

Themenbeitrag Konjunkturprognose des Ausschusses für Wirtschafts- und Währungspolitik

27. September 2017

Robuster Aufschwung

I. Entwicklung der Weltwirtschaft

Wachstum regional breit aufgestellt

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer vergleichsweise guten Verfassung. Das globale Wirtschaftswachstum hat die zeitlich recht ausgedehnte Talsohle aus den Jahren 2015 und 2016 verlassen und zieht seither wieder etwas an. In diesem Jahr dürfte die globale Wirtschaftsleistung um etwa 3,6 % zulegen. Das wäre rund ein halber Prozentpunkt mehr als im vergangenen Jahr.

Zwei Aspekte sind bei der aktuellen Bestandsaufnahme besonders hervorzuheben.

- Erstens steht die globale Konjunktur gegenwärtig regional auf einer recht breiten Basis. In nahezu allen großen Wirtschaftsregionen der Welt läuft die Konjunktur rund oder hat sich gegenüber dem schleppenden Verlauf der beiden Vorjahre spürbar verbessert.
- Zweitens sind in der konjunkturellen Entwicklung bisher keinerlei Anzeichen einer Überhitzung zu erkennen. So ist die Lohninflation – trotz sinkender Arbeitslosigkeit – weiterhin sehr gering, und Kapazitätsengpässe zeichnen sich – trotz eines steigenden Auslastungsgrads – auch für das kommende Jahr nicht ab.

Üppige Liquiditätsversorgung

Nicht so eindeutig ist hingegen der Befund für die finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Hier gibt es, nicht zuletzt wegen der weltweit sehr reichlichen Liquiditätsversorgung, Felder, die zumindest sorgfältig beobachtet werden sollten, wie zum Beispiel sehr hohe Kurse auf einzelnen Anleihemärkten oder eine recht hohe Inflation auf verschiedenen Vermögenmärkten.

Positiv ist wiederum zu erwähnen, dass von den zahlreichen politischen Konjunkturrisiken für die Weltwirtschaft bislang keines wirklich schlagend geworden ist. Dies hat – zusammen mit der üppigen Liquiditätsversorgung – dazu geführt, dass neu aufkommende Risiken an den Finanzmärkten inzwischen relativ schnell „verdaut“ werden, wie zum Beispiel die jüngste Zuspitzung des Konflikts um das nord-koreanische Atomprogramm.

USA: Filigranarbeit der Geldpolitik

Die US-Wirtschaft hat nach einer temporären Delle zum Jahresbeginn 2017 inzwischen wieder ihr „Normaltempo“ erreicht. Dieses liegt gegenwärtig bei einer jährlichen Wachstumsrate von gut 2 %. Die Hoffnungen, dass durch die Fiskal- und Steuerpolitik der neuen US-Regierung ein zusätzlicher Wachstums-

schub ausgelöst wird und sich auch der längerfristige Wachstumstrend erhöht, sind mittlerweile fast völlig zerstoßen.

Obwohl der derzeitige wirtschaftliche Aufschwung einer der längsten in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte ist, gehen die Chefvolkswirte der privaten Banken davon aus, dass dieser sich auch im Jahr 2018 fortsetzt. Für das kommende Jahr wird sogar eine leichte Wachstumsbeschleunigung auf 2,4 % prognostiziert. Motor des Aufschwungs bleibt die Binnennachfrage, die von der sehr guten Verfassung des Arbeitsmarktes weiter unterstützt wird. Zudem dürfte aus unserer Sicht von der jüngsten Dollar-Abwertung ein leichter Impuls ausgehen. Die Verbraucherpreisinflation wird – trotz eines sehr hohen Beschäftigungsniveaus – aber nur geringfügig steigen.

Alles andere als trivial wird in diesem Umfeld die geldpolitische Steuerung der US-Notenbank sein. Sie hat mit dem Einstieg in den Bilanzabbau eine weitere Wegmarke bei der Abkehr vom geldpolitischen Krisenmodus passiert. Im Basisszenario gehen die Chefvolkswirte von einer weiteren Zinserhöhung im Dezember dieses Jahres und mindestens zwei Zinsschritten im kommenden Jahr aus. Der Leitzins der Fed würde dann zum Jahresende 2018 bei etwa 2 % liegen.

Wachstum in den Emerging Markets zieht wieder etwas an

In der Gruppe der Schwellenländer wird das Wachstumstempo in diesem und im nächsten Jahr leicht zulegen. Das liegt zum einen daran, dass in einigen Emerging Markets die Rezession überwunden ist beziehungsweise allmählich ausläuft. In Russland beispielsweise kommt die Wirtschaft – trotz der Sanktionen – langsam wieder in Fahrt, und in Brasilien konnte die gesamtwirtschaftliche Leistung im Sommer erstmals seit acht Quartalen wieder zulegen. Die Wirtschaft in Indien hat im bisherigen Jahresverlauf zwar unter der Bargeldreform gelitten. Für den weiteren Jahresverlauf sowie für das Jahr 2018 wird dort allerdings eine leichte Beschleunigung des Wirtschaftswachstums erwartet.

In China werden die hochverschuldeten Staatsunternehmen ihre Investitionen zwar weiter drosseln, und die Bauwirtschaft dürfte wegen der seit Herbst vergangenen Jahres nicht mehr stark steigenden Immobilienpreise etwas schwächer wachsen. Gleichwohl konnte die chinesische Wirtschaftsentwicklung in diesem Jahr bislang positiv überraschen. Das Wachstumstempo wird bis Ende des nächsten Jahres nur leicht abflauen. Für die Chefvolkswirte ist dies kein Alarmzeichen. Vielmehr ist das sich weiter leicht abschwächende Wirtschaftswachstum als kontrollierter Sinkflug zu werten. Seine Auswirkung auf die Weltwirtschaft sollte nicht überbewertet werden, da die Wirtschaftsentwicklung in China, mit der allmählichen Gewichtsverlagerung zum inländischen Konsum, insgesamt robuster werden sollte.

Ausblick: Stetiges Wachstum ohne Überschwang

Nimmt man dies alles zusammen, dann bewegt sich das Wachstumstempo der Weltwirtschaft allmählich wieder in Richtung „Normalmaß“. Mit einer globalen Wachstumsrate von nach unserer Prognose 3,6 % in diesem und voraussichtlich 3,8 % im nächsten Jahr bleibt das Produktionsplus zwar schwächer als in der Dekade vor der Finanzkrise. Doch damals wurde das globale Wirtschaftswachstum durch verschiedene Sonderfaktoren überdehnt, wie zum Beispiel durch die Kreditblase in den USA oder in einigen südeuropäischen Staaten. Insofern bietet die lebhaftere, aber immer noch moderate Gangart der Weltwirtschaft gute Chancen, dass der Aufschwung robuster und langlebiger ausfällt. Erst recht, wenn nun auch die Notenbanken, ähnlich wie die Zentralbank in den USA, allmählich ebenfalls auf den Weg in Richtung Normalisierung machen.

II. Konjunktur und Geldpolitik im Euro-Raum

Veritabler Aufschwung

Die Wirtschaft im Euro-Raum befindet sich inzwischen in einem veritablen Aufschwung. Das Wachstum hat dabei sowohl regional als auch bezüglich der Wachstumsfaktoren an Breite gewonnen. Neben der anhaltend robusten Konjunktur in Deutschland hat sich die Perspektive für die französische Wirtschaft erkennbar aufgehellt. Die spanische Wirtschaft wächst schon seit mehr als zwei Jahren kräftig und auch in kleineren Euro-Staaten, wie den Niederlanden oder Irland, befindet man sich auf einem sehr dynamischen Wachstumspfad. Selbst in Italien hat sich die Wirtschaft aus der Stagnation gelöst, auch wenn das Wachstum dort im Vergleich zum gesamten Euro-Raum weiterhin unterdurchschnittlich ist.

Die Verbreiterung bei den Wachstumsfaktoren entsteht zum einen beim privaten Konsum durch den zwar schleppenden, aber recht kontinuierlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit. Zu anderen steigen mittlerweile in allen Mitgliedstaaten die Häuserpreise, was der Bauwirtschaft Rückenwind geben wird. Positiv überrascht haben zuletzt ferner die Investitionen. Der hier in den letzten Jahren aufgestaute Nachholbedarf dürfte die Konjunktur in der Währungsunion auch im nächsten Jahr stützen.

Wachstumstempo bleibt auch 2018 hoch

Unsere Wachstumsprognose für das laufende Jahr wurde leicht angehoben. Während im März dieses Jahres für den Euro-Raum ein Wirtschaftswachstum von 1,6 % erwartet wurde, rechnen die Chefvolkswirte inzwischen mit einem Wachstum von 2,1 % in diesem Jahr. Das wäre das höchste Plus seit sieben Jahren.

Trotz einer weiterhin robusten Binnenkonjunktur wird das Wachstumstempo im Euro-Raum im kommenden Jahr etwas abflauen. Dies sollte hauptsächlich auf die Euro-Aufwertung zurückzuführen sein, die das Wirtschaftswachstum im gesamten Währungsraum im nächsten Jahr wohl um etwa 0,2 Prozentpunkte drücken dürfte. Mit einem realen Wachstum von knapp 2 % sollte aber auch 2018 ein sehr gutes Jahr für die

Wirtschaft in der Währungsunion bleiben. Das kommende Jahr wäre dann das vierte Jahr in Folge, in dem die Wachstumsrate im Euro-Raum über dem Potenzialwachstum von knapp 1,5 % liegen würde.

Preisentwicklung: Gedämpft, aber nicht weit vom mittelfristigen Ziel entfernt

Gemessen am Expansionsgrad der Geldpolitik und der Stärke des Wirtschaftswachstums bleibt die Inflationsentwicklung im Euro-Raum über den Prognosehorizont gedrückt. Mit einer Rate von 1,5 % sollte sie aber in diesem Jahr nur leicht unter dem mittelfristigen EZB-Ziel von knapp 2 % liegen.

Im Gegensatz zur jüngsten Projektion der EZB rechnen die Chefvolkswirte im kommenden Jahr aber mit keiner nennenswerten Verlangsamung des Preisauftriebs. Im Jahresdurchschnitt 2018 dürfte die Inflationsrate mit 1,4 % nur marginal hinter den diesjährigen Wert zurückfallen, auch wenn wir im Januar und Februar nächsten Jahres noch einmal recht niedrige Inflationsraten sehen werden. Diese Inflationsdelle wird vor allem auf einen statistischen Basiseffekt aus dem starken Ölpreisanstieg im Vorjahr zurückzuführen sein, der in den Folgemonaten wieder wegfällt. Die Kerninflationsrate, also der Preisanstieg ohne Energie und Nahrungsmittel, sollte sich daher von 1,1 % in diesem Jahr sogar auf 1,4 % im nächsten Jahr beschleunigen.

EZB wird monatliches Kaufvolumen zurückfahren und Leitzinsen unverändert lassen

In einem Basisszenario gehen die Chefvolkswirte davon aus, dass die EZB für das kommende Jahr eine weitere Verlängerung ihres Aufkaufprogramms beschließt. Zugleich dürfte das monatliche Kaufvolumen ab Januar 2018 um 20 Mrd. € auf dann 40 Mrd. € sinken. Für das Vorgehen im weiteren Verlauf des kommenden Jahres wird sich die EZB wohl ein sehr hohes Maß an Flexibilität bewahren. Weiteren Schritte für die Reduktion des Kaufvolumens werden daher erst im Laufe des nächsten festgelegt.

Im Basisszenario wird ebenfalls unterstellt, dass die EZB über ein langsames Abschmelzen der Nettokäufe hinaus ihren geldpolitischen Kurs nicht ändern wird. Das bedeutet insbesondere weiterhin unveränderte Leitzinsen mindestens bis zum Jahresende 2018, wahrscheinlich sogar bis in das Jahr 2019 hinein.

Euro-Dollarkurs: Für längere Zeit seitwärts

Bezüglich des Euro-Dollar-Wechselkurses prognostizieren die Chefvolkswirte für die nächsten ein bis eineinhalb Jahre eine Seitwärtsbewegung in der Bandbreite von 1,15 bis 1,25 US-Dollar. Die jüngste Aufwertung des Euro ist im Wesentlichen auf eine Neugewichtung der politischen und wirtschaftlichen Risiken zurückzuführen. So sind die politischen Risiken im Euro-Raum nach Einschätzung vieler Marktakteure erkennbar gesunken, während die politischen Risiken durch die neue US-

Administration (Durchsetzungsfähigkeit der angekündigten Projekte, personelle Kontinuität, Zustimmung der Bevölkerung) gestiegen sind. Diese Neugewichtung der Risiken hat zu Portfolioabflüssen aus den USA geführt und den Euro-Wechselkurs nach oben getrieben. Ein wichtiger Faktor bei der jüngsten Kurskorrektur war ferner, dass der Eurokurs zum Jahresbeginn sehr deutlich von dem als „fair“ eingeschätzten Wechselkurs entfernt war, der etwa bei 1,25 - 1,30 US-Dollar anzusiedeln ist.

III. Konjunktur in Deutschland

Konjunkturbild in sehr hellen Farben

Das Konjunkturbild für Deutschland zeigt aktuell sehr hellen Farben. Die gesamtwirtschaftliche Leistung wird in diesem Jahr um gut 2,1 % expandieren, und selbst ohne die Bereinigung um den rein statistischen Arbeitstageeffekt wird ein Wachstum von knapp 2 % erwartet. Die konjunkturelle Grunddynamik hat sich somit gegenüber dem bereits sehr soliden Vorjahr noch einmal leicht verstärkt.

Wichtigste Wachstumsstütze ist weiterhin die Binnenkonjunktur. Der private Konsum steigt stetig und deutlich. Besonders erfreulich ist jedoch die allmähliche Belebung der Ausrüstungsinvestitionen. Die Investitionen waren lange Zeit der „schwarze Schatten“ im deutschen Konjunkturbild. Angesichts der überdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung, der anhaltend euphorischen Unternehmensstimmung und der Aussicht auf eine stetige Fortsetzung der konjunkturellen Erholung im Euro-Raum sowie der Weltwirtschaft dürften die Investitionen in Deutschland insbesondere im kommenden Jahr wieder Fahrt aufnehmen. Die Spekulationen über eine allmähliche Drosselung der extrem expansiven Geldpolitik der EZB sollte dabei keine Bremse sein. Im Gegenteil: durch Signale für langsam wieder anziehende Zinsen kann die Investitionszurückhaltung sogar sinken.

Zahl der Arbeitslosen im nächsten Jahr unter der 2,5-Millionen-Schwelle

Die Belebung am deutschen Arbeitsmarkt setzt sich fort. Trotz der nennenswerten Zuwanderung in den vergangenen Jahren wird die Zahl der registrierten Arbeitslosen in Deutschland im Durchschnitt des kommenden Jahres unter die Marke von 2,5 Millionen Personen sinken. Auch der Beschäftigungsaufbau geht weiter und die Zahl der Erwerbstätigen wird auf neue historische Höchststände steigen. Die weiter zunehmenden Sorgen in der Wirtschaft über einen Mangel an Fachkräften unterstreichen mindestens zweierlei: Erstens brauchen wir weitere Anstrengungen im Bildungsbereich, um die nach wie vor recht hohe Quote an Personen ohne Schulabschluss signifikant zu senken. Zweitens sind die Überlegungen einzelner Gewerkschaften, in den anstehenden Tarifverhandlungen verstärkt auf eine Verkürzung der Wochenarbeitszeit zu setzen, kontraproduktiv, zumal die Arbeitszeitverkürzung die Erhöhung der Lohnsumme schmälern wird.

Wechselkurseffekt sollte überschaubar bleiben

Die Aufwertung des Euro wird erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung Spuren beim deutschen Exportwachstum hinterlassen. Der bremsende Effekt dürfte aber durch die etwas anziehende Weltkonjunktur und das solide Wachstum im Euro-Raum sehr überschaubar sein. Die Exporte sollten daher im Jahr 2018 etwa mit der gleichen Rate wachsen wie in diesem Jahr. Die Importe dürften sich hingegen leicht beschleunigen. Der hohe deutsche Außenhandelsüberschuss würde etwas sinken.

Insgesamt setzt sich die sehr gute konjunkturelle Entwicklung in Deutschland damit auch im nächsten Jahr fort. Ähnlich wie in der Prognose für den Euro-Raum wird die gesamtwirtschaftliche Leistung im nächsten Jahr mit einer Rate von knapp 2 % nur geringfügig langsamer expandieren als in diesem Jahr.

Prognoseübersicht des Ausschusses für Wirtschafts- und Währungspolitik

Deutschland

	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt 1)	1,9	1,9	1,9
Bruttoinlandsprodukt 1) kalenderbereinigt	1,9	2,1	1,9
Konsumausgaben priv. Haushalte 1) 2)	2,1	1,8	1,7
Konsumausgaben des Staates 1)	3,7	1,6	1,6
Ausrüstungsinvestitionen 1)	2,2	2,5	3,9
Bauinvestitionen 1)	2,7	4,8	3,0
Exporte 1)	2,6	4,0	3,8
Importe 1)	3,9	4,5	4,8
Entwicklung der Verbraucherpreise 3)	0,5	1,7	1,5
Zahl der Arbeitslosen (Millionen)	2,691	2,520	2,480
Staatlicher Finanzierungssaldo 4)	0,8	0,5	0,2

Euro-Raum

	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt 1)	1,8	2,1	1,9
Entwicklung der Verbraucherpreise (HVPI) 3)	0,2	1,5	1,4

Finanzmärkte und Rohstoffe

	26.9.2017	Ende 2017	Ende 2018
USD/EUR	1,18	1,17	1,18
Rendite Staatsanleihen Deutschl. (10 Jahre)	0,40	0,55	0,80
Ölpreis (USD/Barrel) 5)	59,70	53,00	58,00

- 1) Reale Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr
- 2) Inklusive privater Organisationen ohne Erwerbszweck
- 3) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr im Jahresdurchschnitt
- 4) In % des BIP; Maastricht-Definition
- 5) Nordseeöl Brent