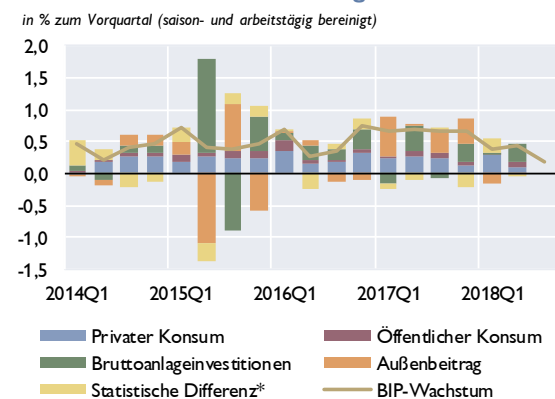


Höhere Unsicherheit führt zu weniger dynamischem Wachstum der Weltwirtschaft²

Euroraum: Wachstumshöhepunkt ist erreicht

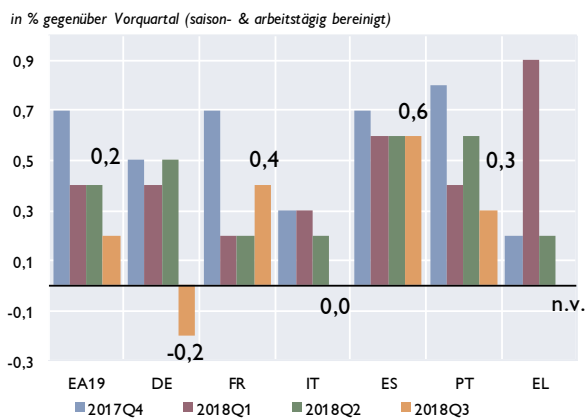
Der aktuellen Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist das BIP im Euroraum im dritten Quartal 2018 um nur 0,2% gegenüber dem Vorquartal gewachsen. In den beiden Vorquartalen betrug das Wachstum jeweils 0,4%, in den vier Quartalen des Vorjahres jeweils 0,7%.

Euroraum: Wachstumsbeitrag zum realen BIP



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

Euroraum: Reales BIP-Wachstum



Quelle: Eurostat. Anmerkung: n.v. = nicht verfügbar.

Auf Länderebene überrascht vor allem Deutschland mit einem negativen Wachstum im dritten Quartal (-0,2%) nach einem Plus von 0,5% im zweiten Quartal. Auch in den Niederlanden schwächte sich das Wachstum merklich um 0,5 Prozentpunkte auf 0,2% ab. Italiens Wirtschaft hat im dritten Quartal stagniert, im zweiten Quartal betrug das Wachstum noch 0,2%. Frankreich hingegen konnte sein Wachstum mit 0,4% gegenüber dem zweiten Quartal verdoppeln. In Spanien betrug das Wachstum wie auch schon im Vorquartal 0,6%.

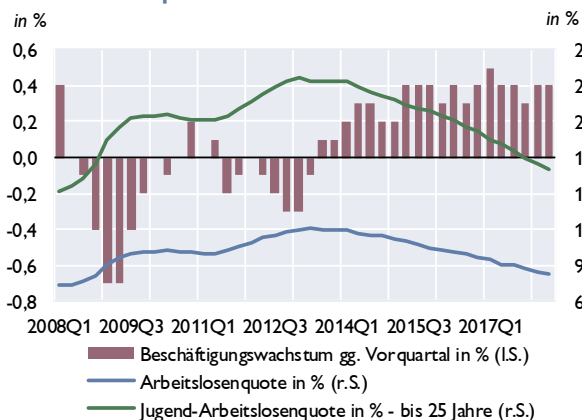
Der Rückgang der Stimmungsindikatoren *Economic Sentiment Indicator* (ESI) und *Purchasing Managers' Composite Index* (PMI), der zu Jahresbeginn einsetzte, hält an. Trotz des Rückgangs signalisieren beide Indizes nach wie vor eine Expansion der wirtschaftlichen Aktivität. Allerdings weist der PMI darauf hin, dass der Industriesektor in den meisten erfassten Ländern an Fahrt verloren hat. Besonders negativ ist das Bild dabei in Italien: Dort liegt der PMI bei 49,2 Punkten und damit auf einem 46-Monatstief und unter der Expansionsschwelle. Auch der Composite Index, der den Dienstleistungsbereich miteinschließt, liegt in Italien mit 49,3 Punkten unter der 50-Punkte-Marke und ist so niedrig wie seit fast fünf Jahren nicht mehr.

Die Arbeitsmarktlage im Euroraum verbessert sich. Die Arbeitslosenquote lag im September 2018 unverändert bei 8,1% und damit nahe dem Vorkrisenniveau. Die Zahlen auf Länderebene zeigen, dass die Arbeitslosenquoten in allen Ländern leicht rückläufig oder unverändert waren – außer in Italien, wo sie spürbar anstieg (von 9,8% im August auf 10,1% im September). Die Beschäftigung im Euroraum expandiert weiter und in jüngster Zeit ist auch die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden gestiegen. Parallel zur besseren Lage am Arbeitsmarkt

² Autor: Thomas Scheiber (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland).

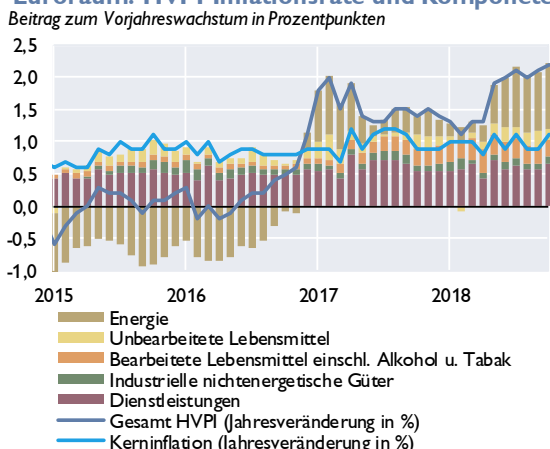
erhöht sich seit einigen Quartalen auch das Nominallohnwachstum. Dennoch gibt es noch keine Anzeichen für ein kräftiges reales Lohnwachstum.

Euroraum: Beschäftigungswachstum und Arbeitslosenquote



Quelle: Eurostat.

Euroraum: HVPI Inflationsrate und Komponenten



Quelle: Eurostat.

Die Europäische Kommission (EK) und die OECD prognostizieren, dass sich das Wirtschaftswachstum bis 2020 auf 1,6–1,8% verlangsamen wird. Durch die akkommodierende Geldpolitik und eine gewisse fiskalische Lockerung werden die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum und die Beschäftigung gestützt werden. Auf Grund der anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen und des notwendigen Kapazitätsausbaus wird auch die Investitionstätigkeit recht dynamisch bleiben – sofern die Handelskonflikte nicht weiter eskalieren. Das starke Exportwachstum des Jahres 2017 hat angesichts der zunehmenden Unsicherheit im Welthandel nachgelassen. EK und OECD erwarten, dass der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte für 2019 und 2020 neutral ausfallen dürfte.

HVPI-Inflationsrate durch Ölpreisentwicklung geprägt

Die HVPI-Inflation im Euroraum ist seit Mai 2018 deutlich angestiegen und betrug im Oktober 2,2%, wobei besonders die Energiepreise zu diesem Anstieg beigetragen haben. Sie erhöhten sich im Oktober gegenüber dem Vorjahresmonat mit 10,6% und weisen damit den stärksten Anstieg aller Komponenten auf. Die Kerninflationsrate, welche die Preisentwicklung ohne die volatilen Komponenten Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak zeigt, schwankt hingegen weiterhin um 1%. Die EK und die OECD erwarten in ihren Herbstprognosen, dass die Kerninflation in einem Umfeld, das durch eine hohe Kapazitätsauslastung und ein höheres Lohnwachstum gekennzeichnet ist, allmählich anziehen wird. Für die Gesamtinflationsrate erwarten sie für 2019 etwa 1,8–1,9% und für 2020 1,6–1,9%.

Weltwirtschaft: Abwärtsrevisionen bei Wachstum und Welthandel

In ihren jüngsten Prognosen revidieren die EK und die OECD die Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum nach unten. Die beiden Institutionen sehen für das Jahr 2018 ein Wachstum von 3,7% und für die Jahre 2019 und 2020 ein Wachstum von je 3,5% und betonen die zunehmende Divergenz der Wachstumsraten, insbesondere zwischen den Schwellenländern, da die Handelsbeschränkungen, der starke US-Dollar und steigende Zinsen die Länder in unterschiedlicher Intensität betreffen. Regionale Ereignisse, wie die neuen US-Sanktionen gegenüber dem Iran, die Entwicklungen in der Türkei und in Argentinien, aber auch die Ölpreisentwicklung tragen ebenfalls zu divergierenden Wachstumsraten bei. Im Aggregat der

Schwellenländer sehen EK und OECD ein Wachstum von je 4,7% im Jahr 2018 und 2019 – deutlich unter den Wachstumsprognosen, die im Frühjahr und Sommer veröffentlicht wurden.

Auch die Wachstumsdynamik in den Industriestaaten wird weniger optimistisch gesehen als noch im Frühjahr. Für 2018 gehen EK und OECD für diese Ländergruppe von einer Zunahme des BIP um 2,4% aus, für 2019 und 2020 wird eine Abkühlung auf 2,1% bzw. 1,9% erwartet. Ausschlaggebend dafür ist, dass der Konjunkturzyklus zunehmend seinen Reifepunkt erreicht, expansive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen in einigen Ländern zurückgenommen werden und im Hinblick auf die Entwicklung des globalen Handels weiterhin erhebliche Unsicherheiten bestehen, welche sich bereits auf das Investitionsklima auswirken.

Im Einklang mit der Zurücknahme der BIP-Prognosen wurde auch das erwartete Wachstum des Welthandels nach unten revidiert. Nachdem im Frühjahr noch davon ausgegangen wurde, dass der Welthandel im Jahr 2018 um rund 5% und im Jahr 2019 um 4,5% wächst, sehen EK und OECD aktuell nur mehr einen Zuwachs von 3,9–4,1% im Jahr 2018 und von 3,7–3,8% im Jahr 2019.

Die Prognoserisiken sind nach wie vor nach unten gerichtet und erscheinen zunehmend komplex und miteinander verflochten. Eine schneller als erwartete geldpolitische Normalisierung in den USA – als Reaktion auf die stark prozyklische Fiskalpolitik – hätte Konsequenzen für Schwellenländer, für die eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen ein zentrales Risiko darstellt. Ebenso könnten die aktuellen fiskalischen Stimuli den Handlungsspielraum für die zukünftige Fiskalpolitik einschränken und die Nachhaltigkeit der US-Staatsverschuldung gefährden. Zudem bleibt das Risiko einer weiteren Eskalation des Handelsstreits bestehen.

USA: Fortsetzung des Aufschwungs und wachsende Ungleichgewichte

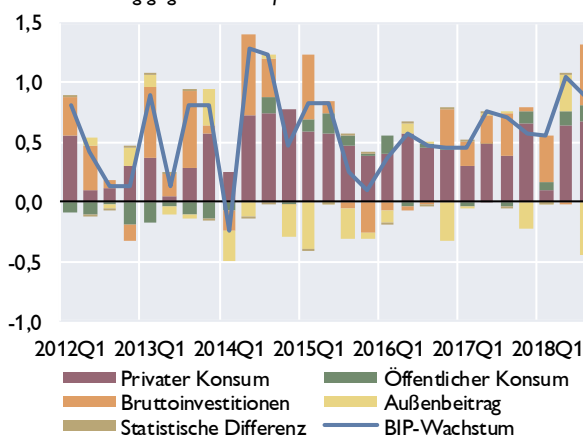
Das Wirtschaftswachstum in den USA übersteigt weiterhin deutlich jenes im Euroraum und in anderen wichtigen Regionen. Im dritten Quartal 2018 lag das Wachstum des realen BIP bei 3,5% (annualisiert) bzw. knapp 0,9% gegenüber dem Vorquartal und wurde primär vom privaten Konsum und den Bruttoinvestitionen getragen. Die gestiegenen Ölpreise und die 2017 und 2018 gesetzten umfangreichen fiskalischen Impulse werden auch 2019 – wenn auch im geringeren Umfang – fortwirken und tragen zusätzlich zum Wirtschaftsboom bei.

Günstige Finanzierungsbedingungen lassen 2019 und 2020 hohe Unternehmensinvestitionen erwarten. Trotzdem prognostizieren EK und OECD, dass sich in den kommenden beiden Jahren das Wachstum unter dem Einfluss einer weniger konjunkturstützenden Geld- und Fiskalpolitik auf 2,6% bzw. 1,9–2,1% verlangsamen dürfte. Die bereits umgesetzten protektionistischen Maßnahmen im Handel und das schwächere Weltwirtschaftswachstum werden die Wirtschaftstätigkeit ebenso einbremsen.

Dank des kräftigen Anstiegs der Investitionen und des privaten Konsums ist trotz der Einführung von höheren Zöllen mit einer anhaltend robusten Importnachfrage zu rechnen, die eine Ausweitung des Handelsdefizits bewirkt.

USA: Beiträge zum BIP-Wachstum

%-Veränderung gegenüber Vorquartal



Quelle: Macrobond/Bureau of Economic Analysis.

Diese Entwicklung wird laut OECD zusammen mit einem Rückgang der nationalen Sparquote infolge der fiskalpolitischen Lockerung zu einem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits beitragen, welches 2020 auf 3,3% des BIP ansteigen könnte.

Durch den langanhaltenden Wirtschaftsaufschwung steigt die Kapazitätsauslastung, wächst die Beschäftigung und ist die Arbeitslosigkeit auf ein sehr niedriges Niveau gesunken (3,9%). Allerdings sind die Lohnzuwächse bislang eher bescheiden ausgefallen und nicht alle Bevölkerungsgruppen partizipieren gleichermaßen am Aufschwung. Für 2019 und 2020 erwarten die EK und die OECD Inflationsraten zwischen 2,1 und 2,4%.

Risiken für die US-Wirtschaft bestehen erstens im Zusammenhang mit dem sich ausweitenden Budgetdefizit, das 2019 und 2020 auf 6–7% ansteigen dürfte. Dies ist eine Folge der lockeren Fiskalpolitik seit 2017, da durch eine Steuerreform die budgetären Einnahmen gesunken sind und 2018 und 2019 die Ausgaben auf Bundesebene erhöht werden. Zweitens haben die finanziellen Risiken zugenommen, insbesondere im Sektor der nicht-finanziellen Unternehmen, die einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen. Die beiden Risiken sind miteinander verknüpft, wenn etwa ein weiterer Fiskalstimulus die Inflation anheizt und zu einem rascheren Zinsanstieg führt, der seinerseits zu Preiskorrekturen an den teils überbewerteten Finanzmärkten führen könnte, welche hochverschuldete Unternehmen in Bedrängnis bringen.

China: Wachstum voraussichtlich robust, aber erhebliche politikabhängige Risiken

Im Verlauf des heurigen Jahres hat sich das Wachstum des realen BIP von 6,8% im ersten Quartal auf 6,5% im dritten Quartal verlangsamt. Auch für die kommenden zwei Jahren erwarten EK und OECD eine weitere allmähliche Verlangsamung auf 6,3% bzw. 6,0%. Auffällig ist der aktuell beobachtbare Wandel in der Zusammensetzung des Wachstums: Exporte und Investitionen verlieren an Bedeutung zu Gunsten des privaten Konsums.

Die Eskalation des Handelskonflikts mit den USA stellt dabei einen wesentlichen Risikofaktor für das Wachstum dar. Der Handelskonflikt hatte einen Kursrückgang des Renminbi, der durch staatliche Interventionen abgeschwächt wurde, und einen Rückgang der Aktienkurse zur Folge. Die Auswirkungen der Zollerhöhungen wurden bislang durch vorgezogene Exporte, „*Round-Tripping*“ der für den US-Markt bestimmten Exporte über Drittstaaten und die Abwertung des Renminbis abgedeckt. Die Güterimporte entwickeln sich vor dem Hintergrund von Zollsenkungen zu Jahresbeginn³ robust – wie auch die Ausgaben für Auslandsreisen chinesischer Bürger. Daher wies die Leistungsbilanz im ersten Halbjahr erstmals seit zwanzig Jahren ein Defizit auf.

Einen zweiten Risikofaktor – insbesondere für die Finanzmarktstabilität – stellt das Schattenbankwesen dar, das bei der Infrastrukturfinanzierung eine tragende Rolle spielt. Zur Konjunkturverlangsamung trägt daher auch die stärkere Kontrolle der Verschuldung nachgeordneter Gebietskörperschaften und deren Infrastrukturinvestitionen bei. Da die getroffenen Maßnahmen überproportional die Kreditvergabe an kleinere Unternehmen reduzierten, führten die Behörden Anreize für die Kreditvergabe an kleinere Unternehmen ein, indem Banken von den damit verbundenen Steuerpflichten befreit wurden.

³ Im Dezember 2017 und zu Jahresbeginn 2018 wurden Einfuhrzölle unter anderem auf Maschinen, Komponenten für Batterien, Energie und Rohstoffe für die pharmazeutische Industrie sowie auf rund 200 Konsumgüter (insbesondere im Bereich Nahrungsmittel und Kleidung) gesenkt.

Weitere Risikofaktoren sind der steigende Schuldendienst im Unternehmenssektor und die potentiell ineffiziente Kapitalallokation durch implizite staatliche Bürgschaften für staatseigene Unternehmen.

Japan: Niedrige Lohnentwicklung trotz hoher Gewinne dämpft Wachstum und Inflation

In Japan ist das reale BIP im dritten Quartal um 0,3% gegenüber dem Vorquartal geschrumpft, nachdem es im zweiten Quartal unerwartet stark um 0,7% angestiegen war. Alle Komponenten wiesen leicht negative Beiträge zum BIP-Wachstum auf. EK und OECD erwarten, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum 2018 und 2019 bei rund 1% verharren wird, da Unternehmensgewinne in Rekordhöhe und Arbeitskräfteengpässe den Unternehmensinvestitionen Auftrieb verleihen werden. Die Teilhabe der privaten Haushalte am aktuellen Aufschwung ist jedoch auf Grund des schwachen Lohnwachstums gering. Die geplante Mehrwertsteuererhöhung von 8 auf 10% im Oktober 2019 wird das reale BIP-Wachstum 2020 auf 0,5–0,7% verlangsamen. Der negative Wachstumseffekt der Mehrwertsteuererhöhung wird allerdings vorübergehend sein und laut Prognosen durch geplante zusätzliche Staatsausgaben und der Austragung der Olympischen Spiele 2020 in Tokyo teilweise kompensiert werden.

Nicht nur das erwartete Wachstum hängt in hohem Maße von der Lohnentwicklung ab, sondern auch die zukünftige Inflationsrate. Während die EK einen graduellen Anstieg der Inflation von 0,5% im Jahr 2017 auf 1,3% im Jahr 2020 erwartet, prognostiziert die OECD für den selben Zeitraum eine Beschleunigung der Inflation auf 1,9%.

Die OECD betont, dass Japan einen detaillierten und konkreten Konsolidierungsplan benötigt, um das Vertrauen in die Tragfähigkeit seiner öffentlichen Finanzen zu sichern, in dem es einen Primärüberschuss erzielt und die Staatsschuldenquote (226% des BIP) auf einen nachhaltigen Abwärtskurs bringt. Dafür werden umfassende Strukturreformen notwendig sein, welche die Herausforderungen einer alternden Gesellschaft ebenso adressieren wie die geringe Erwerbsbeteiligung (bspw. niedriges Pensionsantrittsalter von 60 Jahren, geringe Erwerbsbeteiligung von Frauen).

UK: Brexit-bedingte Unsicherheit hemmt das Wirtschaftswachstum

Laut Schnellschätzung von Eurostat wuchs das reale BIP im Vereinigten Königreich um 0,6% im dritten Quartal nach 0,4% im zweiten Quartal. Für das Gesamtjahr erwarten die EK und die OECD 1,3% Wachstum. Sowohl privater Konsum als auch Investitionstätigkeit haben sich seit 2016 erheblich verlangsamt, was auf die Ungewissheit und den Kaufkraftverlust der privaten Haushalte zurückzuführen ist. Dies drückt auch auf den Wohnimmobilienmarkt, wobei diese Schwäche jedoch auf London konzentriert ist. Der abwertungsbedingt positive Beitrag der Nettoexporte ist seit Jahresbeginn deutlich zurückgegangen.

Unter der Annahme eines reibungslosen Austritts aus der EU dürfte sich laut OECD das Wirtschaftswachstum etwas beleben und auf 1,4% ansteigen, bevor es sich 2020 auf 1,1% verlangsamt. Die EK erwartet für beide Jahre jeweils 1,2% Wirtschaftswachstum.

Die Inflation liegt seit 2017 über dem Zielwert von 2%, was zunächst durch die Abwertung und zuletzt durch höhere Ölpreise bedingt war. Die historisch niedrige Arbeitslosenquote von 4,1% im dritten Quartal und die rückläufige Migration aus den EU-Ländern (teilweise kompensiert durch eine höhere Nettozuwanderung aus Nicht-EU Ländern) machen sich in einem Arbeitskräfteengpass bemerkbar. Die durchschnittlichen Realeinkommen sind zwar zuletzt gestiegen, liegen aber immer noch unter Vorkrisenniveau. Die EK und die OECD erwarten für 2019 eine Inflationsrate von 2,0–2,3% und für 2020 von 1,9–2,1%. Die *Bank of England* hat

angedeutet, dass im Falle eines geordneten Brexits weitere Leitzinserhöhungen und eine Rückführung der Notenbankbilanz angebracht sein könnten.

Das kurzfristig größte Risiko besteht derzeit in einem Brexit ohne Austrittsabkommen.