Der weltweite Aufschwung hat sich gefestigt[2]

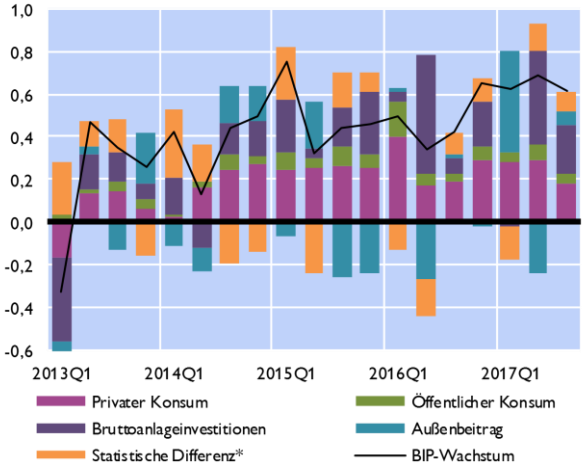
Euroraum: Wachstumsdynamik setzt sich um den Jahreswechsel fort

Der Wirtschaftsaufschwung im Euroraum ist weiterhin dynamisch und sowohl über die Sektoren als auch über die Länder bereit angelegt. Das reale BIP erhöhte sich im dritten Quartal um 0,6% gegenüber dem Vorquartal nach einem Plus von 0,7% im zweiten Quartal. Gegenüber dem Vorjahresquartal lag die Wachstumsrate bei 2,6% und damit höher als im zweiten Quartal (2,4%) und deutlich höher als zu Jahresbeginn (1,9%). Wichtigster Wachstumsmotor war abermals die Binnennachfrage, welche 0,5 Prozentpunkte zur Quartalswachstumsrate beitrug, wobei die Bruttoanlageinvestitionen mit 1,1% gegenüber dem Vorquartal am stärksten wuchsen. Vom Außenbeitrag ging ein schwächerer aber ebenso positiver Wachstumsimpuls von 0,1 Prozentpunkten aus.

Über die Länder hinweg zeigt sich weiterhin eine heterogene Entwicklung. Deutschland wuchs im dritten Quartal 2017 um 0,8% gegenüber dem Vorquartal ausschließlich dank starker Investitionen und Exporte. Auch Spanien verzeichnete 0,8%, wobei vor allem Investitionen und privater Konsum zum Wachstum beitrugen. Frankreich und Italien wuchsen im selben Zeitraum mit 0,5% bzw. 0,4% deutlich langsamer.

Euroraum: Wachstumsbeitrag zum realen BIP

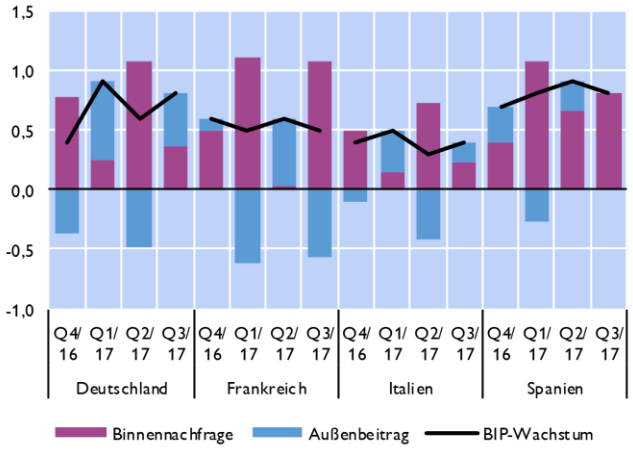
in % zum Vorquartal (saison- und arbeitstägig bereinigt)



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

Euroraum: Reales BIP-Wachstum

in % zum Vorquartal (saison- und arbeitstägig bereinigt)



Quelle: Eurostat.

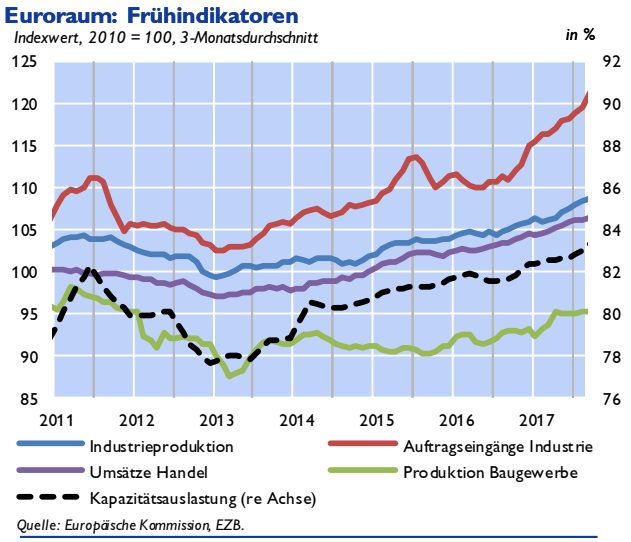
Wirtschaftsaussichten für den Euroraum bleiben günstig

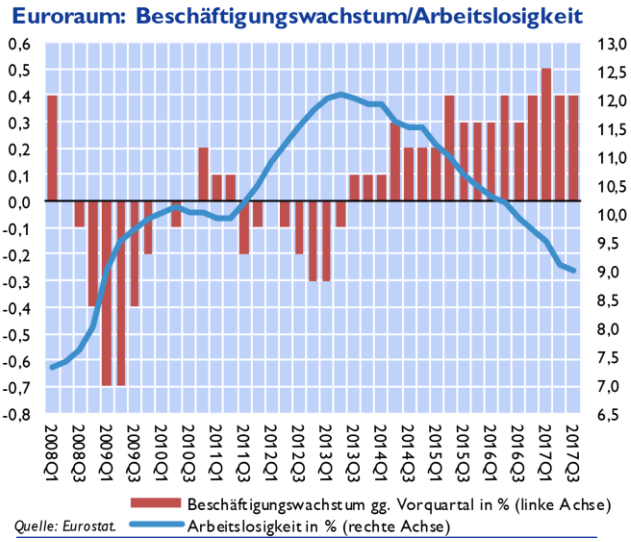
Für die nähere Zukunft sind die Aussichten unverändert positiv. So konnten die wichtigsten Früh- und Stimmungsindikatoren weiter zulegen. Inzwischen stehen die Werte einiger Vertrauensindikatoren auf Niveaus, wie sie unmittelbar vor der Krise zu beobachten waren.

Die konjunkturelle Erholung ist auch auf dem Arbeitsmarkt sichtbar. Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 2017 um 0,4% gegenüber dem Vorquartal bzw. um 1,7% im Jahresabstand zu. Die Arbeitslosenquote sank im November auf 8,7%, den niedrigsten Wert seit Anfang 2009. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit in einigen Ländern, insbesondere in Spanien oder Griechenland,

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

weiterhin deutlich erhöht; auch die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung[3] liegt in diesen Ländern deutlich über dem Euroraum-Schnitt. Die Langzeitarbeitslosigkeit war ebenfalls rückläufig, liegt aber immer noch deutlich über dem Vorkrisenniveau. Die Vorlaufindikatoren lassen für die nächste Zeit auf eine fortgesetzte Aufhellung der Arbeitsmarktlage schließen. Die Europäische Kommission (EK) rechnet in ihrer aktuellen Herbstprognose mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euroraum auf 7,9% bis 2019.





Die Erholung der Arbeitsmärkte und steigende Reallöhne stützen das Verbrauchervertrauen, welches im Dezember einen neuen Höchststand erreicht hat. Auch die verringerte Sparneigung der Haushalte dürfte den privaten Konsum in den kommenden Monaten stützen.

Das gestiegene Vertrauen und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen haben im Verlauf von 2017 die Investitionstätigkeit im Euroraum beflügelt. Die Erholung der Wohnbau- und Unternehmensinvestitionen dürfte das Wachstum auch 2018 weiter antreiben. Die robusten Aussichten für die Unternehmensinvestitionen werden von zusätzlichen Faktoren getragen. So nimmt die Kapazitätsauslastung weiter zu bzw. liegt diese bereits über dem Durchschnittsniveau vor der Krise; die Gewinnmargen steigen und die Verschuldungsquote ist auf historische Tiefststände gefallen. Die Erwartung eines verhaltenen Wachstums des Produktionspotenzials, die beschränkte Intermediationsfunktion von Banken in einigen Ländern, strukturelle Hemmnisse und ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften könnten die zukünftigen Unternehmensinvestitionen jedoch trüben.

Die Exporte des Euroraums verzeichnen weiterhin robuste Zuwächse, insbesondere die Ausfuhren nach China und in den übrigen asiatischen Raum. Die monatlichen Handelsdaten und die hohen Auftragseingänge weisen auf ein starkes viertes Quartal hin – trotz der jüngsten Euro-Aufwertung. Die Zunahme der Investitionstätigkeit weltweit dürfte die Ausfuhren auf mittlere Sicht stützen.

Insgesamt deuten die aktuellen Indikatoren darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik im vierten Quartal und um den Jahreswechsel unvermindert fortgesetzt hat und auch 2018 mit einem robusten Wirtschaftswachstum zu rechnen ist. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigen laut Projektionen weiterhin den Konjunkturaufschwung im Euroraum. Den Prognosen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2017 zufolge wird das jährliche reale

[3] Unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung wird in Prozent der gesamten Teilzeitbeschäftigung gemessen. Diese stieg für einige Länder seit der Krise 2008 deutlich (z.B. Irland, Spanien oder Italien), während sie im Euroraum insgesamt nur sehr moderat anstieg (Quelle: Eurostat).

BIP im laufenden Jahr um 2,3%, 2019 um 1,9% und 2020 um 1,7% steigen, wobei die Risiken für die Wachstumsaussichten weitgehend ausgewogen sind. Der IWF hat seine Wachstumsprognose im Jänner-Update des World Economic Outlook (WEO) für 2018 um 0,3 Prozentpunkte auf 2,2% bzw. für 2019 um 0,2 Prozentpunkte auf 1,9% hinauf revidiert.

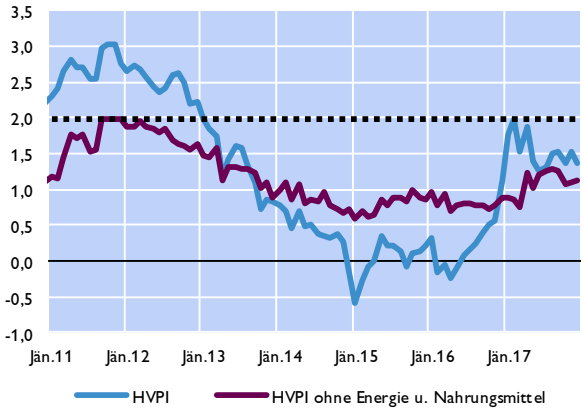
Lohnwachstum hält mit Aufschwung nicht Schritt und dämpft weiterhin Inflation

Trotz wirtschaftlichem Aufschwung bleibt die Inflationsentwicklung weiterhin verhalten. Im zweiten Halbjahr 2017 schwankte die HVPI-Inflationsrate für den Euroraum zwischen 1,3 und 1,5% und betrug im Dezember 1,4%. Die Teuerungsrate blieb somit im zweiten Halbjahr 2017 wie erwartet deutlich unter dem Preisstabilitätsziel des Eurosystems von „unter, aber nahe 2%" – trotz Anstiegs des Rohölpreises seit dem vergangenen Sommer.

Im selben Zeitraum haben sich die Messgrößen für die zugrundeliegende Inflation etwas abgeschwächt. So verringerte sich die Kerninflation (ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak) von 1,2% im Juli auf 0,9% im Dezember.[4] Dieser Rückgang erklärt sich teilweise durch Sonderfaktoren, wie die Senkung von Gebühren auf bestimmte Dienstleistungen im Bereich Bildung (Italien) und Verkehr (Deutschland). Ungeachtet dessen lässt die Kerninflationsrate keine Anzeichen eines nachhaltigen Aufwärtstrends erkennen.

Inflation und Kerninflation im Euroraum

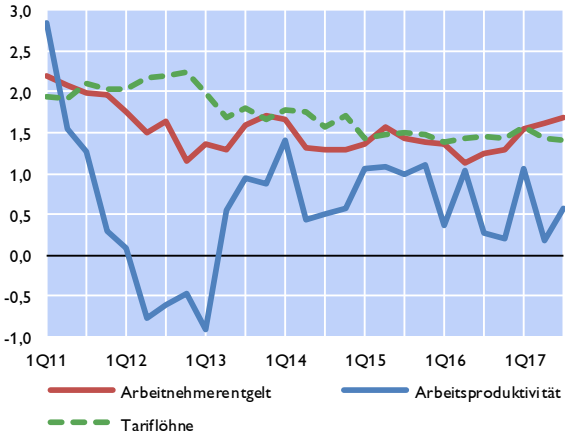
Jährliche Veränderung HVPI in %



Quelle: Eurostat.

Arbeitskosten im Euroraum

Veränderung zur Vorjahresperiode in %



Quelle: EZB.

Die niedrige Inflationsrate dürfte vor allem auf die moderate Lohnentwicklung im Euroraum zurückgehen. Der jährliche Anstieg der Lohnstückkosten lag seit Anfang 2013 stetig unter bzw. bei 1%. Dies deutet auf eine signifikante Unterbeschäftigung am Arbeitsmarkt hin. Tatsächlich liegt der Anteil der unfreiwillig Teilzeitbeschäftigten vor allem in Südeuropa noch deutlich über den Niveaus vor der Krise. Zusätzlich scheint es lohndämpfende spill-over Effekte vom zweiten Arbeitsmarkt (befristete und eher prekäre Beschäftigung) auf den primären Arbeitsmarkt zu geben. Außerdem dämpfen die niedrigen Inflationsraten der Vergangenheit sowie die während der Krise durchgeführten Arbeitsmarktreformen und das schwache Produktivitätswachstum die aktuellen Abschlüsse der Tariflöhne, welche im Euroraum im dritten Quartal um 1,4% gestiegen sind. Dies entspricht dem Durchschnittswert des Jahres 2016. Die Jahreswachstumsrate der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer ist von 1,3% im vierten Quartal 2016 auf 1,7% im dritten Quartal 2017 gestiegen. Dieser Anstieg war vor allem eine Folge der höheren Lohndrift, die

[4] Die Kerninflation ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel ging im selben Zeitraum von 1,3% auf 1,1% zurück.

tendenziell schneller auf die Konjunktur reagiert als die Tariflöhne.

Die Experten des Eurosystems erwarten in ihrer Prognose vom Dezember 2017, dass die HVPI-Inflation 2018 weiterhin um 1,4% schwanken und erst danach allmählich bis 2020 auf 1,7% ansteigen wird. Der globale Preisdruck (ohne Energie) dürfte zwar weiter steigen, gleichzeitig dämpft die Euro-Aufwertung die Weitergabe des Preisdrucks an die nachgelagerten Stufen entlang der Wertschöpfungskette. Erst wenn die Verbesserungen am Arbeitsmarkt und der zunehmende Arbeitskräftemangel das Lohnwachstum ankurbeln sollten, ist mit einer schrittweisen Erhöhung der Kerninflation im Euroraum zu rechnen.

Weltwirtschaft: Günstiger Ausblick bietet ideale Gelegenheit für Stärkung der Nachhaltigkeit und für Reformen

Die Weltwirtschaft setzt ihren konjunkturellen Aufschwung auf immer breiterer Basis fort. Umfragebasierte Indikatoren wie der Einkaufsmanagerindex deuten auf ein kurzfristig anhaltendes Wirtschaftswachstum sowie auf ein robustes Wachstum des Welthandels im zweiten Halbjahr 2017 hin, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern und Regionen jedoch unterschiedlich verlaufen dürfte. Da sich das Potenzialwachstum der meisten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren abgeschwächt hat, erwarten die rezenten Prognosen mittelfristig eine Stabilisierung des Weltwirtschaftswachstums unter dem Vorkrisenniveau. Infolge erhöhter Unsicherheit, gesunkener Absatzerwartungen und restriktiver Finanzierungsbedingungen sind die Investitionsquoten vor allem in den Industrieländern und den rohstoffexportierenden Schwellenländern gesunken.

Der IWF hat in seinem Jänner-Update des WEO das globale BIP-Wachstum für 2018 und 2019 um 0,2 Prozentpunkte auf jeweils 3,9% nach oben revidiert. Die IWF-Prognose liegt somit über dem Ausblick der EK und der OECD. Die Revision reflektiert die gestiegene weltweite Wachstumsdynamik und das kürzlich beschlossene Steuerpaket der USA. Die Hälfte der Revision ist dabei auf die positiven Nachfrageimpulse des Steuerpakets für die US-Handelspartner zurück zu führen. Der IWF erwartet, dass das US-Steuerpaket die wirtschaftliche Aktivität (zu Beginn insbesondere Investitionen) stimulieren wird, wobei der stärkste kumulierte Wachstumsimpuls für das Jahr 2020 erwartet wird.

Prognosen zum Wirtschaftswachstum

	IWF 22.01.2018			OECD Prognose 28.11.2017			Europäische Kommission 09.11.2017		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Euroraum	2,4	2,2	1,9	2,4	2,1	1,9	2,2	2,1	1,9
Ver. Königreich	1,7	1,5	1,5	1,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,1
Japan	1,8	1,2	0,9	1,5	1,2	1,0	1,6	1,2	1,0
China	6,8	6,6	6,4	6,8	6,6	6,4	6,8	6,5	6,2
USA	2,3	2,7	2,5	2,2	2,5	2,1	2,2	2,3	2,1
Welt gesamt	3,7	3,9	3,9	3,6	3,7	3,6	3,5	3,7	3,7

Der IWF erachtet die Prognoserisiken in der kurzen Frist zwar für weitgehend ausgeglichen; in der mittleren Frist überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken. Abwärtsrisiken gehen vor allem von einer möglichen Korrektur auf den Aktien- und Anleihenmärkten aus, welche das Vertrauen und die Wachstumsdynamik abschwächen dürfte. Hält hingegen das Wachstum an und bleibt die Inflation weiterhin gedämpft, könnte dies auch zu einem Aufbau von makrofinanziellen Risiken sowohl in den fortgeschrittenen als in auch den aufstrebenden Volkswirtschaften führen.

Der IWF schlussfolgert, dass der aktuelle Aufschwung erstens eine günstige Gelegenheit für Strukturreformen bietet, um das Potenzialwachstum zu stärken. Zweitens müsse gerade in einem Umfeld von Optimismus auf den globalen Finanzmärkten die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gestärkt und Risikopuffer aufgebaut werden. Schließlich sollten jetzt die öffentlichen Finanzen auf einen nachhaltigen Pfad in der mittleren Frist ausgerichtet werden.

USA: Kürzlich beschlossenes Steuerpaket dürfte BIP-Wachstum kurzfristig stärken

Das Wachstum des realen BIP in den USA lag im dritten Quartal 2017 bei 0,8% und damit in etwa auf dem Niveau des zweiten Quartals. Hauptverantwortlich für die Erholung sind gestiegene Konsum- und Investitionsausgaben, aber auch die Nettoexporte trugen positiv zum Wachstum bei. Der private Konsum wird weiterhin eine wichtige Stütze der Konjunktur sein und profitiert unter anderem vom weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote auf 4,1% im Oktober (November und Dezember unverändert). Allerdings blieb die Lohnentwicklung bisher eher verhalten. Dies mag auch mit der weiterhin erhöhten Anzahl von Beschäftigten zusammenhängen, die keine Lohnsteigerungen erfahren haben (14% gegenüber 11% vor der Krise). Ermöglicht wird der Boom der Binnennachfrage hingegen auch durch einen weiteren Anstieg der Haushalts- und Unternehmensverschuldung. So liegt die Gesamtverschuldung der Haushalte (nominell) wieder über dem Vorkrisenniveau. Zwar ist die Qualität der vergebenen Kredite, gemessen in „*credit scores*“, in den USA gestiegen, jedoch kommt es in manchen Kreditsegmenten (z. B. Automobilkredite) zu einem Anstieg des Anteils der Kredite, die bereits überfällig sind („*delinquency rates*“).

Der IWF rechnet in seinem Jänner-Update des WEO für die USA mit einem realen BIP-Wachstum von 2,7% (+0,4 Prozentpunkte) für 2018 und 2,5% (+0,6 Prozentpunkte) für 2019. Dieses liegt nun deutlich höher als die Erwartungen der EK und der OECD. Grund dafür ist die stärkere Auslandsnachfrage und der erwartete Wachstumsimpuls des kürzlich beschlossenen Steuerpakets. Insbesondere die volle Absetzbarkeit der Investitionen wird das Wachstum in der kurzen Frist beschleunigen. Die kumulierten Effekte der höheren Nachfrage werden das reale BIP-Niveau bis 2020 um 1,2 Prozentpunkte erhöhen. Gleichzeitig werden sich aber auch das Außenhandelsdefizit und das Fiskaldefizit deutlich ausweiten. Die notwendige Fiskalkonsolidierung nach 2020 wird daher einen Teil der Zugewinne wieder aufzehren.

In ihrer letzten Sitzung im Dezember 2017 hat die Notenbank FED die Zinsen unverändert belassen. Seit Anfang Oktober wurde allerdings mit der Reduktion der Zentralbankbilanz begonnen. Dabei wird die Reinvestition von Tilgungszahlungen aus abreifenden Staatsanleihen und anderen Wertpapieren schrittweise reduziert. Dadurch wird sich die Bilanz über die nächsten Jahre auf ein „normales“ Niveau reduzieren, wobei noch keine Aussage darüber getroffen wurde, wie weit diese Reduktion gehen soll.

UK: Verhaltenes Wachstum bei 3% Inflation

Die Verhandlungen über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU bestimmen weiterhin den Ausblick für das UK. Das verhaltene Tempo und die konkrete Ausgestaltung des Ausstiegs sind nach wie vor höchst ungewiss. Das führt zu Verunsicherung bei den Marktteilnehmern. Vor allem die Investitionsbereitschaft der Unternehmen ist von dieser Unsicherheit gekennzeichnet. Der IWF belässt in seinem Jänner-Update des WEO die Wachstumsprognose unverändert bei 1,5% und revidiert das reale Wachstum für 2019 um 0,1 Prozentpunkte auf 1,5% hinunter.

Die privaten Haushalte bekamen zuletzt die Auswirkungen der steigenden Inflation und schrumpfenden Reallöhne zu spüren. Folglich ging auch der jüngste Konjunkturabschwung von den privaten Konsumausgaben aus.

Angesichts der vergangenen Abwertung des Britischen Pfund ist die hohe Inflationsrate nicht überraschend. Sie stieg zuletzt weiter an und erreichte im November 3,1%. Die Kerninflation betrug für den gleichen Zeitraum 2,6%. Wie erwartet hat die *Bank of England* in Reaktion auf die Überschreitung des Inflationsziels die Leitzinsen im November auf 0,5% erhöht. Die jüngste Abwertung nährte zuletzt die Erwartungen einer weiteren geldpolitischen Straffung. Das Ankaufsprogramm von Staats- und Unternehmensanleihen soll jedoch vorerst unverändert weitergeführt werden und damit die Wirtschaft in Großbritannien unterstützen.

Japan: Auslandsnachfrage und Investitionen stützen Konjunktur

Die Wachstumsrate für das reale BIP wurde für das dritte Quartal 2017 deutlich nach oben revidiert (von 0,3 auf 0,6% gegenüber dem Vorquartal). Den größten positiven Beitrag lieferte der Außenhandel, getrieben vom deutlich besseren internationalen Umfeld. Der private Konsum trug negativ zum Wachstum bei.

Die nachlassenden fiskalischen Impulse werden 2018 das Wachstum dämpfen, doch sollten eine weiterhin starke Auslandsnachfrage, hohe Unternehmensgewinne und steigende Investitionstätigkeiten infolge von zunehmendem Arbeitskräftemangel und Kapazitätsengpässen die Konjunktur im laufenden Jahr stützen. Folglich erwartet der IWF in seinem Jänner-Update des WEO nun ein um 0,5 Prozentpunkte höheres Wachstum von 1,2% für 2018 als noch im Herbst.

Die für Oktober 2019 geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer dürfte erwartungsgemäß die Wirtschaftstätigkeit dämpfen. Auf Grund des Zeitpunkts (4. Quartal) könnten mögliche Vorzieheffekte die dämpfende Wirkung auf die Wachstumsrate 2019 kompensieren. Allerdings hat die letzte Erhöhung der MWSt. 2014 zu einem unerwartet starken Rückgang des privaten Konsums geführt, so dass die geplante zweite Erhöhung der Mehrwertsteuer mit Rücksicht auf den Konjunkturzyklus immer wieder verschoben wurde.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer weiterhin sehr niedrigen Inflation bleibt die Geldpolitik der *Bank of Japan* vorerst expansiv. Der IWF erwartet daher für 2019 einen Rückgang des Wachstums auf 0,9%.

China: Risiken trotz besserer Wachstumsaussichten

Der Aufschwung in China entwickelt sich nach wie vor kräftig und beruht auf einem soliden privaten Konsum und dynamischen (Wohnbau)investitionen. Der IWF hat in seinem Jänner-Update das reale BIP-Wachstum leicht nach oben revidiert und erwartet eine weitere Verlangsamung der Wachstumsdynamik auf 6,6% für 2018 und 6,4% für 2019. Diese Werte liegen nahe den Zielwerten der chinesischen Regierung für die kommenden Jahre.

Der kurzfristige Ausblick wird von der laufenden wirtschaftspolitischen Neuausrichtung Chinas geprägt, wobei die Behörden ihr Hauptaugenmerk auf makrofinanzielle Risiken legen. Grund dafür ist, dass das Wachstum stark kreditfinanziert ist, insbesondere im (staatsnahen) Unternehmenssektor. Die stärksten Zuwächse sind jedoch bei der Haushaltsverschuldung zu beobachten. Die Verschuldungsquote stieg von 18% des BIP im Jahr 2008 auf 44% im Jahr 2016, wobei Hypotheken weiterhin den größten Teil ausmachen. Prognosen halten einen weiteren Anstieg auf 60% für möglich, insbesondere weil die Verschuldung für Konsumzwecke rasch wächst und die Sparquote des privaten Haushaltssektors zurück gehen wird.

Die *People's Bank of China* entschied Anfang Jänner 2018, den sogenannten „*countercyclical factor*" bei der Berechnung des täglichen Wechselkurses des Yuan nicht mehr zu inkludieren. Dies geschah als Reaktion auf den gestiegenen Kurs des Yuan gegenüber dem US-Dollar. Der „*countercyclical factor*" wurde im Mai 2017 eingeführt. Die chinesische Zentralbank interveniert nur dann, wenn der Wechselkurs mehr als 2% vom Wechselkursziel abweicht. Die Kapitalverkehrskontrollen wurden letzthin sowohl gelockert (Kapitalimporte) als auch gleichzeitig verschärft (Kapitalexporte).