

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Globales Wachstum wohl nur vorübergehend angezogen*

Die globale Konjunktur blieb im Sommer gespalten. Im Euroraum setzte sich die Wachstumsschwäche fort. Im Vereinigten Königreich stagnierte die Wirtschaftsleistung, und in Japan ging das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) merklich zurück. Dagegen zog das Wirtschaftswachstum in den zwei größten Volkswirtschaften der Welt, den USA und China, deutlich an, vor allem wegen eines lebhaften privaten Verbrauchs. Damit verstärkte sich auch das globale Wirtschaftswachstum, wenngleich vermutlich nur vorübergehend. Die geldpolitische Strafung in vielen Regionen der Welt, die hohen Energiepreise und die besonderen strukturellen Herausforderungen in China lasten weiter auf der Weltwirtschaft.<sup>1)</sup>

*Anzeichen für „sanfte Landung“*

Die Weltwirtschaft profitierte im Sommer nicht zuletzt von einem besseren Abschneiden der Industrie. Die globale Industrieproduktion stieg nach dem schwachen Vorquartal wohl wieder merklich an. Eine nachhaltig bessere Industriekonjunktur ist allerdings nicht in Sicht. Unternehmensumfragen deuten vielmehr auf sinkende Neuaufrträge und eine insgesamt schwache Nachfrage hin. Auch im Dienstleistungssektor wurden Lage und Ausblick zuletzt vielerorts nur noch als verhalten eingestuft. Eine globale Rezession zeichnet sich aber nicht ab: Die Arbeitsmärkte sind weiterhin robust, die Teuerungsraten sinken, und die Reallöhne steigen wieder. Insgesamt verdichten sich die Anzeichen für eine „sanfte Landung“: Trotz des durch die straffere Geldpolitik vorangetriebenen Disinflationsprozesses expandiert die Weltwirtschaft immer noch verhalten.

Die Inflation setzte ihren graduellen Rückzug fort. In der Gruppe der Industrieländer verringerte sich der Verbraucherpreisanstieg bis Oktober auf 3,4%. Drei Monate zuvor hatte die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex (VPI) noch bei 4,3% gelegen. Auch der zugrunde liegende Preisauftrieb ließ nach. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel sank im Oktober auf 4,1%. Hinsichtlich der zukünftigen Verbraucherpreisentwicklung überwiegen allerdings weiterhin die Aufwärtsrisiken. Sie gehen nicht zuletzt von dem anhaltend hohen Lohnwachstum aus. Zuletzt rückten zudem erneut die Energiemärkte in den Fokus.

*Verbraucherpreisanstieg lässt in den Industrieländern weiter nach*

Die Rohölpreise lagen in den vergangenen Monaten merklich höher, bevor sie zuletzt wieder nachgaben. Maßgeblich für den zwischenzeitlichen Preisanstieg waren vor allem die Förderkürzungen Saudi-Aubiens und Russlands. Die

*Energierohstoffpreise in den vergangenen Monaten leicht erhöht*

#### Globale Konjunkturindikatoren<sup>1)</sup>

saisonbereinigt



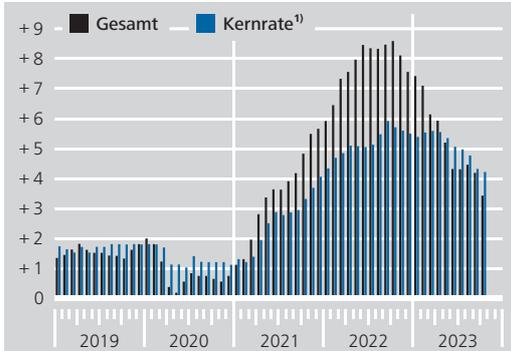
Quellen: CPB, nationale Angaben, Haver Analytics, S&P Global und eigene Berechnungen. \* Abweichende Länderkreise aufgrund unterschiedlicher Datenverfügbarkeit. 1 Komponente für Produktion bzw. Geschäftstätigkeit.

Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Hierzu zählen Friktionen bei der Neuausrichtung des chinesischen Wirtschaftsmodells, demografische Belastungen und die anhaltenden Probleme am Immobilienmarkt. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021, 2023).

### Verbraucherpreise in Industrieländern\*)

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

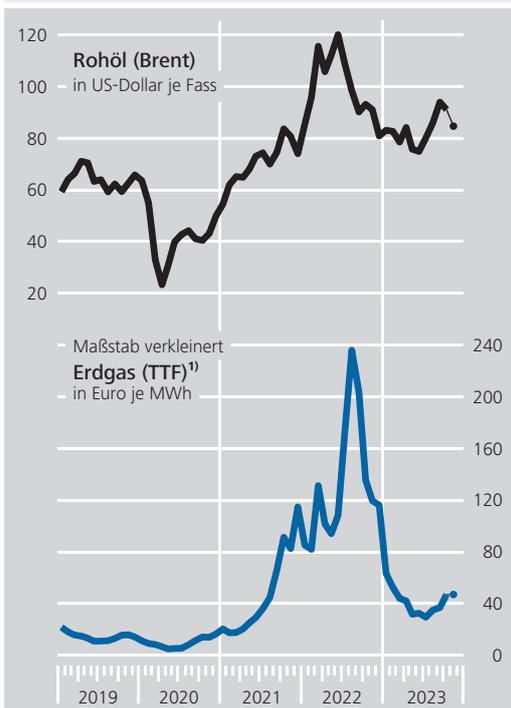


Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis nationaler Angaben.  
 \*) EU, Japan, Kanada, Norwegen, Schweiz, USA und Vereinigtes Königreich. <sup>1</sup> Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel; für EU, Norwegen, Schweiz und Vereinigtes Königreich zusätzlich ohne alkoholische Getränke und Tabakwaren.

Deutsche Bundesbank

### Energiepreise

Monatsdurchschnitte



Quellen: Bloomberg Finance L.P. und Haver Analytics. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 16. November 2023. <sup>1</sup> Preis für nächstfälligen Terminkontrakt.

Deutsche Bundesbank

kriegerischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten verliehen den Preisen dagegen kaum Auftrieb – trotz der immensen Bedeutung der Region für die globale Ölproduktion.<sup>2)</sup> Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Förderung von dem Konflikt bislang nicht beeinträchtigt wird. Sollte sich dies ändern, könnten die Preise aber

erheblich ansteigen.<sup>3)</sup> Zum Abschluss des Berichts kostete Rohöl der Sorte Brent mit 78 US-\$ je Fass spürbar weniger als im August. Die europäischen Gaspreise (TTF) zogen seit August hingegen etwas an. Hierbei spielten neben Angebotsorgen auch die saisonbedingt höhere globale Gasnachfrage eine Rolle. Angesichts gut gefüllter Speicher und eher verhaltener Konjunkturaussichten stehen die Chancen jedoch gut, dass in der laufenden Heizsaison drastische Preisspitzen ausbleiben (siehe die Ausführungen auf S. 20 f.). Die Preise von Nichtenergieerstoffen, wie Nahrungsmitteln und Industriemetallen, veränderten sich zuletzt insgesamt nur wenig.

Vor möglicherweise steigenden Rohstoffpreisen infolge geopolitischer Schocks warnte auch der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem im Oktober veröffentlichten globalen Wirtschaftsausblick.<sup>4)</sup> Erneute Preissprünge bei Rohstoffen würden die globale Konjunkturerholung und den Disinflationprozess gefährden. Weitere Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft sah der IWF-Stab in einer Verschärfung der Immobilienkrise in China und mit Blick auf die mangelnde Tragfähigkeit hoher Schuldenlasten in vielen Ländern. An seinem globalen Wirtschaftsausblick hielt der Stab aber weitgehend fest. Nach einem Wachstum des globalen BIP von 3 % im laufenden Jahr dürfte die Weltwirtschaft auch 2024 ähnlich verhalten expandieren. Der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern dürfte weiter nachlassen, wenn auch langsamer als zuvor. Selbst für das Schlussquartal 2024 rechnet der IWF noch mit einer Teuerungsrate von 2,6 %.

*Globaler Wirtschaftsausblick des IWF weiterhin verhalten*

2 Laut der U.S. Energy Information Administration beträgt der Anteil des Wirtschaftsraums an der globalen Rohölförderung rund 33 %.

3 So warnte bspw. die Weltbank vor einem deutlichen Ölpreisanstieg, sollte sich der Konflikt ausweiten und die regionale Ölproduktion beeinträchtigen. Vgl.: Weltbank (2023).

4 Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2023).

## China

*Wirtschaftswachstum gefestigt ...*

In China fasste die Konjunktur im dritten Vierteljahr wieder spürbar Tritt. Im Vergleich zum Vorquartal legte die Wirtschaftsleistung preis- und saisonbereinigt um 1,3 % zu. Getragen wurde das verstärkte Wachstum maßgeblich vom inländischen Verbrauch. Gemessen an den moderaten Einkommenszuwächsen zeigten sich die privaten Haushalte wieder ähnlich ausgabenfreudig wie vor der Pandemie. Eine Rolle dürfte dabei gespielt haben, dass sich die Arbeitsmarktlage zuletzt wieder etwas aufhellte. Die Lage des Wohnimmobilienmarkts verschlechterte sich zudem nicht weiter. Regulatorische und geldpolitische Lockerungsschritte stützten diese Entwicklung.

*... und wohl auch zum Jahresabschluss solide*

Zu Beginn des Schlussquartals knüpfte die chinesische Wirtschaft anscheinend nicht ganz an das solide Expansionstempo an. Auch die Unternehmensstimmung trübte sich etwas ein. Entsprechend verhalten blieb die nominale Dynamik. Im Oktober betrug die Kerninflation lediglich 0,6 %. Aufgrund der starken Verbilligung von Nahrungsmitteln sanken die Verbraucherpreise insgesamt im Vorjahresvergleich sogar leicht. Zusätzliche Staatsausgaben dürften der Konjunktur in den nächsten Monaten aber weiteren Rückenwind verleihen.<sup>5)</sup>

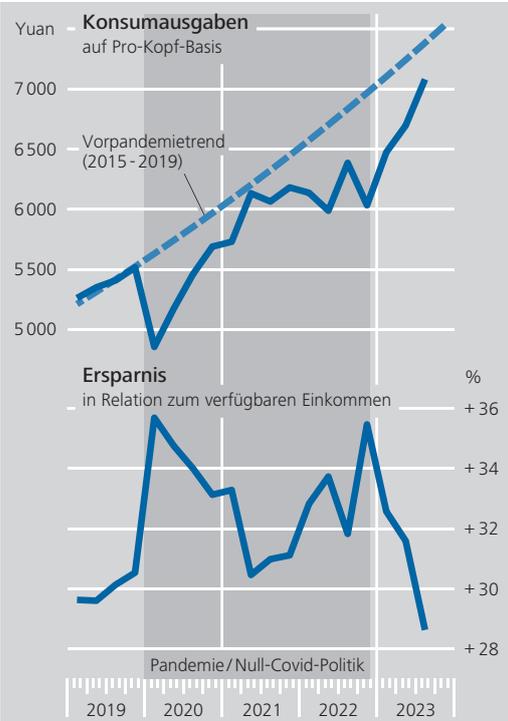
## Andere ausgewählte Schwellenländer

*Anhaltend lebhaftes Wachstum in Indien*

Indiens Wirtschaft setzte ihren schwungvollen Expansionskurs im dritten Quartal aller Wahrscheinlichkeit nach fort. Die Industrieproduktion legte im Vorjahresvergleich nochmals kräftiger zu. Auch fassten die Verbraucher zunehmend Vertrauen in die Nachhaltigkeit des Aufschwungs. Dazu dürfte beigetragen haben, dass die Teuerung in den letzten Monaten wieder deutlich nachließ. Im Oktober lag der Anstieg der Verbraucherpreise mit 4,9 % gegenüber dem Vorjahr innerhalb des Zielkorridors der indischen Zentralbank. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel ging abermals zu-

### Konsumententwicklung in China

vierteljährlich, saisonbereinigt



Quelle: China National Bureau of Statistics und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

rück, und auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln gab zuletzt nach. Geringer als üblich ausfallende Niederschläge während der für die Landwirtschaft zentralen Monsunsaison bergen aber Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung in den kommenden Monaten. Die Zentralbank beließ den Leitzins im gesamten dritten Quartal und auch bei ihrer jüngsten Sitzung im Oktober bei 6,5 %.

Die brasilianische Wirtschaft verlor im dritten Vierteljahr dagegen wohl insgesamt an Fahrt. Die Industrieproduktion stagnierte im Vergleich zum Vorquartal, und auch im Dienstleistungssektor trübte sich die Stimmung gemäß Einkaufsmanagerumfragen spürbar ein. Die preisbereinigten Einzelhandelsumsätze legten moderat zu, obwohl die Inflation wieder merklich

*Konjunktur in Brasilien an Schwung verloren*

<sup>5</sup> Der im Oktober beschlossene Nachtragshaushalt der Zentralregierung sieht für das laufende Jahr eine zusätzliche Verschuldung in Höhe von 0,8 % des BIP vor. Lokalen Regierungen wurde zudem eine größere zeitliche Flexibilität bei der Anwendung der Haushaltsregeln zugebilligt.

anzog. Infolge einer deutlichen Anhebung der Kraftstoffpreise weitete sich der Vorjahresabstand des Verbraucherpreisindex bis September auf 5,2 % aus. Im Oktober ermäßigte er sich nur leicht. Indikatoren des zugrunde liegenden Preisauftriebs gaben bis zuletzt weiter nach. Vor diesem Hintergrund senkte die Zentralbank im September und November ihren Leitzins um insgesamt 100 Basispunkte auf 12,25 %.

*Russlands Wirtschaft weiterhin auf Erholungskurs*

Russlands Wirtschaft erholte sich in den vergangenen Monaten offenbar weiter von dem scharfen Einbruch zu Beginn des Ukrainekriegs. Der Schnellschätzung des russischen Statistikamts zufolge stieg das reale BIP im dritten Quartal im Vorjahresvergleich um 5,5 %. Die seit Kriegsbeginn stark ausgeweiteten Staatsausgaben stützten vor allem die Rüstungsproduktion. Der Industrie gelingt es zudem seit geraumer Zeit, trotz der anhaltenden westlichen Sanktionen wieder vermehrt ausländische Vorleistungsgüter zu beziehen. Diese erreichen Russland vorwiegend aus China und anderen Nachbarländern. Auch deshalb verbesserte sich das Geschäftsklima spürbar. Infolge gestiegener Energiepreise nahm in den Sommermonaten der zuvor kräftig gesunkene Handelsbilanzüberschuss etwas zu. Mengenmäßig gingen Russlands Rohölausfuhren im Verlauf des letzten Quartals ebenfalls nicht weiter zurück. Um dabei den Preisdeckel westlicher Industriestaaten für russisches Rohöl von 60 US-\$ pro Fass zu umgehen, werden wohl große Teile der Rohölausfuhren ohne westliche Versicherung überwiegend nach Asien verschifft. Der Verbraucherpreisanstieg verstärkte sich im Oktober auf 6,7 %. Dazu trugen unter anderem die Schwäche des Rubel und eine zunehmende Arbeitskräfteknappheit bei. Die Zentralbank setzte ihren geldpolitischen Straffungskurs fort und hob den Leitzins seit September um 300 Basispunkte auf 15 % an. Zudem erließ sie Kapitalverkehrskontrollen, um den Rubel zu stützen.

## USA

In den Vereinigten Staaten zog das BIP-Wachstum im dritten Vierteljahr deutlich auf 1,2 % im Vergleich zum Vorquartal an. Maßgeblich hierfür war die robuste Binnenkonjunktur. Die privaten Haushalte weiteten ihren Verbrauch nach einem bereits merklichen Zuwachs in der ersten Jahreshälfte noch einmal deutlich aus. Auch stützte die öffentliche Nachfrage das Wirtschaftswachstum erneut, und die Unternehmen stockten ihre Vorräte auf. Trotz der vergleichsweise ungünstigen Finanzierungsbedingungen legten die privaten Wohnungsbauinvestitionen erstmals seit dem Winter 2021 wieder zu, nachdem sie im Zuge der geldpolitischen Straffung um rund ein Fünftel gesunken waren. Der bislang kräftige Zuwachs der gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen kam hingegen zum Erliegen. Die Aus- und Einfuhren stiegen spürbar an.

*BIP im Sommer kräftig gewachsen, ...*

Im Herbst dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den USA verlangsamen. Seit Oktober müssen Haushalte wieder Studienkredite bedienen, nachdem die Zahlungsverpflichtungen während der Pandemie ausgesetzt worden waren. Dies dürfte den privaten Verbrauch bremsen. Die anhaltend restriktiven Finanzierungsbedingungen sind ein weiterer Belastungsfaktor.

*... im Herbst aber wohl mit weniger Schwung*

Die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex sank im Oktober auf 3,2 %, nachdem sie aufgrund abklingender Basiseffekte und steigender Energiepreise zwischenzeitlich wieder etwas angezogen hatte. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel fiel auf 4,0 %. Die anhaltend hohe Arbeitsmarktauslastung und das nur langsam nachlassende Lohnwachstum könnten den weiteren Disinflationsprozess erschweren. Vor diesem Hintergrund hoben die Mitglieder des Offenmarktausschusses der US-Notenbank ihre mittelfristigen Projektionen für den Leitzins spürbar an,<sup>6)</sup> ließen im September und November seine Bandbreite aber unverändert bei 5,25 % bis 5,5 %.

*Disinflationsprozess schreitet voran*

<sup>6)</sup> Vgl.: Board of Governors of the Federal Reserve System (2023).

## Japan

Spürbarer  
 BIP-Rückgang

Die japanische Wirtschaftsleistung ging im Sommer spürbar zurück, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte schwungvoll gewachsen war. Laut der ersten Schätzung sank das reale BIP im dritten Quartal saisonbereinigt um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal. Maßgeblich für den Rückgang des BIP waren die volatilen Lagerbewegungen. Aber auch die Bruttoanlageinvestitionen gingen erneut zurück. Der private Verbrauch stagnierte trotz der staatlichen Stützungsmaßnahmen für Energiekosten und dem lebhaften Lohnwachstum der vergangenen Monate. Die Ausfuhren expandierten nur mäßig. Die Einfuhren legten hingegen spürbar zu. Ungeachtet der konjunkturellen Eintrübung blieb der Arbeitsmarkt robust. Die Erwerbslosenquote blieb äußerst niedrig und lag im September bei 2,6 %. Der Verbraucherpreisanstieg ließ weiter nach, war im September mit 3 % gegenüber dem Vorjahr aber immer noch recht hoch. Vor diesem Hintergrund kündigte die japanische Notenbank Ende Oktober an, eine höhere Obergrenze für die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zuzulassen.

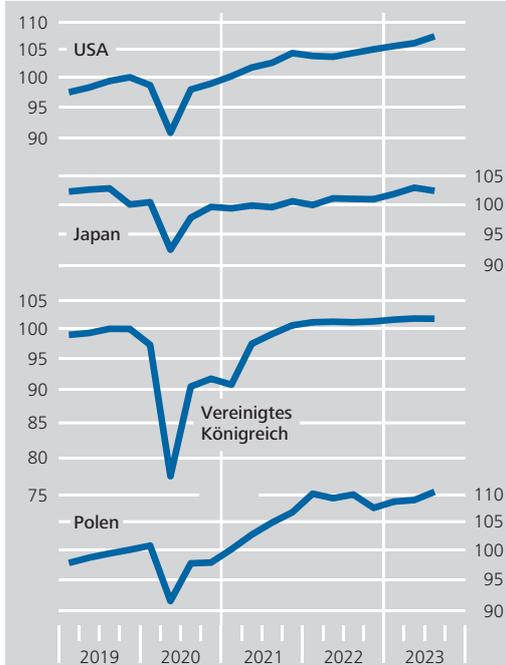
## Vereinigtes Königreich

Stagnation des  
 BIP

Die Wirtschaftsleistung des Vereinigten Königreichs verharrte im dritten Vierteljahr auf dem Niveau des Vorquartals. Die konjunkturelle Schwäche war dabei sektoral breit angelegt. Die Aktivitäten im Verarbeitenden Gewerbe und am Bau entwickelten sich kraftlos. Hier dürften sich die verschärften Finanzierungsbedingungen infolge der geldpolitischen Straffung bemerkbar gemacht haben. Erneute Arbeitsniederlegungen im Gesundheitsbereich, bei der Eisenbahn sowie im Bildungswesen lasteten darüber hinaus auf der Aktivität im Dienstleistungssektor. Die Bruttowertschöpfung in diesem Wirtschaftsbereich schrumpfte im Sommer sogar etwas. Eine baldige Besserung der Konjunktur zeichnet sich noch nicht ab. Die Unternehmensstimmung blieb verhalten. Die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich. Die Erwerbslosenquote stieg

### Reales BIP in ausgewählten Industrieländern

4. Vj. 2019 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office of Japan, Office for National Statistics, Statistics Poland und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

zuletzt merklich auf 4,3 % an. Gleichwohl war das Lohnwachstum außerordentlich hoch und übertraf die Vorjahresrate der Verbraucherpreise. Diese gab im Oktober vor allem aufgrund der sinkenden Energiepreise auf 4,6 % nach. Die Kerninflation ging spürbar auf 5,6 % zurück. Vor diesem Hintergrund beließ die Bank of England im September und November ihren Leitzins unverändert, schloss aber weitere Zinsanhebungen nicht aus.

## Polen

In Polen stieg das reale BIP im dritten Vierteljahr saisonbereinigt um 1,4 % gegenüber dem Vorquartal, in dem es um 0,3 % zugenommen hatte. Auch die inländische Nachfrage erholte sich zuletzt. Die realen Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion nahmen spürbar zu. Der Arbeitsmarkt war weiterhin robust. Die Arbeitslosenquote lag auch im September nahe ihres historischen Tiefstands, allerdings nahm

Anstieg des BIP

die Beschäftigung zuletzt nicht mehr zu. Die Löhne stiegen weiter stark an, im Unternehmenssektor um gut 10 % im Vorjahresvergleich. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe schwächte sich im Oktober weiter deutlich auf 6,6 % ab. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich dabei nur auf 8,0 %. Die Notenbank senkte den Leitzins in zwei Schritten auf nun 5,75 %.

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen im Euroraum

*Im Euroraum anhaltende Wachstumsschwäche*

Im Euroraum setzte sich die Wachstumsschwäche im dritten Vierteljahr fort. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge sank das reale BIP im dritten Quartal saisonbereinigt um 0,1 %. Ohne Irland gerechnet, in dem die Wirtschaftsleistung aufgrund von Dispositionen multinationaler Unternehmen stark schwankt, stagnierte es. In den beiden Vorquartalen war die Wirtschaftsleistung des Euroraums, ebenfalls ohne Irland gerechnet, noch leicht gewachsen. Zu der anhaltenden Wachstumsschwäche trugen verschiedene Belastungen bei, darunter die schwache Auslandsnachfrage, die geldpolitische Straffung und die Nachwirkungen der Angebotsschocks insbesondere auf den Energiemärkten. Davon waren alle Verwendungskomponenten betroffen, allerdings in unterschiedlichem Ausmaß. Entstehungsseitig setzte sich die Talfahrt der Industrie fort, während die Dienstleistungen abermals leicht zulegten. Die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für die nähere Zukunft bleiben verhalten, da die Belastungen nur langsam nachlassen.

*Privater Verbrauch zurückhaltend*

Der private Verbrauch nahm im Sommerquartal 2023 wohl leicht zu. Ausschlaggebend hierfür dürfte ein weiterer Zuwachs der realen verfügbaren Einkommen gewesen sein, der anders als in den beiden Vorquartalen auch ausgabenwirksam wurde. Besonders beim Dienstleistungskonsum und hier beim Konsum von Leistungen des Gastgewerbes gab es wohl Zuwächse. Zudem stieg die Zahl der Kfz-Neuzulassungen spürbar. Dabei dürfte auch die nun

wieder deutlich bessere Verfügbarkeit von neuen Kfz und die Förderung des Kaufs von Elektrofahrzeugen in verschiedenen Mitgliedsländern eine wichtige Rolle gespielt haben. Die preisbereinigten Einzelhandelsumsätze sanken hingegen recht deutlich. Einer stärkeren Ausweitung des privaten Verbrauchs stand eine erneute Eintrübung des Verbrauchervertrauens entgegen. So wird die weitere Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage und der eigenen Finanzlage ungünstiger eingeschätzt. Die Sparquote der privaten Haushalte dürfte ihr Vorpandemieniveau weiterhin merklich übertroffen haben.

Die Investitionen wurden im dritten Vierteljahr wohl noch einmal leicht ausgeweitet.<sup>7)</sup> Die Aufwendungen für Informations- und Kommunikationstechnologien sowie geistiges Eigentum dürften weiter gestiegen sein. Auch bei den sonstigen Ausrüstungen gab es wohl Zuwächse, wozu die größere Verfügbarkeit von Fahrzeugen und die verstärkten Investitionen in Klimaschutz, Digitalisierung und Verteidigung beitrugen. Die Inlandsumsätze der Produzenten von Kapitalgütern legten im Juli und August preisbereinigt jedenfalls deutlich zu. Die Bauinvestitionen dürften hingegen insgesamt erneut gesunken sein. Die Bauleistung nahm im Juli und August etwas ab. Insbesondere im Wohnungsbau gab es vermutlich ein deutliches Minus. Besser hielt sich anscheinend der Wirtschaftsbau, der von Infrastrukturprojekten in der Energiewirtschaft und für den Klimaschutz profitierte.

*Investitionen abermals zugelegt*

Die Warenexporte des Euroraums in Drittländer sanken im dritten Vierteljahr preisbereinigt wohl erneut. Dabei kamen zu der Schwäche der Konjunktur in verschiedenen Regionen die Auswirkungen der Aufwertung des Euro in der ersten Jahreshälfte hinzu. Gleichzeitig verschlechterte sich laut Umfragen der Europäischen Kommis-

*Anhaltend schwacher Warenhandel mit Drittländern*

<sup>7</sup> Ohne Irland. Der statistische Ausweis der Investitionen insgesamt, insbesondere jener in geistiges Eigentum, wird dort seit mehreren Jahren wesentlich von Dispositionen multinationaler Unternehmen beeinflusst. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018).

sion die Wettbewerbsposition der Unternehmen im Euroraum sehr deutlich. Nach Regionen gaben vor allem die Exporte nach China und in das Vereinigte Königreich merklich nach. Dagegen legten die Ausfuhren in die USA kräftig zu. Die Dienstleistungsexporte sanken den Zahlungsbilanzangaben zufolge wohl erstmals in diesem Jahr. Die Wareneinfuhren aus Drittländern gaben im dritten Quartal preisbereinigt noch stärker nach. Auch die Importpreise sanken.

*Talfahrt im Verarbeitenden Gewerbe setzt sich fort*

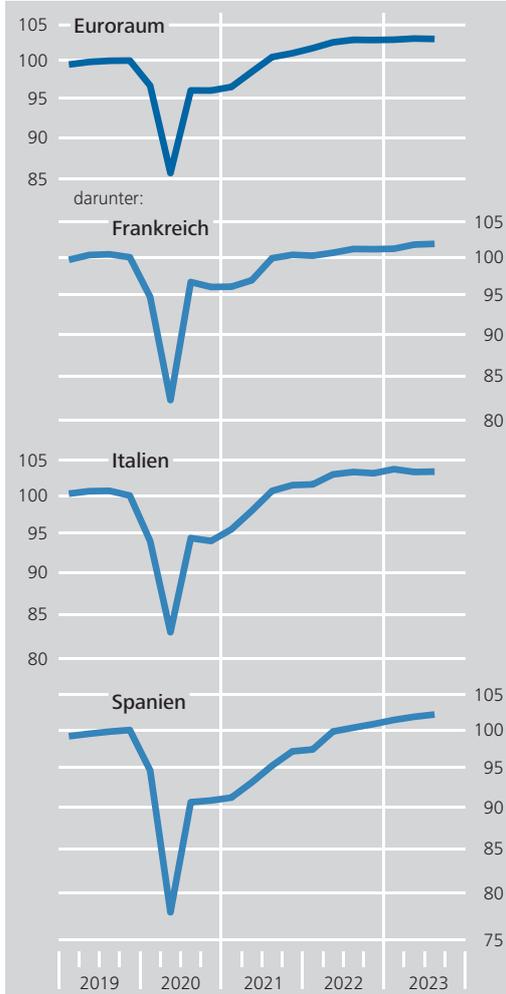
Die Talfahrt im Verarbeitenden Gewerbe setzte sich im dritten Vierteljahr fort. Der Produktionsrückgang war breit angelegt, fiel jedoch bei Investitionsgütern und Vorleistungen am stärksten aus. Während sich in besonders energieabhängigen Sektoren wie der chemischen Industrie eine Bodenbildung andeutete, wurde die Kfz-Produktion zum ersten Mal seit Anfang 2021 wieder eingeschränkt. Eine maßgebliche Rolle spielte hier das schwache Exportgeschäft. Die Auslandsumsätze in Drittländern sanken preisbereinigt besonders stark. Die Produktionshemmnisse durch Materialengpässe dürften hingegen den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge kaum mehr ins Gewicht fallen. Auch der Arbeitskräftemangel ließ etwas nach. Bremsend könnten hingegen weiterhin die hohen Kosten von Vorleistungen wirken. Die industriellen Erzeugerpreise gingen zwar ebenso wie die Importpreise im Vorquartalsvergleich zurück, Energie und Vorleistungen sind jedoch weiterhin deutlich teurer als vor zwei Jahren. Die Kapazitätsauslastung sank zwischen Juli und Oktober weiter unter den langfristigen Durchschnitt.

*Eintrübung bei den Dienstleistern*

Die Dienstleistungskonjunktur dürfte sich im dritten Vierteljahr weiter abgeschwächt haben. Die Nachholeffekte im Tourismus laufen zunehmend aus. Gleichzeitig flachte sich die Aufwärtsbewegung in einigen unternehmensnahen Dienstleistungen und im Grundstückswesen spürbar ab. Die Informations- und Kommunikationsbranche setzte ihre kräftige Expansion hingegen wohl weiter fort.

### Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum

reales BIP, 4. Vj. 2019 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Die Wachstumsschwäche ist im Euroraum regional breit angelegt. In den meisten Mitgliedsländern ließ das Wachstumstempo im dritten Vierteljahr nach. Die Heterogenität blieb jedoch ausgeprägt. Wesentliche Faktoren hierfür waren Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur, insbesondere hinsichtlich der Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes und des Außenhandels. Zudem unterschied sich die Entwicklung der Kaufkraft der privaten Haushalte, wozu auch Unterschiede in der Lohn- und Preisentwicklung beitrugen.

*In den meisten Mitgliedsländern Verlangsamung des BIP-Wachstums*

In Frankreich verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im dritten Vierteljahr laut der ersten

## Triebkräfte des europäischen Gaspreises

Erdgas kostet in Europa zum Beginn der Heizperiode 2023/24 nur etwa halb so viel wie im vergangenen Jahr. Ursächlich hierfür dürften neben dem gesunkenen Gasverbrauch und der verringerten Abhängigkeit von russischen Lieferungen auch die fast vollständig gefüllten Gasspeicher sein.

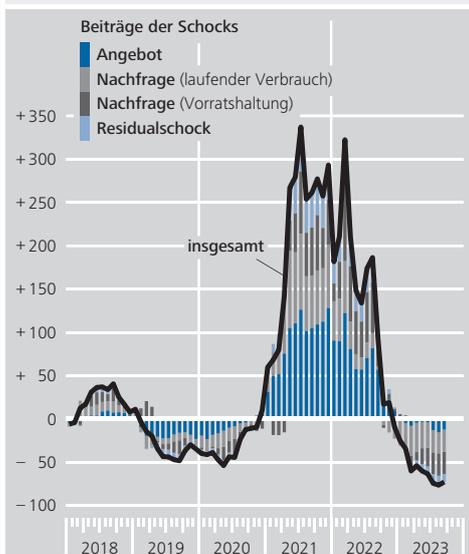
Eine Analyse der Bewegungen des europäischen Erdgaspreises (TTF) mittels eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR) verdeutlicht die Bedeutung dieser verschiedenen Triebkräfte.<sup>1)</sup> Der Schätzung zufolge standen hinter dem starken Preisanstieg seit Anfang 2021 vor allem angebotsseitige Faktoren.<sup>2)</sup> Bereits vor Beginn des Ukrainekriegs verliehen diese dem Gaspreis Auftrieb. Hier spiegelt sich, dass der russische Erdgaskonzern Gazprom schon 2021 deutlich weniger Gas in die EU lieferte

als üblich.<sup>3)</sup> Nachfrageseitige Faktoren spielten aber auch eine wichtige Rolle. Mit der wirtschaftlichen Erholung zog nach dem pandemiebedingten Einbruch die globale Gasnachfrage an. Zudem wurde in einer Reihe von Ländern die Stromerzeugung aus alternativen Quellen wie Wasserkraft witterungsbedingt beeinträchtigt und teilweise durch Gas kompensiert.<sup>4)</sup>

Nach dem Beginn des Ukrainekriegs trieben weitere Kürzungen russischer Gaslieferungen sowie die Sorge vor einem kompletten Lieferstopp die Preise zusätzlich nach oben. Nachfrageseitig ergab sich zwar eine gewisse Entlastung durch die Verbrauchseinschränkungen von Industrie und Haushalten. Gleichzeitig wurde aber vergleichsweise viel Gas für die Stromerzeugung eingesetzt, unter anderem um den zeitweiligen Ausfall französischer Kernkraftwerke zu kompensieren.<sup>5)</sup> Nach dem Winterhalbjahr 2021/22 waren die europäischen Gasspeicher weitgehend geleert; sie mussten daher zur Vorsorge für die Heizperiode 2022/23 nahezu vollständig befüllt werden.<sup>6)</sup> Infolge dieser

### Historische Schockzerlegung der Veränderung des europäischen Erdgaspreises (TTF)<sup>1)</sup>

Veränderungen gegenüber Vorjahr, Abweichungen vom modellimplizierten Mittelwert in %-Punkten, monatlich



Quellen: ICE, Eurostat, Gas Infrastructure Europe und eigene Berechnungen. \* Aus einem strukturellen VAR-Modell mit Vorzeichenrestriktionen abgeleitete Beiträge identifizierter Schocks.

Deutsche Bundesbank

1 Das Modell umfasst vier saisonbereinigte Indikatoren für die EU: den mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) inflationsbereinigten Gaspreis (TTF), die Gasspeicherstände sowie die Gasimporte und den Gasverbrauch. Mittels Vorzeichenrestriktionen werden zwei Nachfrageschocks (laufender Verbrauch und Vorratshaltung) sowie ein Angebotsschock identifiziert. Die Wahl von Vorzeichenrestriktionen orientiert sich an Kilian und Murphy (2014), die die Rolle ähnlicher Treiber für den Ölpreis untersuchten. Das Modell wird mit monatlichen Daten für den Zeitraum von Februar 2011 bis September 2023 geschätzt.

2 Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch eine empirische Untersuchung für den deutschen Gasmarkt. Vgl.: Güntner et al. (2023).

3 Vgl.: ENTSOG (2023).

4 Vgl.: Internationale Energieagentur (2021).

5 Vgl.: Internationale Energieagentur (2022).

6 Gemäß einer EU-Verordnung sollten die unterirdischen Gasspeicheranlagen bis zum 1. November jeden Jahres auf nationaler Ebene mindestens zu 90 % ihrer Kapazität befüllt sein. Vgl.: Rat der Europäischen Union (2022).

Entwicklungen stieg der TTF in der Spitze auf 314 € je Megawattstunde im August 2022, rund dem 15-fachen des mittleren Preises der vorangegangenen Dekade.

Die Preisrückgänge seit dem vergangenen Winter werden von der Schätzung vor allem auf eine schwächere Gasnachfrage zurückgeführt. Dahinter dürften insbesondere die Einsparungen von Industrie, Haushalten und Stromerzeugern stehen, die durch eine günstige Witterung unterstützt wurden. Auch ließen angebotsseitige Störungen nach. Beispielsweise nahm ein bedeutendes Flüssiggasterminal in den USA wieder den Betrieb auf.

Dank anhaltender Einsparungen und fast vollständig gefüllter Gasspeicher stehen die Chancen gut, dass in der Heizperiode 2023/24 drastische Preisspitzen vermieden werden können. Allerdings könnte besonders

kaltes Winterwetter den Gasverbrauch und den Gaspreis nach oben treiben. Ein weiteres Risiko wäre der vollständige Ausfall der Gaslieferungen aus Russland.<sup>7)</sup> Erst die spürbare Ausweitung des globalen Flüssiggasangebots, welche die Internationale Energieagentur aufgrund der Investitionen der letzten Jahre für das Jahr 2026 erwartet, dürfte die Versorgungslage auf dem globalen Gasmarkt nachhaltig entspannen.<sup>8)</sup>

---

<sup>7</sup> Der russische Anteil an den europäischen Gasimporten via Pipeline lag 2023 noch bei 15 %. Bei den Flüssiggasimporten lag der Anteil zuletzt bei rund 12 %. Vgl.: Zachmann et al. (2023).  
<sup>8</sup> Vgl.: Internationale Energieagentur (2023).

*Wachstum der französischen Wirtschaft an Schwung verloren*

Schätzung deutlich von 0,6 % auf 0,1 %. Diese Abschwächung kam wesentlich vom Außenhandel. Waren- wie Dienstleistungsexporte sanken spürbar. Die inländische Nachfrage hingegen legte zu. Dies galt insbesondere für den privaten Verbrauch. Aber auch die Investitionen stiegen verstärkt an, vor allem bei Ausrüstungen. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes sank etwas, und der Dienstleistungssektor verlor spürbar an Schwung. Die Bauleistung stagnierte nach zwei Quartalen mit Rückgängen.

*Wirtschaftsleistung in Italien stagniert*

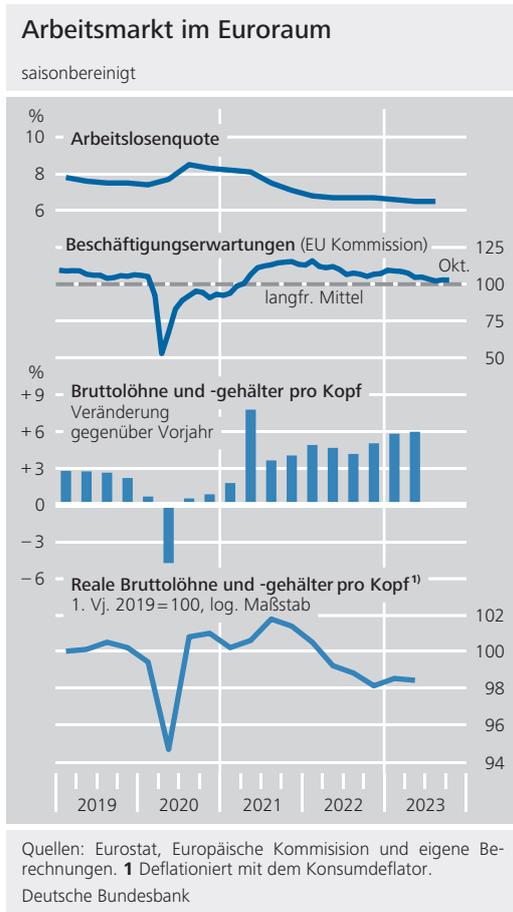
In Italien stagnierte die gesamtwirtschaftliche Aktivität den vorläufigen Angaben zufolge im dritten Vierteljahr, nachdem sie im Vorquartal um 0,4 % gesunken war. Stützend wirkte dabei der Außenhandel. Die Ausfuhren hielten sich wohl recht gut. Die heimische Nachfrage dämpfte das Wirtschaftswachstum hingegen erneut. Insbesondere die Bauinvestitionen dürften weiter gesunken sein. Unterstützende fiskalische Maßnahmen laufen nach und nach

aus. Entstehungsseitig legte die Industrieproduktion nach mehreren Quartalen der Schwäche wieder zu. Die Aktivität der Dienstleister stagnierte allerdings.

In Spanien schwächte sich das Wirtschaftswachstum nur leicht ab. Das reale BIP stieg im dritten Vierteljahr 2023 laut der ersten Schätzung um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren deutliche Impulse vom privaten Verbrauch, hinter denen der kräftige Anstieg der verfügbaren Einkommen und die frühzeitige Beruhigung des Preisanstiegs standen. Auch ist die Arbeitslosigkeit weiterhin auf einem historischen Tiefstand. Rückläufig waren hingegen die Aufwendungen für Investitionen, vor allem wegen spürbar schrumpfender Bauinvestitionen. Auch der Außenhandel ließ merklich nach, wobei die Ausfuhren stärker sanken als die Einfuhren.

*Weiterer spürbarer Anstieg des BIP in Spanien*

Merkliche Zuwächse des realen BIP wurden in Belgien, Lettland und Zypern verzeichnet; in der



*Spürbare Unterschiede auch in den kleineren Mitgliedsländern*

Slowakei gab es ein kleines Plus. In den anderen Mitgliedsländern schrumpfte die Wirtschaftsleistung. Sehr deutlich nahm die Aktivität in Irland, Österreich und Finnland ab; moderate Rückgänge wurden in den Niederlanden, Portugal, Litauen und Estland verzeichnet.

*Lage am Arbeitsmarkt weiterhin günstig*

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb insgesamt günstig. Zwar stieg die Arbeitslosenquote im September leicht an, sie ist mit 6,5 % aber weiterhin für den Euroraum sehr niedrig. Die Zahl der Beschäftigten legte zudem noch einmal spürbar zu. Unternehmen erwarten auch für die kommenden Monate einen anhaltenden Beschäftigungsaufbau. Das Lohnwachstum dürfte sich im Sommerquartal leicht abgeschwächt haben. Mit zu erwartenden 4 % bis 5 % gegenüber dem Vorjahr übertrifft es aber weiterhin deutlich die Raten der Vorpandemiezeit. Angesichts der anhaltend hohen Auslastung der Arbeitsmärkte und der erheblichen Reallohneinbußen der letzten zwei Jahre dürfte der Lohn- druck vorerst hoch bleiben.

Im dritten Vierteljahr verstärkte sich der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe wieder leicht, nachdem er sich in den beiden Vorquartalen deutlich abgeschwächt hatte. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) stieg saisonbereinigt merklich um 1,0 % gegenüber dem Frühjahr. Hierfür waren sowohl die gestiegenen Energiepreise als auch die immer noch hohe Preisdynamik bei anderen Waren und bei Dienstleistungen verantwortlich.

*Wieder etwas stärkerer Preis- auftrieb im dritten Quartal*

Die jährliche Teuerungsrate sank gleichwohl um 1,2 Prozentpunkte auf 5,0 % im Durchschnitt des Sommerquartals. Dabei spielte ein Basis- effekt eine wichtige Rolle, da vor einem Jahr die Energiepreise besonders kräftig gestiegen waren. Nahrungsmittel und andere Waren verteuerten sich wegen der rückläufigen Rohstoff- preise und der nachlassenden Preissteigerungen auf den vorgelagerten Stufen nicht mehr ganz so stark wie im Vorjahr. Bei den Dienstleistungs- preisen vergrößerte sich der Vorjahresabstand dagegen leicht.<sup>8)</sup> Dennoch sank die Kernin- flationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel merklich um 0,4 Prozentpunkte auf 5,1 %. Auch andere Maße der zugrunde liegenden Inflation, wie etwa die Kernrate ohne die volatilen Kom- ponenten Reisen und Bekleidung, gingen etwas zurück. Sie lagen aber ebenfalls weiterhin er- heblich oberhalb ihres längerfristigen Durch- schnitts.

*Inflationsrate stark rückläufig, auch wegen Sondereffekten; Kerninflations- rate noch immer hoch*

Im Oktober 2023 stiegen die Verbraucherpreise saisonbereinigt nur marginal an. Während die Preise für Industrieerzeugnisse stagnierten, glichen Preisnachlässe bei Energie Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Dienstleis- tungen nahezu vollständig aus. Im Vorjahresver- gleich ließ die Teuerung im Euroraum erwar- tungsgemäß deutlich um 1,4 Prozentpunkte auf 2,9 % nach. Hierzu trug bei, dass die Preise für Energie auch im Oktober des letzten Jahres außerordentlich stark gestiegen waren. Die Kernrate sank nochmals etwas auf 4,2 %.

*Im Oktober Inflationsrate erwartungs- gemäß weiter kräftig zurück- gegangen*

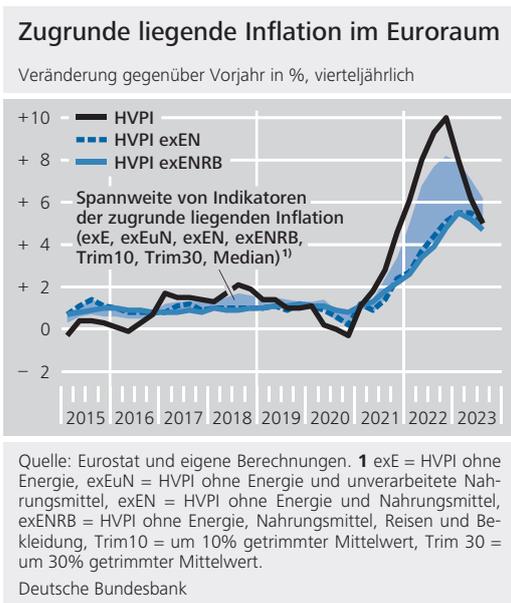
<sup>8</sup> Das lag auch am erhöhenden Basiseffekt durch das in Deutschland im Sommer 2022 vorübergehend eingeführte Neun-Euro-Ticket. Vgl. S. 59.

*Zunächst keine  
 Wachstums-  
 verstärkung  
 zu erwarten*

Die Wachstumsaussichten für den Euroraum bleiben zunächst verhalten. Von der Weltwirtschaft sind vorerst keine größeren Impulse zu erwarten, und im Inland kommen die hemmenden Effekte der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen verstärkt zum Tragen. Dies betrifft vor allem die Wohnungsbauinvestitionen, aber auch andere Ausgabenkategorien. Der private Konsum dürfte nur zögerlich Tritt fassen. Die kräftigen Lohnanstiege werden bei rückläufiger Inflationsrate zwar einen merklichen Zuwachs der Kaufkraft der privaten Haushalte zur Folge haben, die erneute Eintrübung des Verbrauchervertrauens im Sommer spricht aber dafür, dass die Sparneigung hoch bleibt. Auch die Unternehmensbefragungen deuten auf eine Fortsetzung der Wachstumsschwäche hin. Das gesamtwirtschaftliche Geschäftsklima trübte sich im Oktober weiter ein. In der Industrie scheint nun zwar eine Talsohle erreicht worden zu sein, die Stimmung der Dienstleister und der Bauwirtschaft verschlechterte sich aber bis zuletzt.

*Wohl Besserung  
 im kommenden  
 Jahr*

Mit einer spürbaren Wachstumsverstärkung ist erst dann zu rechnen, wenn die verschiedenen Belastungen nachlassen. Dies sollte im kom-



menden Jahr der Fall sein. Der Großteil der zur Eindämmung der Inflation notwendigen geldpolitischen Straffung dürfte hinter uns liegen. Die zu erwartenden Zuwächse beim realen verfügbaren Einkommen sollten den privaten Verbrauch spürbar beleben. Auch von der Auslandsnachfrage dürften dann wieder stärkere Impulse ausgehen.

## ■ Literaturverzeichnis

Board of Governors of the Federal Reserve System (2023), FOMC Projections materials, accessible version, 20. September 2023, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20230920.htm>.

Deutsche Bundesbank (2023), Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern: alte Probleme und neue Herausforderungen, Monatsbericht, Juli 2023, S. 61–74.

Deutsche Bundesbank (2021), Zu den möglichen Auswirkungen eines starken Abschwungs auf dem chinesischen Immobilienmarkt, Monatsbericht, November 2021, S. 14 f.

Deutsche Bundesbank (2018), Aktivitäten multinationaler Unternehmensgruppen und nationale Wirtschaftsstatistiken, Monatsbericht, Oktober 2018, S. 67–81.

ENTSOG (2023), Transmission capacity map, <https://transparency.entsog.eu/#/map>.

Güntner, J., M. Reif und M. Wolters (2023), Sudden Stop: Supply and Demand Shocks in the German Natural Gas Market, Diskussionspapier des Deutschen Bundesbank, im Erscheinen.

Internationale Energieagentur (2023), Medium-Term Gas Report 2023.

Internationale Energieagentur (2022), Gas Market Report, Q4–2022.

Internationale Energieagentur (2021), Gas Market Report, Q4–2021.

Internationaler Währungsfonds (2023), World Economic Outlook: Navigating Global Divergencies, Oktober 2023.

Kilian, L. und D. P. M. Murphy (2014), The Role Of Inventories And Speculative Trading In The Global Market For Crude Oil, Journal Of Applied Econometrics, Vol. 29 (3), S. 454–478.

Rat der Europäischen Union (2022), Verordnung (EU) 2022/1032 des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1938 und (EG) Nr. 715/2009 im Hinblick auf die Gasspeicherung, 29. Juni 2022.

Weltbank (2023), Commodity Markets Outlook: Under the Shadow of Geopolitical Risks, Oktober 2023.

Zachmann, G., G. Sgaravatti und B. McWilliams (2023), European natural gas imports, Bruegel Datasets, <https://www.bruegel.org/dataset/european-natural-gas-imports>.