aber auf eine allmähliche Verschlechterung der Aussichten hin, die auf die Konjunkturabschwächung im Euroraum zurückzuführen ist. Die Arbeitslosenquote ist gesunken. Zudem gibt es immer mehr Anzeichen für Passungsprobleme am Arbeitsmarkt sowie Fachkräftemangel, was potenzielle Kapazitätsengpässe signalisiert.

## Luxemburg



Source: OECD Economic Outlook 106 database; and OECD Analytical House Price database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045734>

## Luxembourg: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>Luxembourg</b>						
<b>GDP at market prices</b>	54.9	1.8	3.1	3.3	2.8	2.3
Private consumption	16.3	2.2	3.3	2.5	2.8	2.7
Government consumption	8.7	5.2	3.9	4.4	3.8	3.7
Gross fixed capital formation	10.0	5.6	-6.1	2.0	1.3	1.3
Final domestic demand	35.0	3.9	0.8	2.9	2.7	2.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.5	-1.0	0.9	-0.7	-0.1	0.0
Total domestic demand	35.4	2.3	2.3	1.8	2.6	2.6
Exports of goods and services	116.8	0.7	0.5	1.7	2.9	2.6
Imports of goods and services	97.4	0.7	-0.3	1.0	2.8	2.8
Net exports <sup>1</sup>	19.4	0.4	1.6	1.8	1.3	0.7
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.7	2.5	2.9	1.9	1.7
Harmonised index of consumer prices	—	2.1	2.0	1.7	1.7	1.8
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.4	0.9	1.8	1.7	1.8
Unemployment rate (% of labour force)	—	5.9	5.5	5.3	5.3	5.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	16.0	16.0	14.5	13.6	13.2
General government financial balance (% of GDP)	—	1.4	2.7	2.8	2.9	2.9
General government gross debt (% of GDP)	—	29.9	29.0	29.0	28.3	27.2
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	22.4	21.0	21.0	20.3	19.2
Current account balance (% of GDP)	—	4.9	4.8	5.0	4.6	4.3

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046665>

## Es bedarf Politikmaßnahmen zur Förderung eines umweltverträglichen Wachstums und zur Steigerung der Produktivität

Die Haushaltsposition ist solide. Der Haushaltsüberschuss wird den Projektionen zufolge bei annähernd 3% des BIP verharren, und die Bruttostaatsschuldenquote zählt weiter zu den niedrigsten im OECD-Raum. Nach Senkungen der Körperschaftsteuer und der Einführung ermäßigter Mehrwertsteuersätze für bestimmte Produkte im Jahr 2019 wird der fiskalpolitische Kurs den Projektionen zufolge in den kommenden zwei Jahren weitgehend neutral bleiben. Fiskalische Maßnahmen können durch höhere Abgaben auf Verkehrskraftstoffe, die Einführung einer Staugebühr in Luxemburg-Stadt, eine Erhöhung der Kraftfahrzeugsteuern sowie Investitionen in die Infrastruktur für Elektrofahrzeuge ein umweltverträgliches Wachstum fördern.

Das Produktivitätswachstum blieb in den letzten Jahren gedämpft. Fachkräftemangel, regulatorische Beschränkungen in einigen freien Berufen und ein Mangel an Innovationen selbst unter den produktivsten Unternehmen sind einige der Faktoren, die zur Produktivitätsverlangsamung beitragen. Die Arbeitsmarktpolitik sollte darauf abzielen, durch regelmäßige Bedarfsanalysen die zukünftigen beruflichen Anforderungen zu ermitteln und das Ausbildungsangebot anhand dieser Erkenntnisse zu verbessern. Bei der Novellierung des Insolvenzrechts sollten die Beschränkungen gelockert werden, die einer frühzeitigen Restrukturierung und einer zweiten Chance für Unternehmer im Wege stehen. Zudem sollte der Marktaustritt nicht bestandsfähiger Unternehmen erleichtert werden. Die Politik sollte darüber hinaus gleiche

Rahmenbedingungen für Fintechs und traditionelle Finanzintermediäre sicherstellen und bei der Regulierung von Finanzinnovationen einen risikobasierten Ansatz fördern.

Unter dem Einfluss des Bevölkerungswachstums, der hohen Zahl an Haushaltsgründungen, des anhaltenden Nachfragedrucks durch Grenzgänger und der begrenzten Nutzung von Bauland sind die Wohnimmobilienpreise stark gestiegen. Wohnraum wurde infolgedessen immer weniger erschwinglich, insbesondere für einkommensschwache Haushalte. Um den Wohnimmobilienmarkt effizienter und inklusiver zu gestalten, bedarf es Maßnahmen zur Beseitigung angebotsseitiger Engpässe und zur Erhöhung der Wohnformneutralität ebenso wie gezielterer fiskalischer Impulse.

## **Das Wachstum wird nachlassen, aber solide bleiben**

Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge abschwächen, 2020 und 2021 aber problemlos über 2% verharren. Das Investitionswachstum wird voraussichtlich zurückgehen. Die Exporte werden sich gegenüber ihren guten Ergebnissen Anfang 2019 verlangsamen, wodurch ihr Beitrag zum BIP-Wachstum auf ein im historischen Vergleich niedriges Niveau sinken wird. Vor dem Hintergrund eines dynamischen Arbeitsmarkts wird der robuste private Konsum zur Stützung der Wirtschaftstätigkeit beitragen.

Die Risiken für den Ausblick sind abwärtsgerichtet. Sie umfassen ein hinter den Erwartungen zurückbleibendes Wachstum im Euroraum und in der Weltwirtschaft und Ungewissheit über den Brexit, selbst wenn Luxemburg auf mittlere Sicht von der Verlagerung einiger Finanzdienstleistungsaktivitäten aus dem Vereinigten Königreich profitieren könnte. Der Finanzsektor wird voraussichtlich rentabel bleiben, die zunehmende Volatilität an den globalen Finanzmärkten könnte jedoch den Abschwung an den weltweiten Aktienmärkten und den damit einhergehenden Rückgang der von den Investmentfonds verwalteten Nettovermögen beschleunigen.

# Mexiko

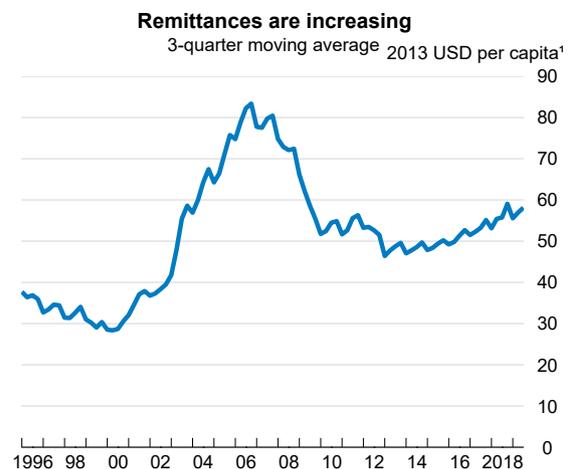
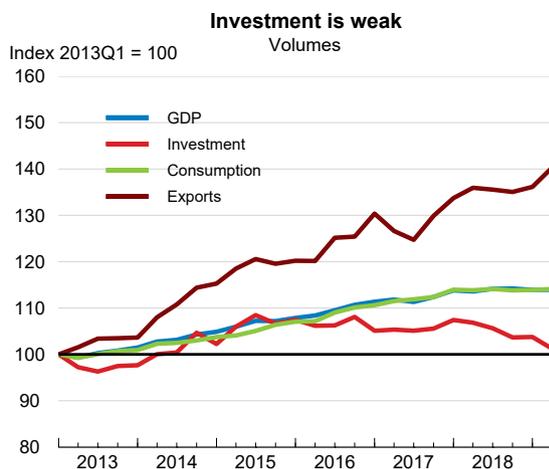
Das Wachstum wird sich nach und nach beleben, da hohe Rücküberweisungen im Ausland lebender Mexikaner, gestiegene Mindestlöhne und eine rückläufige Inflation den Konsum ankurbeln werden. Die Investitionstätigkeit war schwach, sie wird unter dem Einfluss niedrigerer Zinssätze jedoch allmählich anziehen. Angesichts des weniger günstigen globalen Umfelds, insbesondere in den Vereinigten Staaten, wird das Exportwachstum sinken. Die informelle Beschäftigung ist nach wie vor weitverbreitet und die regionalen Unterschiede sind groß.

Die Geldpolitik wird in Anbetracht der rückläufigen Inflation und der bestehenden Kapazitätsüberhänge stärker akkommodierend ausgerichtet werden, was angebracht ist. Zur Stabilisierung der Staatsverschuldung ist weiterhin ein umsichtiger fiskalpolitischer Kurs erforderlich. Um die Produktivität zu steigern, bedarf es wettbewerbsfördernder Maßnahmen und kontinuierlicher Anstrengungen zur Stärkung der Rechtsstaatlichkeit und Bekämpfung der Kriminalität. Eine Erhöhung der niedrigen Frauenerwerbsbeteiligung durch ein breiteres Angebot an frühkindlicher Bildung würde Wachstum und Teilhabe stärken.

## Die Konjunktur hat sich abgekühlt

Die Handelsspannungen und die politische Unsicherheit haben das Geschäftsklima eingetrübt und die Investitionstätigkeit gebremst. In der Industrie und in der Landwirtschaft ist eine Abschwächung festzustellen, während sich der Dienstleistungssektor weiter als widerstandsfähiger erweist. Die Inflation geht dank niedrigerer Kraftstoffpreise zurück, was die Kaufkraft und den privaten Konsum stärkt. Der Staatsverbrauch ist verhalten, weil die Ausgaben der mexikanischen Bundesregierung weiterhin begrenzt sind. Die Arbeitsplatzschaffung im formellen Sektor hat abgenommen und die Arbeitslosigkeit ist gestiegen. Das Leistungsbilanzdefizit hat sich parallel zur Verlangsamung der Inlandsnachfrage verringert.

## Mexico



1. Population figures projected from 2019Q1 onward.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD Population Statistics; and Bank of Mexico.

## Mexico: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Mexico</b>	Current prices MXN billion	Percentage changes, volume (2013 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	20 118.1	2.1	2.0	0.2	1.2	1.6
Private consumption	13 188.7	3.2	2.2	0.6	2.1	2.5
Government consumption	2 417.6	0.5	1.4	-0.8	0.9	0.8
Gross fixed capital formation	4 612.4	-1.6	0.6	-3.5	1.4	2.1
Final domestic demand	20 218.7	1.8	1.7	-0.5	1.8	2.2
Stockbuilding <sup>1</sup>	296.6	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0
Total domestic demand	20 515.3	1.7	1.8	-0.7	1.7	2.2
Exports of goods and services	7 456.4	4.2	5.7	3.7	3.7	3.0
Imports of goods and services	7 853.6	6.4	6.2	0.3	4.6	4.5
Net exports <sup>1</sup>	- 397.2	-0.7	-0.2	1.2	-0.3	-0.5
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	6.6	5.3	3.5	2.7	2.7
Consumer price index	–	6.0	4.9	3.5	2.7	2.7
Core inflation index <sup>2</sup>	–	4.7	3.8	3.6	2.9	2.7
Unemployment rate <sup>3</sup> (% of labour force)	–	3.4	3.3	3.5	3.4	3.3
Current account balance (% of GDP)	–	-1.7	-1.8	-0.7	-1.1	-1.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding volatile items: agricultural, energy and tariffs approved by various levels of government.

3. Based on National Employment Survey.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046684>

## Reformen sind notwendig, um ein inklusiveres Wachstum zu fördern

Die Geldpolitik wird zu Recht stärker akkommodierend ausgerichtet werden, da die Inflation unter der 3%-Marke liegt und die Kapazitätsüberhänge zunehmen. Der fiskalpolitische Kurs wird umsichtig bleiben und auf einen Primärüberschuss von 1,0% in diesem Jahr und 0,7% im Jahr 2020 abzielen. Dies gewährleistet ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der notwendigen Stabilisierung der Schulden und der Aufrechterhaltung der Sozialausgaben. Eine Verbesserung des Steuereinzugs durch die Stärkung der Steuerverwaltung und den Abbau regressiver Steuerbefreiungen würde den Spielraum für Infrastrukturinvestitionen und Sozialausgaben ausweiten. Die Einrichtung eines unabhängigen Fiskalrats würde den Haushaltsrahmen stärken und die Transparenz und die Rechenschaftslegung verbessern.

Um ein stärkeres und inklusiveres Wachstum zu erzielen, gilt es produktivitätssteigernde Reformen durchzuführen. Eine Intensivierung der Korruptionsbekämpfung, beispielsweise durch die Stärkung des Hinweisgeberschutzes, würde dazu beitragen, die Investitionstätigkeit und die Effizienz des öffentlichen Sektors zu erhöhen. Eine raschere Umsetzung der Reformen in wichtigen Politikbereichen, wie z.B. der Justizreform, ist unabdingbar, um das Geschäftsumfeld zu verbessern und den Investitionen und dem Wachstum Auftrieb zu geben. Die Wettbewerbsbehörden und die für die einzelnen Sektoren zuständigen Regulierungsstellen sollten mit den für die Ausübung ihres Mandats erforderlichen Mitteln ausgestattet werden, um die Produktivität zu steigern und die Preise zu senken. Davon würden vor allem einkommensschwache Haushalte profitieren.

Die informelle Beschäftigung ist leicht zurückgegangen, auf sie entfallen aber immer noch 60% der Beschäftigten. Deshalb sind zusätzliche und koordinierte Anstrengungen erforderlich, wie beispielsweise eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge für Niedriglohnpfänger oder eine Vereinfachung der Verfahren für die Unternehmensregistrierung. Eine Ausweitung und Qualitätssteigerung der frühkindlichen

Bildung würde die schulischen Ergebnisse verbessern und mehr Frauen die Aufnahme einer Erwerbstätigkeit ermöglichen. Ein weiterer Abbau von Überschneidungen bei den Sozialprogrammen würde Spielraum schaffen, die Zahl der Leistungsempfänger zu erhöhen.

### **Das Wachstum wird den Projektionen zufolge leicht zunehmen**

Die Wirtschaft wird 2020 voraussichtlich nach und nach an Stärke gewinnen und 2021 um 1,6% wachsen. Dabei werden vor allem vom Konsum – unterstützt durch gestiegene Löhne und hohe Rücküberweisungen – maßgebliche Wachstumsimpulse ausgehen. Die Investitionstätigkeit wird unter dem Einfluss sinkender Zinssätze allmählich zunehmen. Zu einer günstigeren Entwicklung könnte es kommen, wenn sich der Ölsektor besser entwickelt als erwartet, weil sich die Förderung auf die Nutzung besonders ertragreicher Chancen konzentriert. Das Baugewerbe könnte ebenfalls für positive Überraschungen sorgen, da vor Kurzem einige Einschränkungen der Bauflächen in Mexiko-Stadt aufgehoben wurden. Zu den Abwärtsrisiken gehören weitere Handelsspannungen mit den Vereinigten Staaten und erneute Episoden der Volatilität an den Finanzmärkten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die die Schuldenfinanzierung verteuern könnten.

# Neuseeland

Den Projektionen zufolge wird das Wirtschaftswachstum 2020-2021 bei rd. 2½% verharren. Die Exporttätigkeit wird sich voraussichtlich verlangsamen und der Verbrauch wird unter dem Einfluss der abnehmenden Nettozuwanderung und der geringeren Zuwächse bei den Wohnimmobilienvermögen an Dynamik verlieren. Die Unternehmensinvestitionen hingegen dürften angesichts der steigenden Arbeitskosten und der sinkenden Kapitalkosten anziehen und den Kapazitätsengpässen entgegenwirken.

Die Fiskalpolitik ist gegenwärtig expansiv ausgerichtet, für 2020 wird allerdings mit einem nahezu neutralen und für 2021 mit einem kontraktiven Kurs gerechnet. Die Zentralbank hat den Leitzins vor Kurzem um 50 Basispunkte auf 1% gesenkt und wird bis Mitte 2020 voraussichtlich zwei weitere Senkungen um 25 Basispunkte vornehmen, was erforderlich ist, um die Inflation zur Mitte des Zielkorridors steigen zu lassen. Zudem plant sie eine deutliche Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Banken, was die Risiken mindern, aber die Kreditkosten erhöhen würde.

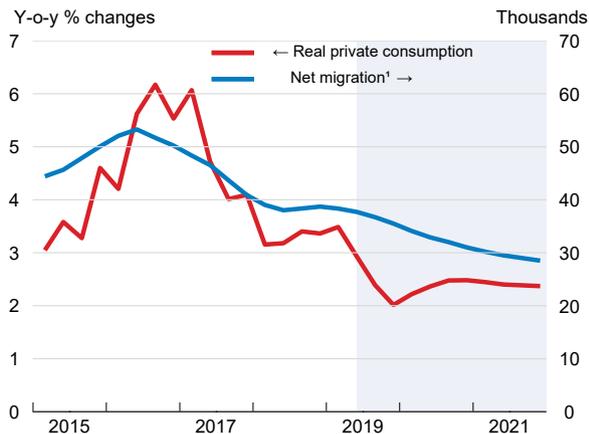
## Das Wirtschaftswachstum ist stabil

Das Wirtschaftswachstum hat sich auf rd. 2½% verlangsamt. Der Verbrauch der privaten Haushalte hat sich vor dem Hintergrund der sinkenden Nettozuwanderung und der geringeren Zuwächse bei den Wohnimmobilienvermögen abgeschwächt. Die Investitionen des Unternehmenssektors bleiben trotz der im historischen Vergleich hohen Kapazitätsauslastung und der geringen Kapitalkosten gedämpft, da das Geschäftsklima durch die größere Unsicherheit in Bezug auf die Weltwirtschaftslage, Besorgnis über die Regierungspolitik, die Arbeitskosten und die Verfügbarkeit von Arbeitskräften sowie die geringen Gewinnspannen belastet wird. Die Wohnungsbauinvestitionen sind dagegen deutlich gestiegen und tragen zu einer Verringerung des Wohnungsmangels bei. Die im historischen Vergleich nach wie vor hohen Preise der neuseeländischen Rohstoffexporte stützen die Einkommen und die Wirtschaftstätigkeit.

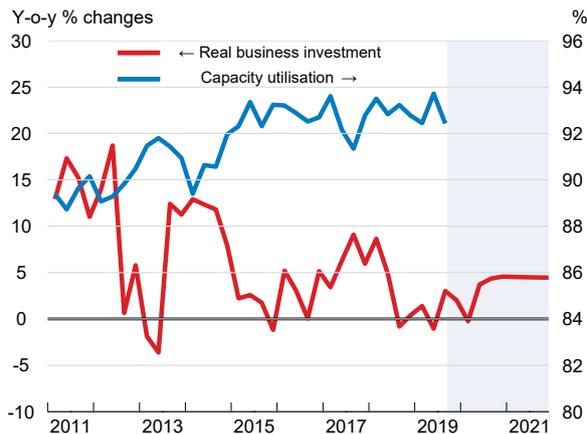
Der Arbeitsmarkt ist angespannt. Die Arbeitslosenquote liegt unter der geschätzten strukturellen Quote und das Lohnwachstum zieht allmählich an, was z.T. den geplanten Anhebungen des Mindestlohns auf 20 NZD pro Stunde bis 2021 zuzuschreiben ist. Dies wäre im Verhältnis zum Medianlohn eines der höchsten Mindestlohniveaus im OECD-Raum. Die Inflation bewegt sich weiterhin knapp unter der Mitte des Zielkorridors der Zentralbank.

## New Zealand

### Net migration has peaked and consumption is set to slow



### Business investment remains subdued



1. RBNZ projections. Net migration data refer to working-age (15 and over) migrants.

Source: Reserve Bank of New Zealand (2019), Monetary Policy Statement, August; New Zealand Institute of Economic Research (2019), Capacity Utilisation, Business Opinion; and OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045791>

## New Zealand: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>New Zealand</b>						
	Current prices NZD billion	Percentage changes, volume (2009/2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	265.9	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4
Private consumption	153.0	4.7	3.3	2.7	2.4	2.4
Government consumption	48.1	2.8	2.2	2.9	3.5	2.2
Gross fixed capital formation	61.1	3.5	3.6	3.0	3.0	3.5
Final domestic demand	262.2	4.1	3.2	2.8	2.7	2.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.8	-0.1	0.5	-0.7	0.3	0.0
Total domestic demand	263.1	3.9	3.7	2.1	3.0	2.6
Exports of goods and services	71.1	2.3	2.6	2.8	1.6	2.3
Imports of goods and services	68.2	6.9	5.8	1.0	3.3	3.1
Net exports <sup>1</sup>	2.9	-1.2	-0.8	0.5	-0.5	-0.2
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	3.5	1.1	2.1	2.2	2.0
Consumer price index	—	1.9	1.6	1.5	1.9	1.9
Core inflation index <sup>2</sup>	—	1.4	1.2	1.8	1.9	1.9
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.7	4.3	4.1	4.2	4.3
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-1.4	-1.0	-0.7	-0.6	-0.4
General government financial balance (% of GDP)	—	1.1	0.9	0.4	0.3	0.8
General government gross debt (% of GDP)	—	36.0	34.5	32.7	32.5	31.8
Current account balance (% of GDP)	—	-2.7	-3.9	-3.2	-3.3	-3.4

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046722>

## Die Geldpolitik ist expansiv ausgerichtet, die Fiskalpolitik wird aber auf einen kontraktiven Kurs einschwenken

Der fiskalpolitische Kurs wird 2020 leicht expansiv ausgerichtet sein, da die Effekte des geschätzten Rückgangs des strukturellen Überschusses im Primärhaushalt im Jahr 2019 (um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP) verzögert zum Tragen kommen. 2021 wird mit einer kontraktiven Fiskalpolitik gerechnet, wenn der strukturelle Primärüberschuss um  $\frac{1}{2}\%$  des BIP steigt. Einige der im Finanzjahr 2019-2020 (Finanzjahre enden am 30. Juni) geplanten Ausgabenerhöhungen könnten aufgrund von Kapazitätsengpässen, insbesondere im Infrastrukturbereich, verschoben werden, was die Konjunkturimpulse verzögern würde. 2021 werden höhere Steuereinnahmen für eine fiskalische Straffung sorgen. Der geldpolitische Kurs wird voraussichtlich expansiver werden, wobei bis Mitte 2020 zwei weitere Senkungen des historisch niedrigen Leitzinses von 1% um jeweils 25 Basispunkte zu erwarten sind. Durch die geplante Erhöhung der Kernkapitalanforderungen für Banken (Tier 1) droht sich allerdings der Kreditzugang zu verschlechtern.

Neuseeland hat dank des gesamtstaatlichen Haushaltsüberschusses und der geringen Verschuldung fiskalpolitischen Spielraum für weitere Konjunkturimpulse, falls diese erforderlich sein sollten. Durch das „Well-Being Budget“, einen an Lebensqualität orientierten Haushaltsplan, der erstmals im Finanzjahr 2019/2020 verabschiedet wurde, kann sichergestellt werden, dass zusätzliche Ausgaben und Steuer-senkungen effektiver zur Verbesserung der Lebensqualität beitragen. Reformen zum Abbau von Hemmnissen für die Schaffung von neuem Wohnraum, insbesondere aufgrund unnötig restriktiver und komplexer Flächennutzungsbestimmungen, sowie zum Abbau finanzieller Fehlanreize, die lokale Gebietskörperschaften davon abhalten, die Infrastruktur für Wohnungen bereitzustellen, könnten dazu beitragen, die Lebensqualität zu erhöhen und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln.

## Das Wirtschaftswachstum wird stabil bleiben

Das BIP-Wachstum dürfte auch 2020-2021 bei rd.  $2\frac{1}{2}\%$  liegen. Die Nettozuwanderung und die Exporte werden sich voraussichtlich verlangsamen und die Fiskalpolitik wird auf einen leicht kontraktiven Kurs umschwenken. Die Unternehmensinvestitionen dürften angesichts steigender Lohnkosten und weiter sinkender Kapitalkosten expandieren. Die Arbeitslosenquote wird den Projektionen zufolge nahe am derzeitigen niedrigen Niveau verharren. Die Inflation wird unter dem Einfluss der steigenden Arbeitskosten allmählich anziehen. Ein erhebliches Abwärtsrisiko besteht darin, dass sich die Weltwirtschaftslage stärker als erwartet verschlechtert, was ein schwächeres Wachstum der Exporte und der Unternehmensinvestitionen zur Folge hätte. In einem solchen Szenario könnten auch die Preise der neuseeländischen Rohstoffexporte nachgeben, was die Einkommen und das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion belasten würde. Günstiger könnte die Entwicklung ausfallen, wenn die Nettozuwanderung in geringerem Maße zurückgeht als in den Projektionen unterstellt und zu einem stärkeren Wachstum beiträgt.

# Niederlande

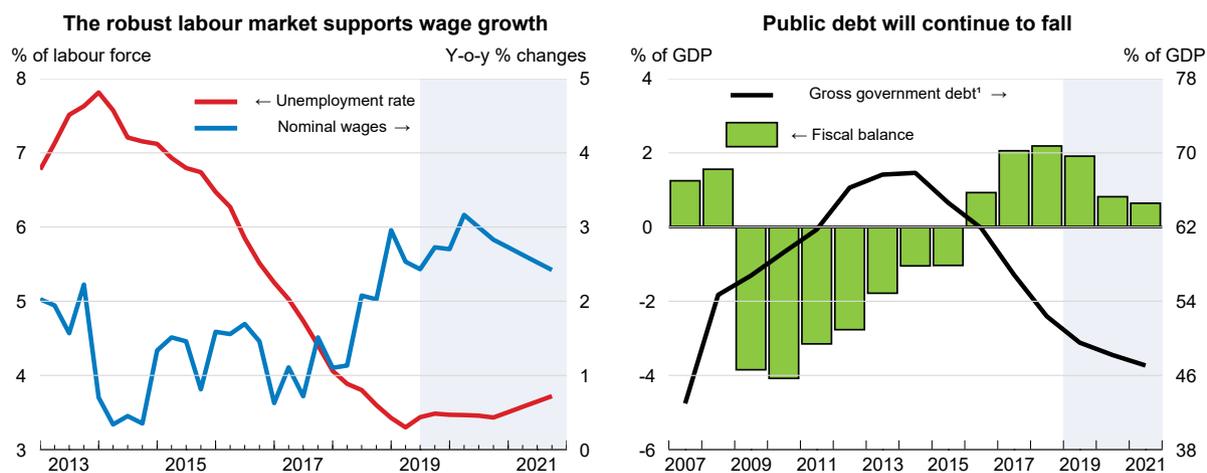
Nachdem das Wirtschaftswachstum infolge der Abschwächung des Welthandels im Jahr 2019 rückläufig war, wird es 2020 voraussichtlich durch ein umfangreiches Konjunkturpaket angekurbelt werden. Der Arbeitsmarkt wird sich mit einer niedrigen Arbeitslosenquote und einem soliden Lohnwachstum weiter gut entwickeln.

Durch die geplanten fiskalischen Impulse wird sich der Rückgang der Staatsschuldenquote verlangsamen. Es besteht nach wie vor fiskalischer Spielraum für Interventionen, falls sich das internationale Umfeld – insbesondere im Fall eines ungeregelten Brexit – weiter verschlechtern sollte. Eine Verringerung der Differenzen in der Steuer- und Abgabenbelastung zwischen regulär und selbstständig Beschäftigten würde die Inklusivität erhöhen.

## Die schwache Auslandsnachfrage belastet das Wachstum

Die schwache Auslandsnachfrage, insbesondere aus Deutschland, hemmt das Exportwachstum und hat zu einem leichten Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses geführt. Demgegenüber hat sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen beschleunigt. Der private Verbrauch hat sich kräftig entwickelt, was großenteils der niedrigen Arbeitslosigkeit und dem starken Lohnwachstum zuzuschreiben ist. Das Konsum- und Geschäftsklima bleibt indessen eingetrübt. Die Gesamtinflation ist gesunken, da die Effekte der vergangenen Mehrwertsteuererhöhung abgeklungen sind. Der angespannte Wohnimmobilienmarkt hat die Preise für Wohneigentum steigen lassen, und der Wohnungsbau hat sich verlangsamt.

## Netherlands



1. Maastricht definition.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045772>

## Netherlands: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>Netherlands</b>						
<b>GDP at market prices</b>	708.3	3.0	2.5	1.7	1.8	1.6
Private consumption	316.1	2.2	2.3	1.4	1.8	1.5
Government consumption	174.9	0.9	1.6	1.3	2.5	2.0
Gross fixed capital formation	141.8	4.3	3.2	5.0	1.7	1.6
Final domestic demand	632.8	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7
Stockbuilding <sup>1</sup>	3.4	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
Total domestic demand	636.2	2.4	2.1	2.3	2.0	1.6
Exports of goods and services	562.8	6.7	3.7	2.4	2.7	2.1
Imports of goods and services	490.7	6.4	3.2	3.2	3.1	2.3
Net exports <sup>1</sup>	72.1	0.9	0.7	-0.3	0.0	0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.2	2.2	2.8	1.4	1.3
Harmonised index of consumer prices	—	1.3	1.6	2.7	1.8	1.5
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	0.8	1.0	1.9	1.8	1.5
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.9	3.8	3.4	3.5	3.6
Household saving ratio, net <sup>3</sup> (% of disposable income)	—	8.8	8.4	7.8	8.0	8.1
General government financial balance (% of GDP)	—	1.3	1.5	1.3	0.4	0.3
General government gross debt (% of GDP)	—	70.8	65.6	62.8	61.4	60.3
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	56.9	52.4	49.5	48.2	47.1
Current account balance (% of GDP)	—	10.8	10.9	8.8	8.8	8.8

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
  2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
  3. Including savings in life insurance and pension schemes.
- Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046703>

## Die Fiskalpolitik wird die Konjunktur stützen

Die Fiskalpolitik wurde konjunkturstützend ausgerichtet. Im Haushalt für 2020 ist eine Senkung der Einkommensteuern und eine Erhöhung der Steuergutschriften für Erwerbstätige vorgesehen. Zusätzliche Staatsausgaben fließen in die Förderung von erschwinglichem Wohnraum und in Sozialleistungen. Das Fiskalpaket hat einen Umfang von etwa 1% des BIP und wird das Wachstum 2020 Schätzungen zufolge um 0,6 Prozentpunkte erhöhen. In Anbetracht der Konjunkturabschwächung, der soliden Haushaltsposition, der günstigen Schuldenentwicklung und der niedrigen Kosten der staatlichen Finanzierung ist der fiskalpolitische Kurs angemessen. Eine aktive Fiskalpolitik wird die Nachfrage stützen und den Leistungsbilanzüberschuss verringern. Im Falle eines unregelmäßigen Brexit sollte die Politik zusätzliche Maßnahmen in Erwägung ziehen.

Da die Finanzierungskosten nahe am historischen Tiefstand liegen, könnte ein Investitionsfonds, wie er von der Regierung vorgeschlagen wurde, dazu beitragen, das Potenzial der Volkswirtschaft zu stärken, die bevorstehenden Herausforderungen in den Bereichen Digitalisierung, Klimawandel und Bevölkerungsalterung zu bewältigen. Trotz der jüngsten Fortschritte bei der Reduzierung der Zweiteilung des Arbeitsmarkts müssen weitere Reformen, insbesondere des Steuersystems und der Sozialversicherungsbeiträge, dafür sorgen, dass selbstständige und abhängige Beschäftigung gleichbehandelt werden.

## Der schwächere Handel und der Brexit stellen Wachstumsrisiken dar

Den Projektionen zufolge wird das BIP-Wachstum 2020 leicht auf 1,8% ansteigen und 2021 dann auf 1,6% zurückgehen. 2020 wird die Nachfrage hauptsächlich durch den privaten Konsum und die kräftigen fiskalischen Impulse gestützt werden. Eine über Erwartungen starke Abschwächung an den wichtigsten Exportmärkten, zu denen Deutschland zählt, stellt ein Abwärtsrisiko dar. Die Niederlande bleiben gegenüber der anhaltenden Unsicherheit im Hinblick auf den Brexit anfällig. Darüber hinaus stellen die hohen Wohnimmobilienpreise und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte ein Risiko für die Finanzstabilität dar. Auch wenn in jüngster Zeit bereits Maßnahmen ergriffen wurden, um die Verschuldung der privaten Haushalte zu verringern – insbesondere durch Einschränkung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen –, sollten die Anstrengungen fortgesetzt und die finanziellen Risiken überwacht werden. Ein Aufwärtsrisiko besteht im Fall einer stärkeren Aufhellung des Geschäftsklimas als in diesen Projektionen unterstellt.

# Norwegen

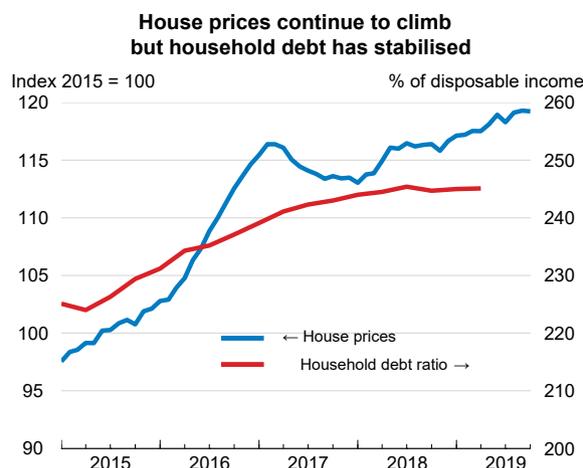
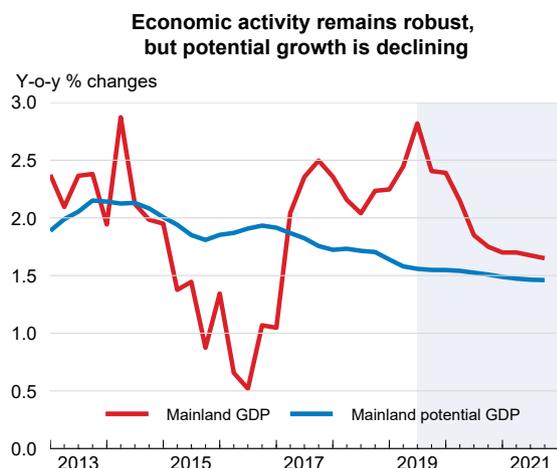
Das BIP-Wachstum der Festlandswirtschaft ist robust, wird sich jedoch abschwächen, da die Kapazitätsengpässe zunehmend spürbar sind und das Export- und Investitionswachstum abnimmt. Der Preisdruck wird verhalten ausfallen und das Beschäftigungswachstum wird beginnen sich abzuschwächen.

Die Ankündigung der norwegischen Zentralbank, die Leitzinsen nach den jüngsten Anhebungen voraussichtlich unverändert zu lassen, ist angesichts des sich verlangsamenden Wachstums angemessen. Der neutrale fiskalpolitische Kurs ist ebenfalls angemessen, weil das Wachstum über der Potenzialrate verharren dürfte. Die zuständigen Stellen müssen jedoch gegenüber den Risiken wachsam bleiben, die mit den Ölpreisen, den sich eintrübenden globalen Konjunkturaussichten und – auf nationaler Ebene – dem Wohnimmobilienmarkt und den Hypothekenkrediten verbunden sind. Die Strukturpolitik sollte sich darauf konzentrieren, die langfristigen Wachstumsaussichten zu verbessern, u.a. durch eine Erhöhung der Beschäftigungsquoten einiger Bevölkerungsgruppen und Effizienzsteigerungen bei den Ausgaben im öffentlichen Sektor.

## Das Wirtschaftswachstum ist nach wie vor robust

Das Produktionswachstum in Norwegens Festlandswirtschaft (d.h. ohne Erdöl- und Gasförderung) war in den letzten Quartalen robust und liegt weiterhin über der Potenzialrate. Getragen wird es durch die anhaltende Belebung der Investitionstätigkeit im Ölsektor und eine erneute Expansion der Wohnungsbauinvestitionen. Die Nichtölexporte haben sich jedoch in letzter Zeit abgeschwächt. Das Wachstum des Konsums der privaten Haushalte ist leicht zurückgegangen, was teilweise auf ein sich verlangsamendes Einkommenswachstum zurückzuführen ist. Das Lohnwachstum zieht weiter an, der Beschäftigungszuwachs hat sich Arbeitskräfteerhebungen zufolge jedoch leicht abgeschwächt. Die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig. Die Gesamtinflation hat in Richtung des 2%-Ziels nachgegeben, da die Effekte der Wechselkursabwertung abklingen.

## Norway



Source: OECD Economic Outlook 106 database; Statistics Norway; and Real Estate Norway (Eiendom Norge).

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045810>

## Norway: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Norway</b>	Current prices NOK billion	Percentage changes, volume (2017 prices)				
<b>Mainland GDP at market prices<sup>1</sup></b>	2 691.6	2.0	2.2	2.5	2.0	1.7
<b>Total GDP at market prices</b>	3 098.1	2.3	1.3	1.1	2.4	2.3
Private consumption	1 411.4	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9
Government consumption	754.7	1.9	1.4	2.2	1.9	1.8
Gross fixed capital formation	780.8	2.6	2.8	4.3	3.3	2.1
Final domestic demand	2 946.9	2.3	2.0	2.6	2.3	1.9
Stockbuilding <sup>2</sup>	89.9	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0
Total domestic demand	3 036.8	2.4	2.1	2.4	2.1	1.9
Exports of goods and services	1 098.6	1.7	-0.2	1.6	2.6	3.1
Imports of goods and services	1 037.3	1.9	1.9	5.4	1.9	2.0
Net exports <sup>2</sup>	61.3	0.0	-0.7	-1.2	0.3	0.5
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	4.0	5.8	-0.6	1.5	2.2
Consumer price index	–	1.9	2.7	2.3	2.0	2.2
Core inflation index <sup>3</sup>	–	1.7	1.2	2.5	2.0	2.2
Unemployment rate (% of labour force)	–	4.2	3.8	3.4	3.2	3.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	6.7	6.5	6.7	6.8	7.0
General government financial balance (% of GDP)	–	5.0	8.1	8.8	9.1	9.0
General government gross debt (% of GDP)	–	44.9	45.7	38.2	..	..
Current account balance (% of GDP)	–	4.7	7.2	4.2	4.3	4.8

1. GDP excluding oil and shipping.

2. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

3. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046741>

Die Wohnimmobilienpreise ziehen nach der Abwärtskorrektur im Jahr 2017 weiter an, aber noch in einem moderaten Tempo. Der Bestand an unverkauften Wohnimmobilien ist weiterhin hoch, und der Verkauf von Immobilien dauert länger, was auf eine weitere Korrektur hindeuten kann. Die Verschuldungsquote der privaten Haushalte ist nach wie vor hoch, aber stabil.

## Der weitgehend neutrale fiskalpolitische Kurs ist angemessen

Der Haushaltsentwurf für 2020 behält den seit 2017 verfolgten weitgehend neutral ausgerichteten fiskalpolitischen Kurs im Wesentlichen bei, wobei zwischen 2019 und 2020 eine leichte fiskalische Kontraktion vorgesehen ist. Dieser Kurs ist angemessen, weil das Wachstum weiter über der Potenzialrate liegt. Die Defizite werden unter dem Referenzwert (auch „3%-Pfad“ genannt) verharren. Es ist außerdem zu begrüßen, dass der fiskalpolitische Kurs eine umsichtige Interpretation der Haushaltsregel widerspiegelt, der zufolge das strukturelle Defizit im Zeitverlauf 3% des Werts des Ölfonds (Government Pension Fund Global) entsprechen sollte. Die norwegische Zentralbank wird die Zinsen nach den vier seit September 2018 vorgenommenen Anhebungen voraussichtlich unverändert lassen.

Die Strukturpolitik muss dazu beitragen, den Rückgang des Potenzialwachstums umzukehren. Zugleich sollte sichergestellt werden, dass die Wirtschaft auf Kurs ist, um die Klimaziele zu erfüllen, und dass die

Teilhabe aller ein prioritäres Anliegen bleibt. Die mit dem Arbeitsangebot und dem Kompetenzniveau zusammenhängenden Fragen, insbesondere die hohe Inanspruchnahme von Krankenurlaub und Erwerbsunfähigkeitsleistungen, werden derzeit von einer von der Regierung eingesetzten Kommission untersucht. Die Lösung dieser Probleme ist wichtig für die wirtschaftliche Teilhabe und das Arbeitsangebot. Auf der Basis der gegenwärtigen Politik können die Klimaziele nur erreicht werden, wenn das Land zusätzlich zu den geplanten Maßnahmen zur Reduzierung der nicht in das Europäische Emissionshandelssystem (ETS) einbezogenen inländischen Emissionen überschüssige Emissionsrechte im Nicht-ETS-Bereich von EU-Ländern erwirbt. Außerdem muss die Strukturpolitik dazu beitragen, die Haushaltsziele zu erreichen; dies sollte hauptsächlich durch eine Steigerung der Effizienz der staatlichen Ausgaben verwirklicht werden.

### **Das Produktionswachstum der Festlandwirtschaft wird sich verlangsamen und die Risiken bleiben hoch**

Das BIP-Wachstum der Festlandwirtschaft wird sich den Projektionen zufolge bis 2021 auf 1,7% verlangsamen. Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf das Ende der Belebung der Investitionstätigkeit in der Ölwirtschaft und die Verlangsamung des Wachstums der Exporte und des Konsums der privaten Haushalte. Die Kapazitätsauslastung wird angesichts einer niedrigen Arbeitslosenquote aber dennoch hoch bleiben. Die Verbraucherpreisinflation wird allmählich zunehmen.

Die Risiken sind abwärtsgerichtet. Die Eintrübung der globalen Konjunkturaussichten, insbesondere in Europa, kann die Abschwächung des Wachstums der Nichtölexporten verschärfen. Umfassende Korrekturen auf dem Wohnungsmarkt und mögliche negative Auswirkungen der hohen Kreditvergabe an private Haushalte stellen nach wie vor erhebliche Risiken dar, insbesondere, was den Konsum der privaten Haushalte betrifft. Die Unsicherheit in Bezug auf die Ölpreise bleibt hoch und ist sowohl mit Aufwärts- als auch mit Abwärtsrisiken verbunden. Die erheblichen Kostensenkungen im Erdölsektor haben die Widerstandskraft gegenüber Schocks erhöht.

# Österreich

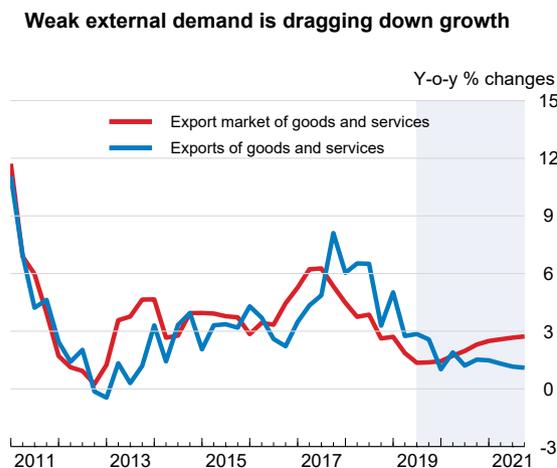
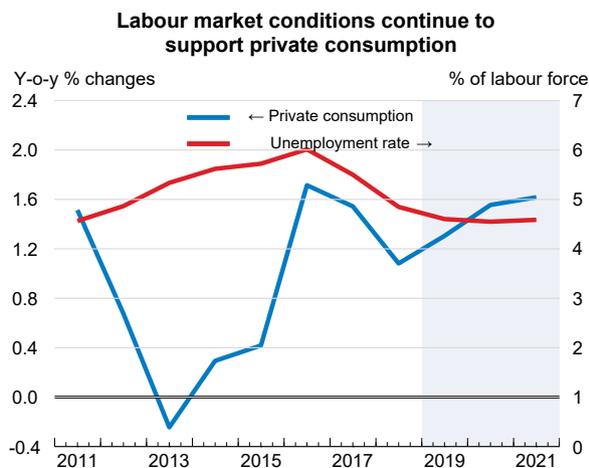
Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 nachlassen, da die weltweite Konjunkturabschwächung und die Handelsspannungen das Exportwachstum und die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen. Die Beschäftigung wird weiter zunehmen. Die angespannte Arbeitsmarktlage dürfte das Einkommenswachstum stützen. Die Inlandsnachfrage wird der wichtigste Wachstumsmotor sein. Die Inflation dürfte gedämpft bleiben.

Nach einer Erhöhung der Rentenansprüche wird sich der Haushaltssaldo im Zeitraum 2019-2021 leicht verschlechtern, bei ansonsten weitgehend neutral ausgerichteter Fiskalpolitik. Die zuständigen Stellen sollten das Wirken der automatischen Stabilisatoren zulassen und aktivere Maßnahmen zur weiteren Stimulierung des langfristigen Wachstums in Erwägung ziehen. Die Regierung sollte der schleppenden Produktivitätsentwicklung in Teilen der Wirtschaft durch die Förderung von mehr Wettbewerb im Dienstleistungssektor begegnen.

## Das Wachstum hat nachgelassen

Da das Vertrauen der Industrieunternehmen drastisch eingebrochen ist, hat sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen verlangsamt. Durch die starke Konjunkturabschwächung in wichtigen Exportmärkten hat sich auch das Exportwachstum verringert. Allerdings deuten jüngere Stimmungsindikatoren auf eine widerstandsfähige Verfassung im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor hin. Die Langzeitarbeitslosigkeit geht endlich zurück. Der angespannte Arbeitsmarkt hat das Lohnwachstum und die Binnennachfrage gestützt.

## Austria



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045012>

## Austria: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Austria</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices*</b>	357.4	2.6	2.3	1.5	1.3	1.3
Private consumption	186.9	1.5	1.1	1.3	1.6	1.6
Government consumption	70.3	1.1	0.8	0.1	0.2	0.9
Gross fixed capital formation	82.5	3.9	3.9	2.9	1.7	1.5
Final domestic demand	339.7	2.0	1.7	1.5	1.3	1.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	3.8	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
Total domestic demand	343.4	2.1	1.8	1.6	1.6	1.4
Exports of goods and services	187.8	5.2	5.6	3.3	1.4	1.3
Imports of goods and services	173.8	4.9	4.3	3.4	2.0	1.5
Net exports <sup>1</sup>	14.0	0.3	0.8	0.1	-0.2	-0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	1.1	1.7	1.6	1.4	1.4
Harmonised index of consumer prices	–	2.2	2.1	1.5	1.6	1.7
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	–	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
Unemployment rate (% of labour force)	–	5.5	4.8	4.6	4.5	4.6
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	7.3	7.7	7.7	8.0	7.9
General government financial balance (% of GDP)	–	-0.7	0.2	0.3	0.4	0.3
General government gross debt (% of GDP)	–	101.9	96.6	94.7	93.0	91.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	78.1	73.9	72.0	70.3	68.7
Current account balance (% of GDP)	–	1.5	2.3	1.4	0.7	0.6

\* Based on seasonal and working-day adjusted quarterly data; may differ from official non-working-day adjusted annual data.

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046133>

## Es bedarf Strukturreformen, um die nach wie vor hohen Steuern auf den Faktor Arbeit zu senken und die Produktivität zu steigern

Die gesamtstaatliche Einnahmenstruktur muss so umgestaltet werden, dass sie wachstumsfreundlicher wird und die soziale Teilhabe stärker fördert. Zu diesem Zweck könnten beispielsweise die Steuern auf den Faktor Arbeit bei Geringverdienern weiter reduziert und diese Entlastungen durch Umweltsteuern gegenfinanziert werden. Die neue Regierung kann auch zur Stärkung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beitragen, indem sie die Kosteneffizienz öffentlicher Dienstleistungen durch eine bessere Nutzung von Skalenvorteilen erhöht und die Ausgaben- und Steuerzuständigkeiten auf Bundes-, Länder- und Kommunalebene harmonisiert. Qualitativ hochwertige unabhängige Überprüfungen der öffentlichen Ausgaben könnten weiter dazu beitragen, die Konzipierung und Erbringung öffentlicher Dienstleistungen zu verbessern. Um den von der Bevölkerungsalterung ausgehenden Druck zu mindern, sollte die Regierung danach trachten, das durchschnittliche effektive Renteneintrittsalter anzuheben.

Um die durch die Digitalisierung entstehenden Produktivitätszuwächse besser auszuschöpfen, sollten die verbleibenden Wettbewerbshindernisse in den Dienstleistungssektoren sowie im digitalen Handel und bei den Investitionen verringert werden. Zudem könnten die Quantität und Qualität der Programme für lebenslanges Lernen im Bereich der digitalen Technologien durch eine direktere Einbeziehung von Arbeitgeberorganisationen in die Gestaltung und Verwaltung solcher Programme gesteigert werden. Die Versorgung junger und innovativer Unternehmen mit ausreichend Eigenkapital würde deren Wachstum fördern und die Unternehmensdynamik stärken. Die Überwindung geschlechtsspezifischer Unterschiede bei den

Karriereaussichten und den Gehältern durch die Einführung eines Rechtsanspruchs auf qualitativ hochwertige Kinderbetreuung und Ganztagschulen im ganzen Land würde für ein inklusiveres Wachstum sorgen. Mit einem verstärkten Angebot an Deutschkursen könnte die Integration von geringqualifizierten Migranten und Flüchtlingen und ihren Familien verbessert werden.

### **Die Unsicherheiten im Handel stellen ein Abwärtsrisiko für die exportorientierte Wirtschaft dar**

Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 mit rd. 1,3% weitgehend stabil bleiben. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte die Haupttriebfeder der Expansion bleiben, da das schwache außenwirtschaftliche Umfeld die Exporte belastet. Die Investitionstätigkeit wird ebenfalls an Schwung verlieren, obwohl die finanziellen Rahmenbedingungen nach wie vor günstig sind. Das Beschäftigungswachstum wird sich den Projektionen zufolge fortsetzen, wenn auch in einem langsameren Tempo, sodass sich die Arbeitslosenquote bei etwa 4,6% stabilisieren dürfte.

Angesichts der engen Verflechtungen mit der deutschen Automobilindustrie und der generell starken Integration in globale Wertschöpfungsketten würde Österreich durch eine unerwartet lange und gravierende Konjunkturschwäche in Deutschland und im Euroraum in Mitleidenschaft gezogen. Exporte und Investitionen könnten im Fall einer Beendigung der Handelsstreitigkeiten und der Unsicherheit für eine positive Überraschung sorgen.

# Polen

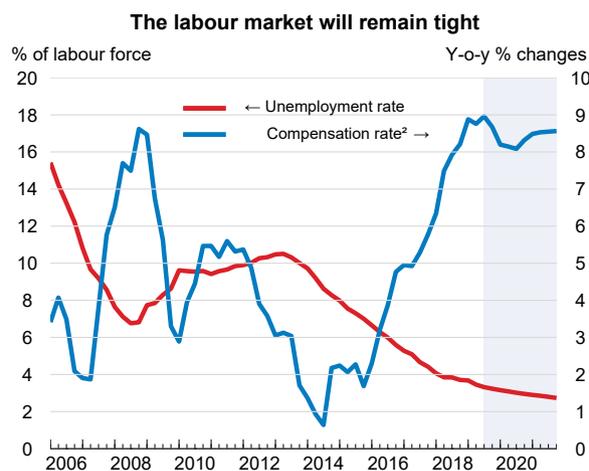
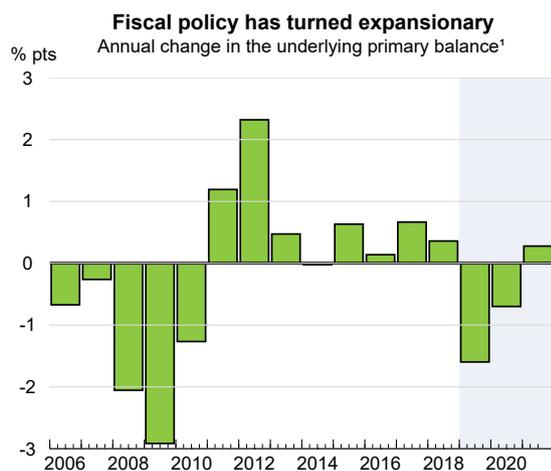
Das Wirtschaftswachstum wird robust bleiben, sich aber 2020 auf 3,8% und 2021 auf 3% verlangsamen. Sowohl die privaten als auch die öffentlichen Investitionen werden nachlassen und die Exporttätigkeit wird sich angesichts des geringen Welthandelwachstums in Grenzen halten. Das Wachstum des privaten Konsums wird nach und nach zurückgehen, da der Effekt neuer Sozialtransfers und Steuersenkungen abklingt. Die sinkenden Beschäftigungszuwächse und die kontinuierliche Verringerung der Erwerbsbevölkerung werden einen allmählichen Rückgang der Arbeitslosenquote zur Folge haben.

Der fiskalpolitische Kurs ist prozyklisch und wird 2020 expansiv ausgerichtet bleiben. Dies wird dazu beitragen, den Effekt der schwachen globalen Wirtschaftsbedingungen im Jahr 2020 zu kompensieren. Das fiskalische Lockerungspaket könnte aber auch Maßnahmen enthalten, die stärker auf die Bewältigung langfristiger Probleme hinwirken. Die Zentralbank wird ihren Leitzins voraussichtlich unverändert belassen, da sie eher die sinkenden Wachstumsaussichten als die mittelfristigen Inflationsaussichten im Visier hat. Es sind strukturpolitische Maßnahmen erforderlich, um die Erwerbstätigkeit von älteren Arbeitskräften und Frauen zu fördern, die Arbeitsmarktintegration von Zuwanderern zu verbessern und eine in ökologischer Hinsicht nachhaltige Entwicklung zu gewährleisten.

## Das Wachstum wird von der Inlandsnachfrage getragen

Das BIP-Wachstum hat sich 2019 gegenüber einem Nachkrisenhoch von 5,1% im Jahr 2018 verlangsamt. Die Inlandsnachfrage ist kräftig geblieben, was sowohl dem privaten Verbrauch als auch der Investitionstätigkeit zu verdanken ist. Ursache für den soliden privaten Konsum ist der boomende Arbeitsmarkt. Die Investitionen profitieren von den raschen Auszahlungen von EU-Mitteln und den nach wie vor akkommodierenden Finanzierungsbedingungen. Allerdings hat die Konjunkturabkühlung im Euroraum das Exportwachstum bereits gebremst. Beschäftigungszuwächse und eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung haben zu einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote und einem zunehmenden Arbeitskräftemangel geführt. Daher treiben die steigenden Arbeitskosten die Inflation weiter in die Höhe.

## Poland



1. Measured in per cent of potential GDP.

2. Four-quarter moving average.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045829>

## Poland: Demand, output and prices

Poland	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices PLN billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	1 861.1	4.9	5.1	4.3	3.8	3.0
Private consumption	1 088.4	4.5	4.2	4.2	4.7	3.8
Government consumption	333.1	2.9	3.6	3.9	4.4	3.4
Gross fixed capital formation	335.0	4.0	8.9	8.6	4.6	3.3
Final domestic demand	1 756.5	4.1	5.0	5.0	4.6	3.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	29.5	0.8	0.4	-0.5	0.1	0.0
Total domestic demand	1 786.0	4.9	5.3	4.4	4.6	3.6
Exports of goods and services	971.4	9.5	7.0	4.5	3.0	3.2
Imports of goods and services	896.3	9.8	7.6	4.7	4.2	4.3
Net exports <sup>1</sup>	75.1	0.3	0.0	0.1	-0.5	-0.5
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.9	1.1	3.0	3.0	2.9
Consumer price index	—	2.1	1.8	2.3	2.9	2.8
Core inflation index <sup>2</sup>	—	0.7	0.8	1.9	2.5	2.8
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.9	3.9	3.4	3.1	2.8
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	0.4	0.3	1.4	1.9	1.5
General government financial balance (% of GDP)	—	-1.5	-0.2	-1.2	-0.6	-1.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	50.6	48.9	47.4	45.6	45.0
Current account balance (% of GDP)	—	0.0	-1.0	-0.1	-0.6	-0.9

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046760>

## Strukturreformen würden zur Steigerung des langfristigen Wachstums beitragen

Trotz des robusten Wachstums wird die stark expansive Fiskalpolitik in den Jahren 2019 und 2020 das Haushaltsdefizit von 0,2% des BIP im Jahr 2018 auf 1,4% des BIP im Jahr 2021 steigen lassen. 2020 werden die Ausweitung des Familienunterstützungsprogramms, Rentenerhöhungen und Lohnanhebungen im öffentlichen Dienst höhere öffentliche Ausgaben nach sich ziehen und die Inlandsnachfrage ankurbeln. Zugleich werden vorübergehende Einnahmen, insbesondere aus einer weiteren Reform des Rentensystems, in Höhe von rd. 0,7% des BIP in den Jahren 2020 und 2021 zur Begrenzung des Defizits beitragen. Um dem steigenden alterungsbedingten Ausgabendruck mittelfristig begegnen zu können, wäre ein restriktiverer fiskalpolitischer Kurs angebracht.

Die geldpolitische Akkommodierung ist in Anbetracht des verhaltenen Inflationsdrucks angemessen. Dennoch wird das Lohnwachstum unter dem Einfluss zunehmender Kapazitätsengpässe, stetiger Anhebungen des Mindestlohns sowie Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor voraussichtlich robust bleiben. Die zunehmenden Arbeitskosten und die Erhöhung der Energiepreise und der Tabaksteuer werden die Preise 2020-2021 steigen lassen. Die Zentralbank wird ihren Leitzins in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich konstant halten, eine frühere Straffung der Leitzinsen wäre jedoch hilfreich, um den Inflationsdruck einzudämmen.

Strukturreformen würden das Wachstum mittelfristig ankurbeln, indem sie dem Rückgang der Bevölkerung im Erwerbsalter entgegenwirken und für einen Anstieg der geringen Produktivität sorgen. Ein erleichterter Zugang zu qualitativ hochwertiger frühkindlicher Betreuung würde die Vereinbarkeit von Beruf und Familie, die Möglichkeiten der Erwerbsbeteiligung für Frauen und die Chancen benachteiligter Kinder verbessern. Die hohe Zuwanderung aus osteuropäischen Nachbarstaaten entschärft zwar die Arbeitskräfteengpässe, umfassende Monitoring- und Integrationsmaßnahmen würden jedoch helfen, qualifizierte Zuwanderer zu gewinnen und zu halten. Den demografischen Herausforderungen könnte weiter begegnet werden, indem Anreize für einen längeren Verbleib im Erwerbsleben geschaffen werden und das Renteneintrittsalter von Männern und Frauen angeglichen wird. Schließlich sind vorhersehbare und langfristige Klimaschutzmaßnahmen und angemessene Steueranreize erforderlich, um die Umwelt- und Gesundheitsergebnisse zu verbessern.

## Das Wachstum wird allmählich nachlassen

Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird sich voraussichtlich verlangsamen. Das Investitionswachstum wird aufgrund der niedrigeren Ausschöpfung von EU-Mitteln und der verhalteneren Exportaussichten zurückgehen. Dank steigender Sozialtransfers und Lohnerhöhungen wird sich das Wachstum des privaten Verbrauchs vorübergehend behaupten. Da die Importe den Projektionen zufolge rascher zunehmen werden als die Exporte, wird sich das Leistungsbilanzdefizit ausweiten. Eine weitere Eskalation der Handelsspannungen und die anhaltende Unsicherheit über den Brexit drohen das Wachstum der Exporte und der privaten Investitionen weiter zu verringern. Falls die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte abnimmt, könnte dies die Arbeitskräfteengpässe verschärfen und das Wachstum hemmen. Ein über Erwarten rasches Lohnwachstum und ein stärkeres Vertrauen der privaten Haushalte könnten dagegen den privaten Verbrauch ankurbeln.

# Portugal

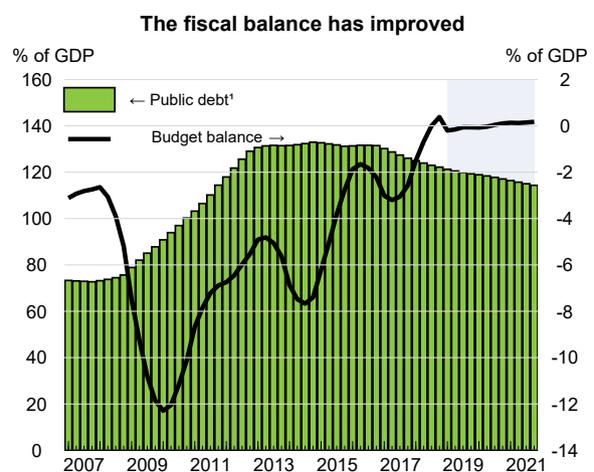
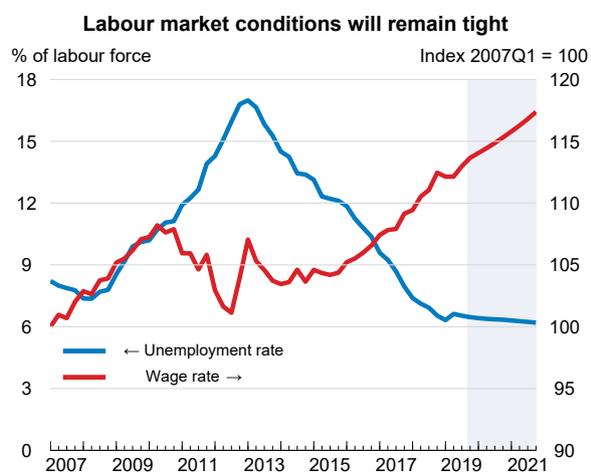
Das Wirtschaftswachstum wird den Projektionen zufolge bis 2021 auf 1,7% sinken. Das Konsumwachstum wird unter dem Einfluss eines schwächeren Lohnwachstums nachlassen. Das Exportwachstum wird trotz ungünstiger außenwirtschaftlicher Bedingungen von einer gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit getragen. Die Investitionstätigkeit wird durch die Absorption von EU-Strukturfondsmitteln gestützt. Die Inflation dürfte niedrig bleiben. Die Arbeitslosigkeit wird den Projektionen zufolge leicht abnehmen.

Der fiskalpolitische Kurs wird 2020-2021 voraussichtlich weitgehend neutral sein, was angesichts der Kapazitätsauslastung angemessen ist. Die Staatsschuldenquote wird weiter zurückgehen. Mit strukturpolitischen Maßnahmen könnte das Produktivitätswachstum weiter gesteigert werden. Ein klareres Regulierungsumfeld, ein stärkerer Wettbewerb an den Produktmärkten – insbesondere in den freien Berufen und den Netzindustrien – und bessere Kompetenzen sind in diesem Zusammenhang von entscheidender Bedeutung.

## Die Inlandsnachfrage ist der Hauptmotor des Wirtschaftswachstums

Die wirtschaftliche Tätigkeit blieb im ersten Halbjahr dynamisch. Der private Konsum wurde durch die angespannte Arbeitsmarktlage, die den Lohnauftrieb etwas erhöht hat, und die schwache Inflation gestützt. Die Inlandsnachfrage wurde außerdem durch hohe Unternehmensinvestitionen angekurbelt. Das Exportwachstum ist leicht zurückgegangen und im Industriesektor hat sich das Geschäftsklima in der zweiten Jahreshälfte eingetrübt, was auf die steigende Unsicherheit über die außenwirtschaftlichen Bedingungen und die Handelsspannungen zurückzuführen war. Die Vertrauensindikatoren für den Dienstleistungssektor, die Verbraucher und das Baugewerbe haben sich jedoch stabilisiert, was auf eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen externen Entwicklungen schließen lässt.

## Portugal



1. Maastricht definition.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045848>

## Portugal: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2016 prices)				
<b>Portugal</b>						
<b>GDP at market prices</b>	186.5	3.5	2.4	1.9	1.8	1.7
Private consumption	122.0	2.1	3.1	2.1	2.2	1.7
Government consumption	32.8	0.2	0.9	0.5	0.6	0.6
Gross fixed capital formation	28.9	11.5	5.8	6.9	1.2	4.3
Final domestic demand	183.7	3.2	3.2	2.7	1.7	2.0
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0
Total domestic demand	184.3	3.4	3.3	2.9	1.9	1.9
Exports of goods and services	75.0	8.4	3.8	2.7	1.1	2.2
Imports of goods and services	72.8	8.1	5.8	4.9	1.4	2.6
Net exports <sup>1</sup>	2.1	0.2	-0.8	-0.9	-0.2	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.5	1.6	1.1	0.5	1.0
Harmonised index of consumer prices	—	1.6	1.2	0.3	0.5	1.0
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.2	0.8	0.5	0.6	1.0
Unemployment rate (% of labour force)	—	8.9	7.0	6.5	6.4	6.3
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-2.2	-2.4	-2.7	-2.7	-2.7
General government financial balance <sup>3</sup> (% of GDP)	—	-3.0	-0.4	-0.1	0.0	0.1
General government gross debt (% of GDP)	—	145.9	139.2	136.3	134.1	131.3
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	126.0	122.2	119.3	117.1	114.3
Current account balance (% of GDP)	—	0.4	-0.6	-1.2	-1.0	-1.2

- Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
  - Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
  - Based on national accounts definition.
- Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046779>

## Die Haushaltskonsolidierung wird die staatliche Verschuldung reduzieren

In der Fiskalpolitik wird voraussichtlich weiter ein umsichtiger Kurs gefahren werden. Für den Zeitraum 2019-2021 wird ein nahezu ausgeglichener Haushalt erwartet, was einem weitgehend neutralen fiskalpolitischen Kurs entspricht. Die Staatsschuldenquote dürfte weiter zurückgehen. Die Steigerung der Effizienz der öffentlichen Ausgaben wird dazu beitragen, Finanzpuffer aufzubauen, um unerwarteten Schocks und den fiskalischen Auswirkungen der Bevölkerungsalterung entgegenzuwirken.

Die finanziellen Rahmenbedingungen werden voraussichtlich akkommodierend bleiben. Auf der Angebotsseite haben die Banken erhebliche Fortschritte dabei erzielt, ihre Bilanzen zu stärken und den Bestand an notleidenden Krediten zu reduzieren. Dadurch werden das Kreditwachstum und der Konsum gefördert. Auf der Nachfrageseite reagieren die Unternehmen auf die niedrigen Zinsen und die hohe Kapazitätsauslastung, indem sie nach einer Phase des Schuldenabbaus und der Steigerung der Rentabilität wieder Investitionen tätigen.

Um produktive Investitionen anzukurbeln, ist es von entscheidender Bedeutung, die Effizienz der Justiz zu verbessern und den Rückstau anhängiger Gerichtsverfahren zu reduzieren. Des Weiteren ist es dringend geboten, die regulatorischen Hindernisse in den Netzindustrien und den freien Berufen abzubauen. Außerdem muss Portugal das Kompetenzniveau der Bevölkerung weiter erhöhen. Das Bildungsniveau steigt weiter, der Anteil geringqualifizierter Arbeitskräfte ist jedoch nach wie vor hoch. Eine Verbesserung der

Aus- und Weiterbildung in den berufsbildenden Schulen würde helfen, die Kompetenzen an die Anforderungen der Wirtschaft anzupassen und ein inklusives Wachstum zu erreichen.

### **Das Wirtschaftswachstum wird sich voraussichtlich verlangsamen**

Das BIP-Wachstum wird sich den Projektionen zufolge bis 2021 auf 1,7% verlangsamen. Das Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte dürfte sich trotz der niedrigen Inflation und der konjunkturstützenden finanziellen Rahmenbedingungen abschwächen, da das Beschäftigungswachstum leicht zurückgeht und das Lohnwachstum sich stabilisiert. Die Exporte werden trotz der schwachen Auslandsnachfrage wahrscheinlich weiter zunehmen, weil sich die Wettbewerbsfähigkeit aufgrund des gedämpften Wachstums der Lohnstückkosten verbessert. Das Investitionswachstum wird 2021 unter dem Einfluss einer zunehmenden Absorption von EU-Strukturfondsmitteln anziehen und die Importe in die Höhe treiben.

Abwärtsrisiken ergeben sich aus einer weiteren Verschlechterung der Wachstumsaussichten in der Europäischen Union. Die andauernde Unsicherheit in Bezug auf den Brexit kann den Handel und den Fremdenverkehr beeinträchtigen. Der Bankensektor ist wegen des hohen Bestands an notleidenden Krediten nach wie vor anfällig gegenüber finanziellen Schocks. Zu einer positiveren Entwicklung könnte es kommen, wenn die laufenden Strukturreformen zu einer Verbesserung der Arbeitsergebnisse und der Wettbewerbsfähigkeit der portugiesischen Exportwirtschaft führen.

# Rumänien

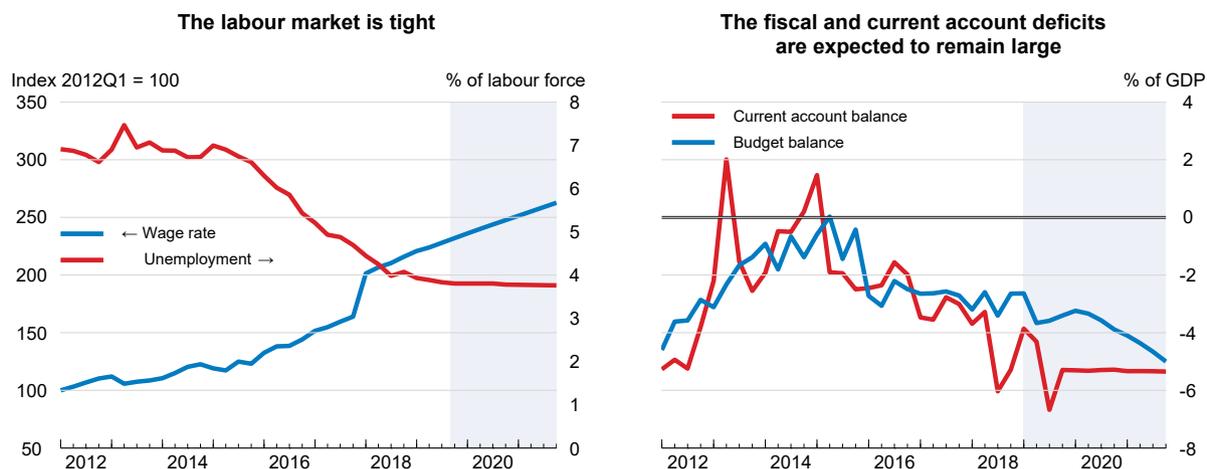
Nach der kräftigen Expansion der vergangenen Jahre wird sich das Wachstum 2020 voraussichtlich auf 3,2% verlangsamen und 2021 dann auf 3,7% steigen. Der Lohnauftrieb wird zwar wieder auf einstellige Zuwachsraten zurückkehren, der private Konsum dürfte unter dem Einfluss deutlicher Rentenerhöhungen jedoch kräftig bleiben. Das Handelsdefizit wird sich aufgrund der schwachen Auslandsnachfrage und der geringeren preislichen Wettbewerbsfähigkeit weiter erhöhen. Das Investitionswachstum wird sich dank einer stärkeren Ausschöpfung von EU-Mitteln in mäßigem Tempo fortsetzen.

Trotz der relativ hohen Inflation wird mit einer weiterhin abwartenden Haltung der Geldpolitik gerechnet, da die Risiken der Überhitzung abklingen. Die öffentliche Verschuldung ist zwar nach wie vor moderat, es ist jedoch nur begrenzt fiskalischer Spielraum vorhanden, da das volatile außenwirtschaftliche Umfeld die Möglichkeiten zur Schuldenfinanzierung einschränken könnte. Für eine umsichtige Fiskalpolitik sind Konsolidierungsanstrengungen erforderlich. Dies sollte durch die Überprüfung des öffentlichen Ausgabenmix und einen effizienteren Steuereinzug erfolgen.

## Die Wirtschaft ist kräftig gewachsen

Das BIP ist 2019 dank des dynamischen Konsums und der lebhaften Investitionstätigkeit im Baugewerbe kräftig gestiegen. Lohnsteigerungen im öffentlichen Dienst und eine Anhebung der Mindestlöhne haben sich positiv auf die Kaufkraft der privaten Haushalte ausgewirkt. Die Arbeitslosigkeit ist auf ein Rekordtief gesunken, und die Arbeitskräfteengpässe haben zugenommen. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten wurde durch den Anstieg der Arbeitskosten beeinträchtigt. Dies trug zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits bei. Zudem hat die Verlangsamung des Welthandels das Wachstum der Industrieproduktion und der Ausfuhren gedämpft. Das Geschäftsklima verschlechtert sich, und die Kapazitätsauslastung sinkt.

## Romania



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045867>

## Romania: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices RON billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>Romania</b>						
<b>GDP at market prices</b>	765.1	7.1	4.0	4.0	3.2	3.7
Private consumption	478.2	10.0	5.2	4.6	3.9	4.3
Government consumption	115.4	4.2	1.5	3.2	3.0	2.0
Gross fixed capital formation	175.0	3.6	-3.3	13.5	5.7	5.1
Final domestic demand	768.7	7.7	2.7	6.2	4.1	4.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	3.5	0.8	2.8	-0.9	-0.3	0.0
Total domestic demand	772.2	8.4	5.5	5.3	3.8	4.1
Exports of goods and services	315.1	7.6	5.4	3.2	1.6	2.9
Imports of goods and services	322.2	10.8	9.1	6.3	3.3	3.9
Net exports <sup>1</sup>	- 7.1	-1.4	-1.7	-1.5	-0.8	-0.6
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	4.7	5.9	4.8	3.4	3.5
Consumer price index	—	1.3	4.6	3.9	3.4	3.2
Core consumer price index <sup>2</sup>	—	1.5	2.8	3.2	3.3	3.2
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.9	4.2	3.9	3.8	3.8
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	-15.4	-8.9	-8.1	-7.9	-7.7
General government financial balance (% of GDP)	—	-2.6	-3.0	-3.3	-3.5	-4.5
General government gross debt (% of GDP)	—	45.1	43.8	45.5	47.7	50.6
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	35.1	35.0	36.7	38.9	41.8
Current account balance (% of GDP)	—	-3.2	-4.6	-5.0	-5.3	-5.3

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046798>

## Der fiskalpolitische Spielraum ist begrenzt

Die expansive und prozyklische Fiskalpolitik der Vergangenheit hat den verfügbaren fiskalischen Spielraum verringert. Das Haushaltsdefizit wird sich in den kommenden beiden Jahren voraussichtlich weiter vergrößern, wodurch der öffentliche Schuldenstand rasch steigen dürfte. Aufgrund einer kürzlich durchgeführten Rentenreform werden sich die öffentlichen Ausgaben bis 2021 um über 2 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Die erwarteten Verbesserungen beim Steuereinzug und bei der Effizienz im öffentlichen Sektor werden wahrscheinlich nicht rechtzeitig eintreten, um den Anstieg der öffentlichen Ausgaben auszugleichen. In der Folge wird damit gerechnet, dass der fiskalpolitische Kurs 2020 im Großen und Ganzen neutral und 2021 stark expansiv ausfallen wird.

Durch die Verschlechterung des Haushaltssaldos entstehen gewisse Risiken, da der Druck auf das Leistungsbilanzdefizit hierdurch steigt. Im Fall eines negativen makroökonomischen Schocks könnte dies einen Vertrauensverlust bei den ausländischen Anlegern bewirken. Um diesen Risiken zu begegnen und die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zu sichern, müssen wieder Finanzpuffer aufgebaut werden. Zur Verringerung des Haushaltsdefizits sollte die Regierung den Umfang und/oder die zeitliche Gestaltung der Rentenreform überdenken. Andernfalls wird es im Rahmen der Konsolidierungsanstrengungen möglicherweise zu Ausgabenkürzungen in prioritären Bereichen, wie dem Bildungs- und Gesundheitswesen und dem Infrastruktursektor, kommen müssen. Eine weitere Möglichkeit wäre die Anhebung der am wenigsten wachstumsverzerrend wirkenden Steuern, wie z.B. der Umwelt- und Vermögensteuern.

Die Finanzierungsbedingungen werden günstig bleiben, da die Geldpolitik akkommodierend ausgerichtet bleiben dürfte, obwohl die Inflation 2019 die Zielvorgabe von 2,5% ( $\pm 1\%$ ) übersteigt. Die Zinssätze werden den Projektionen zufolge in näherer Zukunft unverändert bleiben, da der Inflationsdruck langsam nachlassen und die Teuerung 2020 in den Zielkorridor der Zentralbank zurückkehren dürfte.

Der Arbeitsmarkt wird angespannt bleiben, da die Erwerbsbevölkerung aufgrund von Alterung und Abwanderung weiter schrumpft. Aktivierungsmaßnahmen zur Erhöhung der Erwerbsbeteiligung gegenüber dem gegenwärtig niedrigen Niveau könnten helfen, die Engpässe und den Lohndruck zu verringern. Die Bezahlung im öffentlichen Dienst und die Mindestlöhne werden langsamer steigen. In der Folge wird die Lohninflation nachgeben; sie wird jedoch nach wie vor höher ausfallen als die Produktivitätssteigerungen.

### **Das BIP-Wachstum wird sich den Projektionen zufolge verlangsamen**

Nach einer Expansion von 4% im Jahr 2019 wird sich das BIP-Wachstum 2020 voraussichtlich auf 3,2% verlangsamen, ehe es 2021 wieder auf 3,7% steigt. Dank der rückläufigen Inflation und der Fiskalimpulse erhöht sich die Kaufkraft der privaten Haushalte. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen wird aufgrund des schwachen außenwirtschaftlichen Umfelds auf einem relativ niedrigen Niveau verharren, die stärkere Ausschöpfung von EU-Strukturfondsmitteln wird jedoch die öffentliche Investitionstätigkeit stützen. Die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten wird durch steigende Arbeitskosten belastet werden. Das Leistungsbilanzdefizit wird voraussichtlich 5% des BIP übersteigen.

Zu den Hauptrisiken, die zu einer ungünstigeren Entwicklung führen könnten, zählen eine weitere Verschlechterung der Handelsaussichten in der Europäischen Union und eine höhere Volatilität an den globalen Finanzmärkten, die zu Kapitalabflüssen führen könnte. Eine übermäßige fiskalische Lockerung, vor allem eine starke Anhebung der Löhne im öffentlichen Sektor und der Renten, würde zu größeren Wettbewerbsfähigkeitsverlusten führen. Sollten die Zinsaufschläge auf Staatsanleihen deutlich steigen, so könnte dies angesichts des starken Engagements der Banken in diesem Segment erhebliche negative Auswirkungen auf den Bankensektor haben. Umgekehrt könnten die Aktivierungsmaßnahmen jedoch auch einen stärkeren positiven Effekt auf die Erwerbsbeteiligung haben und zu einer Entspannung der Arbeitsmarktlage beitragen. Eine bessere Vorhersehbarkeit des politischen Kurses nach den Wahlen im Jahr 2020 könnte das Geschäftsklima aufhellen und den Unternehmensinvestitionen Auftrieb geben.

# Schweden

Die lange Expansion verliert an Dynamik. Das Exportwachstum wird unter dem Einfluss der globalen Verlangsamung stark zurückgehen. Die gestiegene Unsicherheit wird die Unternehmensinvestitionen weiter belasten, die Wohnimmobilieninvestitionen werden dagegen die Talsohle erreichen. Die privaten Haushalte werden sich bei ihren Ausgaben weiterhin zurückhalten, weil die Arbeitslosigkeit steigt und die Lohnzuwächse moderat bleiben. Die Inflation wird den Zielwert von 2% abermals unterschreiten.

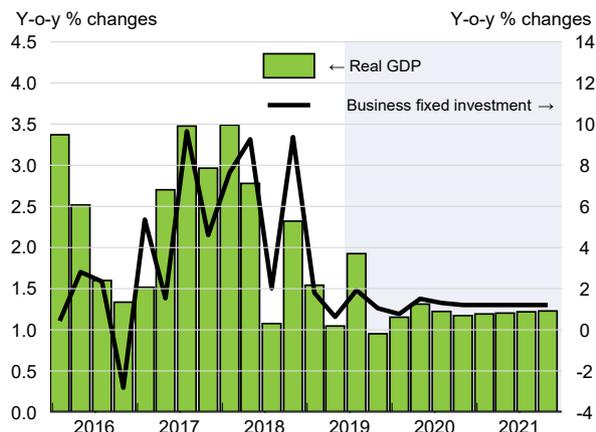
Die Geldpolitik wird voraussichtlich weiter akkommodierend bleiben, bis sich klare Anzeichen einer Konjunkturerholung zeigen und die Inflation sich eindeutig ihrem Zielwert annähert. Die Wirtschaft wird durch automatische Stabilisatoren und diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen gestützt, es besteht jedoch noch Spielraum für weitere Impulse, falls sich die Wirtschaftslage stärker als erwartet verschlechtern sollte. Maßnahmen, die den Berufseinstieg erleichtern und die Kompetenzentwicklung fördern, sind in Verbindung mit einer Arbeitsmarktreform von entscheidender Bedeutung, um den Anstieg der Arbeitslosigkeit einzudämmen.

## Das Wachstum verlangsamt sich deutlich und die Arbeitslosigkeit steigt

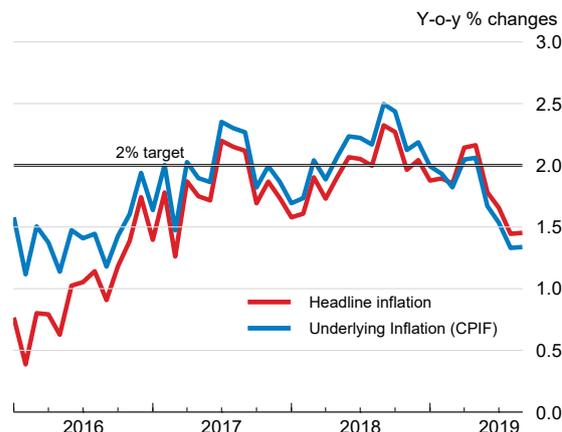
Die schwache Entwicklung der Exporte und der Unternehmensinvestitionen, die auf den globalen Konjunkturabschwung und die gestiegene Unsicherheit zurückzuführen ist, bremst das Wirtschaftswachstum. Der private Verbrauch wird durch das eingetrübte Verbrauchervertrauen und das verhaltene Lohnwachstum gehemmt. Die Wohnungsbauinvestitionen schrumpfen weiter, wenn auch von einem hohen Niveau ausgehend und mit vermindertem Tempo. Die Arbeitslosigkeit nimmt zu, wenn auch wahrscheinlich nicht so stark wie die jüngsten Daten vermuten ließen. Die verhaltene Aktivität, ein langsamerer Anstieg der Energiepreise und der abklingende Effekt der Kronen-Abwertung haben die Inflation unter die Zielvorgabe von 2% fallen lassen.

## Sweden

### Growth is subdued and business investment stays weak



### Inflation is below the 2% target



Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Statistics Sweden.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045962>

## Sweden: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices SEK trillion	Percentage changes, volume (2018 prices)				
<b>Sweden</b>						
<b>GDP at market prices</b>	4 407.0	2.7	2.4	1.4	1.2	1.2
Private consumption	1 997.4	2.2	1.6	1.0	1.9	1.4
Government consumption	1 163.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
Gross fixed capital formation	1 063.5	6.0	4.6	-0.8	1.0	1.2
Final domestic demand	4 224.4	2.7	2.1	0.5	1.4	1.2
Stockbuilding <sup>1</sup>	21.2	0.1	0.5	0.0	0.1	0.0
Total domestic demand	4 245.6	2.7	2.7	0.5	1.4	1.2
Exports of goods and services	1 901.4	4.7	3.3	3.9	0.9	1.2
Imports of goods and services	1 740.0	5.1	3.8	1.7	1.2	1.2
Net exports <sup>1</sup>	161.4	0.0	-0.1	1.1	-0.1	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	2.1	2.2	2.8	1.8	1.9
Consumer price index <sup>2</sup>	—	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8
Core inflation index <sup>3</sup>	—	2.0	2.1	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate <sup>4</sup> (% of labour force)	—	6.7	6.3	6.8	7.0	7.0
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	13.3	15.4	17.1	17.3	17.6
General government financial balance (% of GDP)	—	1.4	0.8	0.4	0.2	0.1
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	40.7	38.7	35.7	33.3	33.1
Current account balance (% of GDP)	—	2.8	1.7	4.5	4.5	4.5

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. The consumer price index includes mortgage interest costs.

3. Consumer price index with fixed interest rates.

4. Historical data and projections are based on the definition of unemployment which covers 15 to 74 year olds and classifies job-seeking full-time students as unemployed.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046893>

## Der Abschwung wird abgefedert und es besteht noch fiskalischer Spielraum

Die Geldpolitik wirkt trotz der für Dezember erwarteten Anhebung der Leitzinsen von -0,25% auf 0% weiter konjunkturstützend. Das verhaltene Wachstum, die hohe Unsicherheit und die unter der Zielvorgabe liegende Inflation werden eine weitere Anhebung der Leitzinsen in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich verzögern, weil die Vorteile einer expansiv ausgerichteten Politik größer sind als die möglichen negativen Auswirkungen auf die Verschuldung der privaten Haushalte und die Ressourcenallokation. Der Spielraum, weitere geldpolitische Impulse zu setzen, falls das Wachstum und die Inflation hinter den Erwartungen zurückbleiben sollten, ist begrenzt.

Die Konjunktur wird durch starke automatische Stabilisatoren und die im Haushaltsgesetz für 2020 vorgesehenen diskretionären Maßnahmen in Höhe von 0,5% des BIP gestützt werden. Die Maßnahmen umfassen Steuersenkungen für Haushalte mit höherem Einkommen und Rentner und zusätzliche Fördermittel für umweltfreundliche Investitionen, Gesundheitsversorgung, Schulen und Beschäftigung sowie öffentliche Investitionen, insbesondere in die Instandhaltung von Straßen und Schienen. Da der Haushalt einen Überschuss ausweist und die Bruttostaatsverschuldung nahe bei 35% des BIP liegt, besteht Spielraum für zusätzliche fiskalische Impulse, falls sich die Wirtschaftslage weiter verschlechtern sollte.

Angesichts der Konjunkturverlangsamung wird es schwierig sein, den Anstieg der Arbeitslosigkeit einzudämmen. In den letzten Jahren hat die angespannte Arbeitsmarktlage die Beschäftigung geringqualifizierter Arbeitskräfte und neu eingereister Migranten erleichtert. In Zukunft werden sich die Aussichten für diese Gruppen jedoch wahrscheinlich verschlechtern. Die Regierung hat die Absicht, neue Maßnahmen zu ergreifen. Dazu gehören mit den Sozialpartnern ausgehandelte „Einstiegsverträge“, die Neuzuwanderern und Langzeitarbeitslosen helfen sollen, einen Arbeitsplatz zu finden. Weiterbildungsmaßnahmen werden den Arbeitskräften helfen, sich an die sich verändernden beruflichen Anforderungen anzupassen, und die öffentliche Arbeitsverwaltung wird reformiert werden, um private Anbieter stärker einzubeziehen.

### **Das Wachstum wird verhalten bleiben und ist mit Abwärtsrisiken verbunden**

Die schwache globale Nachfrage, insbesondere nach Vorleistungen und Investitionsgütern, auf die sich Schweden spezialisiert hat, und die weltweite Unsicherheit werden die Exporte und die Unternehmensinvestitionen weiter belasten. Die Wohnungsbauinvestitionen werden die Talsohle erreichen, da der Bestand an unverkauften Wohnungen zurückgeht. Aber obwohl sich die Wohnimmobilienpreise stabilisiert haben und weiterhin ein Mangel an Wohnraum besteht, ist keine rasche Belebung der Bautätigkeit zu erwarten. Ein großer Unsicherheitsfaktor ist die Frage, wie die Beschäftigung auf den Konjunkturabschwung reagiert und inwieweit es der neuen Arbeitsmarktpolitik gelingt, dem Anstieg der Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken. Die privaten Haushalte werden angesichts der Unsicherheit über die Entwicklung des Arbeitsmarkts und wegen des moderaten Lohnwachstums trotz der Steuersenkungen bei ihren Ausgaben zurückhaltend bleiben. Die Risiken in Bezug auf das globale Umfeld sind abwärtsgerichtet und die Exporte sowie die Investitionen könnten durch ein schwächeres Wachstum der Weltwirtschaft und verschärfte Handelsspannungen weiter reduziert werden. Die gute Haushaltsposition würde jedoch eine expansivere Fiskalpolitik ermöglichen, um den Abschwung abzuschwächen.

# Schweiz

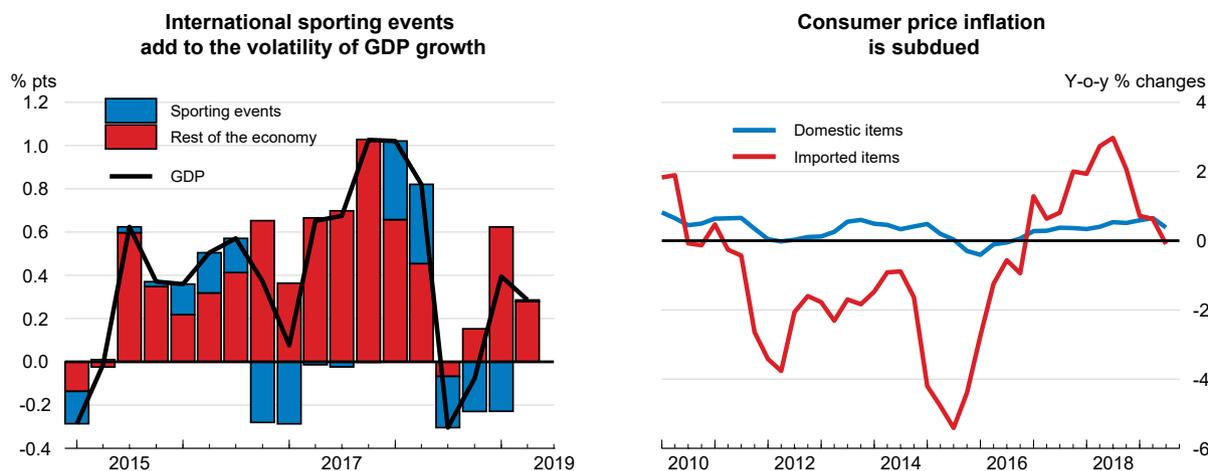
Nach einer Verlangsamung im Jahresverlauf 2019 wird sich das Wirtschaftswachstum im Zeitraum 2020-2021 voraussichtlich beleben. Der private Verbrauch wird dank der niedrigen Arbeitslosigkeit robust bleiben. Das eingetrübte globale Klima wird Investitionen und Handel beeinträchtigen, der Leistungsbilanzüberschuss wird aber trotzdem auf hohem Niveau verharren. Internationale Sportveranstaltungen werden 2020 die Dienstleistungsexporte und damit auch das Wachstum steigern. Die Inflation wird nach der jüngsten Währungsaufwertung gedämpft bleiben, 2021 aber leicht zunehmen.

Die Geldpolitik wird sehr akkommodierend bleiben, und der Leitzins wird in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich bei -0,75% verharren. Die Fiskalpolitik wird 2020 expansiv werden. Reformen sind notwendig, um den Herausforderungen der Bevölkerungsalterung zu begegnen und weiterhin eine hohe Lebensqualität zu sichern. Mit einer Anhebung des gesetzlichen Rentenalters wäre es möglich, die künftigen öffentlichen Ausgaben zu verringern und den erwarteten Rückgang der Erwerbsbevölkerung zu begrenzen. Zudem würde dies helfen, den Lebensstandard der Rentner zu wahren.

## Das Wachstum hat sich verlangsamt

Das BIP-Wachstum sinkt 2019 deutlich. Dies erklärt sich z.T. aus den Effekten von alle zwei Jahre stattfindenden internationalen Sportveranstaltungen, die in allen geraden Jahren für einen kräftigen Konjunkturschub sorgen. Dann erhöhen die mit diesen Sportereignissen verbundenen Lizenzen, Patente und sonstigen Rechte die Dienstleistungsexporte, weil die Veranstalterorganisationen ihren Sitz in der Schweiz haben. Die schwache Investitionstätigkeit und das eingetrübte globale Umfeld wirken allerdings ebenfalls wachstumsbremsend. Indikatoren des Geschäfts- und Konsumklimas liegen unter dem langfristigen Durchschnitt.

## Switzerland



Source: State Secretariat for Economic Affairs; and Federal Statistical Office.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045981>

## Switzerland: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices CHF billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>Switzerland</b>						
<b>GDP at market prices</b>	661.6	1.9	2.8	0.8	1.4	1.0
Private consumption	353.2	1.3	1.0	1.1	1.4	1.5
Government consumption	79.4	1.2	0.3	1.1	1.1	1.2
Gross fixed capital formation	158.2	3.5	1.1	0.4	1.5	1.5
Final domestic demand	590.7	1.8	0.9	0.9	1.4	1.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 5.7	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0
Total domestic demand	585.0	1.7	0.8	0.9	1.5	1.5
Exports of goods and services	435.0	0.0	2.9	-0.4	2.7	1.9
Imports of goods and services	358.4	-0.5	-0.3	-0.6	3.3	2.8
Net exports <sup>1</sup>	76.6	0.3	2.0	0.1	0.0	-0.3
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	-0.6	0.3	0.7	0.7	1.1
Consumer price index	—	0.5	0.9	0.4	0.4	1.0
Core inflation index <sup>2</sup>	—	0.3	0.5	0.5	0.4	1.0
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.8	4.7	4.5	4.5	4.5
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	17.3	17.3	17.6	17.6	17.3
General government financial balance (% of GDP)	—	1.2	1.4	1.2	1.0	0.8
General government gross debt (% of GDP)	—	42.9	41.8	40.7	40.0	39.5
Current account balance (% of GDP)	—	6.5	10.5	10.4	10.1	9.7

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046912>

Die Arbeitslosenquote ist nach wie vor niedrig und das Lohnwachstum belebt sich. Die Teuerung ist aufgrund der sinkenden inländischen und importierten Inflation gedämpft. Die jüngste Währungsaufwertung beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit außerhalb weniger preisreagibler Branchen wie der Pharmaindustrie. Der Leistungsbilanzüberschuss ist jedoch immer noch beträchtlich.

## Das makroökonomische Politikumfeld wird voraussichtlich expansiver

Die Geldpolitik ist seit der globalen Finanzkrise expansiv ausgerichtet, und der Referenzzinssatz liegt seit 2015 im negativen Bereich bei rd. -0,75%. Die niedrigen Zinsen beeinträchtigen die Nettozinsmargen der Banken und die Renditen von Pensionsfonds und Lebensversicherern. Ein Teil der Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank ist von den Negativzinsen befreit, wodurch sich die Belastung für den Bankensektor verringert. Die Befreiungsgrenze wurde im November angehoben. Wegen des Niedrigzinsumfelds erhöht sich die Exponiertheit der Finanzinstitute gegenüber dem Immobiliensektor. Die Wohnimmobilienpreise steigen weiterhin schneller als Mieten und Einkommen, und die Hypothekenkreditvergabe hat zugenommen. Die Selbstregulierung der Banken wurde hinsichtlich der maximalen Beleihungsquoten zwar jüngst verschärft, es bedarf jedoch eines formellen Rahmens mit Kreditvergabegrenzen nach dem Comply-or-Explain-Prinzip.

Infolge einer fiskalischen Expansion wird sich der Haushaltsüberschuss 2020 verringern. Eine Reform der Unternehmensbesteuerung wird die Steuereinnahmen senken. Angesichts der niedrigen Staatsverschuldung besteht Spielraum, um die Konjunktur nötigenfalls anzukurbeln. Die Bevölkerungsalterung wird jedoch mittelfristig Aufwärtsdruck auf die Renten- und Gesundheitsausgaben ausüben. Würde das gesetzliche Rentenalter für beide Geschlechter bei 65 Jahren angeglichen und anschließend schrittweise auf 67 Jahre erhöht und an die Lebenserwartung geknüpft, würde dies die Tragfähigkeit des Rentensystems verbessern und Wachstum und Einkommen fördern. Eine Verlagerung im Steuermix hin zur Mehrwertsteuer, weg von der Einkommensteuer würde die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf die Staatseinnahmen reduzieren. Die geplante Senkung der Einkommensteuer für Zweitverdiener wird die negativen Arbeitsanreize verringern.

Der Fachkräftemangel nimmt zu, insbesondere in IT-nahen Bereichen, was das Unternehmenswachstum und die Einführung neuer Technologien behindert. Eine Lockerung der Regeln für die Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern würde den Fachkräftemangel lindern. Auch Anstrengungen, um naturwissenschaftliche und technische Ausbildungs- und Studiengänge attraktiver zu machen, vor allem für Frauen, würden das Fachkräfteangebot mittelfristig erhöhen. Umschulungen und Höherqualifizierungsmaßnahmen können Fachkräfteengpässe verringern und verhindern, dass Arbeitskräfte beim digitalen Wandel ins Abseits geraten.

### **Externe Faktoren werden wachstumsschmälernd wirken**

Das Wachstum dürfte in der Grundtendenz verhalten bleiben, da das eingetrübte globale Umfeld Handel und Investitionen bremst. Nominal wird das Wachstum jedoch aufgrund der Effekte der internationalen Sportereignisse 2020 steigen und 2021 wieder sinken. Der private Verbrauch wird unter dem Einfluss der niedrigen Arbeitslosigkeit und wieder steigender Löhne an Dynamik gewinnen. Dank ihrer zunehmenden Spezialisierung auf den Pharmabereich könnte die Schweizer Wirtschaft besser mit dem geringen Welt-handelswachstum klarkommen als in den Projektionen unterstellt. Arbeitsintensivere Exportsektoren könnten jedoch an Boden verlieren. Eskalierende globale Handelsspannungen mit weiteren Auswirkungen auf Europa könnten erhebliche Spillover-Effekte auf exportorientierte Branchen in der Schweiz haben. Unsicherheiten hinsichtlich der Verhandlungen über das institutionelle Rahmenabkommen mit der Europäischen Union könnten das Geschäftsklima und die Investitionstätigkeit beeinträchtigen.

# Slowakische Republik

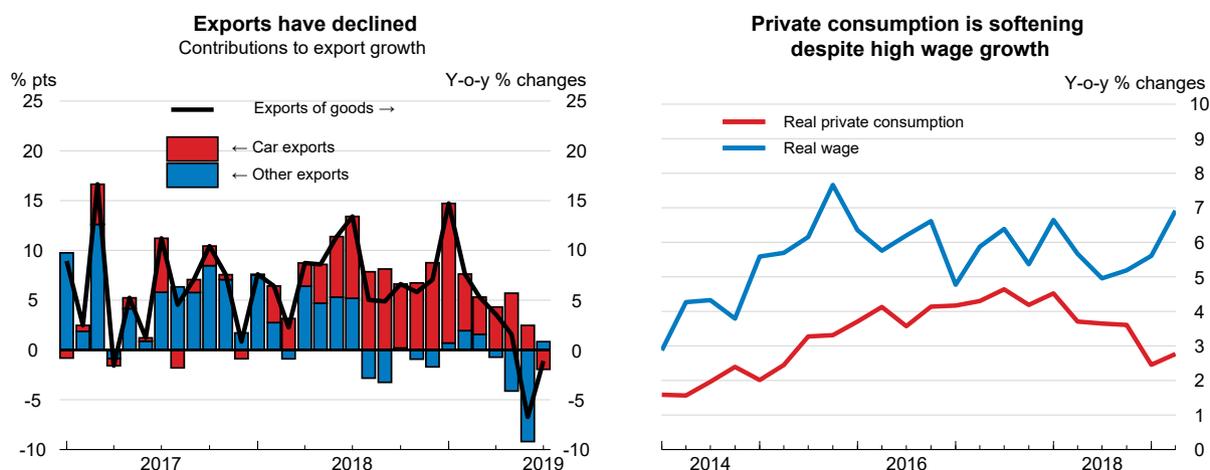
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020-2021 auf rd. 2½% verlangsamen, da die schwächere Auslandsnachfrage das Exportwachstum belasten wird. Die Inlandsnachfrage wird relativ kräftig bleiben, vor allem aufgrund des privaten Konsums, der sich dank des widerstandsfähigen Arbeitsmarkts mit einer historisch niedrigen Arbeitslosigkeit behaupten wird. Die Inflation wird bei über 2% verharren, weil die Wirtschaft oberhalb der Normalauslastung operiert.

Der fiskalpolitische Kurs wird 2020-2021 neutral ausgerichtet sein. Angesichts des hohen Grads der Kapazitätsauslastung und der mittelfristigen Herausforderungen in Verbindung mit der Bevölkerungsalterung wird es jedoch wichtig sein, den Druck auf die öffentlichen Ausgaben zu begrenzen. Eine tief greifende Reform des öffentlichen Sektors könnte effizienzsteigernd wirken. Zudem könnten dadurch inklusivitätsfördernde Maßnahmen im Bildungswesen sowie zur Integration der Roma finanziert werden.

## Die Wirtschaft hat sich abgeschwächt

Die Wirtschaft hat sich unter dem Einfluss der nachlassenden Exporttätigkeit merklich abgeschwächt. Die abflauende Auslandsnachfrage belastet die Nachfrage nach Waren, auf die die Slowakische Republik spezialisiert ist. Die anhaltende Unsicherheit bremst die Investitionstätigkeit. Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust: Die Arbeitslosenquote verharrt auf historisch niedrigem Niveau und die Lohnzuwächse werden durch die Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor gestützt. Die daraus resultierenden Effekte auf den Konsum der privaten Haushalte werden jedoch durch eine beträchtliche Zunahme der Ersparnisbildung gemindert. Die Inflationsrate ist auf 2,6% gestiegen, was hauptsächlich auf den stärkeren Nahrungsmittelpreisaufrtrieb und den anhaltenden Druck auf die Ressourcen zurückzuführen ist.

## Slovak Republic



Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD National Accounts database; National Bank of Slovakia; and Statistical office of the Slovak Republic.

## Slovak Republic: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>Slovak Republic</b>						
<b>GDP at market prices</b>	81.0	3.0	4.0	2.5	2.2	2.6
Private consumption	44.6	4.3	3.9	2.5	2.7	2.9
Government consumption	15.3	1.0	0.2	2.9	2.7	2.3
Gross fixed capital formation	17.0	3.9	3.7	2.5	2.5	3.0
Final domestic demand	77.0	3.6	3.1	2.5	2.7	2.8
Stockbuilding <sup>1</sup>	1.7	-0.2	0.5	0.2	0.0	0.0
Total domestic demand	78.6	3.3	3.6	2.7	2.6	2.7
Exports of goods and services	76.0	3.5	5.4	1.5	1.8	3.6
Imports of goods and services	73.6	3.9	5.0	1.7	2.3	3.7
Net exports <sup>1</sup>	2.4	-0.2	0.5	-0.1	-0.4	-0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.2	2.0	2.6	2.8	2.6
Harmonised index of consumer prices	—	1.4	2.5	2.8	2.6	2.5
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	1.4	2.0	2.1	2.6	2.5
Unemployment rate (% of labour force)	—	8.1	6.5	5.8	5.7	5.7
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	2.5	2.6	4.0	4.4	4.4
General government financial balance (% of GDP)	—	-1.0	-1.1	-1.0	-1.2	-1.2
General government gross debt (% of GDP)	—	65.7	63.6	62.5	61.7	61.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	51.3	49.4	48.4	47.6	46.8
Current account balance (% of GDP)	—	-1.9	-2.6	-1.7	-2.2	-2.2

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046817>

## Der fiskalpolitische Kurs wird voraussichtlich neutral sein

Das Haushaltsdefizit dürfte in den kommenden zwei Jahren weitgehend konstant bleiben. Angesichts des hohen Grads der Kapazitätsauslastung und der mittelfristigen Herausforderungen in Verbindung mit der Bevölkerungsalterung wird es jedoch wichtig sein, den Druck auf die öffentlichen Ausgaben zu begrenzen. Die alterungsbedingten Kosten werden erheblich steigen, da die Slowakische Republik eine der am raschesten alternden Bevölkerungen im OECD-Raum hat und die Regelaltersgrenze gemäß dem neuen Verfassungsrecht nunmehr bei 64 Jahren liegt. Falls Abwärtsrisiken eintreten und das Wachstum sich deutlich verlangsamt, sollte die Fiskalpolitik allerdings bereitstehen, um den Abschwung abzufedern.

Die Umsetzung der Empfehlungen von breit angelegten Spending Reviews würde dazu beitragen, den öffentlichen Haushalt effizienter zu gestalten und die dringend benötigten Strukturreformen zu finanzieren. Effiziente öffentliche Investitionen, vor allem in den Bereichen allgemeine und berufliche Bildung sowie Innovation, dürften die Produktivität steigern und für ein inklusiveres Wachstum sorgen. Die gesunkenen Bildungsergebnisse gilt es wieder zu verbessern, und es muss mehr getan werden, um die Bildungschancen von Kindern aus ärmeren Verhältnissen zu erhöhen, insbesondere der Roma. Um diese Fragen anzugehen, sind besser ausgebildete und besser bezahlte Lehrkräfte erforderlich. Stärkere Bemühungen zum Ausbau des Angebots an guten Kinderbetreuungsplätzen und Vorschuleinrichtungen würden auch zur Erhöhung der Erwerbsbeteiligung von Frauen mit kleinen Kindern beitragen.

## Das Wachstum wird sich 2020 verlangsamen

Das Wachstum wird sich 2020 auf 2¼% verlangsamen, bevor es sich 2021 wieder auf rd. 2½% belebt. Der private Konsum wird angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage und der steigenden Sozialtransfers weiter kräftig wachsen. Die schwache Auslandsnachfrage und die globale Unsicherheit werden die Export- und die Investitionstätigkeit weiterhin bremsen. Die Inflation wird den Projektionen zufolge in den kommenden zwei Jahren bei etwas über 2% verharren. Die politische Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Handel und einer weiteren Abschwächung an den Exportmärkten, namentlich in Deutschland, stellen nach wie vor die größten negativen Risiken für den Ausblick dar, da sie die Exporte und die Investitionen noch stärker dämpfen würden. Günstiger könnte die Entwicklung ausfallen, wenn der private Konsum schneller wächst, weil die Löhne kräftiger steigen als projiziert und die hohe Sparquote sinkt.

# Slowenien

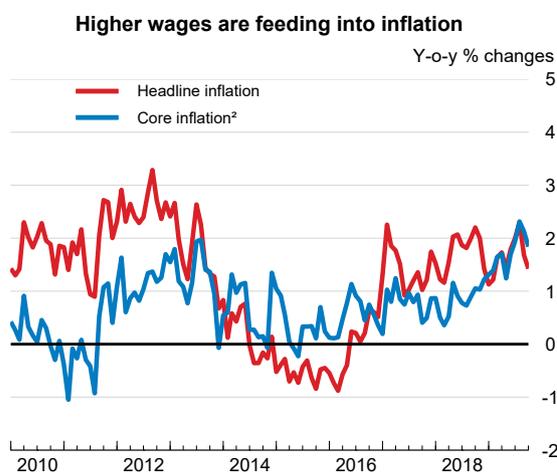
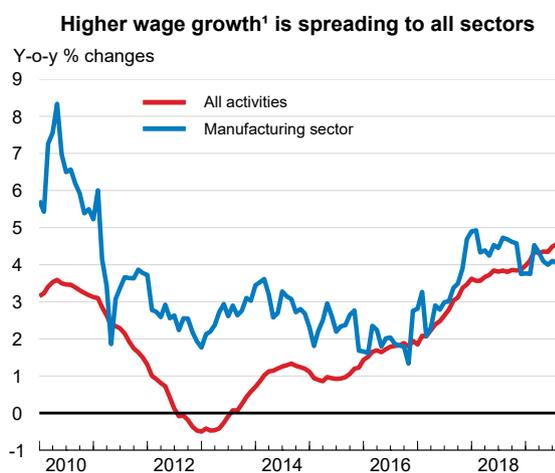
Den Projektionen zufolge wird das Wirtschaftswachstum bis 2021 bei rd. 3% verharren. Der private Verbrauch wird dank höherer Löhne und solider Beschäftigungszuwächse weiterhin der wichtigste Wachstumsmotor sein. Die Neuinvestitionen im Unternehmenssektor werden sich angesichts des unsicheren außenwirtschaftlichen Umfelds verlangsamen. Das Exportwachstum wird infolge steigender Lohnstückkosten nachlassen. Der Importanteil der Exporte nimmt zu, da die Auslandsnachfrage nach Gütern mit höherer inländischer Wertschöpfung sinkt. Die Nachfrage im Inland wird wegen wachsender Kapazitätsengpässe zunehmend über Importe gedeckt.

Die Fiskalpolitik wird in den kommenden zwei Jahren wachstumsstützend bleiben, was Lohnerhöhungen im öffentlichen Sektor und höheren Sozialtransfers zu verdanken ist. Da die Kreditbedingungen nach wie vor günstig sind und der Inflationsdruck im Inland steigt, sollten die fiskalischen Impulse reduziert werden. Mit Maßnahmen zur Verringerung der Frühverrentungsmöglichkeiten könnten ältere Arbeitskräfte mobilisiert werden. Eine Beschleunigung des Privatisierungsprozesses und eine Dezentralisierung der Tarifverhandlungen würden für eine bessere Arbeitskräfteallokation sorgen und Arbeitskräfteengpässen sowie dem Lohndruck entgegenwirken.

## Der Inflationsdruck im Inland steigt

Das Wachstum hat trotz eines kräftigen privaten Konsums nachgelassen. Die geringere Auslandsnachfrage nach Bauteilen für die Automobil-, Elektromaschinen- und Metallwarenindustrie hat sich in einem schwächeren Exportwachstum niedergeschlagen. Die zunehmende Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung der Auslandsaufträge hat zum schwächeren Wachstum der Unternehmensinvestitionen beigetragen. Gleichzeitig wird die Inlandsnachfrage in immer stärkerem Maße durch Importe gedeckt, da sich die Kapazitätsengpässe verschärfen. Auch bei der Exportstruktur ist eine Verschiebung hin zu Industriegütern mit einem höheren Importanteil zu beobachten.

## Slovenia



1. Hourly earnings. Year on year percentage change, three-month moving average.

2. Core inflation excludes energy and food.

Source: OECD Main Economic Indicators database.

## Slovenia: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Slovenia</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	40.4	4.8	4.1	3.1	3.0	3.1
Private consumption	21.8	2.3	3.4	3.6	3.6	3.7
Government consumption	7.7	0.3	3.2	2.4	2.5	2.6
Gross fixed capital formation	7.0	10.4	9.4	6.8	6.2	6.4
Final domestic demand	36.5	3.4	4.6	4.0	4.0	4.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	0.4	0.7	0.2	-0.2	0.2	0.0
Total domestic demand	36.9	4.2	4.7	3.7	4.1	4.0
Exports of goods and services	31.5	10.8	6.6	7.8	4.6	5.4
Imports of goods and services	28.0	10.7	7.7	9.1	6.0	6.5
Net exports <sup>1</sup>	3.5	1.0	-0.2	-0.3	-0.8	-0.6
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.6	2.2	2.7	2.9	2.6
Harmonised index of consumer prices	—	1.6	1.9	1.8	2.4	2.3
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	0.7	1.0	2.0	2.3	2.3
Unemployment rate (% of labour force)	—	6.6	5.1	4.5	4.1	3.4
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	4.6	5.0	6.0	5.7	5.2
General government financial balance (% of GDP)	—	0.0	0.8	0.7	0.4	0.3
General government gross debt (% of GDP)	—	89.4	84.1	82.1	80.5	79.1
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	74.1	70.4	68.7	67.5	66.8
Current account balance (% of GDP)	—	6.1	5.7	5.0	4.2	3.7

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046836>

Der Beschäftigungsaufbau bleibt dynamisch und kommt in erster Linie ausländischen Arbeitskräften zugute. Die Arbeitslosenquote hat ihren niedrigsten Stand seit zehn Jahren erreicht. Das Lohnwachstum hat sich beschleunigt, insbesondere im öffentlichen Sektor. Grund dafür sind die jüngsten Tarifverträge mit den Gewerkschaften, Gehaltserhöhungen für Beamte und die Anhebung des Mindestlohns. Die Inflation ist auf fast 2% gestiegen, was in erster Linie auf höhere Dienstleistungspreise zurückzuführen ist. Der Lohnruck führt zu höheren Lohnstückkosten und einer Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit.

## Die fiskalischen Impulse müssen reduziert werden, um eine Überhitzung zu vermeiden

Mit einer Erhöhung der Löhne im öffentlichen Sektor, der Sozialtransfers und der Rentenausgaben bleibt die Fiskalpolitik konjunkturstützend ausgerichtet. Die höheren Sozialausgaben tragen zum Erhalt der sozialen Gerechtigkeit bei. Die Konjunkturimpulse müssen jedoch reduziert werden, um den Lohn- und Kostendruck einzudämmen und die fiskalische Tragfähigkeit zu verbessern. Die Qualität der Bankaktiva verbessert sich weiter und das Bankensystem scheint widerstandsfähig zu sein. Die Kreditvergabebedingungen dürften günstig bleiben und das Volumen der Verbraucherkredite ist trotz verschärfter makroprudenzieller Maßnahmen erheblich gestiegen.

Es wäre sinnvoll, die Frühverrentungsmöglichkeiten abzubauen, die Aktivierungsmaßnahmen zur Mobilisierung älterer und geringqualifizierter Arbeitsloser bzw. Langzeitarbeitsloser zielgenauer auszurichten und die negativen Arbeitsanreize durch eine steuerliche Entlastung des Faktors Arbeit zu beseitigen. Diese Maßnahmen würden das Arbeitsangebot verbessern, den Aufschwung verlängern und zur Bewältigung der mit der Bevölkerungsalterung einhergehenden arbeitsmarktpolitischen und fiskalischen Herausforderungen beitragen. Ein stärker dezentralisiertes Tarifverhandlungssystem würde für eine bessere Arbeitskräfteallokation sorgen.

### **Abwärtsrisiken ergeben sich aus den anhaltenden internationalen Handelsspannungen**

Das Wirtschaftswachstum dürfte 2020-2021 weitgehend stabil bleiben. Die kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit wird sich aufgrund höherer Arbeitskosten und geringerer Produktivitätszuwächse verschlechtern und das Exportwachstum bremsen. Die Investitionstätigkeit wird sich trotz einer Belebung im Bausektor weiter verlangsamen, da die Ausgaben für Maschinen und Ausrüstungen zurückgehen. Ende 2021 wird mit einer allmählichen Erholung der Exporte und Unternehmensinvestitionen gerechnet, da der internationale Handel stärker expandieren dürfte. Positiver könnte die Entwicklung vor allem im Fall einer rascheren Erholung des Geschäftsklimas und des Wachstums der Unternehmensinvestitionen ausfallen. Mit einer ungünstigeren Entwicklung wäre zu rechnen, wenn die anhaltenden Spannungen im internationalen Umfeld zu einem unerwartet schwachen Exportmarktwachstum führen. Ein stärkerer Lohnauftrieb und noch geringere Produktivitätszuwächse würden die Erholung der Exporte ebenfalls beeinträchtigen.

# Spanien

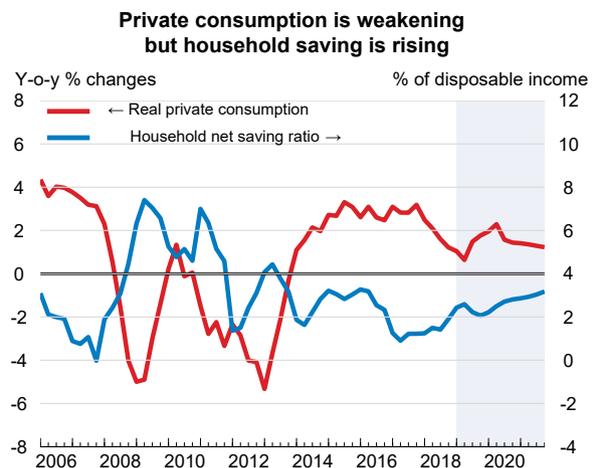
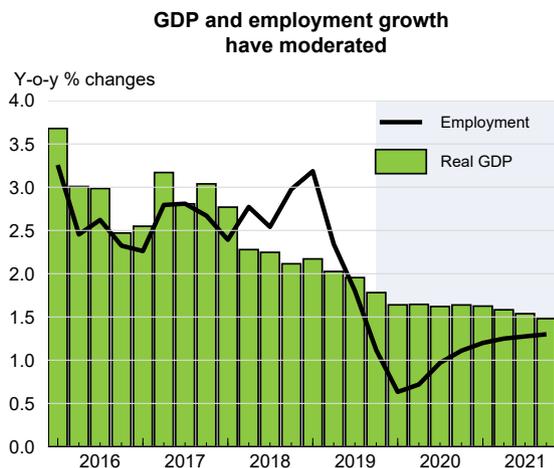
Nach 2019 wird sich das Wirtschaftswachstum den Projektionen zufolge auch 2020 und 2021 verlangsamen. Die Inlandsnachfrage wird weiterhin der wichtigste Wachstumsmotor sein. Allerdings wird sich das Tempo im Vergleich zu den vergangenen Jahren verlangsamen, da der Verbrauch durch das nachlassende Beschäftigungswachstum belastet wird und die höhere Unsicherheit die Investitionstätigkeit hemmt. Das niedrigere Wachstum der Exportmärkte wird die Ausfuhren bremsen. Der Preisauftrieb wird angesichts der nach wie vor bestehenden Kapazitätsüberhänge verhalten bleiben.

Die jüngsten Verbesserungen der öffentlichen Finanzen waren zum großen Teil den günstigen makroökonomischen Bedingungen zu verdanken. Der strukturelle Haushaltssaldo muss weiter verbessert werden, um die hohe Staatsschuldenquote nachhaltig zu senken. Die Kompetenzen und die Arbeitsergebnisse benachteiligter Gruppen sollten gestärkt werden. Dies würde das Potenzialwachstum steigern und die Ungleichheit verringern. Um das Produktivitätswachstum anzukurbeln, müssen Wettbewerb und Innovationstätigkeit gefördert werden.

## Das Wachstum hat nachgelassen

Die Inlandsnachfrage hat sich im Kontext der höheren Unsicherheit weniger dynamisch entwickelt als in den vergangenen Jahren. Die anhaltenden Beschäftigungszuwächse, Lohnsteigerungen und der geringe Preisauftrieb haben die verfügbaren Realeinkommen der privaten Haushalte gestützt. In jüngster Zeit erhöhte sich dadurch auch die Spartätigkeit der privaten Haushalte. Das Verarbeitende Gewerbe hat unter einem Vertrauenseinbruch und dem schwachen außenwirtschaftlichen Wachstum gelitten, aber der Dienstleistungssektor entwickelt sich weiterhin gut. Das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich in jüngerer Zeit, liegt jedoch immer noch bei rd. 2%. Die Entwicklungstrends bei den Wohnimmobilienverkäufen und den neuen Wohnungsbaukrediten deuten auf eine anhaltende Verlangsamung der Wohnungsbauinvestitionen hin.

## Spain



Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934045943>

## Spain: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Spain</b>	Current prices EUR billion	Percentage changes, volume (2015 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	1 113.8	2.9	2.4	2.0	1.6	1.6
Private consumption	648.3	3.0	1.8	1.2	1.8	1.3
Government consumption	212.3	1.0	1.9	2.3	1.6	1.1
Gross fixed capital formation	200.0	5.9	5.3	2.8	3.6	3.0
Final domestic demand	1 060.6	3.1	2.5	1.7	2.1	1.6
Stockbuilding <sup>1</sup>	8.8	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0
Total domestic demand	1 069.4	3.1	2.7	1.8	2.2	1.6
Exports of goods and services	377.4	5.6	2.2	1.6	1.3	2.2
Imports of goods and services	333.0	6.6	3.3	1.0	3.0	2.5
Net exports <sup>1</sup>	44.4	-0.1	-0.3	0.3	-0.5	0.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	1.4	1.1	1.6	1.1	1.3
Harmonised index of consumer prices	–	2.0	1.7	0.8	1.1	1.3
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	–	1.2	1.0	1.1	1.3	1.3
Unemployment rate (% of labour force)	–	17.2	15.3	14.2	14.1	13.6
Household saving ratio, net (% of disposable income)	–	1.2	1.5	2.3	2.6	3.0
General government financial balance (% of GDP)	–	-3.0	-2.5	-2.2	-1.8	-1.4
General government gross debt (% of GDP)	–	115.8	114.8	114.3	114.0	113.2
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	–	98.6	97.6	96.6	96.4	96.2
Current account balance (% of GDP)	–	2.7	1.9	1.6	1.3	1.2

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046874>

## Eine Erhöhung des Produktivitätswachstums ist von entscheidender Bedeutung

Die Geldpolitik im Euroraum wird akkommodierend bleiben und durch niedrigere Kreditzinsen die Investitions- und Konsumtätigkeit fördern. Die politische Unsicherheit sorgt für Unklarheit in Bezug auf den künftigen fiskalpolitischen Kurs; es wird jedoch unterstellt, dass er in den kommenden beiden Jahren weitgehend neutral sein wird. Da die Staatsschuldenquote mit 96% nach wie vor hoch ist, bedarf es weiterer Verbesserungen beim strukturellen Saldo, um eine dauerhafte Senkung der öffentlichen Verschuldung zu gewährleisten.

Ein höheres Potenzialwachstum kann ebenfalls dazu beitragen, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sowie die Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks zu verbessern. Die Förderung von Kompetenzen, Wettbewerb und Innovationstätigkeit würde das Produktivitätswachstum stützen. Gezielte aktive Arbeitsmarktmaßnahmen könnten geringqualifizierten Arbeitskräften helfen, ihre Aussichten am Arbeitsmarkt zu verbessern. Dadurch würden Ungleichheiten verringert. Die Abstimmung von Arbeitsmarktverwaltung und Sozialsystem ließe sich durch die Einführung einer zentralen Anlaufstelle verbessern, die eine integrierte Förderung für Arbeitsuchende bietet. Geringqualifizierten und Geringverdienern, deren Arbeitsplätze möglicherweise stärker von Automatisierung bedroht sind, sollten gezielt digitale Kompetenzen vermittelt werden. Eine bessere Abstimmung und Evaluierung der regionalen und nationalen Innovationspolitik würde die Qualität der Innovationstätigkeit erhöhen. Um Skaleneffekte zu erzielen, ist es entscheidend, die wirksame Umsetzung früherer Strukturreformen sicherzustellen und der internen Fragmentierung der Produktmärkte entgegenzuwirken.

## Das Wachstum dürfte sich verlangsamen

Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge in den Jahren 2020 und 2021 auf 1,6% verlangsamen. Die Inlandsnachfrage wird der wichtigste Wachstumsmotor bleiben. Wenn der Effekt des Nachfragestaus abklingt und die Spartätigkeit der privaten Haushalte weiter zunimmt, wird sich der private Konsum abschwächen. Das Beschäftigungswachstum wird sich zwar voraussichtlich verlangsamen, die Arbeitslosenquote wird jedoch weiter auf 13,6% im Jahr 2021 sinken. Die Unternehmensinvestitionen werden sich weniger dynamisch entwickeln als in der Vergangenheit, jedoch durch die hohe Kapazitätsauslastung und die günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt werden. Der Wachstumsbeitrag der Nettoausfuhren wird 2020 vor dem Hintergrund des schwächeren Exportmarktwachstums negativ ausfallen und 2021 neutral sein.

Ein wesentliches Abwärtsrisiko ist die Gefahr eines unerwartet schwachen Wachstums in Europa, Spaniens wichtigstem Exportabsatzmarkt, das die Ausfuhren beeinträchtigen würde. Der Brexit könnte sich negativ auf den Tourismussektor auswirken. Das Konsumwachstum könnte schwächer ausfallen als erwartet, wenn sich die Beschäftigungszuwächse stärker verlangsamen oder die Unsicherheit andauert. In Anbetracht der guten Fundamentaldaten könnte sich die Investitionstätigkeit aber auch besser entwickeln, wenn die Unsicherheit nachlässt und sich dadurch das Geschäftsklima aufhellt.

# Südafrika

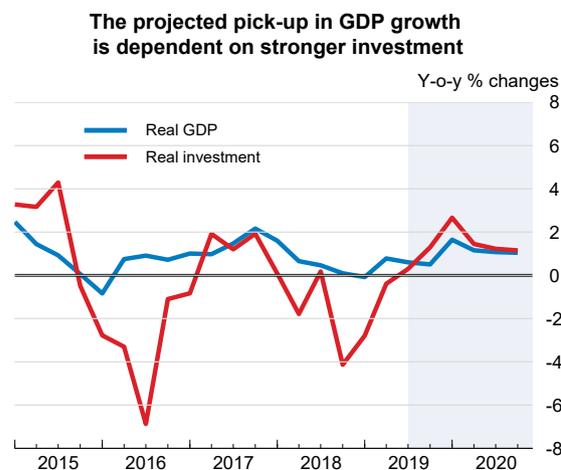
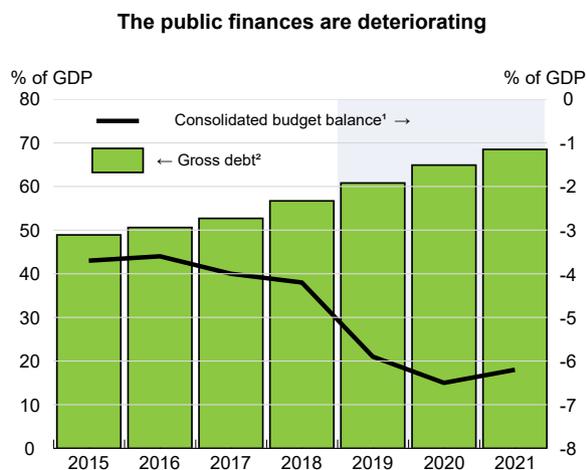
Das Wirtschaftswachstum bleibt schwach und wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2020-2021 nur auf 1¼% anziehen. Angesichts der anhaltenden politischen Unsicherheit, die die Investitionstätigkeit bremst, ist das Vertrauen nach wie vor gering. Die Arbeitslosigkeit dürfte hoch bleiben, was den privaten Konsum belasten wird. Auch wenn globale Handelsspannungen den Handel derzeit bremsen, dürfte sich das Exportwachstum im Zuge der Erholung des Welthandels beleben. Die Inflation wird 2020 aufgrund steigender Strom-, Nahrungsmittel- und Kraftstoffpreise leicht anziehen.

Das Haushaltsdefizit hat sich unter dem Einfluss steigender staatlicher Personalkosten, höherer Zinszahlungen und Rettungsmaßnahmen für staatseigene Unternehmen erhöht. Das hohe Engagement der öffentlichen Hand in leistungsschwachen staatseigenen Unternehmen (15% des BIP) gefährdet die Schuldenfähigkeit. Um fiskalischen Spielraum zu schaffen, bedarf es der Umsetzung eines effektiven Governance-Rahmens für staatseigene Unternehmen und einer Senkung der staatlichen Personalkosten. Die Abschwächung der Inflation und die Verankerung der Inflationserwartungen könnten Spielraum für eine geldpolitische Lockerung schaffen.

## Sinkende Exporte und eine geringe Inlandsnachfrage schwächen das Wachstum

2019 war das Wachstum aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage volatil und niedrig. Ersatz- und Erhaltungsinvestitionen in Maschinen und Ausrüstungen dürften die Investitionstätigkeit etwas ankurbeln. Mit einer starken Zunahme des Vertrauens ist nicht zu rechnen. Bergbau- und Industrieproduktion verlangsamten sich. Obwohl die Nettoexporte im zweiten Halbjahr zugenommen haben, geht von ihnen kein Wachstumsbeitrag aus.

## South Africa



1. National and provincial government, social security funds and public entities. Fiscal year beginning on the 1st of April.

2. Debt of the central government, excluding extra-budgetary institutions and social security funds. Fiscal year beginning on the 1st of April.

Source: National Treasury, Budget Review 2019, Medium Term Budget Policy Statement 2019; and OECD Economic Outlook 106 database.

## South Africa: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices ZAR billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>South Africa</b>						
<b>GDP at market prices</b>	4 348.8	1.4	0.7	0.5	1.2	1.3
Private consumption	2 584.4	2.1	1.8	1.3	1.4	1.5
Government consumption	906.3	0.2	1.9	1.6	1.2	1.1
Gross fixed capital formation	846.6	1.0	-1.4	-0.4	1.6	1.7
Final domestic demand	4 337.3	1.5	1.2	1.1	1.4	1.5
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 11.3	0.4	-0.3	0.6	0.3	0.0
Total domestic demand	4 325.9	1.9	0.9	1.7	1.7	1.5
Exports of goods and services	1 333.0	-0.7	2.6	-2.6	1.8	2.3
Imports of goods and services	1 310.2	1.0	3.3	1.7	3.3	2.7
Net exports <sup>1</sup>	22.8	-0.5	-0.2	-1.3	-0.5	-0.2
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	5.7	3.4	4.3	4.8	4.3
Consumer price index	—	5.3	4.6	4.2	4.6	4.5
Core inflation index <sup>2</sup>	—	4.6	4.2	4.2	4.4	4.5
General government financial balance (% of GDP)	—	-3.8	-3.4	-5.9	-6.6	-6.3
Current account balance (% of GDP)	—	-2.5	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046855>

## Reformen sind notwendig, um die Wirtschaft anzukurbeln

Die Inflation ist 2019 deutlich gesunken, dürfte sich unter dem Einfluss steigender Strom-, Nahrungsmittel- und Kraftstoffpreise 2020 und 2021 jedoch leicht erhöhen und knapp über dem Zielwert der Zentralbank von 4,5% ansiedeln. Die Inflationserwartungen werden voraussichtlich weiterhin nach und nach in Richtung Inflationsziel zurückgehen. Die Abwärts- und Aufwärtsrisiken für die Inflationsentwicklung halten sich die Waage. Der nachfrageseitige Druck ist gering, da die Nahrungsmittelpreise und die Löhne wohl nur mäßig steigen werden. Angesichts beträchtlicher Kapazitätsüberhänge und der verankerten Inflationserwartungen könnte insbesondere 2021 Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik bestehen.

Steigende Löhne für Staatsbedienstete und höhere Ausgaben zur Rettung staatseigener Unternehmen stellen eine Belastung für die öffentlichen Finanzen dar. Die Tarifabschlüsse liegen systematisch über der Inflationsrate. Die Regierung hat einen Frühverrentungsplan angekündigt, um den Personalbestand zu senken. Allerdings sind Frühverrentungsprogramme auf kurze Sicht kostspielig. Zudem hält sich ihr Nutzen in Grenzen. Eine prüfenswerte Option wäre die Indexierung der Löhne im öffentlichen Sektor unterhalb der Inflationsrate über einen Zeitraum von drei Jahren. Die nur schleppend vorankommende Reform der staatseigenen Unternehmen belastet das Wirtschaftsklima und das Vertrauen. Aufgrund von Missmanagement, Korruption, Personalüberhang und unkontrolliertem Lohnwachstum befinden sich viele staatliche Unternehmen in einer schlechten Verfassung. Es muss ein wirksamer Governance-Rahmen für staats-eigene Unternehmen geschaffen werden, der klare unternehmensspezifische Ziele für Rentabilität, Kapitalstruktur und nichtfinanzielle Ergebnisse setzt.

Die Entwicklung des Fremdenverkehrs und die Ankurbelung von Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur würden das Wachstum kurzfristig stützen und zur Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen. Die Regulierungsbeschränkungen sind nach wie vor relativ hoch. Dazu zählen die starke staatliche Einflussnahme in der Wirtschaft, Hemmnisse für inländische und ausländische Unternehmen, komplexe Regeln für Zulassungen und Genehmigungen sowie der Schutz existierender Unternehmen vor Wettbewerb. Es ist notwendig, den Regulierungsbehörden im Energie-, Verkehrs- und Telekommunikationssektor mehr Unabhängigkeit zu verleihen und die Verabschiedung und Umsetzung des Gesetzes zur Verkehrsregulierung zu beschleunigen.

### **Das anhaltend niedrige Wachstum dürfte sich fortsetzen**

Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge in den Jahren 2020 und 2021 geringfügig beschleunigen. Wichtigster Wachstumsmotor werden die Investitionen sein, wobei die Staatsausgaben unterstützend hinzukommen. Stärkere Exporte dürften ebenfalls zum Wachstum beitragen. Die Zuwächse beim Konsum der privaten Haushalte werden gering bleiben. Zu den inländischen kurzfristigen Risiken für das BIP-Wachstum zählen die Lastabschaltungen durch Stromversorgungsunternehmen und höhere Strompreise als erwartet. Das Vertrauen der Anleger in die Wirtschaft ist nach wie vor fragil und anfällig gegenüber politischen Entwicklungen. Eine über Erwartungen starke Wachstumsverlangsamung in China, dem größten Handelspartner Südafrikas, würde sich negativ auf das Preisniveau und die Nachfrage nach südafrikanischen Exportgütern auswirken.

# Tschechische Republik

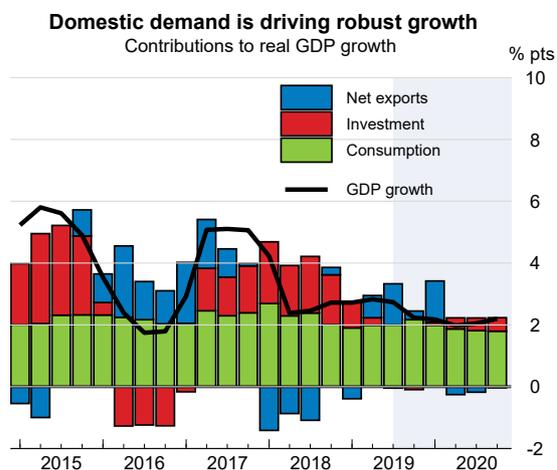
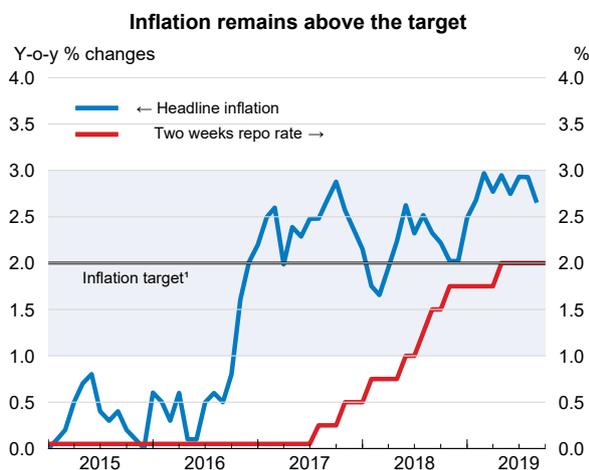
Das Wirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge 2020-2021 auf 2-2¼% abschwächen. Das Wachstum wird vom Verbrauch der privaten Haushalte und von den Staatsausgaben getragen. Die Löhne werden weiter kräftig steigen, während die Arbeitslosigkeit auf einem niedrigen Niveau verharren wird. Allerdings wird der außenwirtschaftliche Sektor das Wachstum bremsen, da sich die Wirtschaftstätigkeit in den wichtigsten Handelspartnerländern verlangsamt, wodurch auch das Investitionswachstum zurückgehen wird.

Die Anpassung der Geldpolitik sollte 2020 und 2021 fortgesetzt werden, da die Inflation den Projektionen zufolge über der Zielvorgabe der Zentralbank von 2% verharren wird. Die Staatsausgaben, vor allem die Sozialleistungen, steigen dank höherer Einnahmen. Die öffentliche Verschuldung wird dennoch weiter sinken. Die Arbeitskräfteengpässe werden sich auch künftig als größtes Wachstumshindernis im Inland erweisen. Eine beschleunigte Reform der Kinderbetreuung, die die Erwerbsbeteiligung der Frauen erhöht, und zügige Zuwanderungsverfahren würden zur Entspannung am Arbeitsmarkt beitragen.

## Das solide Wachstum wird von der Inlandsnachfrage getragen

Die Inlandsnachfrage wird von den Staatsausgaben und dem Verbrauch der privaten Haushalte getragen, die der Hauptmotor des Wachstums sind. Die Regierung erhöht die Sozialausgaben, während die Arbeitskräfte dank der sehr niedrigen Arbeitslosigkeit nach wie vor hohe Lohnzuwächse verzeichnen. Die Investitionsquote ist dieses Jahr stark gesunken, nachdem im vergangenen Jahr beträchtliche Mittel aus Strukturfonds der Europäischen Union ausgeschöpft wurden. Ein weiterer Grund für den Rückgang war die aktuelle Konjunkturabkühlung in den Nachbarländern. Der Effekt der Verlangsamung in Europa lässt sich daran ablesen, dass sich die Industrieproduktion und die Auftragseingänge mittlerweile rückläufig entwickeln. Die Ausfuhren sinken zwar, aber in geringerem Maße als die Einfuhren, was auf die größere Diversifizierung der Wirtschaft und einen Aufstieg in den globalen Wertschöpfungsketten zurückzuführen ist.

## Czech Republic



1. Inflation target is 2% with a tolerance band of +/- 1% points.  
Source: Refinitiv; and OECD Economic Outlook 106 database.

## Czech Republic: Demand, output and prices

Czech Republic	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices CZK billion	Percentage changes, volume (2010 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	4 765.8	4.5	2.9	2.6	2.1	2.3
Private consumption	2 242.1	4.4	3.3	2.9	2.8	2.8
Government consumption	918.7	1.3	3.9	3.2	2.5	2.1
Gross fixed capital formation	1 188.1	4.0	7.1	0.9	1.3	1.9
Final domestic demand	4 348.9	3.6	4.5	2.4	2.4	2.4
Stockbuilding <sup>1</sup>	49.9	0.1	-0.4	-0.1	-0.3	0.0
Total domestic demand	4 398.8	3.7	4.0	2.3	2.0	2.4
Exports of goods and services	3 789.8	7.1	4.4	1.9	1.7	1.9
Imports of goods and services	3 422.8	6.3	5.9	1.3	1.5	2.0
Net exports <sup>1</sup>	367.0	1.1	-0.8	0.5	0.2	0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	1.4	2.5	3.1	2.3	2.3
Consumer price index	—	2.5	2.1	2.8	2.5	2.3
Core inflation index <sup>2</sup>	—	2.0	2.4	2.5	2.4	2.3
Unemployment rate (% of labour force)	—	2.9	2.2	2.0	2.1	2.2
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	4.4	6.0	6.7	6.6	6.5
General government financial balance (% of GDP)	—	1.6	1.1	0.7	0.5	0.4
General government gross debt (% of GDP)	—	43.8	40.1	38.5	37.2	36.4
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	34.6	32.5	30.9	29.6	28.9
Current account balance (% of GDP)	—	1.7	0.3	0.9	0.7	1.2

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046304>

## Es bedarf Maßnahmen zur Beseitigung der Arbeitskräfteengpässe

Der Preisauftrieb stagniert oberhalb der Zielvorgabe der Zentralbank von 2%, liegt jedoch nach wie vor im Toleranzbereich. Die Preise für Nahrungsmittel, Energie und Dienstleistungen lassen die Inflation steigen, wohingegen die Importpreise niedriger sind als erwartet. Die Währungsaufwertung wirkt ebenfalls inflationsdämpfend. Da voraussichtlich jedoch auch weiterhin mit relativ hohem Inflationsdruck und kräftigem Lohnauftrieb zu rechnen ist, muss die Zentralbank die Geldpolitik weiter an die wirtschaftliche Entwicklung anpassen und zugleich den geldpolitischen Maßnahmen des Euroraums Rechnung tragen.

Die Fiskalpolitik ist leicht expansiv ausgerichtet. Die Staatsausgaben steigen in raschem Tempo, wodurch sich der Haushaltsüberschuss stark verringert. Die Ausgaben für Gesundheit, Alters- und Erwerbsminderungsrenten expandieren ebenso wie die Sozialtransfers an Familien mit Kindern. Zudem wurde ein Vaterschaftsurlaub eingeführt. Es sind jedoch nach wie vor Maßnahmen erforderlich, um die Arbeitskräfteengpässe zu beseitigen, die das größte Wachstumshindernis im Inland darstellen. Eine bessere Planung der Nutzung von EU-Fördermitteln für Infrastrukturmaßnahmen würde außerdem die Volatilität der Investitionen verringern und die Umsetzung von Infrastrukturvorhaben verbessern.

Der Arbeitsmarkt verlagert sich hin zu höher qualifizierten Tätigkeiten. Der Dienstleistungssektor hat expandiert, und das Verarbeitende Gewerbe ist inzwischen fest in die globalen Wertschöpfungsketten

eingebunden. Dies bewirkt eine Verlagerung der Beschäftigung von Arbeitsplätzen mit mittleren Qualifikationsanforderungen zu höher qualifizierten Tätigkeiten. Mit den richtigen Kompetenzen und der richtigen Ausbildung, um sich an ein sich veränderndes Umfeld anzupassen, wären Arbeitskräfte besser vor der Automatisierung geschützt. Durch einen Ausbau der beruflichen Bildung und der Kinderbetreuungsangebote ließe sich die Diskrepanz zwischen dem Kompetenzangebot und der Kompetenznachfrage am Arbeitsmarkt verringern und die Erwerbsbeteiligung der Frauen erhöhen.

### **Das solide Wachstum wird sich den Projektionen zufolge fortsetzen**

Das Wachstum wird im Projektionszeitraum von den Ausgaben der privaten Haushalte und den Staatsausgaben getragen und dürfte bei über 2% verharren. Die Arbeitslosigkeit wird niedrig bleiben, was zum fortwährend hohen Lohnauftrieb beiträgt. Die Konjunkturabkühlung in den Nachbarländern wird das Exportwachstum belasten.

Der Inflationsausblick ist mit erheblichen Risiken behaftet, wobei die Aufwärtsrisiken leicht überwiegen. Ein über Erwarteten schwacher Wechselkurs der tschechischen Krone hätte einen Anstieg der Inflation und der Zinsen zur Folge. Eine unerwartete Aufwertung würde wiederum zu niedrigeren Importpreisen führen, was helfen würde, den Preisauftrieb auf Kurs zu halten. In Anbetracht ihrer umfangreichen Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten ist die tschechische Wirtschaft stark von protektionistischen Maßnahmen und der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit betroffen.

# Türkei

Das Wachstum hat sich in den letzten Monaten weiter belebt. Dank bedeutender staatlicher Impulse steigt die Inlandsnachfrage kräftiger als zuvor angenommen. Die Währungsabwertung stützt die Exporte. Angesichts der schwachen Außenhandelsnachfrage, geopolitischen Unsicherheiten und sanierungsbedürftigen Bilanzen im privaten Sektor wird das BIP-Wachstum jedoch voraussichtlich bei rd. 3% verharren. Es würde damit deutlich unter der Potenzialrate liegen, die sich ihrerseits bereits abgeschwächt hat und aufgrund der zunehmenden politikbedingten Verzerrungen in der Wirtschaft weiter sinken könnte. Das Vertrauen der Anleger ist nach wie vor schwach, und die Investitionen sind drastisch zurückgegangen.

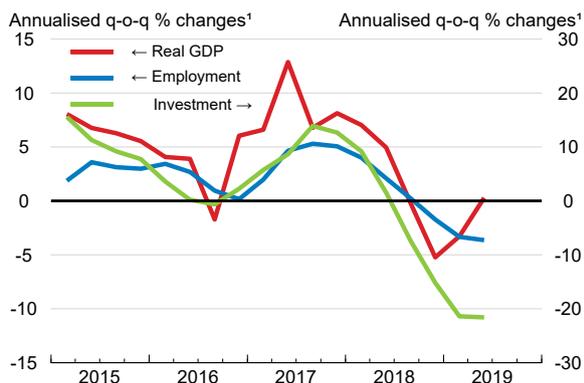
Um Vertrauen im In- und Ausland wiederzugewinnen, sollte der makroökonomische Politikrahmen vereinfacht und transparenter gestaltet werden. Eine erhöhte Haushaltstransparenz auf gesamtstaatlicher Ebene – auch was die expandierenden quasifiskalischen Maßnahmen betrifft – würde das Vertrauen stärken. Das Gleiche gilt auch für Schritte, um die Glaubwürdigkeit der Unabhängigkeit der Zentralbank zu sichern. Damit sich die mittel- bis langfristige Investitionsintensität und das Wachstumspotenzial nicht weiter abschwächen, sondern wieder steigen, sind weitere Maßnahmen erforderlich, die die Arbeitsmarktflexibilität und den Produktmarkt Wettbewerb im formellen Sektor erhöhen.

## Die Erholung hat begonnen, die Unsicherheiten sind aber nach wie vor sehr groß

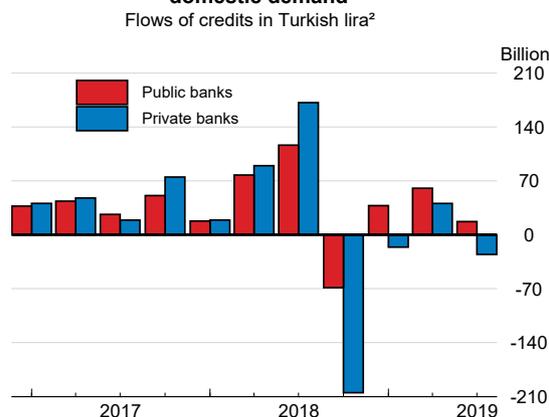
Die erhebliche Mindestlohnanhebung Anfang 2019, vorübergehende Senkungen indirekter Steuern und eine verstärkte Kreditvergabe öffentlicher Banken haben dazu geführt, dass sich der private Verbrauch weiter erholt hat. Der Rückgang der Unternehmensinvestitionen hielt dagegen im ersten Halbjahr an, und die Kurzzeitindikatoren sprechen nicht für eine kräftige Belebung. Nichtfinanzunternehmen setzen den Abbau ihrer auf Fremd- und Landeswährung lautenden Schulden fort, die zuvor stark gestiegen waren. Die vorliegenden Daten zufolge verzeichnete Zunahme der Insolvenzschutzanträge deutet darauf hin, dass Finanzierungsengpässe die Investitionskapazität weiter beeinträchtigen.

## Turkey

**A recovery has started but investment has remained very weak**



**Public banks are mobilised to support domestic demand**



1. Three-quarter moving average.

2. Includes consumer and commercial credits.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; and Banking Regulation and Supervision Agency.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046000>

## Turkey: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Turkey</b>	Current prices TRY billion	Percentage changes, volume (2009 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	2 608.5	7.5	2.8	0.3	3.0	3.2
Private consumption	1 560.5	6.2	0.1	-0.6	4.0	3.8
Government consumption	387.0	4.6	7.1	4.8	1.8	2.1
Gross fixed capital formation	764.7	8.2	-0.6	-15.9	4.0	6.5
Final domestic demand	2 712.2	6.6	0.9	-4.4	3.6	4.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	- 28.4	0.7	-2.3	-0.5	0.2	0.0
Total domestic demand	2 683.8	7.4	-1.6	-4.9	3.8	4.3
Exports of goods and services	573.0	12.0	7.8	5.2	3.7	2.0
Imports of goods and services	648.2	10.3	-7.7	-12.4	6.6	5.8
Net exports <sup>1</sup>	- 75.3	0.1	4.2	5.3	-0.7	-1.0
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	–	11.0	16.4	16.0	13.0	10.9
Potential GDP, volume	–	5.5	5.2	4.4	4.0	3.9
Consumer price index <sup>2</sup>	–	11.1	16.3	15.8	13.2	10.0
Core inflation index <sup>3</sup>	–	10.1	16.5	14.3	12.9	9.9
Unemployment rate (% of labour force)	–	10.9	11.0	13.5	13.2	13.0
Current account balance (% of GDP)	–	-5.6	-3.0	0.3	-0.7	-1.3

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Based on yearly averages.

3. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046931>

Durch die starke Wechselkursabwertung wurden die türkischen Exporte wettbewerbsfähiger, sodass sich ihr Marktanteil erhöhte. Größter Gewinner waren die Tourismusexporte, die in den ersten sieben Monaten des Jahres real um über 15% in die Höhe schnellten. Im Verarbeitenden Gewerbe sind die Exportaufträge aus dem europäischen Markt geschrumpft, die Gesamtausfuhren blieben aber positiv. Dagegen ist die Beschäftigung trotz der Schaffung zahlreicher zusätzlicher Arbeitsplätze im öffentlichen und sozialen Bereich im Jahresverlauf 2019 zurückgegangen. Obwohl die Erwerbsbeteiligung einen starken prozyklischen Rückgang verzeichnete, stieg die Arbeitslosenquote (ohne Landwirtschaft) im Zeitraum Mai-Juli auf 15% und die Jugendarbeitslosenquote auf 25%.

## Die makroökonomische Politik stützt sich zu stark auf intransparente Instrumente

Die öffentlichen Banken haben den privaten Konsum stark gestützt, indem sie Kreditkarten- und sonstige Schulden der privaten Haushalte neu terminierten, zusätzliche Konsumentenkredite vergaben und subventionierte Wohnungsbauprogramme sowie Kfz-Kredite anboten. Die Verbraucherkredite haben kräftiger zugenommen als die gewerblichen Kredite. Anfang Oktober erreichten sie eine sehr hohe Zuwachsrate von 25% (auf Jahresbasis). Der Wechselkurs, der nach dem Schock von August 2018 gegenüber dem US-Dollar um 33% gesunken war, und die Risikoprämie des Landes, die zuvor stark gestiegen war, konnten zugleich etwas an Boden gutmachen. Dennoch bleiben der Lira-Wechselkurs und die Risikoprämie Volatilitätsschüben ausgesetzt. Grund hierfür sind die politischen und geopolitischen Unsicherheiten, die in jüngster Zeit zugenommen haben. Vor diesem Hintergrund erhöht der starke Grad der Dollarisierung der Inlandsersparnis und der Kredite die Volatilitätsrisiken für die türkische Lira weiter.

Mit einem im September vorgestellten neuen Wirtschaftsprogramm soll das BIP-Wachstum 2020 und 2021 drastisch gesteigert werden. Da der private Konsum durch die hohe Arbeitslosigkeit und das geringe Vertrauen der privaten Haushalte gebremst wird und die Privatbanken (die mit höheren Kreditausfallquoten und umfangreichen Kreditumstrukturierungen konfrontiert sind) bei der Kreditvergabe weiterhin Vorsicht walten lassen, werden öffentliche Banken und andere staatliche Finanzinstitute immer stärker in Anspruch genommen. Die öffentlichen Banken tätigen (im Rahmen der geltenden Vorschriften) offenbar auch Devisingeschäfte, um zur Stabilisierung des Wechselkurses beizutragen. Zusammen mit zusätzlichen Beihilfen und Anreizen für ausgewählte Unternehmen und Projekte hat dies zur Folge, dass die Impulse für die Kapitalbildung hauptsächlich von politischen Instrumenten ausgehen. Diese Entwicklung geht mit potenziell erheblichen Risiken für die Qualität und Nachhaltigkeit der Anlageinvestitionen im Unternehmenssektor einher. Betroffen sind insbesondere Tätigkeitsbereiche, in denen das Risiko von Kapitalfehlallokationen groß ist, wie im Energie- und Immobiliensektor. Dies könnte den in der vergangenen Zeit beobachteten Rückgang des Produktivitätswachstums und der Potenzialwachstumsrate verstärken. Dabei besteht die Gefahr, dass die kurzfristigen Konjunkturimpulse durch dauerhafte Rückgänge der Trendwachstumsrate mehr als aufgewogen werden. Hinzu kommt, dass weder die Expansion der staatlich kontrollierten und subventionierten Finanzierung noch die meisten anderen außerbudgetären Verbindlichkeiten, wie die Ausdehnung der staatlichen Garantien auf öffentlich-private Partnerschaften, in formellen Haushaltsberichten oder offiziellen Haushaltsplänen berücksichtigt sind. Auch wenn keine detaillierten Daten vorliegen, ist klar, dass die Eventualverbindlichkeiten der öffentlichen Hand im vergangenen Jahr massiv gestiegen sind.

Die Geldpolitik hat die sehr günstigen globalen monetären Bedingungen genutzt, um den Leitzins zwischen Juli und Oktober drastisch von 24% auf 14% zu senken. Mit 8,6% im Oktober liegt die jährliche Inflationsrate allerdings nach wie vor deutlich über der Zielvorgabe von 5%. Infolge drastischer Anhebungen der administrierten Preise bestehen in der kommenden Zeit Aufwärtsrisiken. Es sollte ein restriktiver geldpolitischer Kurs beibehalten werden, um die Fortsetzung des Inflationsabbaus zu gewährleisten. Für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank ist es von entscheidender Bedeutung, ihre Unabhängigkeit sicherzustellen.

## **Die Erholung wird allmählich vonstattengehen und ist mit erheblichen Risiken behaftet**

In den Jahren 2020 und 2021 wird das BIP-Wachstum voraussichtlich bei rd. 3% verharren. Der private Verbrauch wird sich den Projektionen zufolge erholen, die Investitionen dürften aber nur ganz allmählich steigen. Die schwache Exportnachfrage und die sanierungsbedürftigen Bilanzen im privaten Sektor werden die Erholung weiterhin bremsen. Zusätzliche Risiken gehen von den geopolitischen Unsicherheiten aus, die – falls sie nicht eingedämmt werden – das Vertrauen untergraben und die Volatilität erhöhen können. Glaubwürdige Verbesserungen der Fiskal-, Finanzmarkt- und Geldpolitik könnten dagegen die Erholung beschleunigen, indem sie dafür sorgen, dass inländische und internationale Investoren ihr Engagement aufrechterhalten.

# Ungarn

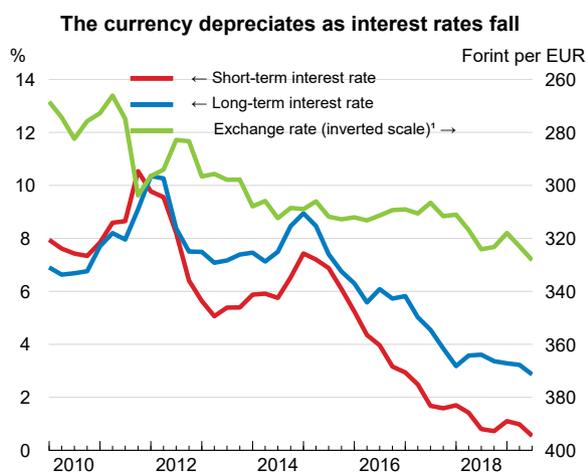
Der starke Konjunkturaufschwung wird sich den Projektionen zufolge analog zur Auslandsnachfrage in den kommenden beiden Jahren auf gut 3% abschwächen. Dank kräftiger Zuwächse bei den Realeinkommen wird die Expansion weiterhin vom privaten Verbrauch getragen. Die öffentlichen Investitionen werden sich parallel zu den sinkenden Auszahlungen aus EU-Strukturfonds verlangsamen. Aufgrund von Kapazitätsengpässen erhöhen sich die Unternehmensinvestitionen und die Einfuhren. Die zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage lässt den Lohn- und Preisauftrieb weiter steigen.

Da die Sozialversicherungsbeiträge weiter gesenkt werden und die öffentlichen Ausgaben – u.a. für die Löhne – steigen, bleibt die Fiskalpolitik konjunkturstützend. Die Zentralbank wird ihren lockeren geldpolitischen Kurs voraussichtlich fortsetzen. Allerdings sollten antizyklische Maßnahmen genutzt werden, um auf Anzeichen einer Überhitzung zu reagieren und die Inflationserwartungen einzudämmen. Durch Maßnahmen, die die geografische Mobilität der Arbeitskräfte und das Arbeitsangebot verbessern, wie etwa die Ausweitung des frühkindlichen Betreuungsangebots, ließe sich der Aufschwung verlängern.

## Die Inlandsnachfrage ist der wichtigste Wachstumsmotor

Die Nachfrage der privaten Haushalte ist nach wie vor kräftig. Dies ist den anhaltend soliden Beschäftigungs- und Reallohnzuwächsen, dem Allzeithoch des Konsumklimas, Förderprogrammen für Wohnungsbauinvestitionen und der sehr akkommodierend ausgerichteten Geldpolitik zu verdanken. Andere Investitionen profitieren von den hohen Auszahlungen aus EU-Strukturfonds, der nachfrageinduzierten Ausweitung der Produktionskapazitäten und ausländischen Direktinvestitionen im exportorientierten Automobilssektor sowie ebenfalls von der konjunkturstützenden Geldpolitik. Die Ausfuhren haben sich parallel zur Auslandsnachfrage verlangsamt, wohingegen die Einfuhren unter dem Einfluss der kräftigen Inlandsnachfrage weiter expandieren.

## Hungary



1. Higher values indicate that the currency depreciates, while lower values that it appreciates.

2. Core inflation excludes food products and fuels.

Source: OECD Economic Outlook 106 database; OECD Main Economic Indicators database; and IMF International Financial Statistics database.

## Hungary: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Current prices HUF billion	Percentage changes, volume (2005 prices)				
<b>Hungary</b>						
<b>GDP at market prices</b>	35 896.3	4.5	5.1	4.8	3.3	3.1
Private consumption	17 876.6	4.7	4.8	4.8	4.1	3.7
Government consumption	7 227.3	2.4	0.9	1.0	1.8	1.0
Gross fixed capital formation	7 058.4	18.7	17.1	16.2	4.0	4.0
Final domestic demand	32 162.3	7.3	6.9	7.1	3.6	3.3
Stockbuilding <sup>1</sup>	593.8	-1.8	0.4	-1.4	0.2	0.0
Total domestic demand	32 756.1	5.2	7.3	5.4	3.8	3.2
Exports of goods and services	31 284.3	6.9	4.3	5.0	3.9	5.0
Imports of goods and services	28 144.1	8.2	6.8	5.5	4.5	5.3
Net exports <sup>1</sup>	3 140.2	-0.5	-1.7	-0.2	-0.4	-0.1
<i>Memorandum items</i>						
GDP deflator	—	3.5	4.5	4.4	3.9	4.2
Consumer price index	—	2.3	2.9	3.3	3.4	4.1
Core inflation index <sup>2</sup>	—	1.8	2.1	3.2	3.5	4.1
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.1	3.7	3.4	3.2	3.1
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	6.6	6.9	6.6	6.2	6.0
General government financial balance (% of GDP)	—	-2.4	-2.3	-1.8	-1.7	-1.4
General government gross debt (% of GDP)	—	93.3	87.1	84.2	82.2	80.0
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	72.9	70.2	67.2	65.3	63.1
Current account balance (% of GDP)	—	2.3	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Consumer price index excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046456>

Die Arbeitslosenquote ist auf einen historischen Tiefstand von unter 3½% gesunken. Dank der dynamischen Arbeitsplatzschaffung im privaten Sektor, die teilweise durch eine Kürzung der öffentlichen Arbeitsbeschaffungsprogramme neutralisiert wurde, erreichte die Gesamtbeschäftigung im späteren Jahresverlauf 2019 ein Allzeithoch. Die privaten Unternehmen melden weit verbreitete Arbeitskräfteengpässe, und die Vakanzquote zählt zu den höchsten Europas. Die angespannte Arbeitsmarktlage und die Anhebung der Mindestlöhne sorgen weiterhin für ein zweistelliges Lohnwachstum im privaten Sektor. Durch die erneute Senkung der Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung wurde der Anstieg der Gesamtlohnkosten z.T. ausgeglichen. Dennoch steigt die Kerninflation weiter, wohingegen die Gesamtinflation dank niedrigerer Energiepreise auf unter 3% gesunken ist. Ein weiterer Faktor für den Inflationsdruck ist die Schwäche des Forint.

## Eine Rücknahme der makroökonomischen Maßnahmen würde den Aufschwung aufrechterhalten

Das Wachstum wird durch niedrigere Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung und höhere Löhne im öffentlichen Sektor sowie Subventionen für den Erwerb von Wohnimmobilien gestützt. Verstärkt wird dieser Effekt durch die niedrigen Leitzinsen, darunter den negativen Tagesgeldsatz. Eine allmähliche Rückführung der Konjunkturmaßnahmen würde das Überhitzungsrisiko verringern und die Inflationserwartungen eindämmen.

Die gute Wirtschaftslage bietet die Gelegenheit, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu stärken, die Altersarmut zu senken und den Zugang zur Gesundheitsversorgung zu verbessern. Zusätzlich sollten Maßnahmen ergriffen werden, um die geografische Arbeitskräftemobilität zu erhöhen, die öffentlichen Beschäftigungsprogramme rascher zu kürzen und die frühkindliche Betreuung auszuweiten, die die Work-Life-Balance verbessern würde. Dies würde das Arbeitsangebot fördern und den Aufschwung verlängern.

### **Trotz der Wachstumsverlangsamung werden die inflationären Spannungen anhalten**

Der Konjunkturaufschwung wird sich den Projektionen zufolge auf ein Tempo von gut 3% verlangsamen. Dies reicht aus, um eine fortgesetzte Beschäftigungsexpansion sicherzustellen. Der private Verbrauch wird dank der soliden Zunahme der Realeinkommen der wichtigste Wachstumsmotor bleiben. Die notwendige Ausweitung der Produktionskapazitäten stützt die Unternehmensinvestitionen. Die dynamische Inlandswirtschaft und die Kapazitätsengpässe tragen zum Importwachstum bei, während sich die Exporte unter dem Einfluss des schwächeren Welthandels und der steigenden Arbeitskosten verlangsamen. Die Abwärtsrisiken gehen vor allem von unerwartet starken Lohnsteigerungen aus, die zu zunehmenden Inflationserwartungen führen. Auch eine weitere Verlangsamung an den Exportmärkten würde die Wachstumsaussichten verschlechtern. Andererseits könnte ein niedrigerer Importpreisanstieg als in den Projektionen unterstellt die Preisentwicklung im Inland bremsen und den Aufschwung stützen.

# Vereinigtes Königreich

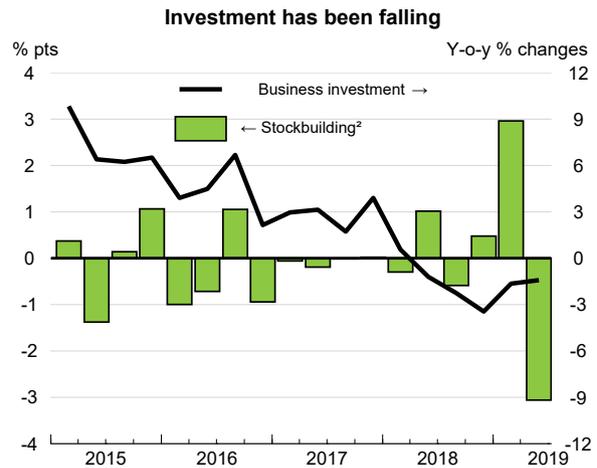
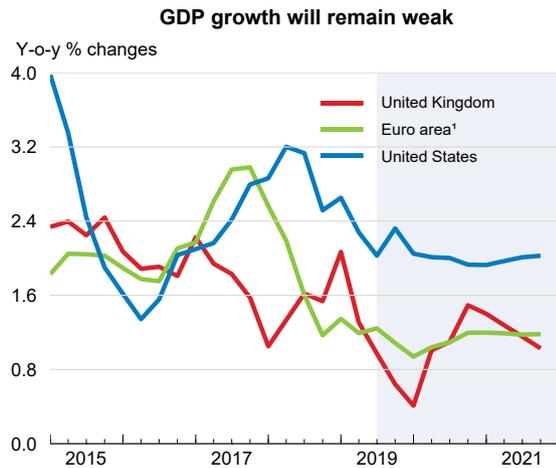
Die Wirtschaftsaussichten sind angesichts der Risiken rund um den Austritt aus der Europäischen Union außergewöhnlich ungewiss. Unter der Annahme einer geregelten Übergangsphase, die nach 2021 endet, dürfte die Wirtschaft in den kommenden beiden Jahren um etwa 1% wachsen. Die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit wird die Investitionen weiter hemmen, bis Klarheit über die zukünftigen Handelsbeziehungen herrscht. Aufgrund der trüberen Aussichten für die Weltwirtschaft wird sich die Erholung der Ausfuhren verlangsamen. Die Inflation wird voraussichtlich auf unter 2% sinken.

Die Geldpolitik dürfte die Konjunktur weiter stützen und die Inflation in der Nähe der Zielvorgabe halten. Sie ist jedoch nicht in der Lage, alle Schocks umfassend aufzufangen. Die Regierung sollte darauf eingestellt sein, im Bedarfsfall Brexit-bedingten Disruptionen oder einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums entgegenzuwirken. Das Vereinigte Königreich sollte ein Abkommen anstreben, das möglichst enge Handelsbeziehungen zur EU und weitreichenden Zugang zu den Auslandsmärkten für Finanzdienstleistungen sicherstellt.

## Die wirtschaftliche Unsicherheit hat die Investitionen gebremst

Die sich verändernden Erwartungen in Bezug auf den möglichen Zeitpunkt und die Ausgestaltung des Brexit sowie das schwächere außenwirtschaftliche Umfeld haben den Handel und die Unternehmensinvestitionen belastet. Die anhaltende Investitionsschwäche beeinträchtigt allmählich die langfristigen Aussichten, und Umfragen deuten auch für die nähere Zukunft auf gedämpfte Investitionsabsichten hin. Auf den Lageraufbau im ersten Jahresviertel folgte eine Teilkorrektur, die sich kaum auf das Wachstum auswirkte, da im Wesentlichen Importgüter betroffen waren. Das Konsumwachstum konnte sich dank der weiterhin steigenden realen Haushaltseinkommen gut behaupten. Am Arbeitsmarkt sind Zeichen einer einsetzenden Abkühlung zu erkennen, da sich die Arbeitslosenquote leicht erhöht hat und die Zahl der offenen Stellen mittlerweile zurückgeht. Die Nettozuwanderung aus der Europäischen Union hat sich seit 2017 deutlich verlangsamt. Dies wurde nur z.T. durch eine höhere Zahl von Nicht-EU-Migranten kompensiert. Die Inflation ist vor Kurzem unter die Zielvorgabe gesunken.

## United Kingdom 1



1. Covers 17 countries that are both euro area and OECD members.
2. Contribution to changes in real GDP.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046019>

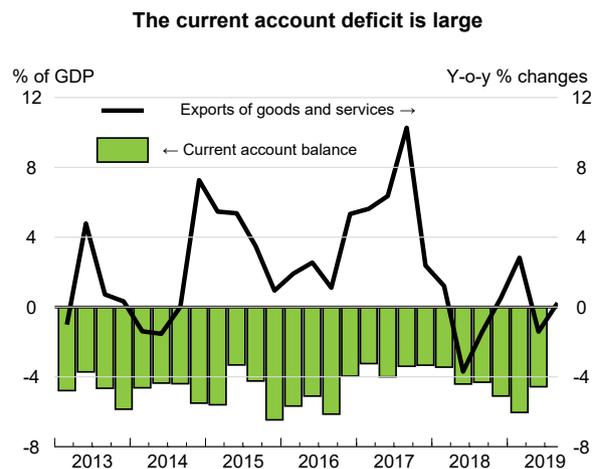
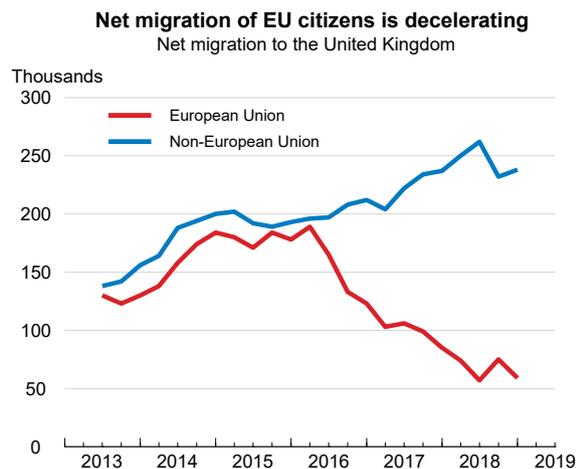
## United Kingdom: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>United Kingdom</b>						
<b>GDP at market prices</b>	1 995.5	1.9	1.4	1.2	1.0	1.2
Private consumption	1 299.1	2.2	1.6	1.2	1.0	0.7
Government consumption	381.5	0.3	0.6	3.3	3.1	2.1
Gross fixed capital formation	343.7	1.6	-0.1	0.0	0.0	1.3
Final domestic demand	2 024.3	1.7	1.1	1.4	1.2	1.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	3.5	-0.6	0.3	0.3	-1.5	0.0
Total domestic demand	2 027.8	1.2	1.4	1.6	-0.3	1.1
Exports of goods and services	567.5	6.1	-0.9	0.2	1.2	1.6
Imports of goods and services	599.8	3.5	0.7	2.5	-2.8	1.2
Net exports <sup>1</sup>	- 32.3	0.7	-0.5	-0.7	1.3	0.1
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	1.9	1.9	2.1	1.7	1.6
Harmonised index of consumer prices	—	2.7	2.5	1.9	2.0	1.8
Harmonised index of core inflation <sup>2</sup>	—	2.3	2.1	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.4	4.1	3.8	4.0	4.1
Household saving ratio, gross (% of disposable income)	—	5.3	6.1	6.4	6.5	6.6
General government financial balance (% of GDP)	—	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-3.2
General government gross debt (% of GDP)	—	115.1	111.8	111.8	112.9	113.9
General government debt, Maastricht definition (% of GDP)	—	86.2	85.9	85.2	85.4	85.6
Current account balance (% of GDP)	—	-3.5	-4.3	-4.5	-3.7	-3.6

1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.
  2. Harmonised index of consumer prices excluding food, energy, alcohol and tobacco.
- Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046950>

## United Kingdom 2



Source: Office for National Statistics.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046038>

## Der Austritt aus der Europäischen Union muss durch Politikmaßnahmen flankiert werden

In den Projektionen wird ein geregelter Austritt aus der Europäischen Union mit einer nach 2021 endenden Übergangsphase unterstellt. Um die anhaltende Unsicherheit zu verringern, die die langfristigen Aussichten beeinträchtigt, sollte das Vereinigte Königreich so schnell wie möglich seine Position bezüglich der künftigen Beziehung zur Europäischen Union klarstellen. Die Regierung sollte ein Abkommen anstreben, das möglichst enge Handelsbeziehungen mit der Europäischen Union und weitreichenden Zugang zu den Auslandsmärkten für Finanzdienstleistungen sicherstellt. In Anbetracht der starken Handelsintegration mit der Europäischen Union sowie der umfassenden Handelsbeziehungen der EU zu Drittstaaten wird der Brexit die Handelshemmnisse erhöhen und die Ausfuhren des Vereinigten Königreichs belasten.

Der geldpolitische Kurs ist im Kontext der erheblichen Unsicherheit angemessen akkommodierend geblieben. Im Fall eines unregelmäßigen Austritts sollte die Bank of England die Konjunktur durch Zinssenkungen und Anleihekäufe ankurbeln. Dies würde jedoch nicht ausreichen, um den erheblichen Rückgang der Wirtschaftsleistung auszugleichen, mit dem in einem solchen Szenario zu rechnen wäre. Der Finanzpolitische Ausschuss der Bank of England sollte bereit sein, die antizyklische Kapitalpufferquote zu senken, damit die Banken im Fall von Finanzmarkturbulenzen über die Kapazität verfügen, weitere Kredite an Privathaushalte und Unternehmen zu vergeben.

Die Regierung hat in ihrer Ausgabenplanung für das Finanzjahr 2020/2021 einen deutlichen Ausgabenanstieg angekündigt. Dieser dürfte das Wachstum um rd. 0,2 Prozentpunkte steigern. Die Regierung hat signalisiert, dass sie zudem Steuersenkungen und zusätzliche Ausgabenerhöhungen plant, die in den Projektionen nicht berücksichtigt sind. Die künftige Fiskalpolitik ist in Anbetracht der Parlamentswahlen im Dezember besonders ungewiss. Bei einem EU-Austritt ohne Einigung auf ein Handelsabkommen oder einer weiteren Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds wäre ein zeitlich befristetes Konjunkturpaket gerechtfertigt, um die dadurch verursachten Disruptionen zu bewältigen. Zum einen sollte in diesem Zusammenhang das Wirken der automatischen fiskalischen Stabilisatoren in vollem Umfang zugelassen werden. Darüber hinaus könnten die Ausgaben im Bereich der aktiven Arbeitsmarktpolitik erhöht werden, mit denen Ausbildungsmaßnahmen und Dienstleistungen für entlassene und geringqualifizierte Arbeitskräfte gefördert werden. Die Maßnahmen der Regierung sollten darauf ausgerichtet

sein, bei Eintreten Brexit-bedingter Handels- und Produktionsverlagerungen nicht bestimmte Sektoren oder Arbeitsplätze, sondern die betroffenen Arbeitskräfte zu unterstützen. Zeitlich befristete Krisenmaßnahmen wie z.B. beschleunigte Abschreibungsmöglichkeiten könnten ebenfalls erwogen werden.

## Das Wachstum dürfte schwach bleiben

Das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit wird voraussichtlich hinter dem langfristigen Trend zurückbleiben und in den kommenden beiden Jahren im Durchschnitt bei knapp über 1% liegen. Das Investitionswachstum wird sich erholen, da die Unsicherheit bezüglich der Ausgestaltung des Brexit nach und nach abklingen dürfte. Es wird jedoch auf einem niedrigen Niveau verharren. In Anbetracht des anhaltend schwachen Welthandels werden die Ausfuhren voraussichtlich nur sehr moderat zulegen. Die Inflation wird sich unter dem Einfluss der Wechselkursentwicklung bis 2021 auf unter 2% verlangsamen. Die Arbeitslosenquote dürfte geringfügig anziehen, da sich die Wirtschaft nach wie vor in einer schwachen Verfassung befindet. Angesichts der bereits angekündigten Ausgabenerhöhungen wird in den kommenden beiden Jahren mit einem Anstieg des konjunkturbereinigten Staatsdefizits auf etwa 2,5% des BIP gerechnet, und die Staatsschuldenquote dürfte selbst ohne zusätzliche Konjunkturmaßnahmen leicht steigen. Das Leistungsbilanzdefizit wird hoch bleiben.

Ein EU-Austritt ohne Abkommen würde der Wirtschaft erheblich schaden, vor allem wenn er zu Turbulenzen an den Finanzmärkten führt. Die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs ist zudem anfällig gegenüber globalen finanziellen Risiken, einer weiteren Verlangsamung der Weltkonjunktur und zunehmendem Protektionismus. Der Austritt aus der Europäischen Union könnte diese Anfälligkeiten verstärken. Dagegen könnten sich die Investitionsaussichten schneller erholen, wenn sich das Vereinigte Königreich und die Europäische Union auf enge Wirtschaftsbeziehungen in der Zukunft verständigen. Nach den Parlamentswahlen könnte die Fiskalpolitik stärker gelockert werden als in den Projektionen unterstellt, was das Wachstum kurzfristig stärken würde.

# Vereinigte Staaten

Die derzeitige wirtschaftliche Expansion ist inzwischen die längste seit Beginn der Datenreihen. Das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich jedoch, was z.T. den höheren Zöllen auf Importwaren und den starken Handelsspannungen zuzuschreiben ist. Es sind viele neue Arbeitsplätze entstanden, und die Arbeitslosigkeit ist auf ein im historischen Vergleich sehr niedriges Niveau gesunken. Steigende Reallöhne und hohe Vermögenspreise stützen das durchschnittliche Einkommen und Verbrauchswachstum der privaten Haushalte. Die starken Handelsspannungen und die hohe Unsicherheit, zu der die kombinierten Effekte eines nachlassenden fiskalischen Impulses, einer Wachstumsabschwächung bei den Handelspartnern und des demografischen Drucks hinzukommen, belasten aber das Konjunkturklima.

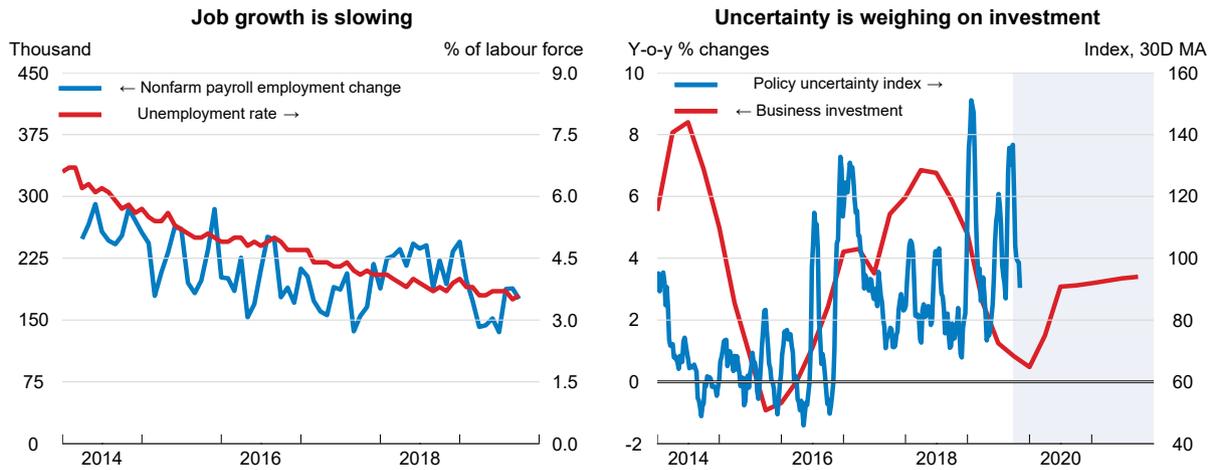
Die Federal Reserve hat Maßnahmen ergriffen, um ihr Doppelmandat der Sicherung der Vollbeschäftigung und der Preisstabilität zu erfüllen. Da die Inflation nur langsam zu ihrem Zielwert zurückkehrt und die Inflationserwartungen sinken, wird in den Projektionen nicht von Zinsänderungen ausgegangen. Dies könnte helfen, das Inflationsziel symmetrisch zu erreichen. Die US-Regierung verfügt angesichts hoher Haushaltsdefizite und nicht tragfähiger langfristiger Haushaltstrends nur über begrenzten Spielraum, die Wirtschaft zu stützen. Würden bestehende Hindernisse für die Beschäftigungsaufnahme verringert, könnten das Arbeitsangebot und die Produktivität gesteigert werden.

## Die Konjunktur verlangsamt sich

Die Investitionstätigkeit und der Handel verlangsamen sich aufgrund der erhöhten Unsicherheit und der schwachen Nachfrage der Auslandsmärkte, was die Wachstumsaussichten eintrübt. Die für Importe aus China im Wert von 300 Mrd. USD im September eingeführten und für Dezember 2019 geplanten neuen handelspolitischen Maßnahmen haben die Unsicherheit erhöht. Dies belastet das Vertrauen, die Unternehmensinvestitionen und die Industrieproduktion. Der Effekt neuer Handelsmaßnahmen wird das Konsumwachstum dämpfen und die Inflation vorübergehend steigen lassen. Die schwache Nachfrage der Handelspartner verstärkt diesen Effekt.

Unter dem Einfluss des starken Beschäftigungswachstums ist die Arbeitslosigkeit auf Werte zurückgegangen, die seit den 1960er Jahren nicht mehr verzeichnet wurden. Das Lohnwachstum hat sich belebt, wenn auch etwas zögerlich. In Verbindung mit den hohen Vermögenspreisen hilft dies, das durchschnittliche Einkommen der privaten Haushalte und das Konsumwachstum zu stützen. In jüngster Zeit hat sich das Beschäftigungswachstum jedoch wieder auf ein Niveau verlangsamt, das stärker mit dem strukturellen Wachstum der Erwerbsbevölkerung im Einklang steht.

## United States 1



Source: OECD Economic Outlook 106 database; US Bureau of Labor Statistics; and Refinitiv.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046057>

## United States: Demand, output and prices

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>United States</b>						
	Current prices USD billion	Percentage changes, volume (2012 prices)				
<b>GDP at market prices</b>	18 715.0	2.4	2.9	2.3	2.0	2.0
Private consumption	12 748.5	2.6	3.0	2.6	2.3	2.0
Government consumption	2 671.4	0.6	1.7	1.9	2.1	1.6
Gross fixed capital formation	3 786.9	3.7	4.1	1.9	2.1	3.1
Final domestic demand	19 206.8	2.5	3.0	2.4	2.2	2.1
Stockbuilding <sup>1</sup>	27.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.0
Total domestic demand	19 233.8	2.6	3.1	2.5	2.2	2.1
Exports of goods and services	2 220.6	3.5	3.0	-0.1	0.7	1.9
Imports of goods and services	2 739.4	4.7	4.4	1.6	2.1	3.0
Net exports <sup>1</sup>	- 518.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
<b>Memorandum items</b>						
GDP deflator	—	1.9	2.4	1.8	2.2	2.2
Personal consumption expenditures deflator	—	1.8	2.1	1.5	2.1	2.1
Core personal consumption expenditures deflator <sup>2</sup>	—	1.6	2.0	1.7	2.2	2.1
Unemployment rate (% of labour force)	—	4.4	3.9	3.7	3.5	3.7
Household saving ratio, net (% of disposable income)	—	7.0	7.7	8.1	7.9	8.0
General government financial balance (% of GDP)	—	-4.3	-6.7	-7.0	-6.9	-6.9
General government gross debt (% of GDP)	—	105.9	106.9	108.4	111.9	115.3
Current account balance (% of GDP)	—	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6

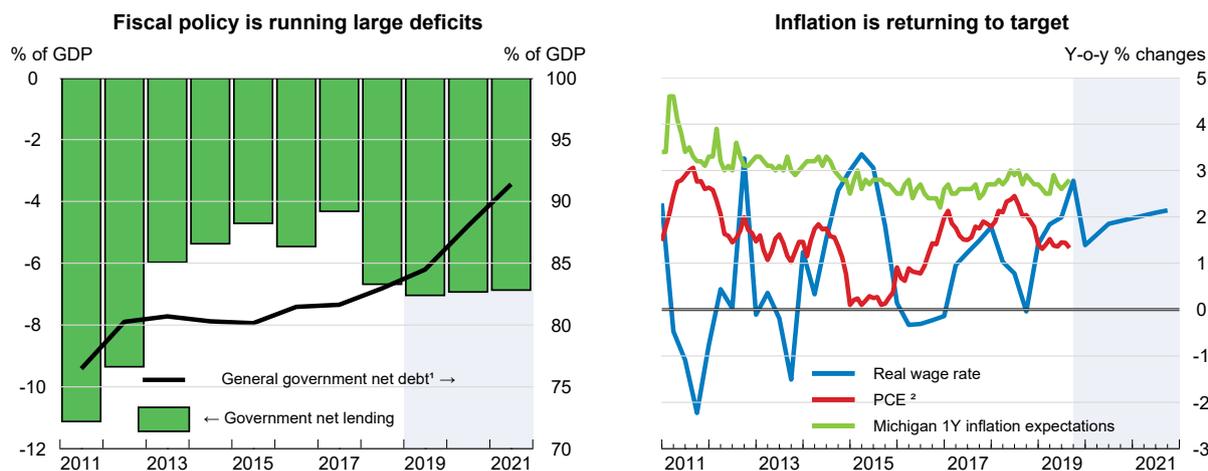
1. Contributions to changes in real GDP, actual amount in the first column.

2. Deflator for private consumption excluding food and energy.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046969>

## United States 2



1. General government shows the consolidated (i.e. with intra-government amounts netted out) accounts for all levels of government (central plus state/local) based on OECD national accounts. This measure differs from the federal debt held by the public, which was 77.8% of GDP for the 2018 fiscal year.

2. Personal Consumption Expenditures price index.

Source: OECD Economic Outlook 106 database.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934046076>

## Es sind Maßnahmen erforderlich, die der Wachstumsabschwächung entgegenwirken

Die erhöhte politische Unsicherheit über den internationalen Handel belastet die Konjunktur und die Investitionsentscheidungen. Wegen der Zollerhöhungen sehen sich Exportunternehmen mit Retorsionsmaßnahmen und die Verbraucher mit höheren Preisen konfrontiert. Maßnahmen zur Verringerung der Handelsspannungen und der damit einhergehenden Unsicherheit, wie beispielsweise der Abschluss eines Abkommens mit China, könnten Unternehmen, die derzeit mit ihren Investitionen noch abwarten, dazu bewegen, ihre Projekte schneller umzusetzen. In den Projektionen wird davon ausgegangen, dass es nach den für Dezember bereits angekündigten neuen Zollmaßnahmen zu keinen weiteren Änderungen kommt. Unter dieser Annahme könnten die höheren US-Zölle und entsprechenden Gegenmaßnahmen 2021 zu einer Schmälerung des BIP der Vereinigten Staaten um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt führen.

Wegen der zunehmenden Ungewissheit über die Aussichten und der lauter werdenden Kritik an der Geldpolitik stehen die Währungsbehörden vor Kommunikationsherausforderungen. Die Geldpolitik muss angesichts der niedrigen Inflationserwartungen sicherstellen, dass das Inflationsziel symmetrisch erreicht wird. Unter dem Eindruck der sich verschlechternden internationalen Aussichten und der steigenden Unsicherheit hat die Federal Reserve drei Zinssenkungen vorgenommen. Sollte das Wachstum deutlich nachlassen, muss die Geldpolitik die Zinssenkungen möglicherweise durch eine verstärkte Forward Guidance und zusätzliche Bilanzoperationen ergänzen. Sollte sich die Wirtschaftslage hingegen als günstiger erweisen als erwartet, wäre eine Wiederaufnahme der geldpolitischen Normalisierung angezeigt.

Die öffentlichen Haushalte sind deutlich im Minus. Das Defizit dürfte den Projektionen zufolge 2021 auf nahezu 7% des BIP steigen. Die Ausgaben auf Ebene des Bundes, der Bundesstaaten und der Kommunen sollten so weit wie möglich in Bereiche verlagert werden, wo sie die Produktivität langfristig stützen, wie z.B. im Infrastrukturbereich. Wenn die hohen Defizite bestehen bleiben und der langfristige Ausgaben- druck steigt, wird die Fiskalpolitik jedoch nicht mehr tragfähig sein. Die US-Regierung hat deshalb nur

begrenzten Spielraum, um im Fall eines deutlichen Abschwungs zu reagieren. Es wäre sinnvoll, neue Finanzpuffer aufzubauen und Notfallpläne zu erstellen, um für mögliche Schocks gewappnet zu sein.

Die zu erwartende Konjunkturverlangsamung ist teilweise strukturell bedingt, da der demografische Wandel das Wachstum der Erwerbsbevölkerung bremst. Es gibt Belege dafür, dass das starke Beschäftigungswachstum die Integration marginalisierter Arbeitskräfte in den Arbeitsmarkt gefördert hat. Außerdem scheinen die Anstrengungen zur Verringerung der Opioidabhängigkeit Früchte zu tragen, was die Sterberaten wahrscheinlich senken und die Erwerbsbeteiligung erhöhen wird. Weitere Maßnahmen, um die (Wieder-)Eingliederung ins Erwerbsleben zu erleichtern, würden die Verlangsamung der Beschäftigungsentwicklung teilweise ausgleichen und zugleich die Produktivität steigern. Eine Lockerung der Berufszulassungs- und Bbauungsregelungen würde den Arbeitskräften helfen, produktivere Arbeitsplätze zu finden. Dies würde sich positiv auf die Einkommen der privaten Haushalte auswirken und vielen einkommensschwachen Familien helfen.

### **Die voraussichtliche Wachstumsverlangsamung ist mit zahlreichen Risiken verbunden**

Vor dem Hintergrund eines bereits durch den demografischen Druck abgeschwächten Wirtschaftswachstums wird die Konjunktur durch die zunehmenden Handelsbeschränkungen und die politische Unsicherheit zusätzlich gebremst. Das Investitionswachstum bleibt bei einer anhaltend hohen Unsicherheit und einer ausbleibenden Erholung des Handelswachstums verhalten. Die Geldpolitik ist im Projektionszeitraum weiterhin akkommodierend ausgerichtet, was teilweise auf die schwächeren Aussichten zurückzuführen ist, und die Inflation wird angesichts der Zollerhöhungen voraussichtlich auf einen Wert leicht über der Zielvorgabe der Federal Reserve ansteigen.

Die Projektionen sind mit erheblichen Abwärtsrisiken behaftet, falls die Handelsspannungen weiter eskalieren sollten und insbesondere falls sich die Streitigkeiten auf den Automobilsektor ausweiten, was die Unsicherheit zusätzlich verschärfen, die Investitionstätigkeit weiter dämpfen und eine Erholung des Welthandels bremsen würde. Die binnenwirtschaftlichen Risiken nehmen ebenfalls zu, insbesondere im Zusammenhang mit der Kreditaufnahme des nichtfinanziellen Unternehmenssektors. Da die Fiskal- und Geldpolitik wenig Spielraum hat, um auf einen starken Konjunkturabschwung zu reagieren, ist es wichtig, Puffer aufzubauen und weitere Verwerfungen zu verhindern. Um die Wirksamkeit der Geldpolitik zu sichern, sollte politische Einflussnahme vermieden werden, da sie die Kommunikation verzerrt, insbesondere im Hinblick auf die Forward Guidance. Zusammenarbeit mit den Handelspartnern in multilateralen Institutionen würde dazu beitragen, Spannungen abzubauen und den Unternehmen mehr Sicherheit zu geben. Falls sich die internationalen Aussichten aufhellen, die Handelsspannungen dank der jüngst mit China geschlossenen Vereinbarung, auf ein umfassenderes Abkommen hinzuarbeiten, abnehmen und das Produktivitätswachstum steigt, wäre es indessen möglich, dass das Wachstum und die Inflation zunehmen.

# Statistischer Anhang

Der statistische Anhang ist online verfügbar unter <http://www.oecd.org/economy/outlook/statistical-annex>.

# OECD-Wirtschaftsausblick

Im *OECD-Wirtschaftsausblick* analysiert die OECD zweimal jährlich die wichtigsten wirtschaftlichen Trends und die Aussichten für die kommenden zwei Jahre. Der Wirtschaftsausblick liefert einen in sich stimmigen Satz von Projektionen zu gesamtwirtschaftlicher Produktion, Beschäftigung, Preisentwicklung, Haushaltssalden und Leistungsbilanzen.

Diese Analysen und Projektionen erstrecken sich auf alle OECD-Mitgliedsländer sowie ausgewählte Nichtmitgliedsländer. Die vorliegende Ausgabe enthält eine allgemeine Beurteilung der Wirtschaftslage, eine Reihe von Fokuspapieren zu makroökonomischen und strukturellen Fragen sowie ein Kapitel, in dem die Entwicklungen und Projektionen für die einzelnen Länder zusammengefasst sind.

Diese Publikation kann online eingesehen werden unter: <https://doi.org/10.1787/31045866-de>.

Diese Studie ist in der OECD iLibrary veröffentlicht, die alle Bücher, periodisch erscheinenden Publikationen und statistischen Datenbanken der OECD enthält.

Weitere Informationen finden Sie unter: [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org).

**Ausgabe 2019/2**  
**Nr. 106, November**

**OECD** publishing  
[www.oecd.org/publishing](http://www.oecd.org/publishing)



ISBN 978-92-64-35167-7



9 789264 351677