

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weiterhin
verhaltene
Expansion der
globalen Wirt-
schaftsleistung*

Die Weltwirtschaft hat wohl auch im Sommer verhalten expandiert. Eine spürbare Verlangsamung des Wirtschaftswachstums oder gar ein Einbruch der globalen Konjunktur, wie er in der öffentlichen Diskussion mit Blick auf die Entwicklung in einigen Schwellenländern gelegentlich befürchtet worden ist, zeichnen sich nicht ab. Speziell in Bezug auf China hatten Konjunktursorgen im Zusammenhang mit Finanzmarkturbulenzen zugenommen. Nach offiziellen Angaben aber zog dort das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in realer Rechnung ähnlich stark an wie im zweiten Vierteljahr (nominal betrachtet verringerte sich das Wirtschaftswachstum allerdings merklich). Die Wirtschaftsleistung in den USA legte zwar erheblich schwächer zu als im zweiten Quartal. Jedoch verzerrt das außergewöhnlich hohe Frühjahrsergebnis den Vergleich. Zudem verdeckt der dämpfende Einfluss der Vorratsdynamik eine erneut recht kräftige Aufwärtsbewegung der inländischen Endnachfrage. Auch im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich expandierte das reale BIP im Sommer nicht mehr ganz so schwungvoll wie im Quartal zuvor. Für Japan lagen bei Abschluss dieses Berichts noch keine Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) vor. Nach dem konjunkturellen Rückschlag im Frühjahr ist dort vermutlich erst für das laufende Quartal mit einer spürbaren Besserung der Konjunktur zu rechnen. Insgesamt erweist sich die Aufwärtsbewegung der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften als robust. Die Situation in den Schwellenländern scheint sich entgegen mancherorts geäußerter Befürchtungen nicht weiter verschlechtert zu haben.

Kurzfristindikatoren zufolge bislang keine nachhaltige Besserung der globalen Konjunktur

Kurzfristige Wirtschaftsindikatoren bestätigen den Eindruck, dass eine nachhaltige Besserung der globalen Konjunktur bislang ausgeblieben ist. Den Angaben des niederländischen Centraal Planbureau zufolge konnte zwar das Welthan-

delsvolumen an Waren im Monatsdurchschnitt Juli/August gegenüber dem niedrigen Frühjahrsniveau spürbar zulegen. Es blieb jedoch im Verhältnis zum Stand vom Jahresende 2014 gedrückt. Der Anstieg der globalen Industrieproduktion im Mittel der ersten beiden Sommermonate ist vor dem Hintergrund der schwachen ersten Jahreshälfte 2015 ebenfalls zu relativieren. Besonders markant hat die Nachfrageflaute der Schwellenländer in den vergangenen Quartalen auf den Kfz-Markt durchgeschlagen (siehe Erläuterungen auf S. 12 ff.). Staatliche Kaufanreize haben aber zuletzt den Absatz neuer Kfz in China belebt. Die Probleme des VW-Konzerns scheinen bislang den globalen Neuwagenmarkt nicht beeinträchtigt zu haben.

Die weiterhin moderate Weltkonjunktur spiegelt sich in der aktuellen Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) im World Economic Outlook (WEO) vom Oktober wider. Im Vergleich zum Update vom Juli hat der IWF seine Projektionen für das globale Wirtschaftswachstum (auf Basis kaufkraftparitätischer Gewichte) in diesem und im nächsten Jahr um jeweils 0,2 Prozentpunkte auf + 3,1% und + 3,6% reduziert. Dabei sind insbesondere die Vorausschätzungen für einige Rohstoffe extrahierende Länder kräftig zurückgenommen worden, nämlich Brasilien, die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), aber auch Kanada. Im Hinblick auf China hat der IWF seine Wachstumsprojektionen für beide Jahre nun bereits in der dritten Prognoserunde in Folge unverändert gelassen.

Seit 2011 hat der IWF – ebenso wie andere Beobachter – die Aussichten der Weltwirtschaft immer wieder zu optimistisch eingeschätzt. Die jüngsten Abwärtskorrekturen fügen sich damit in ein Muster vorangegangener Revisionen ein.¹⁾ Sogar noch im April 2015 war für das lau-

*Erneute
Abwärtsrevision
der globalen
Wachstums-
projektionen
des IWF*

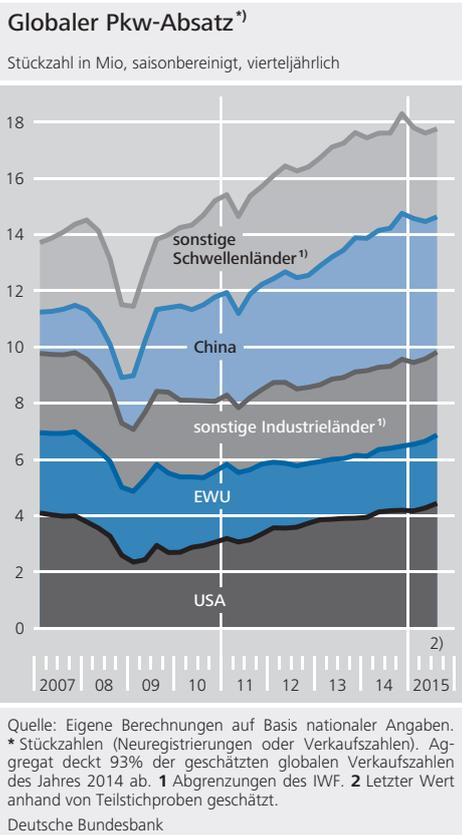
*Tempowechsel
der Weltwirt-
schaft auf
Rohstoffe extra-
hierende Volks-
wirtschaften
zurückzuführen*

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Korrekturen der globalen Wachstumsprojektionen in den vergangenen Jahren, Monatsbericht, November 2014, S. 12 ff.

Zur Entwicklung des globalen Pkw-Absatzes und den Implikationen für die Weltkonjunktur

Für eine Einschätzung der Weltkonjunktur kann am aktuellen Rand nur auf eine geringe Zahl globaler Indikatoren zurückgegriffen werden. Sieht man von umfragebasierten Größen wie den Einkaufsmanagerindizes ab, liegen solche Maße, wie etwa die Schätzungen des niederländischen Centraal Planbureaus (CPB) zur globalen Industrieproduktion und zum Welthandel, zudem relativ spät vor.¹⁾ Anders ist dies beim Pkw-Absatz. Für nahezu alle bedeutenden Volkswirtschaften werden im Verlauf des Folgemonats – teils bereits wenige Tage nach Ende eines Monats – Informationen zu Verkaufszahlen oder Neuregistrierungen veröffentlicht.²⁾ Auch stellt sich hier kein Aggregationsproblem, da Angaben zum Pkw-Absatz in der Regel auf Stückzahlen abzielen und somit über die Länder hinweg einfach summiert werden können.³⁾

Eine entsprechende Rechnung zeigt, dass die weltweiten Verkaufszahlen bis zum Jahresende 2014 einem vergleichsweise stetigen Aufwärtstrend folgten, der lediglich im Jahr 2008 durch den scharfen Einbruch im Umfeld der globalen Wirtschaftskrise unterbrochen wurde.⁴⁾ Hinter diesem Verlauf stehen heterogene Entwicklungen in einzelnen Ländergruppen. So wurden in den weitgehend gesättigten Märkten der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Einbußen nach der Krise nur sehr zögerlich wettgemacht.⁵⁾ In der Gruppe der Schwellenländer wurden dagegen durchweg kräftige Zuwächse erzielt, sodass der Vorkrisenstand bereits im Frühjahr 2009 übertroffen wurde. Hierfür war insbesondere die hohe Dynamik in China ausschlaggebend. Insgesamt stieg der Anteil der Schwellenländer am globalen Pkw-Absatz daher von gut einem Viertel im Jahresdurchschnitt 2006 auf knapp die Hälfte im Jahr 2014.



1 Das CPB veröffentlicht seine Hochrechnungen etwa sieben Wochen nach Monatsende.

2 Die Analyse basiert auf Angaben zu 34 Fortgeschrittenen Volkswirtschaften und 19 Schwellenländern gemäß der Klassifikation des Internationalen Währungsfonds. Laut Schätzungen des Weltverbands der Automobilverbände OICA entfielen im Jahr 2014 93% des globalen Pkw-Absatzes auf diesen Länderkreis. Im gleichen Jahr wurden in den berücksichtigten Volkswirtschaften neun Zehntel des weltweiten Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftet.

3 Dies wird allerdings mit Interpretationsproblemen erkaufte, falls keine Strukturkonstanz vorliegt (wenn sich bspw. der Anteil höherwertiger Fahrzeuge ändert). Gewisse Einschränkungen ergeben sich bei der Berechnung des globalen Pkw-Absatzes zudem aus nicht vollständig vergleichbaren Konzepten. So werden z. T. tatsächliche Verkaufszahlen an Endkunden (z. B. in den USA), Neuzulassungen (bspw. im Euro-Raum) oder Auslieferungen an Händler (China) erfasst. Weitere Unterschiede gibt es bei den einbezogenen Fahrzeugklassen. Auch fehlen bei einigen Ländern saisonbereinigte Angaben. Die entsprechenden Zeitreihen wurden saisonbereinigt.

4 Ein temporärer Rückschlag wurde zudem im Frühjahr 2011 infolge des Tōhoku-Erdbebens in Japan verzeichnet, welches weltweit zu Produktionsausfällen und Lieferengpässen im Automobilssektor führte.

5 Für die Gruppe der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde das Niveau des Schlussquartals 2007 erstmals im Sommer des laufenden Jahres übertroffen.

Seit dem Jahreswechsel 2014/2015 lässt der Pkw-Absatz in den Schwellenländern nach. In China konnte im Zuge der allgemeinen Wachstumsverlangsamung das erhöhte Absatzniveau des vierten Quartals 2014 nicht gehalten werden. Zudem brachen in Brasilien und Russland, die sich beide in einer Rezession befinden, die Verkaufszahlen ein. Wie in konjunkturellen Schwächephasen üblich, stellten private Haushalte die Anschaffung langfristiger Konsumgüter zurück. Im dritten Quartal 2015 lagen die saisonbereinigten Verkaufszahlen in den Schwellenländern daher insgesamt um 9% unter dem (allerdings besonders hohen) Stand des Schlussquartals 2014. Obwohl sich in den Industrieländern der Erholungsprozess fortsetzte, sanken auch die weltweiten Absatzzahlen merklich.⁶⁾

Insgesamt steht die Entwicklung am Pkw-Markt somit im Einklang mit der auch durch andere Indikatoren angezeigten Schwäche der globalen Industrie. Trägt man der größeren Volatilität der Verkaufszahlen durch eine Standardisierung Rechnung, wird deutlich, dass der Kfz-Absatz markante Bewegungen der weltweiten Industrieproduktion wie den krisenhaften Einbruch im Jahr 2008, die folgende Erholung sowie das verhaltene Tempo der letzten Jahre zuverlässig angezeigt hat. Aufgrund des zeitlichen Vorlaufs in der Datenverfügbarkeit können Angaben zum globalen Pkw-Absatz somit eine wichtige Rolle als Indikator der globalen Industriekonjunktur und auch der wirtschaftlichen Erzeugung insgesamt spielen. Allerdings reflektiert der Pkw-Markt nicht nur gesamtwirtschaftliche Auf- und Abwärtsbewegungen, sondern auch sektorspezifische Entwicklungen.⁷⁾

Da die Kfz-Herstellung im Einklang mit dem Prinzip der internationalen Arbeitsteilung im Vergleich zur Nachfrage räumlich deutlich stärker konzentriert ist, können ausgeprägte Bewegungen in den weltweiten Verkaufszahlen in der Industrieproduktion einzelner Länder merkbare Spuren hinterlassen. Dies gilt nicht zuletzt für Deutschland, aber auch für Japan, Südkorea sowie einige mittel- und

Globaler Pkw-Absatz¹⁾ und weltweite Industrieproduktion

Standardisierte Veränderung gegenüber Vorquartal,¹⁾ saisonbereinigt



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis nationaler Angaben und Centraal Planbureau. * Stückzahlen (Neuregistrierungen oder Verkaufszahlen). Aggregat deckt 93% der geschätzten weltweiten Verkaufszahlen des Jahres 2014 ab. **1** Bereinigung um Mittelwert und Standardabweichung, ermittelt über den Zeitraum vom 1. Vj. 2007 bis zum 2. Vj. 2015; ohne Einheit. **2** Letzter Wert für Pkw-Absatz anhand von Teilstichproben geschätzt; für Industrieproduktion Mittelwert Juli/August 2015 gegenüber dem 2. Vierteljahr 2015.

Deutsche Bundesbank

osteuropäische Volkswirtschaften, deren heimische Fertigung die inländische Nachfrage deutlich übersteigt. Hinzu kommt, dass sich die Firmensitze großer Hersteller auf nur wenige Staaten verteilen, zu denen neben den drei erstgenannten Ländern auch China, die USA und Frankreich zählen.⁸⁾ Gerade für die aus Industrieländern stammenden Konzerne dürfte gelten, dass Wertschöpfungsschritte mit hohen Qualifikationsanforderungen wie Forschung und Entwicklung eher in den Heimatländern ver-

6 Im Sommerquartal 2015 unterschritt der globale Pkw-Absatz seinen Stand vom vierten Quartal des Vorjahres saisonbereinigt um knapp 3%, obwohl die Verkaufszahlen in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften um 2¾% zulegten.

7 In diese Kategorie fallen etwa die Verschrottungsprämien, die im Jahr 2009 in mehreren Industrieländern gewährt wurden und wohl in erster Linie zu einer zeitlichen Verlagerung der Nachfrage geführt haben. Vgl.: A. Mian und A. Sufi (2012), The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 Cash for Clunkers Program, The Quarterly Journal of Economics 127 (3), S. 1107–1142.

8 Gemäß OICA entfielen im Jahr 2014 über 95% der weltweiten Produktion auf Hersteller mit Sitz in einem dieser sechs Staaten.

bleiben, sodass dort die gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Segments durch in Stückzahlen ausgewiesene Produktionsstatistiken nicht angemessen widerspiegelt wird. Eine Verschärfung des globalen Absatzrückgangs würde daher die Konjunkturaussichten für diese Volkswirtschaften eintrüben.⁹⁾

Monatliche Daten für den August und September signalisierten zuletzt allerdings, dass die Talsohle bei den Verkaufszahlen in den Schwellenländern bereits durchschritten sein könnte. In China sollten zudem steuerliche Kaufanreize den Pkw-Absatz in den kommenden Monaten stützen. Vor allem aber sind die längerfristigen Perspektiven für den Kfz-Absatz in den Schwellenländern günstig, da dort der Aufholprozess noch nicht abgeschlossen sein dürfte. So waren in den Schwellenländern im Jahr 2013 knapp 80 Pkw je 1 000 Einwohner registriert; in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren es 450 Pkw.¹⁰⁾ Angesichts des bereits

erreichten hohen Motorisierungsgrades und des demografischen Wandels dürfte der mittel- bis langfristige Wachstumspfad des Kfz-Absatzes in den Industrieländern hingegen vergleichsweise flach verlaufen.

⁹ Auch spezifische Probleme einzelner Hersteller könnten die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in diesen Ländern beeinträchtigen. Inwieweit die jüngsten Schwierigkeiten des VW-Konzerns die Konjunktur hierzulande oder anderenorts belasten könnten, lässt sich derzeit allerdings noch nicht abschätzen.

¹⁰ Die Angaben zum Gesamtbestand registrierter Pkw beruhen auf Daten des Automobilverbands OICA, die bis zum Jahr 2013 vorliegen. Motorisierte Zweiräder, denen in vielen Schwellenländern eine hohe Bedeutung zukommt, werden nicht erfasst. Die Bevölkerungsstatistiken spiegeln interpolierte Schätzungen der Vereinten Nationen wider.

fende Jahr eine geringfügige globale Beschleunigung erwartet worden, wohingegen der IWF nunmehr von einer gewissen Verlangsamung ausgeht. Rechnerisch ist diese Abschwächung einer einfachen regionalen Aufgliederung zufolge nahezu ausschließlich auf Lateinamerika und die GUS zurückzuführen (siehe Erläuterungen auf S. 16 f.). Die Volkswirtschaften dort leiden zurzeit stark unter den Folgen des kräftigen Rückgangs der Rohstoffpreise. Bereits das Abklingen der scharfen Rezessionen in Russland und Brasilien würde ausreichen, um den Beitrag der betreffenden Regionen zum globalen Wachstum 2016 wieder spürbar steigen zu lassen. Von dieser Seite her ist aus heutiger Sicht also durchaus eine Festigung der globalen Konjunktur zu erwarten.

Angesichts der nach wie vor großzügigen Marktversorgung und unter dem Eindruck der verbreiteten Konjunktursorgen gaben die Rohstoffpreise im August in US-Dollar gerechnet kräftig nach. Am Kassamarkt wurden für ein

Fass Rohöl der Sorte Brent erstmals seit Januar wieder weniger als 50 US-\$ gezahlt. Bei Abschluss des vorliegenden Berichts belief sich die Spotnotierung auf 45 US-\$, während zukünftige Lieferungen immer noch zu beträchtlichen Aufschlägen gehandelt wurden. Gemäß den HWWI-Indizes haben die Notierungen für Industrierohstoffe weiter nachgegeben. Bei Nahrungs- und Genussmitteln zeichnet sich hingegen eine Festigung der Preise ab.

Der niedrigere Rohölpreis hat sich für die Verbraucher in den Industrieländern entlastend bemerkbar gemacht. Im Vorjahresvergleich ermäßigten sich die Verbraucherpreise leicht um 0,2%. Dies war die erste negative Rate seit Oktober 2009. Dahinter stand ein Rückgang der saisonbereinigten Energiepreise um mehr als 6% innerhalb von drei Monaten. Klammert man Energieträger und Nahrungsmittel aus, zeigt sich ein verhaltener Preisanstieg von 1,3% binnen Jahresfrist. Im Vergleich zum Juni hat diese sogenannte Kernrate sogar etwas zuge-

... schlägt auf Konsumentenstufe durch

legt. Eine breit angelegte Abwärtsbewegung der Verbraucherpreise deutet sich nach wie vor nicht an.

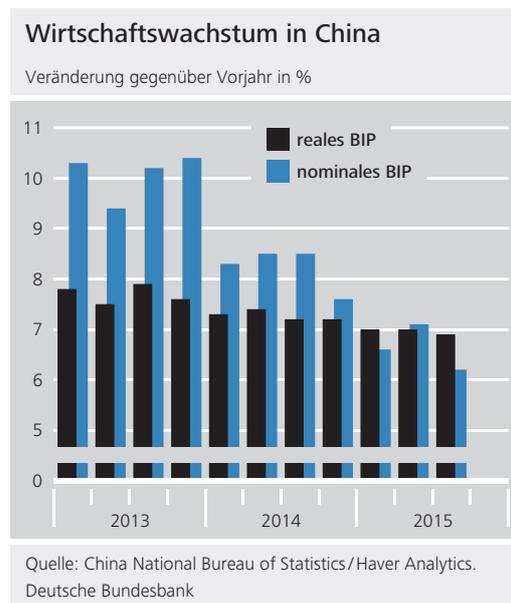
Ausgewählte Schwellenländer

Wirtschaftswachstum in China nach offizieller Schätzung unverändert, ...

Die chinesische Wirtschaftsleistung ist im Berichtszeitraum gemäß der amtlichen Schätzung wie schon im Sommer um 7% binnen Jahresfrist gewachsen. Auch die Vorquartalsrate war saisonbereinigt mit +1¾% unverändert. Dies scheint nahezulegen, dass eine konjunkturelle Verlangsamung, die nach dem massiven Einbruch am Aktienmarkt in den Sommermonaten und dem schwachen Indikatorenbild vielfach befürchtet worden war, bislang ausgeblieben ist. Allerdings hat sich in nominaler Betrachtung das BIP-Wachstum durchaus merklich verringert; die entsprechende Vorjahresrate fiel von 7% im zweiten auf 6¼% im dritten Quartal. Der implizite BIP-Deflator ist demnach zuletzt spürbar zurückgegangen. Es könnte aber sein, dass die offiziellen Angaben sowohl den Anstieg der realen Wirtschaftsleistung als auch den Rückgang der binnenwirtschaftlichen Preiskomponenten überzeichnen.²⁾ Dazu würde passen, dass sich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe im dritten Vierteljahr auf +1,8% verstärkt hat.

... jedoch schwache Importe

Der chinesische Außenhandel hat sich in den vergangenen Monaten weiterhin schwach entwickelt. Die Warenexporte sind dem Wert nach von Januar bis September um knapp 2% (auf US-Dollar-Basis) hinter dem entsprechenden Vorjahresstand zurückgeblieben. Die Ausgaben für Importe haben sich sogar um 15% verringert. Auch nach dem Herausrechnen der markanten Preisrückgänge bei Rohstoffen, die einen erheblichen Teil der chinesischen Einfuhren ausmachen, dürfte noch ein Minus übrig geblieben sein. Vor diesem Hintergrund hat der IWF im aktuellen WEO seine Projektion für das Wachstum der realen Importe in diesem Jahr auf 2½% abgesenkt. Auch für 2016 wird nunmehr von einer deutlich schwächeren Importdynamik ausgegangen.



In Indien ist das reale BIP im zweiten Quartal, bis zu dem VGR-Angaben vorliegen, um 7% gegenüber dem Vorjahresniveau gestiegen. Das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo war damit nur etwas geringer als zum Jahresbeginn. Legt man die verwendungsseitigen Angaben des Statistikamts zugrunde, dann hat sich vor allem der private Konsum als Wachstumsmotor erwiesen. Dieser dürfte von einer Verbesserung der realen Kaufkraft der privaten Haushalte infolge der nachlassenden Teuerung gestützt worden sein. Im dritten Quartal hat die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex (VPI) weiter abwärts tendiert; mit 3,9% wurde der niedrigste Anstieg seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2011 verzeichnet. Zur gedämpften Preisentwicklung trug insbesondere die entspannte Situation auf den heimischen Nahrungsmittelmärkten bei. Angesichts dieser günstigen Bedingungen für den privaten Konsum dürfte sich

Expansion der indischen Wirtschaft vom privaten Konsum getragen

²⁾ Dies liegt daran, dass das chinesische Statistikamt mangels geeigneter Preisindizes für die meisten Sektoren ein vereinfachtes Verfahren zur Deflationierung der nominalen Wertschöpfung verwendet. Vgl.: X. Xu (2009), The Establishment, Reform, and Development of China's System of National Accounts, Review of Income and Wealth, Vol. 55, Issue Supplement s1, S. 442–465. Dabei wird für die Industrie ein Erzeugerpreisindex herangezogen, der derzeit auch den Einfluss rückläufiger Preise für importierte Vorleistungen widerspiegelt. Dadurch wird möglicherweise das reale Wirtschaftswachstum am aktuellen Rand tendenziell überzeichnet, während die binnenwirtschaftliche Preistendenz übertrieben negativ dargestellt wird.

Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und der Rückgang der Rohstoffpreise

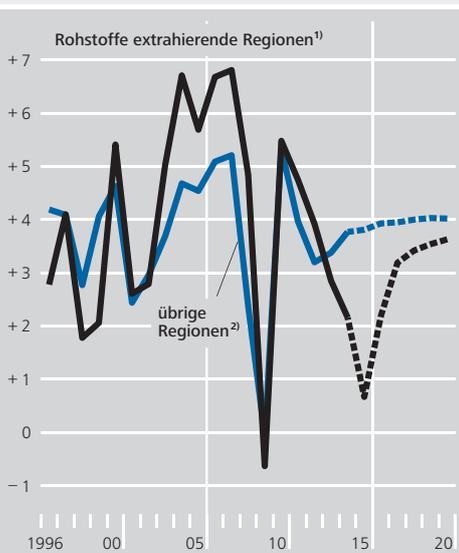
Gemäß den jüngsten Vorausschätzungen aus dem World Economic Outlook (WEO) vom Oktober erwartet der Stab des Internationalen Währungsfonds (IWF), dass sich das globale Wirtschaftswachstum (auf Basis kaufkraftparitätischer Gewichte) von 3,4% im vergangenen Jahr auf 3,1% im noch laufenden Jahr verringert, bevor es sich im Jahr 2016 auf 3,6% verstärkt. Da der IWF sowohl die nationalen Veränderungsdaten als auch die jeweiligen Anteile an der nominalen Wirtschaftsleistung der Welt veröffentlicht, können die rechnerischen Beiträge einzelner Länder oder Regionen zum globalen Wachstum nachvollzogen werden. Zudem lassen sich die Raten zu neuen länderübergreifenden Aggregaten zusammenfassen.

Von besonderem Interesse ist derzeit angesichts des ausgeprägten und teilweise noch anhaltenden Rückgangs der Rohstoffpreise eine Aufteilung in Förder- und Verbrauchsländer. Eine derartige Rechnung zeigt, dass die Abschwächung der globalen Konjunktur im laufenden Jahr ausschließlich den Rohstoffe extrahierenden Regionen¹⁾ geschuldet ist. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) wird in diesem Länderkreis im Jahr 2015 vermutlich nur noch um 0,7% zulegen, verglichen mit + 2,2% im vergangenen Jahr. Allein die erhebliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und in Lateinamerika drückt das globale Wachstum gegenüber dem Jahr 2014 um 0,3 Prozentpunkte. Dahinter stehen insbesondere die schweren Rezessionen in Russland und Brasilien. Bereits das Nachlassen des dortigen Wirtschaftseinbruchs würde ausreichen, um den Beitrag der Rohstoffe produzierenden Regionen zum globalen Wachstum 2016 wieder spürbar steigen zu lassen. Mithin ist es aus heutiger Sicht durchaus plausibel, von dieser Seite her eine Festigung der globalen Konjunktur für das kommende Jahr anzunehmen.

Demgegenüber wird im WEO für die übrige Welt, das heißt für die Fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie die Schwellen- und Entwicklungsländer Asiens und Europas, für das Jahr 2015 ein ebenso kräftiges Wach-

Wirtschaftswachstum nach Länderkreisen¹⁾

Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahr in %



Quelle: IWF World Economic Outlook (WEO), Oktober 2015 und eigene Berechnungen. * Auf Basis kaufkraftparitätischer Gewichte des jeweiligen Vorjahres. Ab 2015 Projektionen des IWF. **1** Gemeinschaft Unabhängiger Staaten, Lateinamerika und Karibik, Naher Osten und Nordafrika (einschl. Pakistan und Afghanistan) sowie Subsahara-Afrika. **2** Fortgeschrittene Volkswirtschaften, asiatische und europäische Schwellenländer.
Deutsche Bundesbank

1 Unter „Rohstoffe extrahierenden Regionen“ wird im Folgenden das Aggregat der Ländergruppen Gemeinschaft Unabhängiger Staaten, Lateinamerika und Karibik, Naher Osten und Nordafrika (einschl. Pakistan und Afghanistan) sowie Subsahara-Afrika in der Abgrenzung des IWF verstanden. Entsprechend bezieht sich der Begriff „übrige Regionen“ auf die Fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie die Schwellen- und Entwicklungsländer in Europa und Asien.

tum veranschlagt wie im Vorjahr (+ 3,8%).²⁾ Für die kommenden Jahre erwartet der IWF eine geringfügige Verstärkung. Das vergleichsweise robuste Wirtschaftswachstum in den überwiegend Rohstoffe verbrauchenden Regionen, die gemäß den kaufkraftparitätischen Gewichten drei Viertel der Weltwirtschaft ausmachen, steht im Widerspruch zu der Vermutung, der Rohstoffpreiserückgang seit Mitte 2014 sei überwiegend das Ergebnis einer schwachen Nachfrage. Ein globaler Konjunkturereinbruch, der wie in den Jahren 2008/2009 zu starken nachfragebedingten Preisabschlägen Anlass geben könnte, ist in den aktuellen Daten nicht zu sehen. Zudem war in der Vergangenheit regelmäßig ein recht enger Gleichlauf zwischen den Expansionsraten in Rohstoffe produzierenden Regionen und dem Rest der Welt zu beobachten gewesen. Das derzeitige Gefälle der regionalen Wachstumsraten passt daher vielmehr zu der These, dass der seit einiger Zeit voranschreitende Preisverfall bei Rohstoffen, insbesondere bei Rohöl, im Wesentlichen auf ein zu großzügiges Angebot zurückzuführen ist.

Zwar zeichnet sich in der Weltwirtschaft auch keine spürbare Beschleunigung ab, mit der vor allem aufgrund des niedrigeren Ölpreises vielfach gerechnet worden ist. Allerdings ist zum Teil frühzeitig vor einer Überschätzung dieses stimulierenden Effekts gewarnt worden.³⁾ Einiges spricht dafür, dass ein Ölpreiserückgang möglicherweise nicht in dem gleichen Maße das Wirtschaftswachstum anregt, wie ein Ölpreisanstieg es belastet.⁴⁾ Ein Präzedenzfall könnte der Preisrutsch des Jahres 1986 gewesen sein, der ebenfalls überwiegend angebotsseitig bedingt war und dennoch nicht das Wachstum der US-Wirtschaft zu steigern vermochte.⁵⁾ Zudem scheint speziell in China eine Neuausrichtung der Wirtschaft das derzeitige Wachstum zu dämpfen.

Insgesamt verdeutlicht das ungewöhnliche regionale Wachstumsgefälle, dass die globale Verlangsamung in diesem Jahr eher Reflex des Preisrückgangs bei wichtigen Rohstoffen ist, nicht dessen Ursache. In den betroffenen Ländern waren die hohen Preise früherer Jahre zum Anlass für umfangreiche Kapazitätserweiterungen im Rohstoffsektor genommen worden, die sich nunmehr als Fehlinvestitionen erweisen.⁶⁾ Der daraus folgende notwendige Anpassungsprozess in den Rohstoffe extrahierenden Volkswirtschaften ist sicherlich schmerzhaft. Diesen strukturellen Wandel kann aber eine zusätzliche, temporäre Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in anderen Ländern nicht ersetzen.

2 Dabei kompensiert eine leichte Verstärkung des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern das sich etwas abschwächende BIP-Wachstum in China.

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreiserückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13 ff.

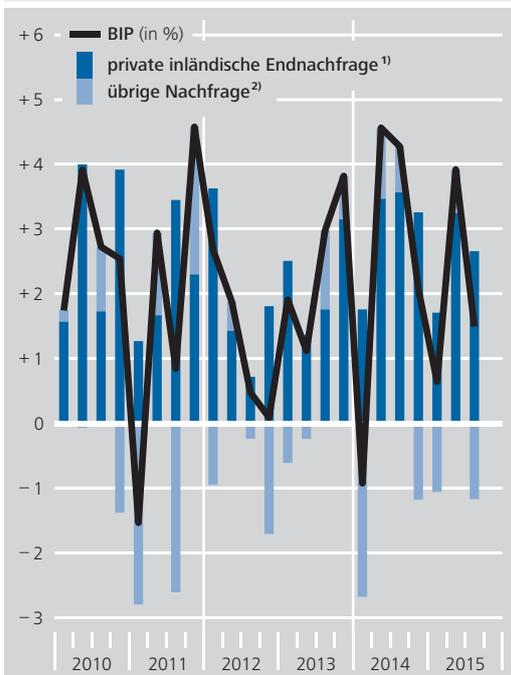
4 Nicht zuletzt im Rahmen der Investitionsentscheidungen von Unternehmen könnte eine scharfe Verbilligung von Rohöl ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor sein. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 29–53.

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Ursachen des Ölpreiserückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 17 f.

6 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern, Monatsbericht, Juli 2015, S. 15–32.

Beiträge zum Wachstum des realen US-BIP gegenüber Vorquartal

%-Punkte, saisonbereinigt, auf Jahresrate hochgerechnet



Quelle: Bureau of Economic Analysis. 1 Privater Verbrauch und private Bruttoanlageinvestitionen. 2 Öffentliche Nachfrage, Vorratsänderungen und Außenbeitrag.
 Deutsche Bundesbank

von administrierten Preisen und Nahrungsmitteln gerechnet war die Rate mit 6,9% zwar niedriger, lag aber immer noch weit über dem geldpolitischen Zielwert der Zentralbank von 4,5%.

In Russland zeichnet sich ein Abflauen der schweren Rezession ab. Nachdem das reale BIP im zweiten Quartal 2015 um 4½% binnen Jahresfrist zurückgegangen war, hat sich dieser Rückstand einer amtlichen Schnellschätzung zufolge im dritten Quartal auf 4% verkürzt. In der Verlaufsbeobachtung könnte die Kontraktion sogar zum Stillstand gekommen sein. Dazu passt, dass sich die Warenimporte, die zum Jahresbeginn eingebrochen waren, zuletzt stabilisiert haben. Allerdings hielt die Abwärtsbewegung der Exporterlöse (in US-Dollar gerechnet) infolge der rückläufigen Preistendenz bei Rohöl und Gas an. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe hat sich zwar nicht weiter verstärkt, die VPI-Rate belief sich im Durchschnitt der Sommermonate aber auf hohe 15,7%.

Anzeichen für Abflauen der Rezession in Russland

die recht schwungvolle Expansion der indischen Wirtschaft im dritten Quartal fortgesetzt haben.

In Brasilien Fortsetzung der gesamtwirtschaftlichen Kontraktion wahrscheinlich

In Brasilien ist das reale BIP nach der offiziellen Schätzung im zweiten Quartal um saisonbereinigt 1¾% gegenüber der Vorperiode geschrumpft, in der es bereits um ¾% abgenommen hatte. Gegenüber dem Höchststand vom Winter 2014 hat sich die Wirtschaftsleistung bislang um 3½% verringert. Zu der deutlichen Kontraktion hat vor allem der Rückgang der Rohstoffpreise beigetragen. Angesichts des in den Sommermonaten beobachteten weiteren Preisverfalls für wichtige Exportrohstoffe dürfte die Rezession auch im abgelaufenen Quartal angehalten haben. Einen zusätzlichen Belastungsfaktor für die Wirtschaft, speziell für die seit 2013 stark rückläufigen Bruttoanlageinvestitionen, stellt die restriktive Geldpolitik dar, mit der die Zentralbank den kräftigen Preisanstieg einzudämmen versucht. Im Durchschnitt des dritten Quartals hat sich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe auf 9,5% erhöht. Ohne die Einflüsse

USA

Einer ersten Schätzung des Statistikamts zufolge zog das preis- und saisonbereinigte BIP in den USA im Sommer gegenüber dem Vorquartal mäßig an (knapp + ½%), nachdem im Frühjahr ein kräftiger Zuwachs zu verzeichnen war (+1%). Ausschlaggebend für die Verlangsamung des BIP-Wachstums war eine deutliche Abschwächung des Lageraufbaus, dessen Tempo in den Vorperioden vergleichsweise hoch gewesen war und einer Korrektur bedurfte. Insofern ist das BIP-Ergebnis für das dritte Quartal nicht isoliert von dem guten Frühjahrsergebnis zu betrachten. Die private inländische Endnachfrage, welche die konjunkturelle Grundtendenz wesentlich prägt, verlor nur wenig an Schwung; sie nahm sogar geringfügig schneller zu als im Schnitt der laufenden Expansionsphase, die im Sommer 2009 eingesetzt hatte. Insbesondere der private Konsum stieg erneut recht kräftig an. Dagegen wurde die Aufwärtsbewegung der Unternehmensinvestitionen durch eine weitere Einschränkung der Investitionsausgaben in der Ölindustrie

Private inländische Endnachfrage erneut schwungvoll

zurückgehalten.³⁾ Alles in allem expandiert die US-Wirtschaft nach wie vor mit einem moderaten Grundtempo. Der Beschäftigungszuwachs der vergangenen Monate hat die Erwerbslosenquote im Oktober auf einen neuen zyklischen Tiefstand von 5,0% gesenkt. Aufgrund der starken Verbilligung von Kraftstoffen überschritten die Konsumentenpreise insgesamt im September nicht ihren Vorjahresstand. Die ohne Energieträger und Nahrungsmittel berechnete (Kern-)Inflationsrate belief sich hingegen auf 1,9%. Die amerikanische Notenbank hat weiterhin davon abgesehen, die außergewöhnlich expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik anzupassen.

Japan

Eine erste amtliche Schätzung für die gesamtwirtschaftliche Erzeugung Japans im dritten Quartal lag bei Abschluss dieses Monatsberichts zwar noch nicht vor. Die gängigen Indikatoren deuten aber an, dass sich nach dem Rückschlag im Frühjahr die Konjunktur im Sommer noch nicht spürbar gebessert hat. Vor allem die Industrieproduktion, die in den Vorperioden einen recht engen Gleichlauf zum realen BIP aufgewiesen hatte, schrumpfte im dritten Jahresviertel erneut erheblich. Auf der Nachfrageseite zeichnete sich zwar eine gewisse Belebung des privaten Konsums ab. Angesichts einer kräftigen Ausweitung der realen Warenimporte hat sie jedoch möglicherweise nicht die Wirtschaftsleistung gesteigert. Fraglich war darüber hinaus, ob von der Vorratsdynamik wie bereits in den Vorquartalen Wachstumsimpulse ausgingen. Nichtsdestoweniger dürfte der zugrunde liegende – im internationalen Vergleich eher flache – Erholungspfad der japanischen Wirtschaft intakt sein. Mit Blick auf die Industrieproduktion erwarteten die Unternehmen der jüngsten Umfrage zufolge eine kräftige Aufwärtsbewegung zum Herbstauftakt. Zudem hielt sich die Erwerbslosenquote in den Sommermonaten nahe ihrem zyklischen Tiefstand. Die Teuerungsrate für den Warenkorb der Konsumenten ohne Energieträger und Nahrungsmittel erhöhte sich von 0,6% im Juni auf 0,9% im September.

Wohl noch keine spürbare konjunkturelle Besserung im Sommer

Vereinigtes Königreich

Die britische Wirtschaft folgt weiterhin einem soliden Expansionspfad. Nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse zog das reale BIP im Sommer um ½% gegenüber dem Vorquartal an, in dem es um ¾% gewachsen war. Die Tempoverringung war im Wesentlichen der Öl- und Gasförderung zuzuschreiben, deren sprunghafte Ausweitung im Frühjahr im Zusammenhang mit der Einführung von steuerlichen Erleichterungen gestanden hatte. Zwar gab auch die Bauproduktion vorläufigen Angaben zufolge im dritten Quartal kräftig nach, und die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe wurde nochmals etwas eingeschränkt. Allerdings expandierte die reale Bruttowertschöpfung des Dienstleistungssektors, der das Rückgrat der britischen Wirtschaft bildet, geringfügig stärker als im Vorquartal. Dazu passt, dass die Erwerbslosenquote mit einem Quartalschnitt von 5,3% auf einen neuen zyklischen Tiefstand rutschte. Zugleich blieb der Preisauftrieb, gemessen am Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, auch im September verhalten (+ 0,7%). Vor diesem Hintergrund hat die britische Notenbank ihre Leitzinsen bislang nicht angehoben.

Nach wie vor deutliche Aufwärtsdynamik im Dienstleistungsgewerbe

Neue EU-Mitgliedsländer

In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)⁴⁾ insgesamt hat die schwungvolle Konjunktur im Sommer angehalten. In den fünf Ländern, die bisher erste saisonbereinigte VGR-Ergebnisse ver-

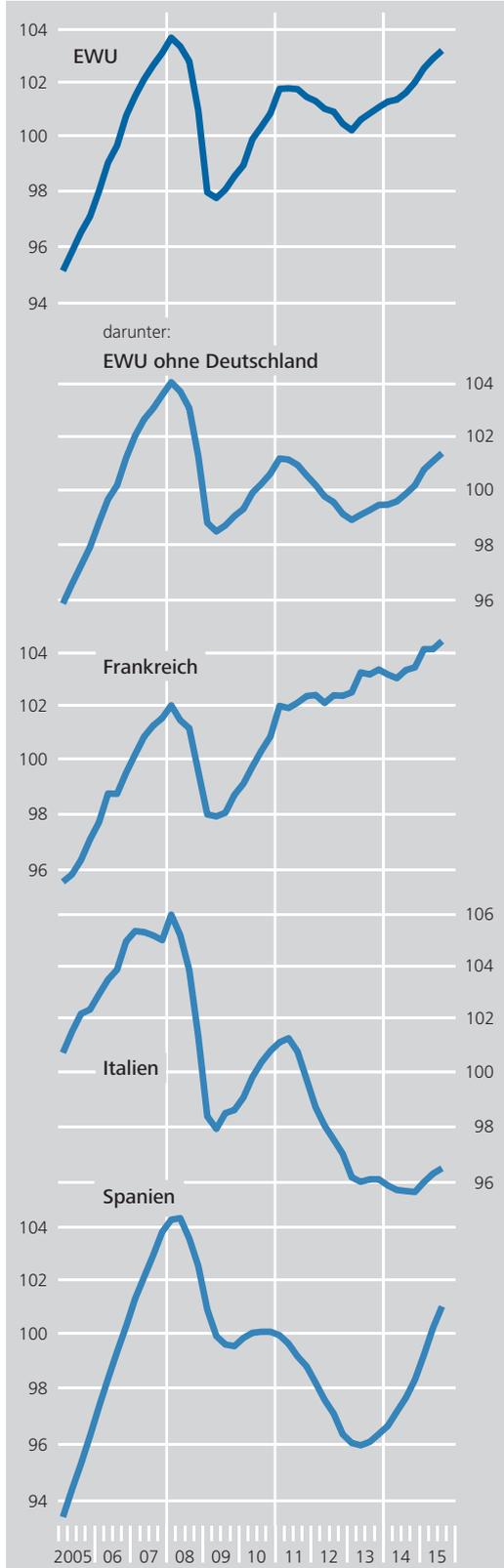
Anhaltender Aufschwung im Sommer

³ Einer eigenen Schätzung zufolge hat die Einschränkung der Bruttoanlageinvestitionen in der Ölindustrie das Wachstum des realen US-BIP im Verlauf der letzten drei Quartale kumuliert um knapp ½ Prozentpunkt gedämpft. Das entspricht dem Bremseffekt dieser Komponente im Verlauf der ersten neun Monate des Jahres 2009, denen ebenfalls ein kräftiger Ölpreistrückgang vorausgegangen war. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss von Sonderfaktoren auf das reale BIP-Wachstum in den USA im Winter 2015, Monatsbericht, Mai 2015, S. 15 ff.

⁴ Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht zur EWU gehören, d. h. Polen, Tschechische Republik, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Kroatien.

Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum

reales BIP, 2010 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.
 Deutsche Bundesbank

öffentlich haben, hat sich das reale BIP im Vorperiodenvergleich teils kräftig erhöht. Für die kroatische Wirtschaft, die sich nach einer langwierigen Rezession zuletzt wieder etwas erholt hatte, liegen noch keine Angaben vor. Wichtige Wachstumsimpulse zur gesamtwirtschaftlichen Expansion in der Region lieferte nachfrageseitig wohl erneut der private Verbrauch. Dahinter steht zum einen die sich verbessernde Arbeitsmarktlage. Die Erwerbslosenquote verringerte sich im dritten Quartal für diese Ländergruppe im Vorjahresvergleich um 1 Prozentpunkt auf 7,3%, und die Löhne wuchsen robust. Zum anderen spielten die Entlastungen bei den Preisen eine Rolle. Vor allem energiepreisbedingt reduzierten sich die Verbraucherpreise im Länderaggregat binnen Jahresfrist um 0,6% (mit einer Bandbreite von -1,5% in Rumänien bis +0,3% in der Tschechischen Republik). Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet belief sich die Teuerungsrate auf +0,4%.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Die wirtschaftliche Erholung im Euro-Raum hat sich in den Sommermonaten mit leicht abgeschwächtem Tempo fortgesetzt. Nach ersten Angaben von Eurostat ist das reale BIP vom zweiten zum dritten Vierteljahr 2015 saisonbereinigt um ¼% gestiegen und hat seinen Stand vor Jahresfrist um 1½% übertroffen. Wesentlich für den geringen konjunkturellen Tempoverlust dürfte die schwächere Exportdynamik gewesen sein. Während die Ausfuhren im ersten Halbjahr von einer lebhaften Nachfrage in einigen Industrieländern und wohl auch von Abwertungseffekten profitiert hatten (siehe Erläuterungen auf S. 21 ff.), machte sich nun vermutlich die konjunkturelle Schwäche wichtiger Schwellenländer stärker bemerkbar.

Weiterhin moderate Erholung im Euro-Raum

Eine wichtige Stütze der konjunkturellen Aufwärtsbewegung im Euro-Raum war weiterhin der private Verbrauch. Das reale verfügbare Einkommen dürfte nochmals deutlich zugelegt haben, getragen von einer zunehmenden Be-

Privater Konsum liefert wesentliche Wachstumsbeiträge

Zur jüngsten Entwicklung der Ausfuhren der EWU-Länder

Eine wesentliche Stütze der konjunkturellen Aufwärtsbewegung des Euro-Raums war bisher das Auslandsgeschäft. Seit dem Frühjahr 2013 hat sich das Exportwachstum beinahe kontinuierlich verstärkt. Im ersten Halbjahr 2015 übertrafen die realen Ausfuhren von Waren und Diensten in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) ihren Vorjahresstand sogar um 5%, während sich der Welthandel insgesamt spürbar schwächer entwickelte. Naheliegender wäre, zumindest einen Teil der Exporterfolge der Euro-Abwertung zuzuschreiben. Immerhin hatte sich der effektive Wechselkurs des Euro binnen Jahresfrist um etwas mehr als ein Zehntel ermäßigt. Jedoch ist zu beachten, dass die VGR-Angaben für den Euro-Raum nicht nur den Handel mit Drittländern (den Extrahandel), sondern auch den Handel der Länder des Euro-Raums untereinander enthalten (den Intrahandel). Deshalb lohnt ein Blick auf die detaillierteren Daten der Außenhandelsstatistik.

Der Außenhandelsstatistik zufolge nahmen in den EWU-Ländern die Gesamterlöse aus dem Warenexport im ersten Halbjahr 2015 um 5% gegenüber dem Vorjahr zu. Dabei war im Handel mit Drittländern das Plus mit 6½% rund doppelt so hoch wie im Handel der Euro-Raum-Länder untereinander (3%). Sowohl beim Extra- als auch beim Intrahandel beschleunigte sich die Aufwärtsbewegung im Vergleich zum zweiten Halbjahr 2014, im Extrahandel sogar noch etwas stärker als im Intrahandel. Dieses Bild ändert sich jedoch zum Teil, wenn die nominalen Größen mithilfe der Exportpreisindizes¹⁾ in reale Größen umgerechnet werden, da seit Einsetzen der Euro-Abwertung im Frühjahr letzten Jahres die Preistendenzen im Außenhandel stärker divergieren. Während sich die Exportpreise im Extrahandel in der ersten Jahreshälfte 2015 binnen Jahresfrist um

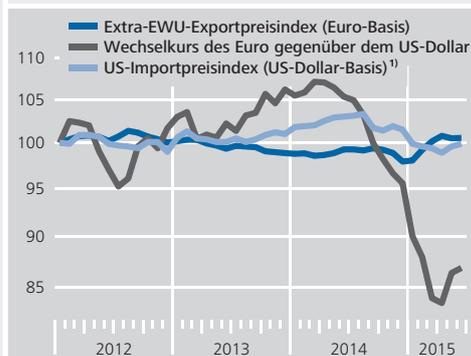
etwas mehr als 1% erhöhten, ermäßigten sie sich im Intrahandel um 2¼%. In realer Rechnung nahm der Intrahandel mit 5¼% also praktisch ebenso kräftig zu wie der Extrahandel (+ 5½%).

Die erstaunlich deutliche Expansion des Handels innerhalb des Euro-Raums reflektiert wegen des innereuropäischen Produktionsverbundes zu einem Teil die verstärkten Exporte in Drittländer. Vor allem dürfte aber die verbesserte binnenwirtschaftliche Grundtendenz im Euro-Raum von Bedeutung gewesen sein, was sich an den kräftig gestiegenen Intrahandelsumsätzen mit Waren für den privaten Verbrauch (Konsumgüter und Kraftfahrzeuge) zeigt (+ 6¼% im Vorjahresvergleich).

Im Geschäft mit Drittländern gab es bedeutende Steigerungen der Erlöse aus Warenexporten in die USA (binnen Jahresfrist um ein Fünftel), nach Indien, Südafrika und die Türkei (um jeweils mehr als ein Zehntel), in mittel- und osteuropäische EU-Länder (außerhalb des Währungsgebiets) sowie nach Großbritannien (um knapp ein Zehntel). Spürbare Zuwächse waren auch im Handel mit der Schweiz und den skandinavischen Ländern zu beobachten. Vergleichsweise schwach fiel das Wachstum der Export-

Außenhandelspreisindizes und Euro-US-Dollar-Wechselkurs

Januar 2012 = 100, log. Maßstab

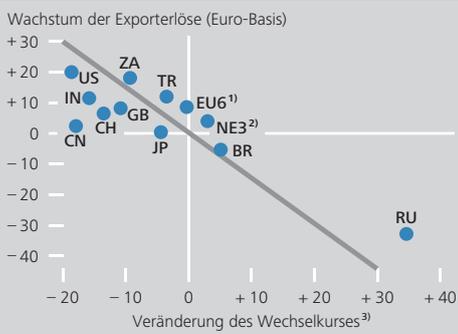


Quellen: EZB, Eurostat und Bureau of Labor Statistics. ¹ Für Einfuhren von Waren aus EU-Ländern.
 Deutsche Bundesbank

¹ Exportpreise werden hier anhand der Erzeugerpreise für den Auslandsabsatz approximiert.

Wachstum der Exporterlöse nach Ländern und Wechselkursänderungen

in %, 1. Halbjahr 2015 gegenüber 1. Halbjahr 2014



Quelle: Eurostat. **1** BG, CZ, HR, HU, PL, RO. **2** DK, NO, SE. **3** Eine Verringerung des Wechselkurses impliziert eine Abwertung des Euro gegenüber der ausländischen Währung.

Deutsche Bundesbank

erlöse im Handel mit China aus, die Einnahmen aus Ausfuhren nach Brasilien gingen sogar deutlich und bei Lieferungen nach Russland sehr stark (um ein Drittel) zurück.

Diese Unterschiede spiegeln zu einem erheblichen Teil das internationale Konjunkturgefälle wider. Während viele fortgeschrittene Volkswirtschaften stetig expandieren, hat sich das Wachstum in einer Reihe von Schwellenländern beträchtlich abgeschwächt. Dies gilt vor allem für die Rohstoffe exportierenden Länder, von denen einige sogar in eine Rezession abgerutscht sind (vgl. Erläuterungen auf S. 16 f.).

Darüber hinaus dürften die markanten Änderungen im Wechselkursgefüge eine wichtige Rolle für die divergierenden Entwicklungen gespielt haben. Gegenüber dem US-Dollar fiel die Abwertung mit fast einem Fünftel sehr kräftig aus. Dazu passt die besonders starke Zunahme der Exporterlöse (in Euro gerechnet) aus den USA. Auch gegenüber dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken wertete der Euro vergleichsweise kräftig ab. Allerdings fiel hier die Exportausweitung unterproportional aus.

Bei den großen Schwellenländern war ein sehr heterogenes Bild zu beobachten. Während der Euro gegenüber den Währungen von China, Indien und Südafrika kräftig

nachließ, waren nur in den beiden letztgenannten Ländern hohe Zuwachsraten bei den Ausfuhren zu beobachten. Gegenüber den Währungen Brasiliens und insbesondere Russlands hat der Euro aufgewertet, und die Exporterlöse sind praktisch proportional zur Aufwertung zurückgegangen. Auffallend ist zudem, dass die Exportumsätze aus einigen Ländern deutlich zulegten, deren Währungen im ersten Halbjahr 2015 kaum gegenüber dem Euro aufgewertet haben beziehungsweise zum Teil sogar an Wert verloren haben. Dies gilt für die mittel- und osteuropäischen EU-Länder außerhalb des Währungsgebiets ebenso wie für die skandinavischen Nachbarn Dänemark, Norwegen und Schweden. Auf diese beiden Ländergruppen entfiel im ersten Halbjahr 2015 immerhin ein Fünftel des Extrahandels. Auch dem kräftigen Anstieg der Exportwerte in die Türkei steht eine vergleichsweise schwache Abwertung des Euro gegenüber.

Eine offene Frage ist, wie stark die Exportsteigerungen in die einzelnen Länder in realer Rechnung ausgefallen sind. Dafür eigentlich benötigte Exportpreisindizes gibt es nur für das gesamte Drittländeraggregat. Für die einzelnen Destinationen sind lediglich Durchschnittswerte verfügbar, die allerdings unter einer Reihe von methodischen Schwächen leiden.²⁾ In den USA erhobene Einfuhrpreise nach Herkunftsländern deuten darauf hin, dass die dortige Preisreaktion auf die Abwertung des Euro bislang gering war. Die Importpreise für Waren aus der EU haben auf US-Dollar-Basis im ersten halben Jahr 2015 trotz der kräftigen Euro-Abwertung nur leicht (um rd. 2¾%) nachgegeben.³⁾ In Euro umgerechnet sollten die Preise dann erheblich gestiegen sein. Die Durch-

² Siehe dazu: M. Silver, The rights and wrongs of unit value indices, *Review of Income and Wealth*, 56, S. 206–223, Juni 2010.

³ Einen Importpreisindex für Waren aus dem Euro-Raum gibt es in den USA bislang nicht. Der Preisindex für den Warenbezug aus der EU zeigt aber ein hohes Maß an Gleichlauf mit dem für Deutschland, wobei die Preisrückgänge in Deutschland und Frankreich im ersten halben Jahr 2015 sogar noch etwas schwächer ausfielen als im EU-Aggregat.

schnittswerte der Ausfuhren aus dem Euro-Gebiet in die USA erhöhten sich in diesem Zeitraum in der Tat um nicht weniger als 11%. Dies spricht dafür, dass der reale Anstieg der Exporte in die USA wesentlich geringer ausgefallen sein dürfte als die Zunahme in laufenden Preisen und sich somit die Margen der Exporteure (in Euro gerechnet) ausgeweitet haben könnten. Auch weckt dies gewisse Zweifel an dem vom Exportpreisindex für das Euro-Gebiet gezeigten schwachen Preisanstieg. Allerdings dürfte das Beispiel der USA einen Einzelfall darstellen, da hier die Geschäftsabwicklung überwiegend in US-Dollar erfolgt.⁴⁾ Im Geschäft mit anderen Ländern dürfte der Euro als Fakturierungswährung eine größere Rolle spielen. Bei den mittel- und ost- sowie nordeuropäischen Ländern mit relativ stabilen Wechselkursen gegenüber dem Euro lässt sich zudem festhalten, dass auch die realen Ausfuhren (bei einem nur geringen Anstieg der Einheitswerte) spürbar zugelegt haben dürften.

Insgesamt zeigt sich, dass der kräftige Anstieg der realen Exporte in der EWU wohl nur zum Teil mit der Abwertung des Euro erklärt werden kann. Zwar dürfte die Abwertung im ersten Halbjahr 2015 den Unternehmen im Euro-Raum geholfen haben, Nachfragerückgänge speziell aus einigen Schwellenländern aufzufangen. Auch konnte wohl durch eine Margenausweitung finanzieller Spielraum gewonnen werden. Vor allem profitierten die Exporteure im Euro-Raum aber von der günstigen Konjunktur in wichtigen Absatzländern, und ein bedeutsamer Teil der Exportausweitung entfiel auf den Handel innerhalb der EWU.

⁴ Gopinath (2015) zeigt, dass die USA einen Großteil des Handels (93% der Importe) in US-Dollar abrechnen und dass internationale Preise in ihrer Abrechnungswährung nicht besonders sensitiv auf Wechselkursänderungen in einem Zeitraum von bis zu zwei Jahren reagieren. Vgl.: G. Gopinath, The International Price System, NBER Working Paper 21646, Oktober 2015.

schäftigung, wieder etwas stärker steigenden Löhnen und einer verbraucherfreundlichen Preistendenz. Die recht kräftig erhöhten Einzelhandelsumsätze (gegenüber dem zweiten Vierteljahr in realer Rechnung saisonbereinigt + ½%) und die stark gestiegenen Pkw-Erstzulassungen (+ 2½%; darin sind allerdings auch Zulassungen für gewerbliche Zwecke enthalten) zeigen, dass die entsprechenden Spielräume genutzt wurden.

und einer Seitwärtsbewegung auf hohem Niveau im zweiten Quartal. Jedenfalls haben die Warenimporte im Juli und August gegenüber dem zweiten Vierteljahr in saison- und preisbereinigter Rechnung um 1½% zugenommen. Damit dürften bisher die von der guten Binnenkonjunktur des Euro-Gebiets ausgehenden Nachfrageeffekte die potenziell handelsumlenkenden Effekte der Euro-Abwertung dominiert haben.

Verhaltene Investitionstätigkeit

Von der Investitionstätigkeit der Unternehmen sind vermutlich allenfalls verhaltene konjunkturelle Impulse ausgegangen. So ist zwar die Investitionsgüterproduktion im dritten Vierteljahr merklich gestiegen; die Mehrproduktion ging aber zu einem erheblichen Teil in den Export. Die Bauinvestitionen waren wohl nach wie vor schwach.

Auf der Entstehungsseite blieb die Entwicklung in der Industrie schwach. So erhöhte sich die industrielle Warenproduktion saisonbereinigt im dritten Vierteljahr nur wenig gegenüber dem Vorquartal. Die Erzeugung von Vorleistungsgütern wurde spürbar eingeschränkt. Hingegen wurde die Ausbringung von Investitions- und Konsumgütern merklich gesteigert. Das deutliche Plus bei der Energieerzeugung dürfte einem vorübergehenden Witterungseffekt geschuldet sein. Die Auslastung der Kapazitäten hat sich den Meldungen der Unternehmen zu-

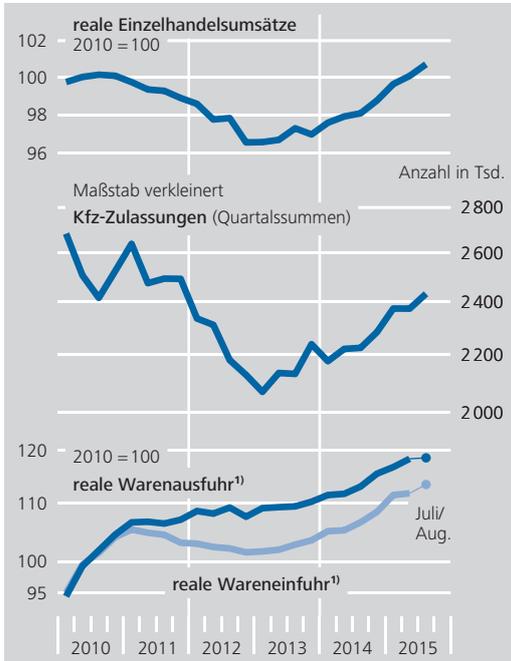
Entwicklung in der Industrie weiterhin schwach

Lebhafte Importtätigkeit

Die Einfuhren dürften im dritten Quartal wieder erheblich zugelegt haben, nach einer außergewöhnlich starken Steigerung im ersten Quartal

Konjunkturindikatoren für die EWU

saison- und kalenderbereinigt,
 Quartalsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen. ¹ Nominale Export- und Importdaten gemäß Außenhandelsstatistik preisbereinigt mit Produzentenpreisindex (Exporte) bzw. Importpreisindex.
 Deutsche Bundesbank

Vergleich zum Frühjahrsquartal sogar. Dahinter dürfte im Falle der beiden nordeuropäischen Länder eine ausgeprägte Schwäche der Exporte gestanden haben.

In Griechenland fiel der BIP-Rückgang mit saisonbereinigt ½% im Vergleich zur Vorperiode wesentlich geringer aus, als vielfach erwartet worden war. Ein außerordentlich gutes Tourismusgeschäft scheint die Schäden, die aus der Schließung der Banken und der Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen mit dem Ausland resultierten, nahezu kompensiert zu haben. Es bleibt abzuwarten, ob sich diese vergleichsweise günstige Entwicklung im weniger stark durch den Tourismus geprägten Winterhalbjahr fortsetzt.

Rückgang der Wirtschaftsleistung in Griechenland

Im Hinblick auf das vierte Quartal deuten die bisher vorliegenden Frühindikatoren für den Euro-Raum weder auf eine grundlegende konjunkturelle Besserung noch auf eine spürbare Verschlechterung hin. Die Industriekonjunktur und die Exportwirtschaft könnten angesichts der Probleme in wichtigen Schwellenländern weiter an Schwung verlieren. Der industrielle Auftragseingang blieb in den Monaten Juli und August um saisonbereinigt ¾% hinter dem zweiten Vierteljahr zurück (in welchem es allerdings einen kräftigen Zuwachs gegeben hatte). Der Rückgang betraf insbesondere die Auslandsorders. Gemäß den Einkaufsmanagerindizes setzt sich die positive Tendenz im Dienstleistungsbereich jedoch auch im Oktober fort. Insbesondere für den Einzelhandel zeigen die Umfragen der Europäischen Kommission einen hohen Grad an Zuversicht an.

Wohl weiterhin moderate Dynamik im vierten Quartal

Die Arbeitsmarktlage hat sich in den Sommermonaten weiter leicht gebessert. Die Arbeitslosenquote verringerte sich im Vergleich zum zweiten Vierteljahr saisonbereinigt um 0,2 Prozentpunkte auf 10,8% und unterschritt damit ihren Höchststand vom Frühjahr 2013 um 1,2 Prozentpunkte. Von den großen EWU-Ländern stieg lediglich in Frankreich die Arbeitslosenquote im Sommer merklich um 0,3 Prozentpunkte an. Die Beschäftigtenzahl nahm im

Fortsetzung der leichten Besserung am Arbeitsmarkt

folge von Juli auf Oktober leicht erhöht. Nach wie vor keine Besserung zeichnet sich für den Bausektor ab, dessen Erzeugung im Mittel der Monate Juli/August saisonbereinigt um ¼% unter dem Niveau des zweiten Vierteljahres und um 3% unter dem Stand vor Jahresfrist lag.

Fortgesetzte konjunkturelle Erholung in den großen Mitgliedsländern

Im dritten Vierteljahr war die Wirtschaftsentwicklung in den großen EWU-Ländern deutlich aufwärtsgerichtet. In Spanien setzte sich die schwungvolle Expansion fort. Auch in Frankreich und in Italien machte die konjunkturelle Erholung Fortschritte, allerdings fielen diese spürbar geringer aus. Die deutsche Wirtschaft expandierte entlang des Potenzialpfades. Heterogener zeigt sich das Bild in den kleineren EWU-Ländern. Vergleichsweise geringe Zuwächse wurden in Belgien, den Niederlanden und Österreich verzeichnet. In Portugal stagnierte die Wirtschaftsleistung vor allem wegen einer Einschränkung der Investitionen, und in Estland, Finnland und Griechenland verringerte sich die gesamtwirtschaftliche Ausbringung im

Euro-Raum im zweiten Quartal um 0,3% im Vergleich zu den Wintermonaten zu und gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum um 0,8%. Der Anstieg der Arbeitskosten hat sich auf Stundenbasis im zweiten Vierteljahr zwar wieder etwas verlangsamt (auf +1,6% im Vorjahresvergleich), insgesamt ist er im ersten Halbjahr 2015 aber spürbar stärker ausgefallen als in den beiden Vorjahren.

Erneuter Rückgang der Energiepreise verdeckt aufwärtsgerichtete Grundtendenz der Verbraucherpreise

Im Euro-Raum hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Sommer nicht fortgesetzt, nachdem er im Frühjahr mit saisonbereinigt 0,5% gegenüber dem Vorquartal recht kräftig ausgefallen war. Wesentlich hierfür war der starke Rückgang der Rohölnotierungen in den letzten Monaten. Ohne Berücksichtigung der Energiekomponente stiegen die Verbraucherpreise hingegen wie im Vorquartal um 0,3% an. Bei Dienstleistungen verstärkte sich der Preisanstieg sogar etwas, wobei die Mehrwertsteueranhebung in Griechenland Ende Juli eine Rolle gespielt haben dürfte. Nahrungsmittel und Industriegüter ohne Energie verteuerten sich erneut moderat. Insgesamt ist die zugrunde liegende Preistendenz damit klar aufwärtsgerichtet. Deutlich wird dies auch an dem weiteren Anstieg der Vorjahresrate des HVPI ohne Energie auf 1,0% (im Vergleich zum Vorquartal erneut um 0,2 Prozentpunkte). Die HVPI-Gesamtrate verringerte sich unter dem Energieeinfluss leicht auf 0,1%.

Die aufwärtsgerichtete Grundtendenz der Verbraucherpreise findet sich auch in den HVPI-Länderdaten wieder. Die Rate ohne Energie blieb nur noch in neun Ländern unter 1% und lediglich in Zypern negativ. In Österreich, Luxemburg und Malta stiegen die Preise ohne Energie im Sommer sogar um fast 2%. Die Lücke zwischen Deutschland und dem Durchschnitt der übrigen Mitgliedsländer hat sich zuletzt weitgehend geschlossen, nachdem sie ein Jahr zuvor noch $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte betragen hatte. Dies gilt vor allem für die Dienstleistungen. Hier fällt im Mittel der anderen Mitgliedsländer der Preisanstieg inzwischen stärker aus als in Deutschland. Mit Blick auf die Industriegüterpreise hat sich der Abstand dagegen wieder leicht ausgeweitet.

Recht kräftiger Anstieg der Dienstleistungspreise in fast allen Ländern des Euro-Raums

Auch im Oktober 2015 sind die Verbraucherpreise insgesamt im Euro-Raum gemäß Vorabschätzung von Eurostat gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt kaum angestiegen. Wiederum wurde eine geringfügige Erhöhung der Nahrungsmittel-, Dienstleistungs- und Industriegüterpreise durch einen Rückgang der Energiepreise nahezu ausgeglichen. Der Vorjahresabstand vergrößerte sich gleichwohl von –0,1% im September auf 0,0%, da die Energiepreise im Vorjahr noch stärker gesunken waren. Ohne Energie gerechnet erhöhte er sich weiter von 1,0% auf 1,1%.

Im Oktober HVPI-Rate ohne Energie weiter leicht erhöht