

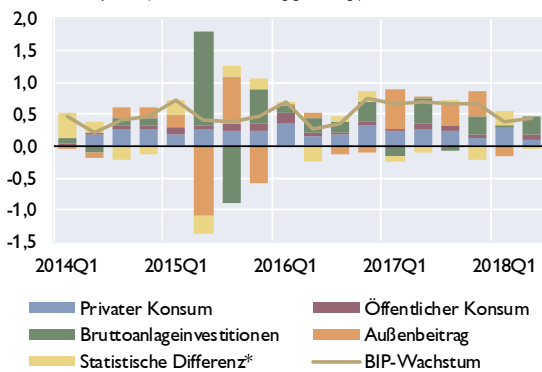
# Abwärtsrevisionen bei globalem Wachstum und Welthandel <sup>2</sup>

## Euroraum: Hohes Investitionswachstum zeugt von stabiler Binnennachfrage

In der ersten Jahreshälfte 2018 ist die Wirtschaft des Euroraums merklich langsamer gewachsen als noch im Jahr 2017. In den ersten beiden Quartalen 2018 stieg das reale BIP um 0,4% bzw. 0,5% gegenüber dem Vorquartal. Diese Wachstumsverlangsamung war grundsätzlich zu erwarten, da die Konjunktur bereits mehrere Quartale hindurch über dem Potential gewachsen war. Eine wichtige Rolle dabei spielt aber auch das gebremste Welthandelwachstum, das sich im Euroraum in einem nur mehr neutralen Außenbeitrag widerspiegelte. Dieser wichtige Wachstumsfaktor des Jahres 2017 ist damit entfallen. Die Binnenkonjunktur bleibt hingegen lebhaft, wobei im zweiten Quartal 2018 die Bruttoinvestitionen den Privatkonsum als primäre Wachstumsstütze ablösten.

### Euroraum: Wachstumsbeitrag zum realen BIP

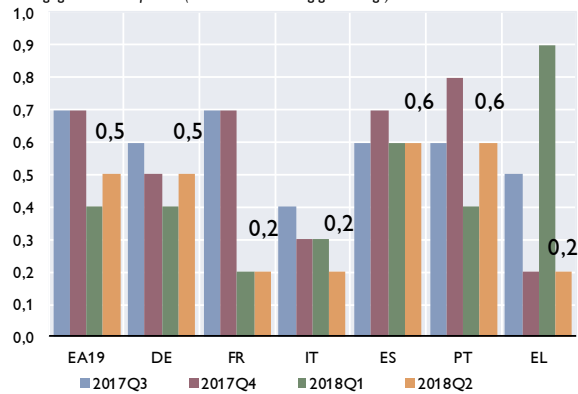
in % zum Vorquartal (saison- und arbeitstägig bereinigt)



Quelle: Eurostat. \* Lagerveränderungen, Nettozugang an Wertsachen, Statistische Differenz.

### Euroraum: Reales BIP-Wachstum

in % gegenüber Vorquartal (saison- & arbeitstägig bereinigt)



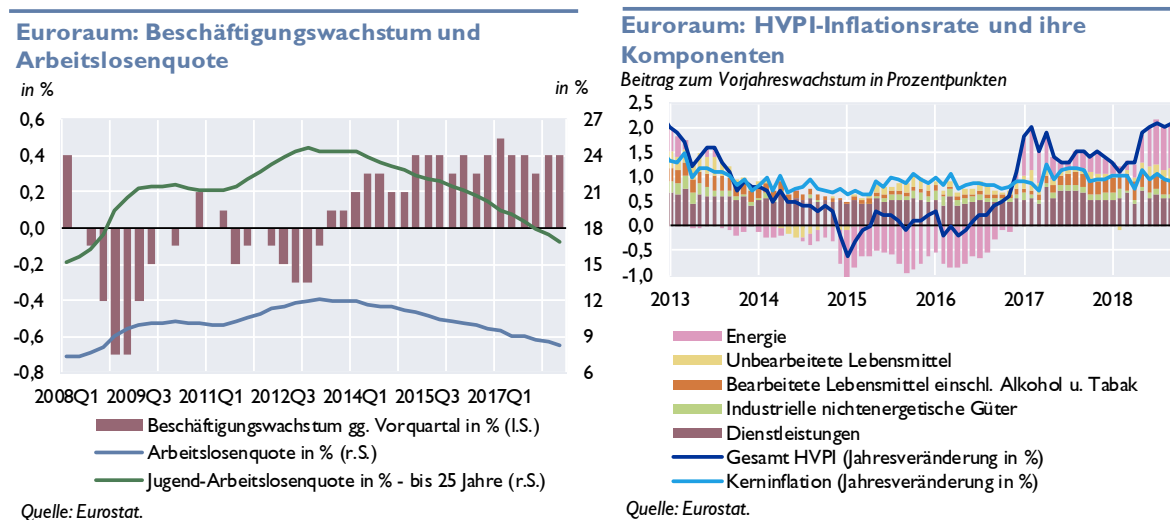
Quelle: Eurostat.

Auf Länderebene zeigt sich ein gemischtes Bild, das teilweise Sonderfaktoren wie politische Unsicherheiten oder die Abhängigkeit von den Handelsbeziehungen zu den USA widerspiegelt. Deutschland konnte den negativen Außenbeitrag durch ein äußerst dynamisches Investitionswachstum mehr als ausgleichen. Frankreich und Italien wuchsen hingegen mit 0,2% nur sehr langsam. Überdurchschnittliche Wachstumsraten zeigen die ehemaligen Krisenländer Spanien und Portugal. Auch hier hat der Export als Konjunkturlokomotive gegenüber der Binnennachfrage an Bedeutung verloren.

Angesichts des relativ schwachen ersten Halbjahrs und der seit Jahresanfang rückläufigen Stimmungsindikatoren haben mehrere internationale Institutionen ihre Kurz- und Mittelfristprognosen zurückgenommen. Für die kommenden beiden Quartale liegen die Prognosen nun im Bereich 0,4-0,5%. Daraus ergibt sich nach der im September veröffentlichten Prognose der EZB ein Jahreswachstum 2018 von 2,0%. In den Jahren 2019 und 2020 dürfte sich die Dynamik auf 1,8% bzw. 1,7% abmildern, wenn die Arbeitsressourcen zunehmend knapp werden und der positive Effekt des Welthandels weiter nachlässt. Damit bleibt das Wachstum jedoch immer noch über dem Potenzial, das auf etwa 1,5% geschätzt wird.

<sup>2</sup> Maria Silgoner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland).

Äußerst positiv ist weiterhin die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote lag im August 2018 nur mehr bei 8,1% und damit um 4 Prozentpunkte unter den Höchstständen von Mitte 2013. Auch die Jugendarbeitslosigkeit ist schon deutlich zurückgegangen und lag im August bei 16,6%. Das Beschäftigungswachstum erreichte im zweiten Quartal 2018 erneut 0,4%. Laut aktueller EZB-Prognose dürfte sich dieser Rückgang fortsetzen, sodass die Arbeitslosenquote im Jahr 2020 auf 7,4% sinkt und damit in etwa wieder das Vorkrisenniveau erreicht. Einen Unsicherheitsfaktor stellen die von der Europäischen Kommission ermittelten Erwartungen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit dar, die zuletzt einen Dämpfer erfuhren.



### HVPI-Inflationsrate durch Ölpreisentwicklung determiniert

Die Inflationsrate im Euroraum hat in den Sommermonaten deutlich angezogen. Im September 2018 lag sie bei 2,1%. Ursache für die gehobene Teuerung ist der Anstieg des Rohölpreises. Allein seit Februar 2018 ist der Preis für ein Barrel der Marke Brent um über 20 US-Dollar angestiegen. Das schlägt sich unmittelbar in steigenden Inflationsbeiträgen von Energie nieder. Diese lagen in den vergangenen drei Monaten bei 0,9% und erklären damit knapp die Hälfte der Inflation. Weitere wichtige Inflationsbeiträge kamen im September von den Preisen für Dienstleistungen (0,6 Prozentpunkte) und der Komponente Lebensmittel, Alkohol und Tabak (0,5 Prozentpunkte).

Ein gängiges Konzept der Kerninflationsrate schließt die Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak bewusst aus, um ein Bild jenes Teils der Teuerung zu bekommen, das weniger stark von Sonderfaktoren getrieben ist und den zugrundeliegenden Kostendruck der Volkswirtschaft besser widerspiegelt. Derzeit beträgt die nach diesem Konzept gemessene Kerninflation mit 0,9% weniger als die Hälfte der Gesamtinflation.

In Einklang mit der Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt haben sich auch die Lohnstückkosten positiv entwickelt. Im zweiten Quartal stiegen sie um 1,7% gegenüber dem Vorjahr. Die steigenden Arbeitskosten schlagen sich jedoch bisher nicht in der Inflationsrate nieder und dürften das auf absehbare Zeit auch nicht tun. So hat die EZB im September ihre Inflationsprognose unverändert belassen, für die Jahre 2018 bis 2020 rechnet sie jeweils mit einer Inflationsrate von 1,7%. Die Kerninflationsrate wird 2019 und 2020 bei 1,5% bzw. 1,8% liegen.

## Weltwirtschaft: Abwärtsrevisionen bei Wachstum und Welthandel

Der IWF hat in seiner Herbstprognose das Wachstum der Weltwirtschaft für die Jahre 2018 und 2019 um je 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert, es soll nun nur mehr je 3,7% betragen. Dahinter stehen ungünstige Entwicklungen im ersten Halbjahr 2018 in einigen Industriestaaten, aber auch die Auswirkungen von neuen Handelshemmnissen. Das Wachstum des Welthandels wurde entsprechend deutlich um einen halben Prozentpunkt herunter revidiert. Deutschland dürfte davon besonders stark betroffen sein, was auch an den Abwärtsrevisionen des BIP-Wachstums ablesbar ist. Auch bei wichtigen Schwellenländern wurde das Wachstum nach unten korrigiert. Ähnliche Abwärtsrevisionen hat auch die OECD in ihrem Prognoseupdate veröffentlicht.

### Prognosen zum Wirtschaftswachstum

Wachstum des realen BIP in Prozent

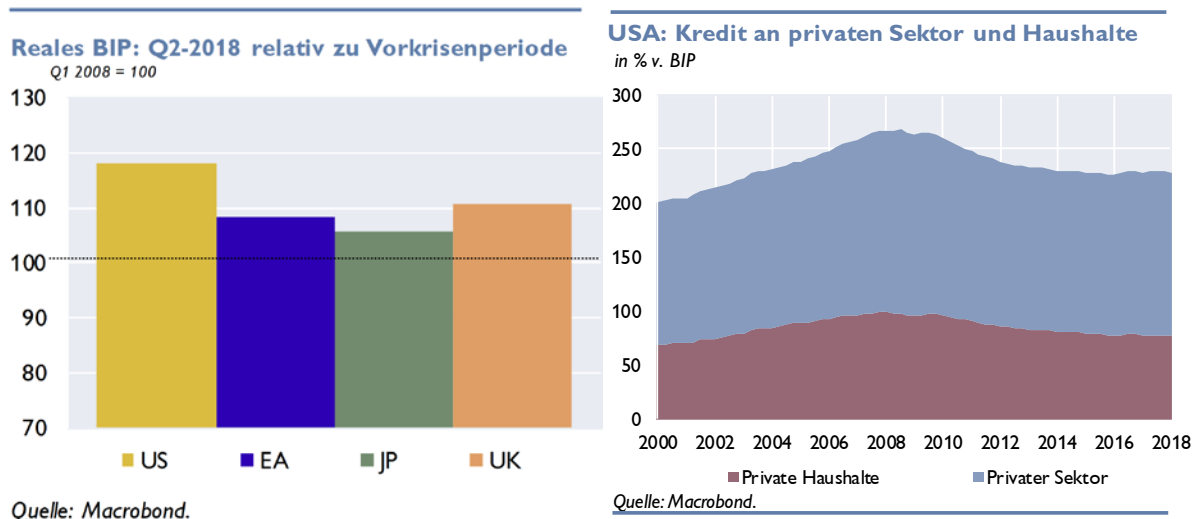
	IWF		OECD	
	09.10.2018		20.09.2018 (Interim)	
	2018	2019	2018	2019
Euroraum	2,0	1,9	2,0	1,9
Ver. Königreich	1,4	1,5	1,3	1,2
Japan	1,1	0,9	1,2	1,2
China	6,6	6,2	6,7	6,4
USA	2,9	2,5	2,9	2,7
Welt gesamt	3,7	3,7	3,7	3,7

Insgesamt bleibt das Weltwirtschaftswachstum zwar vorerst noch dynamisch, wird sich aber abschwächen, sobald die Phase außergewöhnlich günstiger Finanzierungsbedingungen zu Ende geht und prozyklische Konjunkturmaßnahmen (v.a. USA) zurückgefahren werden müssen. Die globalen Abwärtsrisiken sind zuletzt gestiegen und haben ihre Quelle in neuerlichen Handelsverschärfungen, Kapitalrückflüssen aus Schwellenländern und politischen Unsicherheiten. Die Basis für eine über den Erwartungen liegende Expansion (Aufwärtsrisiken) hat sich hingegen weiter verflüchtigt.

### USA: Handelskonflikte bleiben ohne erhoffte Effekte auf das externe Ungleichgewicht

Das Wirtschaftswachstum in den USA übersteigt weiterhin deutlich jenes im Euroraum und in anderen wichtigen Regionen. Das ist klar aus der Vergleichsgrafik ersichtlich, nach der das BIP in den USA bereits um 19% höher liegt als zu Beginn der globalen Finanzkrise, während die Wirtschaftsleistung im Euroraum das Vorkrisenniveau nur um knapp 10% übertrifft. Auch die private Verschuldung gemessen am BIP liegt in den USA bereits deutlich unter Vorkrisenniveau.

Im zweiten Quartal 2018 lag das Wachstum des realen BIP in den USA bei 4,2% (annualisiert), getragen primär vom privaten Konsum und dem Außenbeitrag. Das Wachstum hat sich damit im Vergleich zum ersten Quartal nahezu verdoppelt. Besonders stark gestiegen sind zuletzt auch die Unternehmensprofite. Die Arbeitslosenquote liegt stabil bei 3,9%. Damit mehren sich die Anzeichen, dass der Arbeitsmarkt zu Vollbeschäftigung zurückgefunden hat. Der IWF rechnet für 2018 unverändert mit einem BIP-Wachstum von 2,9%, gefolgt von 2,5% im Jahr 2019.



Zu den bedeutendsten Abwärtsrisiken für die amerikanische Wirtschaft gehört eine weitere Verschärfung der Handelshemmnisse gegenüber China und anderen wichtigen Wirtschaftsräumen. Nach dem Sommer eskalierte der Handelskonflikt mit China, als die USA neue Zölle auf Warenimporte einführten und China mit Gegenmaßnahmen reagierte. Derzeit wägen beide Seiten weitere Optionen ab. Im Gegensatz zur Vorkrisenperiode ist China allerdings nicht mehr der wesentliche Gegenpart des externen Ungleichgewichts. China's Leistungsbilanz war im ersten Quartal 2018 negativ, im zweiten in etwa ausgeglichen.

Die Handelsbeschränkungen helfen bisher nicht, das amerikanische Leistungsbilanzdefizit zu verringern. Laut IWF-Prognose wird sich dieses sogar von 2,3% des BIP 2017 sukzessive auf 3,3% 2023 ausweiten. Der IWF schätzt, dass das mit den Fundamentaldaten in Einklang stehende Leistungsbilanzdefizit nur etwa 0,7% des BIP beträgt und empfiehlt eine fiskalische Konsolidierung. Die Schuldenquote des öffentlichen Sektors liegt bei über 100% des BIP. Die beschlossenen bzw. geplanten Maßnahmen der US-Regierung – Steuerreform, Infrastrukturinvestitionen sowie ein Programm zur Stimulierung der privaten Nettoinvestitionen – verschärfen tendenziell die externen Ungleichgewichte und stehen damit in gewissem Widerspruch zu den Zielen der Handelsbeschränkungen (Reduktion des Leistungsbilanzdefizits).

Aufgrund der weiterhin guten Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt und der niedrigen Arbeitslosenquote hat das FOMC Ende September beschlossen, die Zinsen um 25 Basispunkte auf ein Band von 2-2,25% zu erhöhen. Dieser Zinsschritt war weitgehend erwartet worden. Der Abbau der Bilanz der FED schreitet währenddessen voran, indem abreifende Staatsanleihen und Wertpapiere großer Hypothekenfinanzierer nur mehr bei Überschreiten bestimmter Grenzwerte refinanziert werden. Diskutiert wurde zuletzt die Sorge, dass die Verflachung der Zinsstrukturkurve eine neuerliche Rezession anzeigen könnte.

### China: Erfolge im „rebalancing“ der Wirtschaft

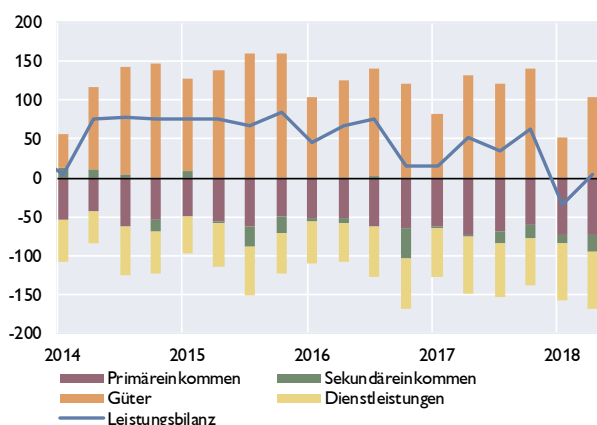
Das jährliche Wachstum des realen BIP in China lag im zweiten Quartal offiziellen Daten zufolge bei 6,7%, nach 6,8% in den drei Quartalen zuvor. Das offizielle Ziel der Regierung von 6,5% wird damit trotz Wachstumsabschwächung erfüllt. Der IWF rechnet in der aktuellen Herbstprognose damit, dass sich das Wirtschaftswachstum von 6,9% 2017 sukzessive auf 5,6% 2023 abschwächen wird. Die Auswirkungen der Handelsbeschränkungen mit den USA sind dabei ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor.

Das *rebalancing* der chinesischen Wirtschaft schreitet voran. Das zeigt sich an einer deutlichen Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses. Laut IWF-Prognose wird dieser 2018 und 2019

nur mehr bei 0,7% des BIP liegen. Vor allem die Überschüsse in der Güterbilanz haben sich deutlich reduziert. Gleichzeitig bauen sich im Inland Ungleichgewichte auf. Das Wirtschaftswachstum ist nach wie vor kreditfinanziert, die Haushaltsverschuldung liegt mittlerweile bei etwa 50% des BIP; die Verschuldung des Unternehmenssektors ist zwar rückläufig, lag aber zuletzt immer noch bei etwa 160% des BIP. Die Investitionsquote liegt auf weltweit einzigartiger Höhe von über 40% des BIP. Die Maßnahmen der chinesischen Notenbank zur Eindämmung der Kreditvergabe bzw. zur Verschiebung aus dem Schattenbankbereich in den regulären Bankensektor konnten bislang die Gesamtverschuldung nur leicht verringern. Der von der chinesischen Zentralbank festgelegte Referenzzinssatz liegt seit 2015 unverändert bei 4,35%.

**CHINA: Leistungsbilanz und Komponenten**

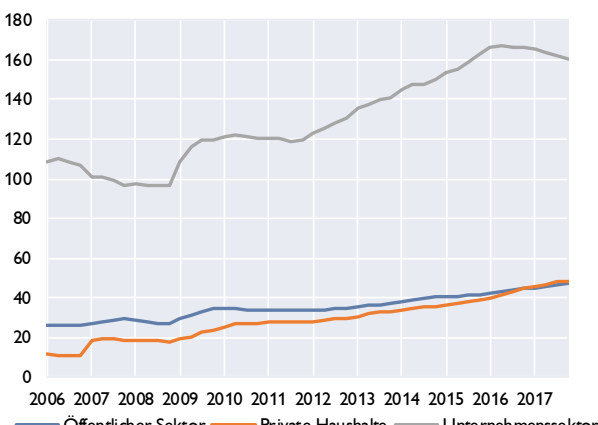
in Mrd. USD



Quelle: Macrobond.

**CHINA: Sektorale Verschuldung**

in % v. BIP



Quelle: Macrobond.

Der Wechselkurs des Renminbi zum US-Dollar ist in den letzten Monaten stark gesunken und lag im Juli so tief wie seit Mitte 2017 nicht mehr, was Spekulationen über eine bewusste Abwertung als Antwort auf die von den USA auferlegten Zölle laut werden ließ.

### Japan: Arbeitskräftemangel als Hemmschuh für das Wachstumspotenzial

In Japan ist das reale BIP im zweiten Quartal unerwartet rasch um 0,7% gestiegen, nachdem es im ersten Quartal noch rückläufig gewesen war. Sowohl der private Konsum, als auch die Investitionen trugen zum Aufschwung bei. Dieses positivere Bild bewog den IWF zu einer leichten Aufwärtsrevision der Wachstumsprognose für das Jahr 2018 auf 1,1%. Bereits 2019 wird jedoch wieder eine Abschwächung auf 0,9% prognostiziert, am flachen Wachstumspfad wird sich damit auf absehbare Zeit nichts ändern.

Am Arbeitsmarkt herrscht nach wie vor Vollbeschäftigung. Die Arbeitslosenquote lag im August bei 2,4%. Auf einen Bewerber bzw. eine Bewerberin kommen 1,63 Stellenangebote. Die Beschäftigungsquote der 15- bis 74-Jährigen liegt mit knapp 70% auf dem höchsten Stand seit 1968. Die demographische Entwicklung – alternde Gesellschaft mit niedrigen Geburtenraten und geringer Immigration – ist ein wesentlicher Hemmschuh für das zukünftige Wachstumspotenzial. Der Anteil an Personen über 65 Jahre ist von 7% in den 1970er Jahren auf rund 25% im Jahr 2013 gestiegen und ist damit der höchste unter den OECD-Staaten. Die japanische Regierung strebt nun offiziell eine Erhöhung der Beschäftigung von Frauen und Älteren an und dürfte sich auch gegenüber Immigration öffnen.

Der stark segmentierte Arbeitsmarkt verhindert bisher, dass sich die Arbeitskräfteverknappung auch in steigenden Löhnen niederschlägt, die Reallöhne sind zuletzt wieder leicht gesunken. Die

Teuerungsrate bleibt damit niedrig, der jüngste Inflationsanstieg auf 1,3% im August (nach 0,9% im Juli) war primär den höheren Energiepreisen bzw. der Yen-Abwertung geschuldet, die beide die Importpreise verteuern. Die Kerninflationsrate (ohne unbearbeitete Nahrungsmittel und Energie) lag im August nur bei 0,4%.

Die Bank of Japan hat zuletzt im September getagt und dabei keine Änderung der Zinspolitik oder der unkonventionellen Maßnahmen beschlossen. Für die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik werden die Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung, die aufgrund der schwachen Konjunktur verschoben und nun im Herbst 2019 durchgeführt werden soll, maßgeblich sein.

### **UK: Wachstumsverbesserungen zur Jahresmitte**

Nach einem – teilweise wetterbedingt – schwachen Wirtschaftswachstum von nur 0,1% im ersten Quartal 2018 konnte sich die britische Wirtschaft im zweiten Quartal etwas erholen und wuchs um 0,4% jeweils gegenüber dem Vorquartal. Wie auch im Euroraum lieferten die Bruttoanlageinvestitionen den wichtigsten Wachstumsbeitrag, während der Außenbeitrag zum Wachstum negativ war. Die Arbeitslosigkeit liegt mit 4% auf einem Rekordtief. Der IWF hat seine Wachstumsprognosen für das Vereinigte Königreich für die Jahre 2018 und 2019 unverändert bei 1,4% und 1,5% belassen, geht dabei aber vom Szenario eines geordneten Austritts aus der Europäischen Union aus.

Die Bank of England entschied Anfang August, die Leitzinsen um 25 Basispunkte anzuheben. Sie begründete den Schritt mit der erhöhten Inflation. Seit Jahresanfang lag die nach dem HVPI-Konzept gemessene Inflationsrate im Bereich 2,4 bis 3,0%. Zuletzt im September lag sie bei 2,4% und damit weiterhin deutlich über dem offiziellen Inflationsziel der Bank of England von 2%. Neben den gestiegenen Energiepreisen hat die Abwertung des Pfund zwischen April und August 2018 über höhere Importpreise die Inflation angeheizt. Nach dem Sommer hat das Pfund wieder an Wert zugelegt.