

Schwaches zweites Halbjahr 2018 dämpft Wachstumsausblick²

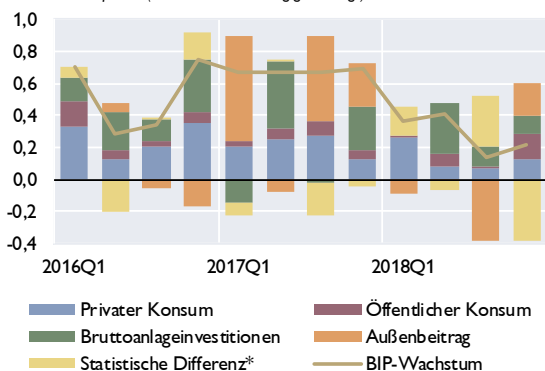
Euroraum: Deutliche Abwärtsrevisionen wichtiger Prognosen

In der zweiten Jahreshälfte 2018 hat die wirtschaftliche Entwicklung die Erwartungen enttäuscht. Das Wachstum des realen BIP ist deutlich geringer ausgefallen, als die wichtigsten Prognosen vorhergesagt hatten. Italien ist erneut in eine Rezession geschlittert, Deutschland entging der Rezession dank Nullwachstum nur knapp.

Im vierten Quartal 2018 lag das Wachstum des realen BIP im Euroraum bei 0,2% und damit etwas höher als im Quartal zuvor (+0,1%). Auf Komponentenebene zeigt sich ein relativ ausgewogenes Bild mit Wachstumsbeiträgen im Bereich 0,1-0,2 Prozentpunkten. Der Außenbeitrag war wieder positiv und lag bei 0,2 Prozentpunkten, während die Summe der Beiträge von privatem und öffentlichem Konsum und Investitionen (+0,4 Prozentpunkte) zur Gänze von der negativen statistischen Differenz (inkl. Lager) ausgeglichen wurde.

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.

Erneut spielte die schwache Konjunktur in Deutschland eine wesentliche Rolle. Nach dem deutlichen Wachstumseinbruch im dritten Quartal 2018 (-0,2% nach noch +0,5% im zweiten Quartal) konnte die Wirtschaft in Deutschland im Schlussquartal 2018 immerhin ein Nullwachstum erreichen und sich somit der technischen Definition einer Rezession (zwei aufeinanderfolgende Quartale negativen Wachstums) gerade noch entziehen³. Hinter der deutschen Wachstumsschwäche stehen eine Reihe von Sonderfaktoren: Aufgrund technischer Probleme bei der Umstellung auf den neuen KFZ-Abgas-Prüfstand WLTP bekamen nicht alle Automodelle rechtzeitig eine Genehmigung für eine Neuzulassung, sodass die Produktion heruntergefahren werden musste. Gleichzeitig warteten die Konsumenten mit Autokäufen ab. Die allgemein erwarteten Aufholeffekte haben sich seither noch nicht realisiert. Im vierten Quartal 2018 kamen dann Behinderungen der Produktionsketten aufgrund des niedrigen

² Maria Silgoner (Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland).

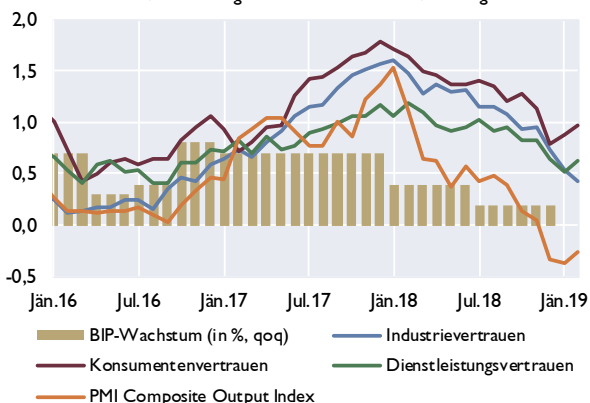
³ Vorläufige Daten, eine Aufwärtsrevision zeichnet sich ab.

Wasserstands in wichtigen deutschen Flüssen hinzu, weswegen Güterschiffe nicht zur Gänze beladen werden konnten. Das traf vor allem Schlüsselbranchen wie die chemische Industrie oder die Stahlindustrie. Die Energieproduktion wurde durch Lieferprobleme bei Kohlekraftwerken sowie durch Einschränkungen bei Wasserkraftwerken belastet.

Ebenfalls schwach zeigte sich die Wirtschaft in Italien, die vor dem Hintergrund (fiskal-)politischer Unsicherheiten und angesichts der Probleme im Bankensektor nun zum zweiten Mal in Folge schrumpfte (-0,1% im dritten und vierten Quartal 2018) und somit in die Rezession schlitterte. Die griechische Wirtschaft schrumpfte zum ersten Mal seit über zwei Jahren wieder (-0,1%), sowohl der private Konsum als auch die Investitionen gaben nach. In den meisten anderen Euroraumländern setzte sich der Erholungskurs fort. In Frankreich und Portugal expandierte die Wirtschaft erneut um 0,3%, Spanien konnte seinen Wachstumsvorsprung sogar noch ausbauen (+0,7%). Aktuelle Kurzfristprognosen für den Euroraum sind für das erste Quartal 2019 weiterhin eher vorsichtig und rechnen mit einem Wachstum von rund 0,3%. Für die darauffolgenden Quartale wird das Bild eines soliden Erholungspfads mit Wachstumsraten im Bereich 0,4-0,5% gezeichnet. Darauf deuten auch die jüngsten Stimmungsindikatoren hin, die nach starken Rückgängen über den gesamten Jahresverlauf 2018 nun im Februar 2019 erstmals wieder Zuwächse beim Konsumenten- und Dienstleistungsvertrauen verzeichnen konnten. Auch hinter der Verbesserung des umfassenden Composite-PMI-Index steht das positivere Bild im Dienstleistungssektor, während die Stimmung im Industriesektor nach den derzeit verfügbaren Indikatoren weiterhin schwächelt.

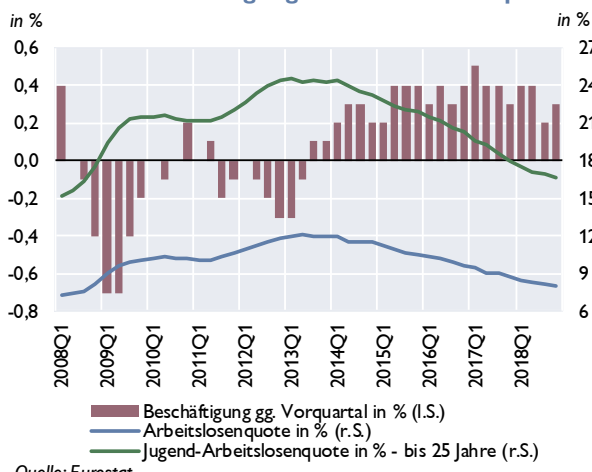
Euroraum: Stimmungsindikatoren

Indizes um Mittelwert bereinigt relativ zur Standardabweichung



Quelle: Eurostat, EK, Markit, eigene Berechnungen.

Euroraum: Beschäftigung und Arbeitslosenquote



Quelle: Eurostat.

Ein positiver Beitrag zur Entwicklung des privaten Konsums wird vom Arbeitsmarkt ausgehen. Mit 7,8% im Jänner 2019 liegt die Arbeitslosenquote bereits um 4,3 Prozentpunkte unter den Höchstständen von Mitte 2013. Besonders stark reduziert hat sich die Jugendarbeitslosigkeit; sie lag im Jänner bei 16,5%. Die EZB rechnet in ihrer Prognose von Ende 2018 damit, dass die Arbeitslosenquote bis 2021 weiter bis auf 7,1% zurückgehen wird. Damit würde sie sogar den niedrigsten Stand vor der Krise (7,3%) unterschreiten.

Angesichts des schwachen zweiten Halbjahrs 2018 haben internationale Organisationen ihre Wachstumsprognosen deutlich nach unten revidiert. So rechnet die Europäische Kommission für 2019 nun nur mehr mit einem BIP-Wachstum von 1,3%, um 0,6 Prozentpunkte weniger als noch in der Herbstprognose. Die EZB ist noch pessimistischer und erwartet nach aktueller Prognose vom März gar nur mehr ein Wachstum von 1,1%. Für das Jahr 2020 fielen die Abwärtsrevisionen weniger drastisch aus, sowohl Europäische Kommission also auch EZB erwarten ein BIP-Wachstum von 1,6%. Die aktuelle Wachstumsabschwächung basiert auf einer Kombination aus

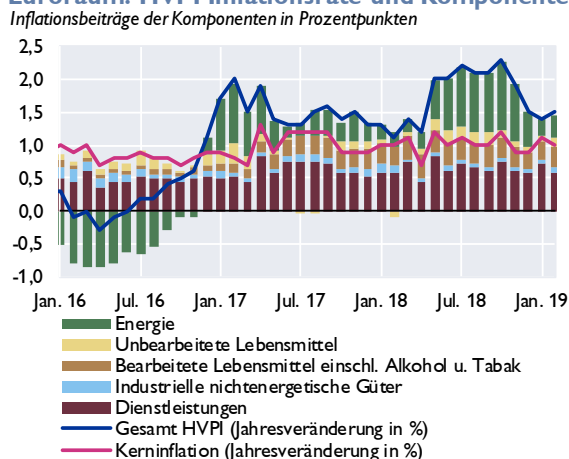
externen und internen Faktoren. In der zweiten Jahreshälfte hat sich das Welthandelwachstum abgeschwächt, eine Folge der Handelsrestriktionen und des rückläufigen Trends der Weltindustrieproduktion. Der Euroraum ist aufgrund seiner geographischen Orientierung und Produktspezialisierung davon besonders stark betroffen. Die Binnennachfrage belasten temporäre Sonderfaktoren (Automobilindustrie), sowie soziale Spannungen und fiskalpolitische Unsicherheiten in einigen Mitgliedsstaaten. Die zugrundeliegenden Wachstumsfaktoren bleiben insgesamt jedoch solide: Die verbesserte Lage auf dem Arbeitsmarkt, die günstigen Finanzierungsbedingungen und die leicht expansive Fiskalpolitik unterstützen einen fortgesetzten Aufschwung. Die Abwärtsrisiken bleiben jedoch bedeutend und hängen primär von wichtigen anstehenden wirtschaftspolitischen Entscheidungen ab (Handelsstreitigkeiten, Brexit).

Steigender Lohnkostendruck bei moderater Inflation

Um den Jahreswechsel 2018/19 befand sich die HVPI-Inflation im Euroraum wieder auf einem deutlich niedrigeren Niveau als in den Monaten Mai bis November 2018. Damals hatten die Energiepreise die Inflation nach oben verzerrt, während die um diesen Faktor bereinigte Kerninflationsrate über den gesamten Jahresverlauf 2018 weitgehend stabil bei rund 1% gelegen hatte. Im Herbst sind die Rohölpreise dann angesichts historischer Höchststände beim Angebot aus den führenden Produktionsländern (USA, Russland, Saudi-Arabien) deutlich zurückgegangen, was auch die HVPI-Inflationsrate verringerte. Sie erreichte im Februar 2019 1,5% und lag damit um einen halben Prozentpunkt über der Kerninflationsrate. Der Ölpreis hat seit dem Jahresanfang knapp die Hälfte seiner Preisverluste wieder wettmachen können, was sich aber bislang noch nicht in der Energiepreiskomponente des HVPI niederschlug. Die EZB rechnet in ihrer aktuellen Prognose für 2019 und 2020 mit Inflationsraten von 1,2% bzw. 1,5%.

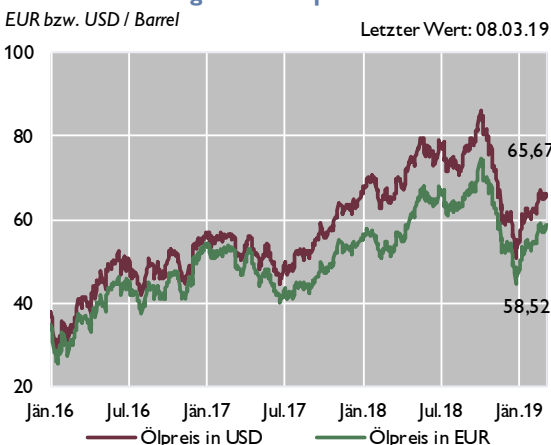
Der von den Arbeitskosten ausgehende Preisdruck hat sich weiter verstärkt. Das Wachstum der Tariflöhne hat sich seit Ende 2017 schrittweise erhöht und lag im dritten Quartal 2018 bei 2,1%. Bereits seit gut einem Jahr übersteigt das Wachstum der Arbeitnehmerentgelte (+2,5%) jenes der Tariflöhne. Diese positive Lohndrift reflektiert den Wettbewerb um qualifizierte Arbeitskräfte und die günstige konjunkturelle Entwicklung der vergangenen Jahre. Aufgrund des weiterhin niedrigen Wachstums der Arbeitsproduktivität (+0,3%) stiegen im dritten Quartal 2018 die Lohnstückkosten um 2,1%. Die Lohnstückkosten sind ein wichtiger Vorlaufindikator für die Inflationsrate. Die Diskrepanz zwischen steigendem Kostendruck aus Löhnen und stagnierender Kerninflation deuten darauf hin, dass steigende Kosten nicht zur Gänze an die Kunden weitergegeben werden, sondern durch sinkende Gewinnmargen abgepuffert werden.

Euroraum: HVPI-Inflationsrate und Komponenten



Quelle: Eurostat.

Preisentwicklung auf den Spot-Märkten



Quelle: Macrobond.

Weltwirtschaft: Unsicherheiten belasten Konjunktur

Die Aussichten für die globale Konjunktur werden derzeit von Unsicherheiten über wichtige wirtschaftspolitische Entscheidungen wie den Brexit, die internationalen Handelskonflikte oder die Ausgestaltung der Fiskalpolitik in den USA bestimmt. Diese Faktoren haben auch Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen in Schwellenländern. Der IWF hat im Jänner ein Prognoseupdate vorgelegt und dabei erneut das Weltwirtschaftswachstum für 2019 auf nunmehr 3,5% nach unten revidiert. Auch der IWF nennt das schwache zweite Halbjahr 2018 als Hauptfaktor für die Abwärtsrevision. Er nahm sowohl bei Industriestaaten, als auch bei Entwicklungs- und Schwellenländern Wachstumskorrekturen vor. Im Jahr 2020 soll die globale Wirtschaft um 3,6% expandieren.

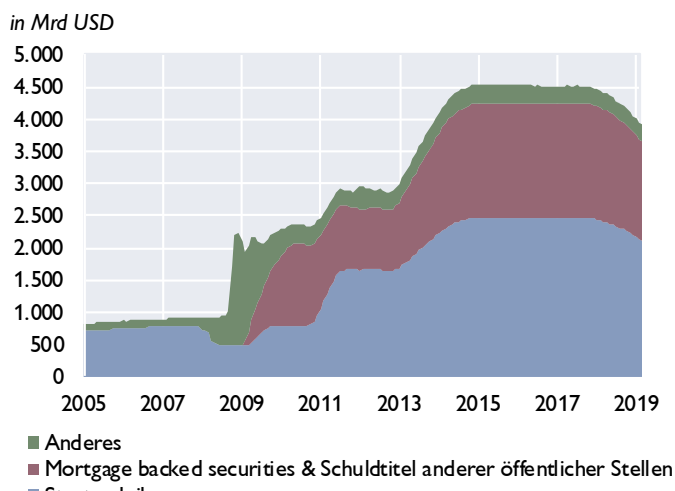
USA: Strategieänderung der Fed bewirkt Kursanstieg an Börsen

Das Wirtschaftswachstum in den USA übersteigt weiterhin deutlich jenes im Euroraum und in anderen wichtigen Regionen der Weltwirtschaft. Allerdings ging es laut Erstschätzung im vierten Quartal 2018 zuletzt weiter zurück und lag bei 0,7% gegenüber dem Vorquartal (nach +0,9% im dritten Quartal). Ursache sind vor allem niedrigere Wachstumsbeiträge der Investitionen sowie des privaten Konsums, Folge der langsam auslaufenden positiven Effekte der expansiven Fiskalpolitik. Aber auch 2019 werden die fiskalischen Impulse noch positiv zum Wachstum beitragen. Für das laufende erste Quartal 2019 rechnet die Fed New York mit einem Wachstum von 1,2%. Die Arbeitslosenquote ist zuletzt leicht gestiegen, blieb aber im Jänner mit 4,0% weiterhin sehr niedrig. Allerdings fielen die realen Lohnzuwächse bislang eher bescheiden aus, und nicht alle Bevölkerungsgruppen partizipieren gleichermaßen am Aufschwung. Entsprechend blieb auch die Inflationsrate bisher moderat, sie lag im Jänner 2019, gemessen am VPI, bei 1,5%.

Weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen lassen für 2019 und 2020 hohe Unternehmensinvestitionen erwarten. Der IWF hat in seinem Interimsupdate die Wachstumsprognosen für die USA unverändert bei 2,5% (2019) und 1,8% (2020) belassen, beides Raten über dem Potenzialwachstum. An der abnehmenden Dynamik lässt sich das Auslaufen der konjunkturstützenden Geld- und Fiskalpolitik ablesen. Risiken für die US-Wirtschaft ergeben sich aus der erheblichen privaten und öffentlichen Verschuldung.

Nach den Kursverlusten Ende 2018 konnten die wichtigsten Börsen in den USA seit dem Jahreswechsel wieder deutliche Gewinne verzeichnen. Ursache sind Signale der Fed, die darauf schließen lassen, dass für heuer kaum mehr weitere Zinsanhebungen bevorstehen und dass das Tempo der Reduktion der Notenbankbilanz verringert werden könnte. Zuletzt hat die Fed die Zinsen im Dezember angehoben. Seither liegt die *federal funds rate* bei 2,25-2,5%.

USA: Bilanzreduktion der Fed



China: Expansive Wirtschaftspolitik stützt Wachstum

Das Wachstum des realen BIP in China hat sich in den vergangenen Quartalen verlangsamt. Im vierten Quartal 2018 lag es gegenüber dem Vorjahresquartal nur mehr bei 6,4%. Der IWF rechnet in seinem Prognoseupdate mit einer weiteren Verlangsamung auf jeweils 6,2% im Jahresschnitt 2019 bzw. 2020. Dieser Trend ist vor allem auf den geringeren Beitrag des privaten Konsums zurückzuführen, der weiterhin vornehmlich durch Kredite finanziert wird. Die Leistungsbilanz, die vor der Krise noch Überschüsse von bis zu 10% des BIP ausgewiesen hatte, ist mittlerweile weitgehend ausgeglichen. Im dritten Quartal 2018 lag der Leistungsbilanzüberschuss bei 0,7% des BIP.

Das Wachstum wird zukünftig durch neue wirtschaftspolitische Maßnahmen gestützt. So wurde im Jänner 2019 der Mindestreservesatz für Geschäftsbanken weiter gesenkt. Die dadurch freiwerdenden Mittel sollen für zusätzliche Kredite an Haushalte und Unternehmen verwendet werden und damit Konsum und Investitionen stimulieren. Zusätzlich hat die Regierung neue Fiskalmaßnahmen angekündigt, wodurch (potenzielle) Auswirkungen von US-Handelsbeschränkungen abgefedert werden sollen. Allerdings wird sich China zukünftig verstärkt mit den Herausforderungen im Bereich der Finanzmarktstabilität befassen müssen, was wachstumsdämpfende Effekte haben würde. Zwar ging die Verschuldung des Unternehmenssektors zuletzt leicht zurück, die Verschuldung der privaten Haushalte steigt jedoch deutlich an. Durch regulatorische Maßnahmen muss das Schattenbankenwesen zugunsten traditioneller Bankkredite zurückgedrängt werden und so die Qualität der Verschuldung verbessert werden.

UK: Unsicherheit über Brexit bleibt hoch

Im vierten Quartal 2018 ist das Wachstum des realen BIP im Vereinigten Königreich auf 0,2% gesunken. Der Wachstumsbeitrag der Bruttoanlageinvestitionen war negativ, woran sich die hohe Unsicherheit über den weiteren Verlauf des EU-Ausstiegsprozesses ablesen lässt. Gestützt wurde das Wachstum durch den öffentlichen Konsum. Die expansive Fiskalpolitik ist auch für Aufwärtsrevisionen der Europäischen Kommission im Rahmen ihrer Interimsprognose vom Februar verantwortlich. Sie rechnet für das Vereinigte Königreich nun für 2019 und 2020 jeweils mit einem BIP-Wachstum von 1,3%. Mittelfristig soll die öffentliche Verschuldung allerdings nicht bedeutend steigen, die Maßnahmen entfalten ihre Wirkung vor allem in diesem und im nächsten Jahr.

Positive Signale kommen vom Arbeitsmarkt, wo sich die Beschäftigungsquote mit beinahe 76% auf Rekordniveau befindet. Die historisch niedrige Arbeitslosenquote von 4% 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 Reallöhne stiegen im Dezember 2018 um 1,3%. Zu einem der Hauptrisiken für die weitere Entwicklung im Vereinigten Königreich zählt das hohe Handelsbilanzdefizit. Selbst die signifikante Abwertung des Pfund nach dem Referendum im Juni 2016 konnte an dieser Ausgangslage nichts ändern.

Der Wechselkurs des Pfund erholte sich zuletzt wieder etwas, sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar. Die HVPI-Inflation lag im Jänner 2019 bei 1,8%, dem niedrigsten Wert seit Anfang 2017. Sie liegt damit nun nicht mehr über dem Zielwert der Bank of England (BoE) von 2%. Vor diesem Hintergrund beließ die britische Notenbank den Zinssatz in der letzten Sitzung vom Februar bei 0,75% und geht auch für die Zukunft von „graduellen“ Zinssteigerungen aus. Die BoE hat angedeutet, dass im Falle eines geordneten Brexits weitere Leitzinserhöhungen und eine Verringerung der Bilanzsumme erforderlich sein könnten. Um die

Liquidität des Bankensektors rund um den EU-Austrittstag sicherzustellen, hat die BoE zudem angekündigt, in den Wochen davor und danach indexierte langfristige Repo-Operationen statt in monatlicher in wöchentlicher Frequenz anzubieten. In ähnlicher Weise hat die BoE bereits nach dem EU-Austrittsreferendum für Stabilität im Markt gesorgt.

UK: HVPI-Inflationsrate und Kerninflation



Quelle: Eurostat.