

# Volkswirtschaft Aktuell

BLICK AUF VOLKSWIRTSCHAFTLICHE EREIGNISSE

WWW.OPPENHEIM.DE



JUNI 2017

## Höheres Wachstum in der Eurozone – doch EZB bleibt (noch) expansiv

Die anhaltende Stimmungsverbesserung in den EWU-Ländern hat uns dazu veranlasst, unsere Schätzung für das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr nochmals zu erhöhen. Wir rechnen nun mit einem BIP-Zuwachs von 2,0% in diesem und mit 1,6% im kommenden Jahr.

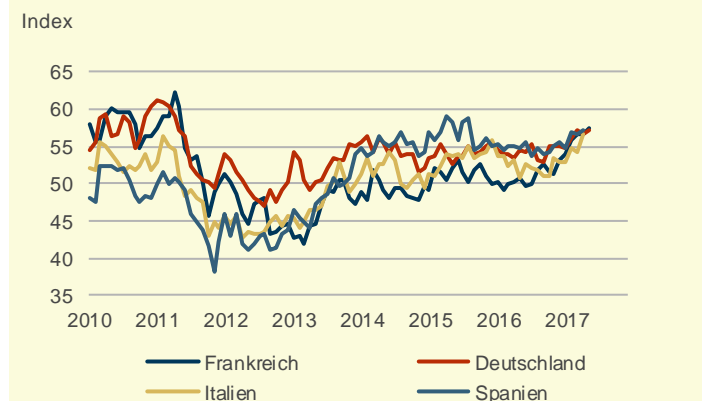
Dabei gehen wir sowohl von einer stabilen Binnennachfrage als auch von einem Wachstumsbeitrag des Außenhandels aus. Letzteres wird vor allem die Diskussion um den Abbau der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse erneut befeuern.

Der Höhepunkt der quantitativen Lockerung liegt hinter uns. Auch wenn der Ausstieg aus dem Anleiheankaufprogramm nur sehr langsam vollzogen wird, dürfte im Juni doch ein weiterer Schritt in diese Richtung erfolgen. Wir erwarten, dass die EZB die Risiken für die konjunkturelle Entwicklung als ausgewogen ansehen wird. Im September rechnen wir dann mit einer Entscheidung über eine erneute Reduktion der Anleihekäufe. Diese dürften ab Januar 2018 von derzeit 60 Mrd. Euro pro Monat auf 40 Mrd. Euro verringert werden.

### STIMMUNGSVERBESSERUNG IN DER GESAMTEN WIRTSCHAFT

Es ist schon einige Jahre her, dass sich das konjunkturelle Bild der Eurozone so aufgehellt hat wie zuletzt. Zwar befindet sich die Wirtschaft seit Anfang 2013 in einer sehr moderaten Aufwärtsbewegung. Doch in den letzten Monaten legte sie merklich an Dynamik zu. Stimmungsindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex für die Industrie und den Dienstleistungsbereich kletterten auf die höchsten Werte seit Anfang 2011. Selbst in Italien sind die Unternehmer trotz ausbleibender Reformen deutlich optimistischer geworden. Auch die Verbraucher blicken konsumfreudig in die Zukunft. In Deutschland ist das GfK-Konsumklima auf den höchsten Stand seit mehr als 15 Jahren geklettert; im gesamten EWU-Durchschnitt erreicht es den höchsten Stand seit 2007.

#### EINKAUFSMANAGER SIND OPTIMISTISCH



#### KONSUMENTENVERTRAUEN STEIGT WIEDER



Die Gründe sind vielschichtig. Erstens sind die Staaten in ihrer Fiskalpolitik in den vergangenen Jahren zum Teil deutlich expansiver geworden. Zweitens sind die Finanzierungsbedingungen günstig, was besonders positiv für die Bauwirtschaft ist. Und drittens bringt die Weltkonjunktur deutlich mehr Schwung als in den Jahren zuvor. So sind die Exporte nach China in den letzten Monaten bereits wieder deutlich gestiegen und das dürfte angesichts der verbesserten Stimmung in China in den kommenden Monaten so bleiben. Doch auch innereuropäisch zeigt sich eine Besserung der Nachfrage, was sich zum Beispiel an zunehmenden Aufträgen deutscher Unternehmen aus dem EWU-Ausland manifestiert. Es tut sich also etwas in Europa.

**WACHSTUMSSCHÄTZUNG ERHÖHT**

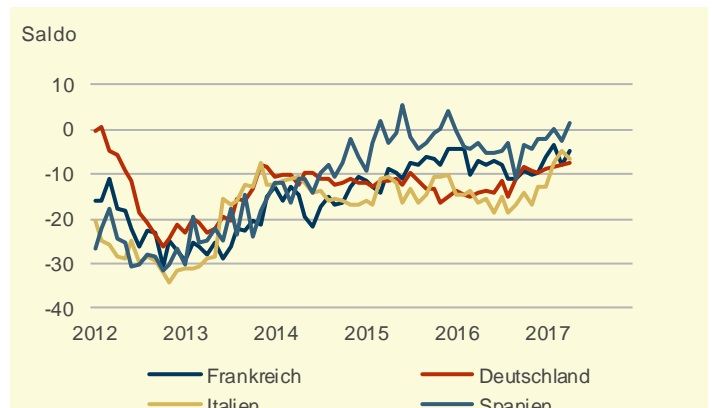
Dies hat uns dazu veranlasst, unsere Wachstumsschätzung für die Eurozone nochmals nach oben zu korrigieren. Wir erwarten jetzt einen BIP-Zuwachs von 2,0% (vorher 1,8%) und liegen damit deutlich über Konsensus-Schätzungen von 1,7%. Die Wirtschaft in der Eurozone ist dabei im ersten Quartal 2017 mit einem Zuwachs von 0,5% gegenüber dem Vorquartal gut gestartet. Wir gehen davon aus, dass sich diese Dynamik in den kommenden Quartalen fortsetzen wird. Dabei rechnen wir mit einer Mischung aus steigenden Nettoexporten und einer weiteren Belebung der Binnennachfrage. In allen großen EWU-Ländern sind die Exporterwartungen vor allem wegen der lebhafteren Weltkonjunktur zuletzt deutlich gestiegen, so dass wir sowohl innerhalb als auch außerhalb der EWU mit einem steigenden Außenhandel rechnen.

**KONJUNKTURELLE BELEBUNG IN DER EUROZONE**

Wachstum des Bruttoinlandsprodukts			
in % gg. Vorjahr	2016	2017 E	2018 E
Deutschland	1,8	2,0	1,6
Frankreich	1,1	1,6	1,4
Italien	1,0	1,1	1,1
Spanien	3,2	3,0	2,3
Niederlande	2,1	2,1	1,7
Übrige	2,0	2,1	1,9
EWU	1,7	2,0	1,6

Quelle: Haver Analytics Inc., Sal. Oppenheim KGaA

**EXPORTERWARTUNGEN STEIGEN AN**



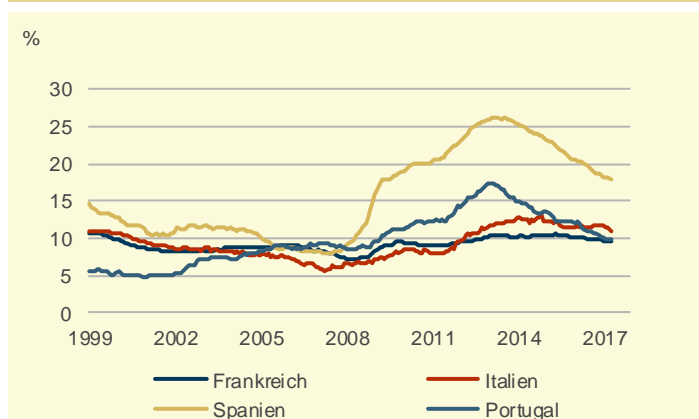
Quelle: Haver Analytics Inc.

Die Binnennachfrage dürfte sich in den einzelnen Ländern dagegen sehr unterschiedlich entwickeln. Dies betrifft vor allem die Anlageinvestitionen. Die Bauwirtschaft und hier vor allem die Wohnungsbauinvestitionen beleben sich in vielen Peripherieländern wie Spanien und Portugal, nachdem die Finanz- und Staatsschuldenkrise zu einem drastischen Einbruch geführt hatte. Die von uns erwartete weitere Belebung ist eine Gegenreaktion, die aber unterstützt wird durch die positive Entwicklung der Wohnimmobilienpreise. Unterschiede sehen wir dagegen nach wie vor in der Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen. Nach der tiefen Rezession ist in den Peripheriestaaten durchaus Nachholbedarf vorhanden, dem vor allem in Spanien Rechnung getragen werden dürfte. Für Deutschland bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die Investitionen zwar moderat zulegen, aber ein deutlicherer Anstieg erst mit einer längeren Festigung der Weltkonjunktur zu erwarten sein könnte.

Last but not least stellt sich die Frage nach dem privaten Konsum, der in der Eurozone fast 55% des Bruttoinlandsprodukts ausmacht. Die Besserung an den Arbeitsmärkten wirkt sich hierauf positiv aus. Zwar sind die Arbeitslosenquoten, vor allem in den Peripheriestaaten, immer noch sehr hoch. Doch die konjunkturelle Belebung sorgt zusammen mit den erfolgten Reformen am Arbeitsmarkt, beispielsweise in Spanien, für eine verbesserte Stimmung. Wir rechnen mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote in der EWU von derzeit 9,3% auf 9,0%. Dennoch bleibt für die Konsumenten in diesem Jahr real weniger in Tasche als in den vergangenen Jahren. Nach wie vor sind die Lohnsteigerungen deutlich niedriger als in der Vergangenheit, auch in Reaktion auf die hohe Arbeitslosigkeit. In Spanien liegt das tarifvertragliche Lohnwachstum bei 1,2%

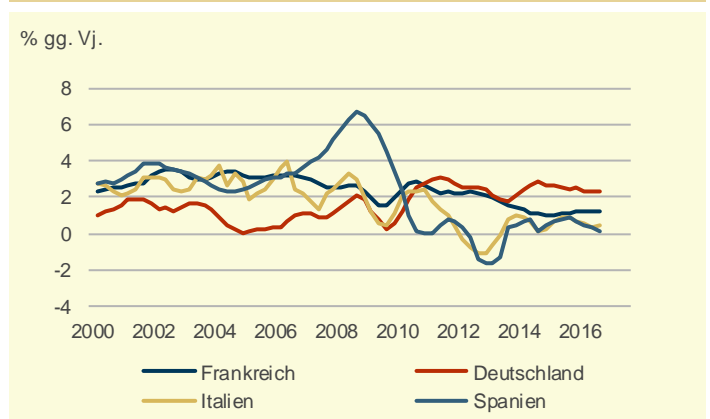
und wird damit vom Anstieg der Inflationsrate (2,0%) aufgezehrt. Daher kommt das Wachstum für den Konsum vor allem aus Belebung des Arbeitsmarktes.

#### ARBEITSLSENQUOTE SINKEN



Quelle: Haver Analytics Inc.

#### DIVERGENZEN IN DER LOHNENTWICKLUNG



Quelle: Haver Analytics Inc.

Fazit: Für Deutschland, Frankreich und Spanien haben wir unsere Wachstumserwartungen nach oben genommen. Eine Ausnahme bildet dagegen Italien: Ausbleibende Reformen, aber auch die Unsicherheiten über vorgezogene Neuwahlen werden dem Land keinen dauerhaften Schwung bringen, so dass wir hier nur mit einem Zuwachs von rund 1% rechnen.

#### WAS MACHT DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK DARAUS?

Fest steht: Der Höhepunkt der quantitativen Lockerung liegt hinter uns. Die Risiken einer möglichen deflationären Entwicklung haben in den vergangenen Monaten deutlich nachgelassen. Dies wurde auch in den Kommentaren von wichtigen Vertretern der EZB immer wieder betont. Die deutliche konjunkturelle Belebung wird die Diskussion um den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik weiter befeuern. So forderte Bundesbankpräsident Weidmann, dass die Diskussion, „ob und wann es Zeit sein wird, den geldpolitischen Ausblick anzupassen“, jetzt beginnen solle. Auf der anderen Seite setzen führende Vertreter der EZB auf einen weiteren hohen Grad der geldpolitischen Akkomodierung, um vor dem Hintergrund der unterausgelasteten Ressourcen mittelfristig das Inflationsziel von „unter, aber nahe 2%“ zu erreichen. Gerade vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Schritte in Richtung Ausgang eher langsam sein werden. Hauptgrund dafür ist aus Sicht der EZB die immer noch schleppende Inflationsentwicklung. Bisher hatte allenfalls der höhere Ölpreis die Inflation kurzfristig nach oben getrieben. Doch auch in der Entwicklung der Kernrate (ohne die volatilen Elemente Nahrungsmittel und Energiepreise) tut sich herzlich wenig. Hoher Wettbewerbsdruck und nur geringe Lohnsteigerungen verhindern einen nennenswerten Preisdruck. Hinzu kommt die immer noch bestehende Unterauslastung am Arbeitsmarkt, die auch zukünftig die Lohnentwicklung belasten wird. Daher dürften die EZB ihr Inflationsziel weiterhin verfehlen. Dies dürfte sich auch in den Projektionen widerspiegeln.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die Sitzung am 8. Juni 2017 als Erstes, dass die EZB die Risiken der konjunkturellen Entwicklung nun als ausgewogen betrachtet (bisher waren sie eher abwärtsgerichtet).

In der Diskussion ist auch, dass die EZB an ihrer „Forward Guidance“ etwas ändert. Diese gibt eine Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik. Nach wie vor enthält die „Forward Guidance“ der EZB zwei wesentliche Punkte:

1. Die Leitzinsen können auch unter das bisherige Niveau fallen.
2. Die EZB ist bereit, das Anleiheprogramm in Volumen und/oder Zeitraum zu erhöhen.

EZB-Präsident Draghi hat immer wieder betont, dass die verschiedenen geldpolitischen Instrumente (Forward Guidance, Ankaufprogramm und Zinspolitik) de facto ein gemeinsames Paket sind. Bevor die EZB an diesem Paket Änderungen vornimmt, will sie unserer Meinung nach größere Gewissheit über die weiteren Aussichten für die Inflationsentwicklung haben. Letztlich will die Notenbank keinen Fehler machen und wird daher vorsichtig agieren. Sie will dem Markt nicht zu früh Signale über eine geldpolitische Veränderung geben. Vor diesem Hintergrund ist es eine Timing-Frage. Wir rechnen eher damit, dass diese Änderung im September als im Juni auf die Tagesordnung anstehen dürfte. Dann würde zudem auch die Entscheidung über eine erneute Reduktion der Anleihekäufe getroffen werden. Wir erwarten ab Januar 2018 eine Verringerung der monatlichen Käufe von 60 auf 40 Mrd. Euro. Wir kämen dann dem Ausstieg ein deutliches Stück näher, aber es bleibt ein langer Weg.

**Autorin**

Ulrike Kastens

Ulrike.kastens@oppenheim.de

Telefon: (0221) 145-2348

Bei dieser Publikation handelt es sich um Werbemitteilungen der Sal. Oppenheim jr. & Cie. AG & Co. KGaA („Sal. Oppenheim“). Diese Publikation erfüllt deshalb nicht die gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Insbesondere gilt bei dieser Publikation im Gegensatz zu Finanzanalysen nicht das Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung. Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass Sal. Oppenheim, mit ihr verbundene Unternehmen oder deren Mitarbeiter Eigengeschäfte in den hier genannten oder anderen Finanzinstrumenten abgeschlossen haben oder abschließen werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen beinhalten **keine Anlageberatung** oder auf Ihre individuellen Verhältnisse abgestimmten Handlungsempfehlungen. Sie ersetzt in keinem Fall die vorgeschriebenen Informationsmitteilungen von Finanzinstrumenten und die vor jeder Anlageentscheidung zu empfehlende Beratung durch dazu qualifizierte Personen. Bitte sprechen Sie bei Interesse Ihren Berater an und konsultieren Sie zusätzlich Ihren rechtlichen und/oder steuerlichen Berater.

Diese Publikation impliziert auch **kein Angebot zum Kauf** von Finanzinstrumenten, sondern dient allein als Hilfe zu Ihrer selbständigen Meinungsbildung. Sie enthält generelle Einschätzungen, die auf der Grundlage ausgewählter öffentlich zugänglicher Informationen und Daten („Informationen“) von Sal. Oppenheim gegeben werden. Die **Informationen** wurden sorgfältig zusammengestellt und Quellen entnommen, die Sal. Oppenheim als zuverlässig erachtet hat. Eine Gewähr für die Vollständigkeit und Fehlerfreiheit der Informationen wird nicht übernommen; ebenso wenig eine Haftung für den Eintritt von (Kapital-)Marktprognosen, Wertentwicklungen und anderen Annahmen oder Vermutungen einschließlich der Eignung der beschriebenen Anlagen für eine Anlagestrategie.

Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen geben die **aktuelle Einschätzung** von Sal. Oppenheim wieder. Die Einschätzung kann sich – auch sehr kurzfristig – jederzeit ändern, ohne dass Sal. Oppenheim Sie dann darauf hinweisen würde. Diese Publikation ist daher auch nicht als mittel- oder langfristige Grundlage für Handlungsentscheidungen geeignet.

Der Kauf von Finanzinstrumenten ist generell mit **finanziellen Risiken** verbunden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Der Wert von Anlagen kann sowohl sinken als auch steigen und der Anleger erhält unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Auch können Wechselkursschwankungen den Wert einer Anlage steigern oder verringern. Soweit Kursangaben beziehungsweise Preisangaben gemacht werden, sind diese freibleibend.

Diese Publikation ist **urheberrechtlich** geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Weitergabe oder Verbreitung, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, Sal. Oppenheim vorbehalten; eine Vervielfältigung ist nur in den Grenzen des UrhG der Bundesrepublik Deutschland in seiner jeweils gültigen Fassung zulässig. Zuwiderhandlungen können den Strafbestimmungen des UrhG unterliegen. Die Verteilung dieser Publikation außerhalb Deutschlands, sowie an US-Residents und US-Staatsbürger ist untersagt.

Alle **Markenrechte** liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.