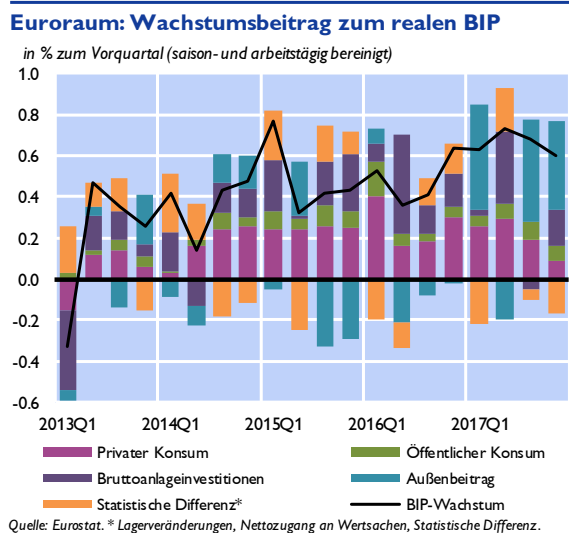
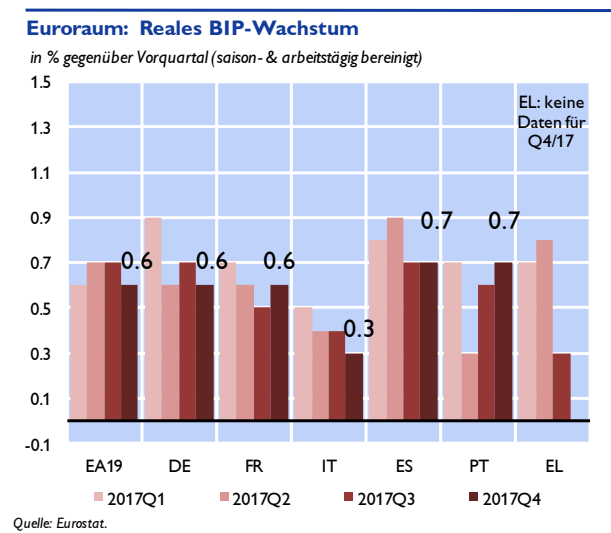


Fortwährend starke globale Wachstumsdynamik ²

Euroraum: Solide und anhaltende wirtschaftliche Expansion

Der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum hält an und zeigt sich über Länder und Sektoren zunehmend breit basiert. Das Wachstum des realen BIP lag nach 0,7% im zweiten und dritten Quartal im vierten Quartal 2017 bei 0,6% (q-o-q). Im Jahresvergleich lag die Wachstumsrate bei 2,7% und damit deutlich höher als zu Jahresbeginn (2,1%) bzw. auch über dem Durchschnitt des gesamten Jahres 2017. Zuletzt erwies sich der Außenbeitrag, dank deutlich gestiegenem Exportwachstum als zentraler Wachstumsfaktor des Euroraums (Wachstumsbeitrag: 0,4 Pp.). Hinsichtlich der Binnennachfrage fielen die Konsumausgaben der privaten Haushalte zuletzt merklich geringer aus (Beitrag 0,1 Pp.), wohingegen die Investitionsaktivitäten des Unternehmenssektors das Euroraumwachstum stützten (Beitrag 0,2 Pp.).

Auf Länderebene schrumpften die Wachstumsdifferenziale zuletzt etwas: So wuchsen die Niederlande um 0,8%, Österreich, Portugal, Spanien um jeweils 0,7%, Deutschland und Frankreich jeweils um 0,6% gegenüber dem Vorquartal. Lediglich die italienische Wirtschaft wuchs im selben Zeitraum mit 0,3% deutlich langsamer.



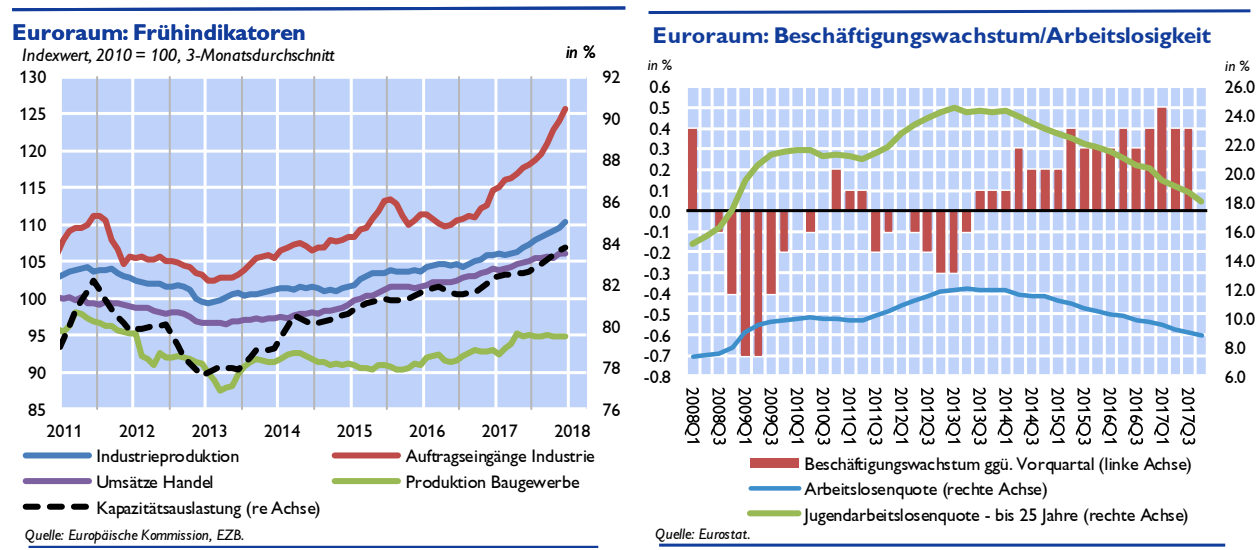
Wirtschaftsaussichten für den Euroraum bleiben trotz Februar-Dämpfer günstig

Nach dem steilen Anstieg der Euroraum-Stimmungsindikatoren (European Sentiment Indicator, ESI; Purchasing Managers' Index, PMI) über die vergangenen Quartale, verzeichneten diese im Februar einen deutlichen Dämpfer. Dieser Rückgang zeigte sich in sämtlichen Sektoren mit Ausnahme des Dienstleistungssektors, und auch in den meisten Euroraumländern. Interessant ist, dass die Stimmung in ehemaligen Krisenstaaten (Griechenland, Italien, Slowakei) diesem Trend nicht folgte und sich dort weiter verbesserte. Laut PMI schätzen Unternehmen die Geschäftsaussichten weiterhin positiv ein, was darauf hindeuten könnte, dass es sich bei den im Februar abgefragten Stimmungsindikatoren nur um eine temporäre Abwärtskorrektur handelt. Eine andere Interpretation wäre, dass den großen Kernländern (Deutschland, Frankreich) eine

² Teresa Messner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland).

Abschwächung der Wachstumsdynamik bevorsteht, während einige ehemalige Krisenländer noch Potenzial nach oben haben.

Die Erholung des Arbeitsmarktes ist besonders im vergangenen Jahr deutlich vorangeschritten. Im Jahresverlauf 2017 ist die Arbeitslosenquote um einen Prozentpunkt auf 8,6% zurückgegangen. Im Jänner 2018 lag sie unverändert bei 8,6%, dem niedrigsten Wert seit Anfang 2009. Länderdaten zum Beschäftigungswachstum zeigen allerdings eine leichte Abnahme der Beschäftigungsdynamik in einigen großen Staaten des Euroraums (Deutschland, Frankreich, aber insbesondere Spanien und Italien), hingegen stärkere Zuwächse in kleineren Staaten (Österreich, Niederlande, Portugal).



Während die Zahl der Beschäftigten zurzeit auf dem höchsten je gemessenen Niveau liegt, sind die gesamten geleisteten Arbeitsstunden weit unter dem Vorkrisenniveau. Dies lässt sich durch den Anstieg der Teilzeitbeschäftigung, aber auch durch ungenutzte Arbeitsressourcen erklären. Die Europäische Kommission (EK) rechnet in ihrer Herbstprognose mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euroraum auf 7,9% bis 2019. Zur insgesamt günstigen Lage auf dem Arbeitsmarkt passen auch jüngste Signale, dass das Reallohnwachstum nun doch langsam anziehen könnte. In der Herbstprognose rechnete die EK damit, dass das Reallohnwachstum 2018 bei 0,8% liegen wird, nach lediglich 0,2% in 2017.

Die positiven Entwicklungen am Arbeitsmarkt spiegelten sich 2015 und 2016 in den Konsumausgaben privater Haushalte wider, die eine zentrale Säule der wirtschaftlichen Expansion im Euroraum sind, wobei das Konsumwachstum seit der zweiten Jahreshälfte 2017 deutlich nachgelassen hat.

Ein wesentlicher Treiber der aktuellen Erholung ist das durch das gestiegene Vertrauen und die günstigen Finanzierungsbedingungen beflügelte Investitionswachstum, das auch 2018 anhalten dürfte. Dies wird insbesondere durch die weiterhin zunehmende Kapazitätsauslastung, die deutlich über dem Durchschnittsniveau vor der Krise liegt, wie auch durch den potentiellen Investitionsbedarf aufgrund kräftig steigender Auftragseingänge in der Industrie untermauert. Allerdings könnten Unsicherheiten bezüglich des Produktionspotenzials, die Fragilität des Bankensektors in einigen Ländern, wie auch strukturelle Faktoren und ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften das Investitionsverhalten negativ beeinflussen.

Die Exporte des Euroraums, insbesondere die Ausfuhren nach China und in den übrigen asiatischen Raum, verzeichnen trotz der rezenten Aufwertung des Euro weiterhin starke

Zuwächse. Da die Extra-Euroaumexportaktivität an Bedeutung gewonnen hat, konnten alle Volkswirtschaften des Euroraums vom globalen Aufschwung profitieren.

Die Europäischen Zentralbank (EZB) revidierte in ihrer aktuellen März-Prognose das BIP Wachstum im Euroraum für 2018 um 0,2 Prozentpunkte auf 2,4% hinauf. Das Wachstum in 2019 bzw. 2020 wurde unverändert bei 1,9% bzw. 1,7% belassen.

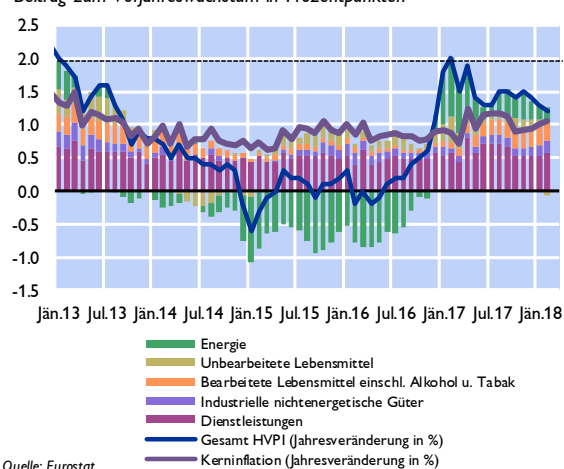
Insgesamt schätzt die aktuelle Prognose, dass sich die Wachstumsdynamik im ersten Halbjahr 2018 aufgrund der erhöhten Stimmungsniveaus von Konsumenten und Unternehmen und der anhaltend starken ausländischen Nachfrage fortsetzen wird. Danach sollen einige dieser begünstigenden Faktoren schwinden, was sich in einer wirtschaftlichen Abkühlung 2019 und 2020 äußert. Zum einen soll die seit April 2017 anhaltende Euroaufwertung die ausländische Nachfrage und damit die Exporttätigkeiten bremsen. Zum anderen wird auch erwartet, dass das nachlassende Beschäftigungswachstum und eine für Aufschwungphasen typische Aufstockung der Ersparnisse privater Haushalte die heimische Nachfrage dämpft. Die Abwärtsrisiken für den Ausblick liegen insbesondere bei einer stärkeren Euroaufwertung sowie höheren Ölpreisen, einer Korrektur der Preise für Vermögenswerte, aber auch bei politischen Faktoren. Darunter fallen nicht nur der oft debatierte Brexit und schwebende Disintegrationstendenzen (Katalonien), sondern auch die protektionistische US-Handelspolitik (siehe Abschnitt zu USA), die insbesondere europäische Schlüsselindustrien treffen könnte. Die aktuellsten Prognosen berücksichtigen letzteres Risiko noch nicht. Der IWF hat im Jänner Update des World Economic Outlook seine Wachstumsprognose für 2018 für den Euroraum um 0,3 Prozentpunkte auf 2,2% bzw. für 2019 um 0,2 Prozentpunkte auf 1,9% hinauf revidiert.

Rückgang der Inflationsrate im Jänner und Februar 2018 weniger stark als erwartet

Trotz des wirtschaftlichen Aufschwungs bleibt die Inflationsentwicklung weiterhin verhalten. Die HVPI-Inflationsrate ging im Jänner auf 1,3% und im Februar auf 1,2% zurück und lag dennoch in beiden Monaten leicht über den Erwartungen. Ursächlich für den Rückgang der Inflationsrate waren negative Basiseffekte der Energiekomponente, wie auch eine Abnahme der Lebensmittelpreisinflation. Damit bleibt die Teuerungsrate wie erwartet deutlich unter dem Preisstabilitätsziel von „unter, aber nahe 2% in der mittleren Frist“.

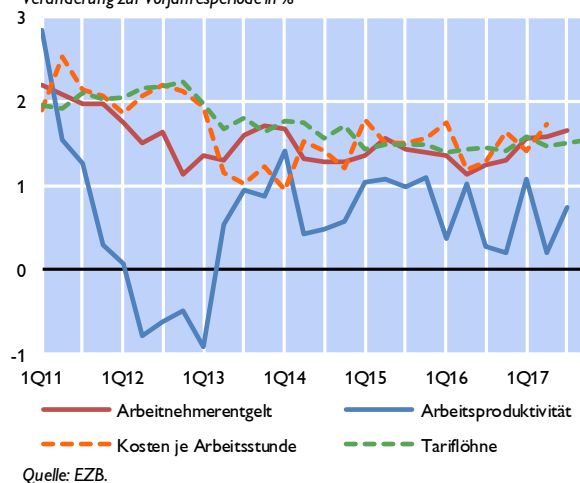
Euroraum: HVPI-Inflationsrate und ihre Komponenten

Beitrag zum Vorjahreswachstum in Prozentpunkten



Euroraum: Arbeitskosten

Veränderung zur Vorjahresperiode in %



Im Gegensatz dazu verharrte die Kerninflation (ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) im Februar bei 1%. Zwar beschleunigte sich der Preisanstieg bei nicht-energetischen

Industriegütern, was vor allem auf die Verteuerung von Kraftfahrzeugen zurückzuführen ist, allerdings dämpften Verbilligungen bei Bildungsdienstleistungen (insb. Studiengebühren in Italien) sowie stärkere Rabatte bei Pauschalreisen und Beherbergung Preisanstiege bei den Dienstleistungen, die mit einem höheren Gewicht in den Index eingehen.

Das Wachstum der Arbeitnehmerentgelte (je Arbeitnehmer) stieg seit dem Tiefststand im zweiten Quartal 2016 kontinuierlich an und erhöhte sich im dritten Quartal um 1,7% gegenüber dem Vorjahresquartal. Gleichzeitig schwankte im selben Zeitraum die Arbeitsproduktivität (je Arbeitnehmer) quartalsweise deutlich. Folglich zeigte sich auch die Jahresänderungsrate der saisonal bereinigten Lohnstückkosten volatil, welche im dritten Quartal um 0,9% anstiegen. Die Änderungsrate der Tariflöhne schwankte 2017 nur wenig und betrug im vierten Quartal moderate 1,6%.

Die aktuelle Projektion der EZB erwartet, dass die Teuerungsrate erst gegen Ende des Prognosehorizontes anziehen wird. Konkret wird für 2018 und 2019 eine Inflationsrate von jeweils 1,4% prognostiziert, die erst 2020 mit 1,7% in die Nähe des Preisstabilitätsziels der EZB kommen wird. Eine Abnahme der Energiepreisinflation dürfte zunächst den leichten Anstieg der Kerninflation fast zur Gänze aufheben. Danach wird erwartet, dass eine konstant bleibende Energiepreisinflation und Aufwärtsbewegungen bei Nahrungsmittelpreisen, aber auch das steigende Lohnwachstum im reifenden Wirtschaftszyklus die Gesamtinflation antreiben werden.

Risiken hinsichtlich der Inflationsaussichten hängen an der weiteren Entwicklung des Euro-Wechselkurses, an der Volatilität der Finanzmärkte in den USA aber auch am Grad des Arbeitsmarkt-Slacks im Euroraum.

Weltwirtschaft: Globale Erholung weitet sich aus und verfestigt sich

Die Weltwirtschaft verzeichnet einen anhaltenden und breit aufgestellten Aufschwung. Insbesondere basiert diese Entwicklung auf einem globalen Handelsaufschwung und erstarkten Investitionsaktivitäten, sowie weiterhin guten Finanzierungsbedingungen. Laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) konnten rund 120 Volkswirtschaften, die rund $\frac{3}{4}$ des globalen BIPs ausmachen, 2017 eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums verzeichnen.

Sowohl die EZB als auch der IWF revidierten ihre die Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft im Jahr 2018 hinauf und erwarten auch in der nahen Zukunft ein ähnliches Weltwirtschaftswachstum wie zuletzt, das allerdings aufgrund des niedrigeren Potentialwachstums unter dem Vorkrisenniveau bleiben soll. Für 2018 wird ein Wachstum von 4,1% (EZB) bzw. 3,9% (IWF) und für 2019 von unisono 3,9% prognostiziert.

Prognosen zum Wirtschaftswachstum

	EZB *)				Europäische Kommission *)			IWF		
	01.03.2018				07.02.2018			22.01.2018		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Euroraum	2.5	2.4	1.9	1.7	2.4	2.3	2.0	2.4	2.2	2.0
Ver. Königreich	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8	1.4	1.1	1.7	1.5	1.5
Japan	1.5	1.0	0.7	0.1	1.6	1.2	1.0	1.8	1.2	0.9
China	x	x	x	x	6.8	6.5	6.2	6.8	6.6	6.4
USA	2.3	2.5	2.2	1.9	2.2	2.3	2.1	2.3	2.7	2.5
Welt gesamt	3.8	4.1	3.9	3.7	3.5	3.7	3.7	3.7	3.9	3.9

*) EZB Prognose vom März 2018 nur Euroraum und Welt (fette Werte), restliche Länder EZB Prognose vom Dezember 2017
EK Winter-Interimsprognose ausschließlich Länder EU28 (fette Werte); restliche Länder Prognose vom November 2017

Der Großteil dieser Aufwärtsrevision ist allerdings durch die Effekte der Steuerreform in den USA getrieben. Daneben war zuletzt die überraschend gute Entwicklung in den Industriestaaten im Jahr 2017, insbesondere im Euroraum, aber auch in Asien für die breite Aufwärtsrevision des Weltwirtschaftswachstums verantwortlich.

USA: Ankündigung der Einführung von Zöllen auf Stahl- und Aluminiumimporte

Die US-Wirtschaft ist im vierten Quartal um 0,6% (q-o-q; annualisiert 2,5%) gewachsen. Damit war das Wirtschaftswachstum zu Jahresende etwas verhaltener als bisher erwartet und unter jenem des Vorquartals (0,8%). Getragen wurde die Entwicklung dabei vor allem von der Binnennachfrage; da aber die Importe schneller zunahmen als die Exporte, trugen die Nettoexporte negativ zum Wachstum bei.

Gestützt wird die wirtschaftliche Expansion von einer robusten Arbeitsmarktentwicklung. Die Arbeitslosenquote lag im Jänner erneut bei 4,1%. Mit einem kumulierten Zuwachs von 647.000 Stellen von Oktober bis Dezember 2017 war darüber hinaus der Beschäftigungsaufbau so hoch wie seit mehr als einem Jahr nicht mehr. Damit scheint der temporäre Einbruch im Beschäftigungswachstum (im September wurden nur 14.000 Stellen geschaffen) nachhaltig überwunden zu sein.

Die positive Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt spiegelte sich auch in einem höheren Lohnwachstum wider. Im Jänner wuchsen die nominellen Stundenlöhne aller Beschäftigten mit 2,9% so schnell wie zuletzt im Sommer 2009. Relativiert wird diese Entwicklung aber durch den Umstand, dass dieser Lohnzuwachs auf eine vorangegangene, äußerst moderate Lohnentwicklung folgt.

Auf den Aktienmärkten stieg unter anderem in Folge der Veröffentlichung der Lohndaten für Jänner sprunghaft die Volatilität und die wesentlichen US-Aktienindizes brachen vorübergehend ein. Hintergrund der Entwicklung war die an das gestiegene Lohnwachstum geknüpfte Erwartung eines Anstiegs der Inflationsentwicklung und einer folgenden schnelleren Normalisierung der Geldpolitik. Mittlerweile hat sich die Entwicklung aber wieder weitestgehend beruhigt und die Aktienkurse haben sich auf dem Niveau des Jahresbeginns eingependelt. Als etwas nachhaltiger hat sich dafür die Entwicklung der Zinsaufschläge auf US-Benchmark-Bonds erwiesen.

In der Inflationsentwicklung zeichnet sich vorerst kein gesteigener Preisdruck ab. So schwankt das Wachstum des für die Geldpolitik relevanten Personal Consumption Expenditure Index (PCE) seit Mai letzten Jahres zwischen 1,7% und 1,8%. Auch die Kerninflation des PCE lag im Jänner zum dritten Mal in Folge bei nur 1,5%. Diese Entwicklung fand ungeachtet der fortgesetzten Abwertung der US-Dollars gegenüber dem Euro statt, der nun bei einem Wechselkurs von ca. 1,23 USD/EUR hält und damit um knapp 17% unter dem Wert vor einem Jahr liegt. Der nominell effektive Wechselkurs ist gegenüber dem Vorjahr um nur 9% gesunken. Zuletzt kam es nach Äußerungen des neuen FED-Chairman, die auf einen rascheren Normalisierungspfad hindeuten, zu einer deutlichen Aufwärtsbewegung des Dollars.

Anfang März kündigte US Präsident Donald Trump an, Zölle auf Stahl (25%) und Aluminium (10%) einzuführen, um Dumpingpraktiken einzelner Länder wie China zu begegnen. Die momentan avisierte Ausgestaltung der Zölle soll aber alle Importeure uneingeschränkt treffen und baut auf einem selten genützten Schlupfloch in internationalen Handelsregeln, wonach Zölle zur Aufrechterhaltung der nationalen Sicherheit erlaubt seien. Die EK kündigte Gegenmaßnahmen an, die vor allem bekannte US-Marken in republikanischen Schlüsselstaaten treffen sollen.

UK: Wachstumsunsicherheiten und anhaltend hohe Inflation

Der Wachstumspfad der britischen Wirtschaft und der damit einhergehende geldpolitische Kurs unterliegen einigen Unsicherheiten. Ähnlich wie andere Industriestaaten, profitiert die britische Wirtschaft zurzeit vom globalen Aufschwung, sodass die rezenten Wachstumsprognosen nach oben revidiert wurden. Der IWF prognostiziert für 2018 und 2019 ein reales BIP Wachstum von jeweils 1,5%. Inmitten der unübersichtlichen Verhandlungen zwischen dem Vereinigten

Königreich und der Europäischen Union korrigierte allerdings das britische Statistikbüro (ONS) zuletzt das reale BIP Wachstum für das vierte Quartal 2017 um 0,1 Pp. auf 0,4% (q-o-q) hinunter und damit deutlich unter den Durchschnitt der EU, was für Verunsicherung hinsichtlich weiterer Zinsschritte sorgt. Die Brexit-Unsicherheit stellt auch weiterhin ein Hemmnis für Unternehmensinvestitionen dar, welche im Vereinigten Königreich generell sehr volatil sind. Die robuste Entwicklung der Konsumnachfrage, die um den Zeitpunkt des Brexit Referendums noch als Stütze der wirtschaftlichen Expansion galt, nahm in den vergangenen Quartalen merklich ab. Private Haushalte spüren die Auswirkungen schrumpfender Reallöhne und insbesondere der steigenden Inflation, wenngleich sich diese zuletzt etwas stabilisierte. Es ist zu erwarten, dass der Konsum privater Haushalte, die nun vermehrt auf Ersparnisse zurückgreifen, weiterhin schwach bleibt. Die Preisentwicklung im Vereinigten Königreich ist mit einer Inflationsrate von 3,0 % im Dezember weiterhin deutlich über dem Zielwert der Bank of England von 2,0%.

Erwähnenswert ist auch, dass die langanhaltende Immobilienpreis-inflation zuletzt spürbar nachgelassen hat (von 7% in 2016 auf 4,5% in 2017). Der Einfluss des Referendums auf diese Entwicklung ist schwer auszumachen, könnte allerdings durch den tendenziellen Rückgang der Immobilienpreise und eine erhöhte Unsicherheit einen Beitrag zur Abkühlung geleistet haben. Gleichzeitig gab es auch eine Reihe von Maßnahmen, wie z. B. die Anhebung von Gebühren (sog. stamp duty) auf Zweitimmobilien, oder restriktivere Steuerfreibeträge bei Immobilien, die zum Zweck der Vermietung gekauft werden (sog. buy-to-let Immobilien), die diese Abkühlung bewirkt haben könnten.

Um weiteren allgemeinen Preisanstiegen entgegenzusteuern erhöhte die Bank of England im November erstmals den Leitzins. Dies dürfte auch ursächlich für ein etwas positiveres Stimmungsbild gewesen sein, das sich nun auch im anziehenden Pfund widerspiegelt. Trotz der rezenten Pfundaufwertung liegt der effektive Wechselkurs rund 20% unter dem Höchststand von 2015, wodurch sich die Handelsbedingungen für britische Exporteure verbessert haben und es vermehrt zu einem Rebalancing weg von der heimischen in Richtung externer Nachfrage kommt. Es wird erwartet, dass der externe Sektor nach 2017 auch 2018 und 2019 positiv zum Gesamtwachstum beitragen könnte. Auf der positiven Seite kann vermerkt werden, dass die britische Produktivitätsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2017 so gut war wie seit Ausbruch der Finanzkrise nicht mehr. Daneben haben sich die Aussichten für das Lohnwachstum etwas verbessert, zumal sich Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung auf äußerst niedrigen Niveaus befinden und der Mindestlohn 2017 leicht angehoben wurde.

Japan: Deutlicher Wachstumsrückgang zu Jahresende 2017

In Japan kam es im vierten Quartal 2017 zu einer spürbaren Verlangsamung der Wachstumsentwicklung. Nachdem das Wachstum im dritten Quartal auf knapp 0,6% (q-o-q) hinauf revidiert worden war, lag es zu Jahresende bei nur mehr 0,1%. Hierbei wurde das Wachstum nur noch von der privaten Konsumnachfrage getragen, während alle anderen Komponenten entweder gar nicht wuchsen oder leicht negative Beiträge aufwiesen. Dennoch sei erwähnt, dass Japan mit acht Quartalen positiven Wachstums die bisher längste Expansionsphase seit 1989 erlebt. Die Arbeitslosenquote ist mit 2,8% weiterhin auf einem historischen Tiefststand und die Anzahl der Bewerber pro Stellenangebot steigt stetig. Die zuletzt sogar gesunkenen realen Löhne verdeutlichen, dass sich die Arbeitsangebotsverknappung bisher allerdings nicht positiv auf die Lohnentwicklung ausgewirkt hat.

Insgesamt prognostiziert der IWF ein Wachstum von 1,2% für 2018 und 0,9% für 2019. Das höhere Wachstum 2018 erklärt der IWF mit der gestiegenen externen Nachfrage, dem Zusatzbudget, das für 2018 eingeplant wurde, und mit den Übertragungseffekten der unerwartet

positiven Aktivitäten der vorangegangenen Quartale. Diese Effekte dürften über 2019 hinweg auslaufen, was sich in der geringeren Wachstumsdynamik 2019 zeigen könnte.

China: Aufwärtsrevisionen aufgrund gesteigener ausländischer Nachfrage

Die wirtschaftliche Entwicklung Chinas, die im wesentlichen auf dem privaten Konsum und einer hohen Investitionstätigkeit beruht und zuletzt auch wieder verstärkt vom Außenhandel getrieben war, schreitet weiterhin solide voran (Q4/17: 6,8% y-o-y). Das Wachstum der vergangenen Quartale lag auf konstant hohem Niveau, sodass das Wirtschaftswachstum 2017 mit 6,9% das staatlich vorgegebene Wachstumsziel von 6,5% deutlich überschritt. Aktuelle Prognosen des IWF erwarten trotz Aufwärtsrevisionen allerdings eine Abkühlung des Wirtschaftswachstums auf 6,6% für 2018 und 6,4% für 2019.

Rezente makro-finanzielle Daten deuten darauf hin, dass die Bemühungen der chinesischen Regierung, die hohe Verschuldung einzudämmen bisher noch nicht die erwarteten Erfolge erbrachten. Weiterhin steigt das Kreditwachstum stark an, wobei zuletzt sogar das höchste Wachstum neuer Bankkredite seit Beginn der Datenaufzeichnung registriert wurde. Anzumerken ist allerdings, dass die Jänner-Daten meist relativ stark durch Kalendereffekte verzerrt sind und das starke Wachstum an Bankkrediten auch spiegelbildlich zum Rückgang der Schattenbankfinanzierung erfolgt.

Nach den Neuerungen der Kapitalverkehrskontrollen, die bei Kapitalimporten gelockert, hingegen bei Kapitalexporten verschärft wurden, fielen die Nettokapitalimporte nach China letztthin wieder positiv aus. Insbesondere wichtig für diese Entwicklung waren auch das gestiegene Vertrauen in den Wechselkurs des Renminbi, welcher seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar deutlich aufgewertet hat, sowie verstärkte Investitionen von nicht-ansässigen Investoren.