

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weltwirtschaftliche Erholung deutlich an Schwung verloren*

Die Erholung der Weltwirtschaft verlor im dritten Vierteljahr 2021 deutlich an Schwung. Gravierende Knappheiten bei Vorleistungsgütern behinderten in vielen Regionen die Wirtschaftsaktivitäten. Mit der Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus verstärkten sich in einigen Ländern zudem wieder die pandemiebedingten Belastungen, darunter in China, Japan und den USA sowie Teilen Europas. Bisweilen kamen noch weitere Bremsfaktoren hinzu. So verlangsamte sich in China das Wirtschaftswachstum auch wegen der Probleme am Immobilienmarkt. In den USA trugen witterungsbedingte Produktionsausfälle sowie das Auslaufen fiskalischer Transferzahlungen zur konjunkturellen Abschwächung bei. Im Vereinigten Königreich büßte die Erholung ebenso spürbar an Tempo ein. Im Euroraum legte das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) zwar erneut kräftig zu, aber im Verlauf des Quartals verlor der Aufschwung auch hier erheblich an Kraft.

*Globale Industrie leidet zunehmend unter Materialmangel*

Vor allem das Verarbeitende Gewerbe litt unter der Knappheit wichtiger Vorprodukte. Bereits seit Monaten hatten Unternehmen verschiedenster Branchen über steigende Zulieferzeiten geklagt. Die Verzögerungen wirkten sich nun zunehmend auf die nachgelagerten Fertigungsstufen aus. Trotz gut gefüllter Auftragsbücher sank die globale Industrieproduktion im Verlauf des dritten Vierteljahres merklich, und der Weltmarkt blieb ohne Schwung. Besonders deutlich zeigten sich die Probleme in der Kfz-Industrie. Aufgrund fehlender Halbleiterbausteine standen im Sommer vielerorts die Bänder still. Im Vergleich zum bereits gedrückten Vorquartalsniveau ging die Zahl der weltweit fertiggestell-

ten Pkw nochmals um mehr als 10 % zurück. Für die ersten neun Monate des Jahres summierten sich die Produktionsausfälle Branchenschätzungen zufolge bereits auf rund 7 1/2 Millionen Fahrzeuge.<sup>1)</sup> Wertmäßig dürften sich die unmittelbaren Verluste in diesem Zeitraum auf fast 0,5 % der globalen Wirtschaftsleistung belaufen haben.<sup>2)</sup>

Auch auf den Märkten für fossile Energieträger stieß im Sommer eine hohe Nachfrage auf ein knappes Angebot, sodass die Notierungen stark anstiegen. Insbesondere der Erdgaspreis erreichte in den vergangenen Monaten neue Rekordstände. Laut dem HWWI-Index verdoppelte er sich zeitweise gegenüber August und vervierfachte sich nahezu im Vorjahresvergleich. In Europa stiegen die Preise noch drastischer an, da die Erdgasspeicher vor Beginn der kalten Jahreszeit ungewöhnlich wenig gefüllt waren.

*Energiepreise zuletzt kräftig gestiegen*

#### Globale Konjunkturindikatoren<sup>\*)</sup>

4. Vj. 2019 = 100, saisonbereinigt, log. Maßstab



Quellen: CPB, nationale Angaben, Haver Analytics und eigene Berechnungen. \* Abweichende Länderkreise aufgrund unterschiedlicher Datenverfügbarkeit. 1) Eigene Aggregation nationaler Daten, ausgehend von der Stückzahl.

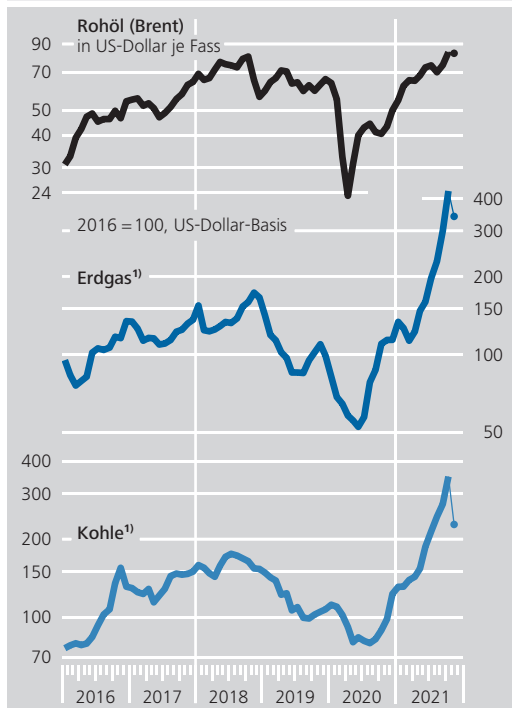
Deutsche Bundesbank

1 Vgl.: IHS Markit (2021).

2 Dieser Berechnung liegt die Annahme eines durchschnittlichen Pkw-Preises von 37 000 US-\$ zugrunde.

## Weltmarktpreise für Energierohstoffe

Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Bloomberg Finance L.P. und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 12. November bzw. 1. bis 18. November 2021 (Rohöl). <sup>1</sup> Gemäß HWWI-Rohstoffpreisindex.  
 Deutsche Bundesbank

Dazu trugen verringerte Liefermengen aus Russland – der wichtigsten Quelle für Erdgas in Europa – bei. Ein zeitnahe Preisrückgang zeichnet sich an den Terminmärkten nicht ab. Lediglich weiter in der Zukunft liegende Lieferungen werden mit deutlichen Abschlägen gehandelt. Neben Erdgas verteuerte sich im Berichtszeitraum auch Kohle zwischenzeitlich ganz erheblich. Zudem stiegen in den letzten Monaten die Rohölnotierungen spürbar an. Für ein Fass der Sorte Brent mussten im November bisher rund 83 US- $\text{\$}$ , und damit mehr als doppelt so viel wie vor einem Jahr, gezahlt werden. Hierzu trug ein deutliches Anziehen der globalen Nachfrage bei, auch infolge einer Substitution von Gas durch Öl. Das weltweite Angebot hielt aufgrund von vereinzelt Förderausfällen sowie der Entscheidung der OPEC und ihrer Partner, die eigene Produktion lediglich leicht auszuweiten, nicht Schritt. Strategische Überlegungen der Förderländer sprechen auch perspektivisch gegen eine reichliche Versorgung des Marktes. Gleichwohl wurden Kontrakte für Rohölliefe-

rungen in der mittleren und längeren Frist mit merklichen Preisabschlägen gehandelt.

Der deutliche Anstieg der Energiepreise trug in den letzten Monaten merklich dazu bei, dass sich der Anstieg der Verbraucherpreise weltweit nochmals verstärkte. Zudem hoben einige Unternehmen in Branchen, die stark unter pandemiebedingten Einschränkungen gelitten hatten, ihre Preise kräftig an. Schließlich scheinen Erzeuger den schon länger anhaltenden Kostendruck vermehrt an die Endkunden weiterzugeben. In den Industrieländern verstärkte sich der Anstieg der Verbraucherpreise bis Oktober auf 4,8% im Vorjahresvergleich. Ohne Energie und Nahrungsmittel waren es 3,3%. Dies war der stärkste Anstieg seit mehr als 15 Jahren. Auch für die nächsten Monate lässt der anhaltende Auftrieb der industriellen Erzeugerpreise weitere Preisüberwälzungen auf die Verbraucher erwarten. Allerdings sollte mit der allmählichen Überwindung von Angebotsengpässen der damit verbundene Preisschub nachlassen. Es besteht aber die Gefahr, dass sich der verstärkte Preisanstieg verfestigt, etwa aufgrund höherer Inflationserwartungen. Vor diesem Hintergrund begannen erste Notenbanken in den Industrieländern damit, den Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik einzuleiten. Viele Schwellenländer sind bereits seit Längerem dabei, ihre Geldpolitik deutlich zu straffen.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet in seinem jüngsten World Economic Outlook nach wie vor mit einer baldigen Rückkehr zu moderaten Preissteigerungsraten. Allerdings unterstreicht der IWF-Stab die hohe Unsicherheit des Inflationsausblicks und hebt Aufwärtsrisiken hervor. Seine Prognose für das globale Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr verringerte der IWF geringfügig auf 5,9%. Damit trug er der im Verlauf des Sommers eher enttäuschenden Wirtschaftsentwicklung in einer Reihe von Industrieländern Rechnung. Die Vorausschätzung für das weltweite BIP-Wachstum im Jahr 2022 beließ der IWF bei 4,9%. Diese Prognose fußt auf der Annahme, dass insbesondere die amerikanische Wirtschaft weiterhin massiv

*Verbraucherpreisanstieg weltweit nochmals verstärkt*

*IWF betont Aufwärtsrisiken für Inflationsausblick*

durch eine expansive Finanzpolitik unterstützt wird. Der Umfang des mittlerweile verabschiedeten Infrastrukturprogramms sowie des sich abzeichnenden Kompromisses im Streit um die künftige Sozialpolitik blieben allerdings hinter den Erwartungen zurück (vgl. dazu die Ausführungen auf S. 18 f.). Auch an dem günstigen Ausblick für China hielt der IWF-Stab fest.<sup>3)</sup>

## China

*Gesamtwirtschaftliche Expansion deutlich abgeschwächt, ...*

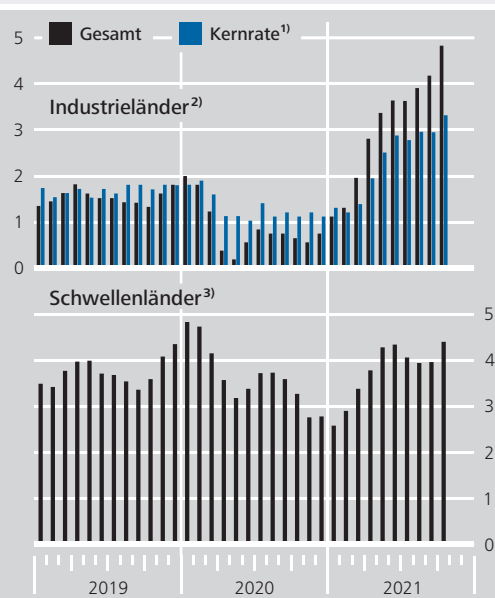
Die Expansion der chinesischen Wirtschaft, die bereits im ersten Halbjahr 2021 merklich an Schwung verloren hatte, verlangsamte sich im dritten Quartal weiter. Das reale BIP stieg laut offizieller Schätzung im Vergleich zum Vorquartal saisonbereinigt lediglich um 0,2%.<sup>4)</sup> Zu der ausgesprochen schwachen Dynamik trugen eine Reihe von Faktoren bei. Zum einen kam es im Sommer in mehreren Regionen zu Corona-Ausbrüchen, gegen die die Behörden erneut mit rigorosen Eindämmungsmaßnahmen vorgehen. Dies beeinträchtigte die Aktivitäten in den konsumnahen Dienstleistungsbereichen. Engpässe in der Energieversorgung sowie bei wichtigen Vorleistungsgütern schränkten die Industrieproduktion ein. Schließlich schwächte sich auch noch der gesamtwirtschaftlich bedeutsame Markt für Wohnimmobilien merklich ab. Sollte sich die Flaute auf dem Häusermarkt in den kommenden Monaten verschärfen, würde dies nicht nur das Wirtschaftswachstum in China erheblich dämpfen, sondern könnte auch auf andere Volkswirtschaften ausstrahlen (vgl. die Erläuterungen auf S. 14 f.).

*... zugleich aber Preisanstieg bei Industriegütern weiter verstärkt*

Trotz der nachlassenden Weltkonjunktur und der angebotsseitigen Probleme in der Industrie nahmen die Erlöse aus Warenexporten (auf US-Dollar-Basis) im abgelaufenen Quartal weiter zu. Das bereits durch die pandemiebedingten Nachfrageverschiebungen erhöhte Niveau des dritten Quartals 2020 wurde um ein Viertel übertroffen.<sup>5)</sup> Maßgeblich dafür waren aber nicht zuletzt Preisanhebungen. Die Exportpreise übertrafen im September dem Durchschnittswertindex zufolge den Stand des Vorjahres um

## Verbraucherpreise in Industrie- und Schwellenländern

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: IHS Markit und eigene Berechnungen. **1** Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel; für EU, Norwegen, Schweiz und Vereinigtes Königreich zusätzlich ohne alkoholische Getränke und Tabakwaren. **2** EU, Japan, Kanada, Norwegen, Schweiz, USA und Vereinigtes Königreich. **3** Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und Türkei.

Deutsche Bundesbank

fast 17%. Die Produzentenpreise (auf Renminbi-Basis) stiegen im gleichen Zeitraum um 10,7%. Demgegenüber blieb der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe laut offiziellen Angaben äußerst verhalten. Der Verbraucherpreisindex legte im September binnen Jahresfrist lediglich um 0,7% zu. Auch ohne Nahrungsmittel, die sich deutlich verbilligten, war der Preisanstieg mit 2% moderat.

## Andere ausgewählte Schwellenländer

Die indische Volkswirtschaft dürfte sich in den letzten Monaten weitgehend von den Folgen

<sup>3</sup> Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2021).

<sup>4</sup> Die Wachstumsrate im Vorjahresvergleich schwächte sich von 7,9% im zweiten Quartal auf 4,9% ab. Der Vorkrisenstand wurde zuletzt saisonbereinigt um gut 8% übertroffen.

<sup>5</sup> Zum Wachstum der chinesischen Exporte im vergangenen Jahr trugen u. a. pandemiebezogene Medizinprodukte sowie Konsumgüter bei. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021a).

## Zu den möglichen Auswirkungen eines starken Abschwungs auf dem chinesischen Immobilienmarkt

Die Schuldenkrise um den Immobilienkonzern China Evergrande erschüttert den gesamten chinesischen Wohnimmobilienmarkt. Weitere Immobilienunternehmen des Landes gerieten bereits in Finanznöte, und eine Reihe von größeren Bauprojekten wurde unterbrochen. Chinesische Wohnungskäufer, die in der Regel in Vorkasse treten müssen, halten sich in diesem Umfeld vorsichtsbedingt zurück. Im Oktober sanken die Wohnungstransaktionen (auf Basis der verkauften Geschossfläche) um ein Viertel im Vergleich zum Vorjahr. Dies verschärfte die Liquiditätslage der Bauträger weiter.

Für den chinesischen Immobilienmarkt bedeuten die gegenwärtigen Probleme möglicherweise eine Zäsur. Seit Beginn der 1990er Jahre hatte der Markt einen beinahe ununterbrochenen Aufschwung erlebt. Dadurch kommt diesem Sektor ein im internationalen Vergleich sehr großes Gewicht an der Gesamtwirtschaft zu. Die Wohnungsbauinvestitionen machten 2020 schätzungsweise rund 8 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus.<sup>1)</sup>

Ein langer und tiefer Abschwung auf dem Häusermarkt würde somit die Wirtschaftsaktivität in China erheblich belasten. Dies wiederum hätte aufgrund der weltwirtschaftlichen Bedeutung Chinas Ausstrahlungswirkungen auf andere Volkswirtschaften. Um diese Effekte näher zu analysieren, wird im Folgenden eine Simulation mit dem makroökonomischen Mehrländermodell NiGEM angestellt.<sup>2)</sup>

Das betrachtete Szenario eines starken Immobilienabschwungs in China orientiert sich an den Entwicklungen in den USA während der Immobilienkrise der Jahre 2006 bis 2009. Insbesondere nehmen wir eine vorü-

bergehende Halbierung der Wohnungsbauinvestitionen in China an.<sup>3)</sup> Zudem wird ein Rückgang der chinesischen Häuserpreise um ein Fünftel unterstellt. Größere Wertverluste von Immobilien, die auch zur Besicherung von Krediten dienen, könnten zu Verlusten bei chinesischen Geschäftsbanken führen, die in der Folge ihr Kreditangebot einschränken oder ihre Kreditstandards verschärfen. Derartige Verwerfungen auf den Kreditmärkten werden in der Simulation mithilfe eines Anstiegs der Investitionsrisikoprämie (einem Aufschlag über die Langfristzinsen für Staatsanleihen) abgebildet.<sup>4)</sup> Dadurch verteuert sich die Finanzierung des Unternehmenssektors.

Der NiGEM-Simulation zufolge dämpfen der Einbruch der Bauinvestitionen und die höhere Investitionsrisikoprämie die gesamtwirtschaftlichen Investitionen in China erheblich. Der Rückgang der Häuserpreise vermindert das Vermögen der privaten Haushalte, die daraufhin ihren Konsum deutlich

<sup>1</sup> Da diese Werte in der chinesischen VGR nicht ausgewiesen werden, wurden für die Berechnung Angaben aus der chinesischen Baustatistik zugrunde gelegt. Vgl. zur Methodik: Deutsche Bundesbank (2014). In anderen Studien wird die Bedeutung des chinesischen Immobilienmarkts häufig noch deutlich höher angegeben (mit bis zu 30 % des BIP). In der Regel enthalten diese Rechnungen dann aber neben dem Wohnungsbau auch den Gewerbe- und Infrastrukturbau. Bisweilen werden auch Multiplikatoreffekte für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in die Rechnung mit einbezogen, vgl. etwa: Rogoff und Yang (2021).

<sup>2</sup> NiGEM bildet die wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen 60 Volkswirtschaften und Regionen durch den Außenhandel und das Zins-Wechselkurs-Gefüge ab. Das Modell besitzt neukeynesianische Eigenschaften, insbesondere vorausschauende Elemente auf den Finanz- und Arbeitsmärkten. Für weitere Informationen siehe: <https://nimodel.niesr.ac.uk>.

<sup>3</sup> Sämtliche Schocks werden dermaßen in das Modell eingespeist, dass sie unmittelbar mit voller Intensität auftreten. Nach einem Jahr kehren die entsprechenden Variablen allmählich wieder auf ihren ursprünglich angelegten Pfad zurück.

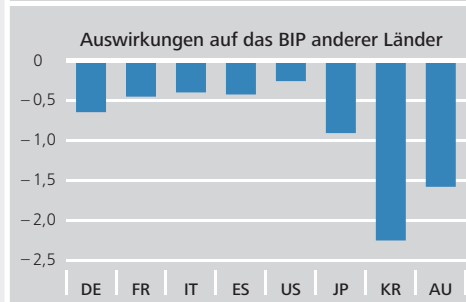
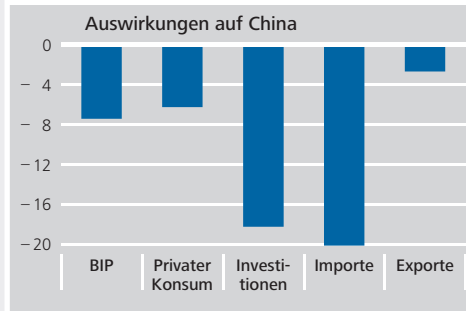
<sup>4</sup> Konkret wird ein temporärer Anstieg der Investitionsrisikoprämie in China um 5 Prozentpunkte unterstellt.

einschränken.<sup>5)</sup> Das reale BIP Chinas bleibt dadurch im ersten Jahr um rund 7 % hinter der Basislinie zurück.<sup>6)</sup> Infolge der geldpolitischen Reaktion auf diese Krise wertet der Renminbi deutlich ab.<sup>7)</sup> Die Importe Chinas verringern sich wegen der Abwertung und der gesunkenen Nachfrage um rund ein Fünftel.<sup>8)</sup> Dies hat Folgen für die chinesischen Handelspartner: In Deutschland sinkt vor allem wegen verringerter Exporte die Wirtschaftsleistung im ersten Jahr um 0,6 % verglichen mit der Basislinie. Für einige Volkswirtschaften mit einer höheren Handelsabhängigkeit von China fallen die BIP-Verluste noch größer aus.

Alles in allem zeigt die Simulation, dass von einer schweren Krise auf dem chinesischen Immobilienmarkt spürbare realwirtschaftliche Effekte auf Deutschland und andere Länder ausgehen könnten. Vermutlich unterschätzt das Modell die Wirkungen sogar. Beispielsweise wird in NiGEM nicht berücksichtigt, dass eine Wirtschaftskrise in China weltweit größere Verunsicherung auslösen könnte. Ebenso kommt in der Simulation nicht zum Tragen, dass eine solche Krise deutliche Preistrückgänge an den Rohstoffmärkten nach sich ziehen dürfte. Insbesondere ist denkbar, dass die Preise für Industriemetalle durch die niedrigeren Bauaktivitäten in China stark nachgeben. Dies würde die Konjunktur in den entsprechenden Exportländern dämpfen.

### Auswirkungen einer schweren Krise auf dem chinesischen Immobilienmarkt gemäß NiGEM-Simulation<sup>\*)</sup>

Abweichungen von der Basislinie im ersten Jahr in %



Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe von NiGEM. \* Alle Größen preisbereinigt.  
 Deutsche Bundesbank

**5** Dieser Kanal ist in China wegen der hohen Wohneigentumsquote bedeutsam. Rund 70 % des gesamten Nettovermögens der privaten Haushalte in China wird in Form von Immobilien gehalten.

**6** Geht man davon aus, dass die chinesische Wirtschaft ohne den Schock um etwa 5 % gegenüber dem Vorjahr wachsen würde, ginge die Wirtschaftsleistung in dem hier betrachteten Szenario somit um rund 2 % zurück.

**7** In NiGEM werden die Importe von der Gesamtnachfrage eines Landes beeinflusst. Deshalb spielt es keine Rolle, ob bestimmte Nachfragegrößen von einem Schock unterschiedlich stark getroffen werden. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018a).

**8** Mit der Annahme, dass die chinesische Geldpolitik autonom agieren kann, wird von der Standardkonfiguration in NiGEM abgewichen. Diese geht von einer exakten Übernahme der US-Geldpolitik sowie einer festen Bindung des Renminbi an den US-Dollar aus.

### Reales BIP in ausgewählten großen Schwellenländern

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



Quellen: National Bureau of Statistics of China, Central Statistics Office of India, IBGE, Rosstat und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

*In Indien Erholung nach BIP-Einbruch vom Frühjahr*

der schweren Corona-Welle im April und Mai erholt haben. Es ist jedoch unklar, ob der Pandemiestand der Wirtschaftsleistung bereits im dritten Quartal wieder erreicht wurde. Die Industrieproduktion jedenfalls legte deutlich zu und überschritt das Vorkrisenniveau. Ein wichtiger Grund dürfte der Boom der Warenausfuhren gewesen sein. Die Exporterlöse fielen im abgelaufenen Quartal fast zwei Fünftel höher aus als im Vorjahreszeitraum. Die Ausgaben für Importe nahmen wegen der gestiegenen Rohstoffpreise allerdings noch deutlich stärker zu, sodass sich das Defizit in der Handelsbilanz vergrößerte. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe verringerte sich im Sommer leicht auf 5,1%. Auch die ohne Energie- und Nahrungsmittel gerechnete Kernrate sank geringfügig auf 5,8%. Die indische Notenbank beließ ihren Leitzins bei 4%.

Die Wirtschaftsleistung Brasiliens hatte bereits zum Jahresanfang den Vorkrisenstand wieder erreicht. Auf diesem Niveau stagnierte sie im

Frühjahr, und auch im Sommer dürfte das reale BIP nicht nennenswert zugelegt haben. Die Exportwirtschaft profitierte zwar weiterhin von den hohen internationalen Rohstoffpreisen, insbesondere für Industriemetalle und Agrargüter. Die privaten Haushalte litten jedoch unter dem starken Anstieg der Verbraucherpreise, der sich bis Oktober auf 10,7% binnen Jahresfrist verstärkte. Ein Grund für den Preisschub war die schlimme Dürre im Sommer, die maßgeblich zur kräftigen Verteuerung von Nahrungsmitteln und Energie beitrug.<sup>6</sup> Die Zentralbank hob den Leitzins weiter auf 7,75% an. Insgesamt erhöhte sie ihn seit dem Beginn der geldpolitischen Straffung im März bereits um 575 Basispunkte.

*In Brasilien wirtschaftliche Stagnation und steigender Preisdruck*

Die russische Wirtschaft hatte ihren Vorkrisenstand bereits im zweiten Quartal 2021 wieder erreicht. Im abgelaufenen Quartal scheint sich die Konjunktur allerdings abgekühlt zu haben. Die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe ging unter anderem aufgrund von Störungen in den Lieferketten zurück. Hingegen nahmen die Einnahmen aus den Energieexporten angesichts der stark gestiegenen Öl- und Gaspreise weiter zu. Die Pandemielage verschärft sich seit Ende September wieder erheblich. Neue Eindämmungsmaßnahmen, darunter die Ausrufung einer arbeitsfreien Woche zwischen Ende Oktober und Anfang November, dürften die Wirtschaftsaktivität im laufenden Quartal belasten. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe verstärkte sich seit der Jahresmitte deutlich und erreichte im Oktober 8,1% binnen Jahresfrist. Die Zentralbank hob daher den Leitzins seit Anfang Juli in drei Schritten um insgesamt 200 Basispunkte auf zuletzt 7,5% an.

*In Russland Konjunktur abgekühlt*

## USA

In den Vereinigten Staaten büßte der Wirtschaftsaufschwung über den Sommer deutlich

<sup>6</sup> Für den starken Anstieg der Energiepreise spielte die Dürre eine Rolle, da es zu Ausfällen bei der Stromerzeugung durch Wasserkraft sowie zu Produktionsverlusten bei Ethanol kam, der in Brasilien als Treibstoff eingesetzt wird.

*Aufschwung durch Engpässe ausgebremst*

an Tempo ein. Das reale BIP legte gemäß der ersten Schätzung saisonbereinigt lediglich um 0,5% gegenüber dem zweiten Vierteljahr zu. Dies war die geringste Quartalsrate seit Ende der pandemiebedingten Rezession. Verschiedene Produktionshemmnisse bremsten die Erholung aus. Hierzu zählten eine schleppende Erholung des Arbeitsangebots sowie Engpässe bei industriellen Vorleistungen. Besonders betroffen war die Kfz-Industrie. Mehrere Werke mussten aufgrund fehlender Halbleiterbausteine die Fertigung zeitweise einstellen.<sup>7)</sup> Auch andere Branchen beklagten verzögerte Zulieferungen. Weitere BIP-Einbußen gingen auf Kosten des Wirbelsturms Ida, der im August und September an der US-Ostküste zum Teil verheerende Zerstörungen hinterließ.<sup>8)</sup>

*Dämpfer für Ausrüstungsinvestitionen und Warenkonsum*

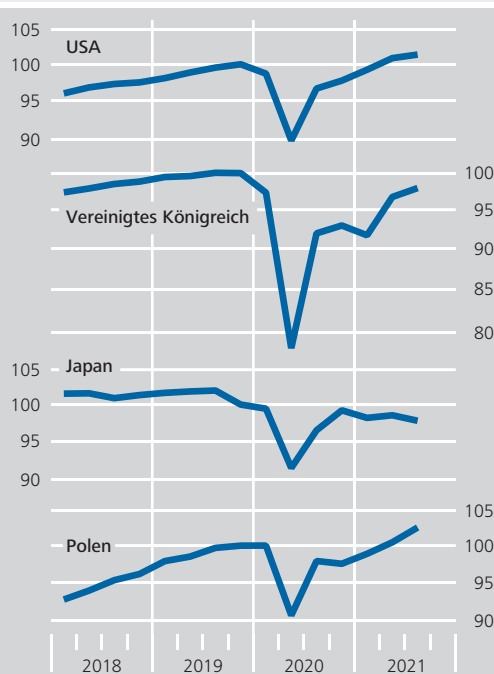
Angesichts bereits knapper Vorratsbestände konnten die Produktionsausfälle zuletzt nur noch eingeschränkt über einen Lagerabbau abgefedert werden.<sup>9)</sup> Entsprechend sanken die Ausrüstungsinvestitionen sowie der private Warenkonsum recht kräftig. Dabei stellten sich auch die finanziellen Rahmenbedingungen für viele Haushalte nicht mehr so günstig dar wie zuletzt. Preisbereinigt fielen ihre verfügbaren Einkommen deutlich. Neben dem starken Preisauftrieb fiel dabei das Auslaufen fiskalischer Transferzahlungen ins Gewicht. Trotz einer weiteren Welle von Coronavirus-Neuinfektionen setzte sich dagegen die Erholung des Dienstleistungskonsums im dritten Quartal fort.

*Anhaltend starker Preisauftrieb*

Der Erholung am US-Arbeitsmarkt könnte die Rückführung der in der Krise ausgeweiteten Lohnersatzleistungen allerdings neuen Schwung verleihen. In den vergangenen Monaten stand insbesondere die nach wie vor gedrückte Erwerbsbeteiligung größeren Beschäftigungsgewinnen im Weg. Die hohe Arbeitsnachfrage schlug sich daher nicht zuletzt in einem verstärkten Lohnwachstum nieder. Damit steigt auch die Gefahr, dass die anziehenden Produktionskosten weiter auf die Verbraucher überwältigt werden und sich der verstärkte Preisauftrieb verfestigt. Im Oktober zog die Vorjahresrate des Verbraucherpreisindex (VPI) auf 6,2%

### Reales BIP in ausgewählten Industrieländern

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



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

an. Dies war die höchste Rate seit über 30 Jahren. Die ohne Energie und Nahrungsmittel berechnete Kernrate stieg auf 4,6%. Vor diesem Hintergrund kündigte die amerikanische Notenbank Mitte November eine allmähliche Verringerung ihrer Anleihekäufe an.

<sup>7)</sup> Die Kfz-Produktion sank im dritten Quartal vor diesem Hintergrund um 12 1/2%. Ohne den unmittelbaren Beitrag dieses Einbruchs wäre das reale BIP-Wachstum im gleichen Zeitraum um 0,4 Prozentpunkte höher ausgefallen.

<sup>8)</sup> Schätzungen der amerikanischen Notenbank zufolge könnte der Wirbelsturm das Wachstum der Industrieproduktion alleine im September um rund 0,6 Prozentpunkte verringert haben. In der Vergangenheit normalisierte sich die Produktion nach ähnlichen Schäden aber schnell. Vgl.: Board of Governors of the Federal Reserve System (2021) sowie Deutsche Bundesbank (2017).

<sup>9)</sup> Die preisbereinigten gesamtwirtschaftlichen Lagerbestände sanken im dritten Vierteljahr nicht mehr ganz so kräftig wie noch im Frühjahr. Rechnerisch stützten daher die Vorratsbewegungen das BIP-Wachstum merklich.

## Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der geplanten längerfristigen Fiskalpakete in den USA

Viele Experten hatten erwartet, dass die Vorhaben Präsident Bidens zur Erneuerung der öffentlichen Infrastruktur und dem Ausbau des sozialen Sicherungsnetzes zügig umgesetzt werden und erhebliche Wachstumseffekte nach sich ziehen würden.<sup>1)</sup> Tatsächlich gestaltet sich bereits die Mehrheitsfindung im amerikanischen Kongress schwierig. Bislang wurde für das laufende Fiskaljahr kein Haushalt verabschiedet, und auch die Verhandlungen über die sozialpolitische Agenda dauern an.

Einen Erfolg konnte die US-amerikanische Regierung allerdings Anfang November 2021 mit der Verabschiedung eines großen Investitionspakets verbuchen. Der „Infrastructure Investment and Jobs Act“ sieht unter anderem höhere Ausgaben für die Verkehrsinfrastruktur, die Wasserversorgung und den Breitbandausbau sowie verschiedene klimapolitische Weichenstellungen vor. Schätzungen zufolge belaufen sich die Kosten über einen Zehnjahreszeitraum auf rund 570 Mrd US-\$. Die Belastungen für den öffentlichen Haushalt wären aufgrund vorgesehener Einsparungen etwas geringer.<sup>2)</sup>

Präsident Biden verspricht sich von dem Maßnahmenbündel unter anderem die Schaffung von Millionen neuer Arbeitsplätze. Allerdings gibt es durchaus Zweifel an den optimistischen Erwartungen. So kommt etwa das überparteiliche Congressional Budget Office (CBO) zu dem Schluss, dass ein öffentliches Infrastrukturprogramm vergleichbarer Größenordnung das reale BIP-Niveau in der Spitze um kaum mehr als 0,1% steigern würde. Die langfristigen Potenzialeffekte wären vernachlässigbar.<sup>3)</sup> Eigene Berechnungen mit dem Weltwirtschaftsmodell NiGEM zeichnen ein etwas günstigeres Bild.<sup>4)</sup> Im Jahr 2030 könnte die

amerikanische Wirtschaftsleistung aufgrund des verabschiedeten Pakets demnach immerhin um knapp 1/4 % höher ausfallen als bei unveränderter Finanzpolitik.<sup>5)</sup> Dabei spielt eine Rolle, dass die Ausweitung des öffentlichen Kapitalstocks in NiGEM die privatwirtschaftliche Investitionstätigkeit und die Beschäftigung stimuliert. Kurzfristig schlagen diese Effekte aber kaum zu Buche, auch weil es einige Zeit dauern dürfte, bis die bereitgestellten Haushaltsmittel abgerufen und nachfragewirksam werden. Hinzu kommt, dass in den Simulationsrechnungen die Langfristzinsen in Erwartung der zukünftig höheren Nachfrage unmittelbar anziehen. Dies wirkt sich bremsend auf die Investitionstätigkeit und den privaten Verbrauch aus. Aufgrund der zunächst gedämpften Nachfragereaktion dürfte das Paket auch die Verbraucherpreise nicht nennenswert beeinflussen.

Die fiskalische Ausrichtung der Vereinigten Staaten in den nächsten Jahren dürfte daher maßgeblich durch das Schicksal des zweiten großen Fiskalvorhabens der Biden-Administration bestimmt werden. Der „Build Back

1 So rechneten Ökonomen des Internationalen Währungsfonds (IWF) Anfang Juli 2021 damit, dass die verschiedenen Langfristinitiativen die Wirtschaftsleistung in den USA über den Zeitraum von 2022 bis 2024 insgesamt um gut 5 1/4 % anheben. Eine ähnliche Einschätzung dürfte auch dem World Economic Outlook vom Oktober zugrunde liegen, in dem der IWF-Stab prognostizierte, dass das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) 2024 fast 3 % höher ausfallen dürfte als vor Pandemieausbruch erwartet. Vgl.: Hodge und Lin (2021) sowie Internationaler Währungsfonds (2021).

2 Vgl.: Congressional Budget Office (2021a) sowie Committee for a Responsible Federal Budget (2021a).

3 Vgl.: Congressional Budget Office (2021b).

4 Für nähere Informationen zu dem verwendeten Modell vgl.: <https://nimodel.niesr.ac.uk>.

5 Die in den Simulationen unterstellten Zeitpfade für die öffentlichen Investitionen und den Staatskonsum leiten sich aus den Kostenschätzungen des Congressional Budget Office (2021a) ab. Die Notenbankzinsen folgen in den Simulationen den im Modell implementierten geldpolitischen Regeln.

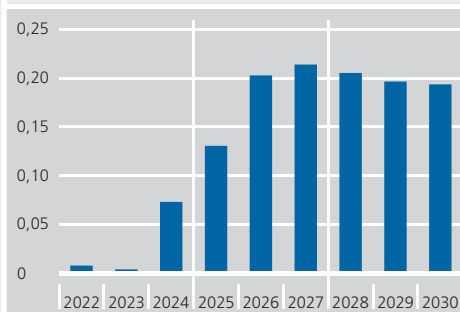


Better Act“ verspricht Steuererleichterungen insbesondere für Familien und Bezieher niedriger Einkommen, einen Ausbau des kostenlosen vorschulischen Bildungsangebots und der Gesundheitsversorgung sowie Investitionen in den Wohnungsbau und klimafreundliche Technologien. In frühen Planungsphasen wurde hierfür ein Finanzierungsbedarf in Höhe von 3,5 Billionen US-\$ über zehn Jahre veranschlagt. Trotz merklicher Kürzungen ist der Umfang des Gesetespakets, welches im Repräsentantenhaus zur Abstimmung gestellt werden dürfte, immer noch beträchtlich. Kosten in Höhe von 2,4 Billionen US-\$ stehen vorläufigen Schätzungen zufolge fast ebenso große Einsparungen und Einnahmensteigerungen gegenüber, für die in erster Linie Unternehmen und Spitzenverdiener aufkommen müssten.<sup>6)</sup> Kurzfristig könnten die Maßnahmen das öffentliche Haushaltsdefizit jedoch merklich vergrößern.<sup>7)</sup> Dies setzt allerdings voraus, dass das Gesetz in dieser Form in beiden Kongresskammern beschlossen wird. Vor dem Hintergrund knapper Mehrheitsverhältnisse und des anhaltenden Widerstands einzelner Senatorinnen und Senatoren der Regierungspartei können Streichungen bestimmter Vorhaben, eine Verschiebung oder gar ein Scheitern der Initiative aber nicht ausgeschlossen werden.

Selbst wenn neben dem öffentlichen Investitionspaket auch die weitere Agenda wie geplant umgesetzt werden sollte, dürfte die US-Finanzpolitik insgesamt im kommenden Jahr das Wirtschaftswachstum nicht weiter stimulieren. Dies liegt daran, dass die im Zuge der Coronakrise aufgelegten Programme nach und nach auslaufen.<sup>8)</sup> Tatsächlich scheint eine Rückführung des fiskalischen Expansionsgrades in den USA vor dem Hintergrund der weit fortgeschrittenen Erholung und der sich mehrenden Anzeichen, dass zumindest einige Bereiche der amerikanischen Volkswirtschaft an ihre Ka-

### Gesamtwirtschaftliche Effekte des „Infrastructure Investment and Jobs Act“ in den USA

Abweichungen des realen US-BIP von der Basislinie in %



Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe des makroökonomischen Weltmodells NiGEM auf Basis von Kostenschätzungen des CBO.

Deutsche Bundesbank

pazitätsgrenzen stoßen, durchaus angemessen.

<sup>6</sup> Die Neuverschuldung des Staates würde demnach binnen zehn Jahren insgesamt lediglich um rund 160 Mrd US-\$ erhöht. Vgl.: Committee for a Responsible Federal Budget (2021b).

<sup>7</sup> Das Congressional Budget Office schätzt, dass die verschiedenen Maßnahmen das Defizit im laufenden Fiskaljahr per saldo um 155 Mrd US-\$ erhöhen könnten. Das entspräche gut 0,6% der jährlichen Wirtschaftsleistung. Vgl.: Congressional Budget Office (2021c).

<sup>8</sup> Gemäß früheren Simulationsrechnungen mit NiGEM und dem dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell EAGLE könnten das Auslaufen der Effekte des „American Rescue Plan“ das BIP-Wachstum in den USA im kommenden Jahr um ½ Prozentpunkt bis 1¾ Prozentpunkte reduzieren. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021b).

*Wirtschaftsleistung schrumpft durch Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie und Einbruch der Kfz-Produktion*

## Japan

In Japan erlitt die wirtschaftliche Erholung im dritten Vierteljahr einen Rückschlag. Gemäß der ersten amtlichen Schätzung fiel das reale BIP saisonbereinigt um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal, in dem es noch leicht gewachsen war. Dämpfend wirkten sich insbesondere Maßnahmen zur Kontaktreduktion aus, die zur Eindämmung der bislang schlimmsten Covid-19-Infektionswelle ergriffen worden waren. Auch der Einbruch der Kfz-Fertigung im Zuge des Halbleitermangels lastete auf der japanischen Wirtschaft. Der private Verbrauch ging in diesem Umfeld spürbar zurück, nachdem er im Vorquartal noch expandierte. Auch die gewerblichen Investitionen konnten ihren im Frühjahr eingeschlagenen Aufwärtstrend nicht halten und schrumpften deutlich. Vor dem Hintergrund der Produktionsausfälle in der Kfz-Industrie sanken zudem die Ausfuhren merklich. Auch die Importe verringerten sich im Einklang mit der Binnennachfrage, und die Lagerbestände stiegen an. Der Arbeitsmarkt hielt sich gleichwohl recht gut. Die saisonbereinigte Erwerbslosenquote verringerte sich im dritten Vierteljahr sogar leicht auf 2,8 %. Erst nach dem Quartalswechsel verloren die pandemiebedingten Belastungen an Bedeutung. Die japanische Regierung leitete im Oktober angesichts der abgeebbten Infektionswelle und der erfolgreichen Impfkampagne weitreichende Schritte zur Öffnung der Wirtschaft ein. Aufgrund des kräftigen Rückgangs der Mobilfunktarife spiegelte sich der deutliche Anstieg der Erzeugerpreise bislang nicht in der Entwicklung der Verbraucherpreise wider.<sup>10</sup> Die Vorjahresrate des VPI belief sich im Oktober auf 0,1 %. Vor diesem Hintergrund hielt die japanische Notenbank an ihrer expansiven geldpolitischen Ausrichtung fest.

## Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich setzte sich die konjunkturelle Erholung im dritten Quartal fort, wenn auch mit merklich gebremstem Schwung. Das reale BIP stieg gemäß der ersten Schätzung

gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 1,3 %. Besonders kräftig legten kontaktintensive Dienstleistungen wie das Gastgewerbe oder der Freizeit- und Unterhaltungssektor zu, die von der weitreichenden Lockerung vieler Eindämmungsmaßnahmen profitierten. Die Wertschöpfung des Dienstleistungssektors insgesamt erreichte zum Quartalsende fast wieder ihr Vorkrisenniveau. Anders als im Frühjahr war der Aufschwung zuletzt jedoch nicht mehr breit angelegt. Der Bau und das Verarbeitende Gewerbe mussten spürbare Einbußen hinnehmen. Dabei waren wohl vor allem die sich weiter verschärfenden Engpässe von Bedeutung. So deutet auch der jüngste Einkaufsmanagerindex auf Probleme infolge fehlender Materialien und verteuerter Vorleistungen sowie auf Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von Arbeitskräften hin. Neben den weltweiten Anspannungen in verschiedenen Märkten und Sondereffekten aufgrund der pandemiebedingten Erholung dürfte der Brexit eine wichtige Rolle gespielt haben, da die britische Wirtschaft nun vielen neuen Hürden im Handel mit der EU und bei der Arbeitsmigration ausgesetzt ist.<sup>11</sup> Am Arbeitsmarkt schlug sich die hohe Nachfrage in einer nochmals etwas gesunkenen Erwerbslosenquote und in kräftigen Lohnsteigerungen nieder. Die Kaufkraftgewinne der Arbeitnehmer hielten sich aber in engen Grenzen, da sich der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe weiter verstärkte. Die Vorjahresrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) zog auf zuletzt 4,2 % an. Die Bank von England hielt ungeachtet dessen Anfang November an ihrer expansiven geldpolitischen Ausrichtung fest.

## Polen

In Polen setzte sich der wirtschaftliche Aufschwung im Sommer fort. Das reale BIP legte im dritten Vierteljahr der Schnellschätzung zu-

*Erholung zuletzt vor dem Hintergrund anhaltender Engpässe verlangsamt*

<sup>10</sup> Seit einer Reform der Mobilfunktarife im April gingen diese bis Oktober um 53 % zurück. Im Oktober wurde die Vorjahresrate des VPI durch diesen Sondereffekt um 1,5 Prozentpunkte nach unten gedrückt.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021c).

Anhaltender wirtschaftlicher Aufschwung, Verbraucherpreisanstieg nochmals verstärkt

folge saisonbereinigt um 2,1% zu. Bereits im Frühjahr hatte die wirtschaftliche Aktivität wieder den Vorkrisenstand erreicht, obwohl die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen erst ab Ende April allmählich zurückgenommen worden waren. Während der private Verbrauch vor dem Hintergrund kräftig steigender Löhne und der insgesamt guten Arbeitsmarktlage weiter expandierte – die Einzelhandelsumsätze legten im Quartalsvergleich saison- und preisbereinigt um fast 4% zu – flachte sich der zuvor steile Anstieg der Industrieproduktion ab. Ein Faktor dabei war die wegen des Mangels an Halbleiterbausteinen stockende Automobilproduktion in Polen und seinen europäischen Nachbarländern, die zudem die Nachfrage nach in Polen gefertigten Kraftfahrzeugteilen drückte. Dies schlug sich auch in den Exporten nieder. Die standardisierte Arbeitslosenquote verringerte sich im Sommer auf 3,4% und übertraf den Vorkrisenstand damit nur noch um 0,2 Prozentpunkte. Der Anstieg der Verbraucherpreise binnen Jahresfrist verstärkte sich bis Oktober auf 6,8%. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet belief sich die Rate auf 4,5%. Der Verbraucherpreisanstieg übertraf damit deutlich das Inflationsziel der polnischen Notenbank. Diese schätzte das Überschießen der Inflationsrate nicht mehr als vorübergehend ein und hob den Leitzins in zwei Schritten um 40 Basispunkte im Oktober und um 75 Basispunkte Anfang November auf 1,25% an.

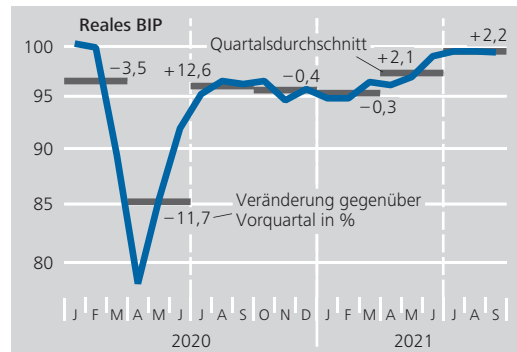
## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen im Euroraum

Kräftiges BIP-Wachstum im dritten Quartal

Im Euroraum setzte sich im dritten Vierteljahr 2021 die wirtschaftliche Erholung fort. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg das BIP preis- und saisonbereinigt um 2,2% gegenüber dem Vorquartal, und der Rückstand zum Vorkrisenniveau verringerte sich auf 0,5%. Allerdings dürfte die Quartalsrate die konjunkturelle Dynamik dank der Fortschritte, die bereits gegen Ende des zweiten Vierteljahres erzielt worden waren, überzeichnen. Vor allem im Juni hatte die Wirtschaftsaktivität nach der Auf-

### Geschätzter monatlicher Pfad der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euroraum

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



Quelle: Eigene Schätzungen auf Basis von Eurostat-Daten. Deutsche Bundesbank

hebung vieler Maßnahmen zur Pandemiebekämpfung erheblich zugelegt. In den Sommermonaten und zu Herbstbeginn erholten sich die kontaktnahen Dienstleistungsbereiche weiter, mit zunehmender Normalisierung der Wirtschaftsaktivität ließ das Erholungstempo jedoch nach. Die Industrie litt auch im Sommer unter verschärften Lieferengpässen und den hohen, teilweise weiter steigenden Preisen von Vorleistungen, Rohstoffen und internationalen Transportleistungen. Infolgedessen verlor die gesamtwirtschaftliche Erholung im Quartalsverlauf spürbar an Schwung.<sup>12)</sup>

Die Pandemielage entspannte sich im Sommer zunächst spürbar. Maßgeblich hierfür waren neben dem saisonalen Effekt die Fortschritte der Impfkampagnen. Vor dem Hintergrund der allgemein verbesserten Versorgungslage mit Impfstoffen wurden die Priorisierungen aufgehoben. Gleichwohl gab es regional größere Unterschiede beim Impffortschritt. Während Mitte November in Portugal fast 90% der Bevölkerung mindestens eine Impfung erhalten hatten, waren es in der Slowakei nur gut 45%.

*Pandemie-situation deutlich entspannt, Maßnahmen erheblich gelockert*

<sup>12</sup> Darauf deutet die Schätzung des monatlichen gesamtwirtschaftlichen Aktivitätsniveaus hin. Da zurzeit der Indikator für die Dienstleistungsproduktion im Euroraum nicht bereitgestellt wird, ist die Schätzung allerdings mit größeren Unsicherheiten behaftet. Zur grundsätzlichen Methodik siehe: Deutsche Bundesbank (2020).

Im Durchschnitt der Europäischen Union hatten rund 70 % zumindest einen partiellen Impfschutz, verglichen mit knapp 75 % in Großbritannien und knapp 70 % in den USA. Vor allem seit Ende des dritten Quartals steigen die Neuinfektionen regional stark an, was teilweise erneute Verschärfungen von Eindämmungsmaßnahmen nach sich zog. Die Restriktionen blieben aber auch wegen der Ausnahmen für Genesene, Geimpfte und Getestete vergleichsweise mild. Zur Verbesserung des Bevölkerungsschutzes führten mehrere Länder eine Impfpflicht für bestimmte Berufsgruppen ein und begannen mit Auffrischungsimpfungen für besonders gefährdete Gruppen.

*Privater Verbrauch spürbar belebt*

Im dritten Quartal machte die Normalisierung des privaten Verbrauchs große Fortschritte. Im Zuge der zunehmenden Lockerung der Schutzmaßnahmen konnten die Angebote der Kunst-, Unterhaltungs- und Erholungsbranchen sowie des Gastgewerbes wieder stärker genutzt werden. Der Inlandtourismus florierte, und nach Aufhebung der meisten Auflagen reisten auch wieder mehr Touristen ins Ausland. Der Einzelhandel, der zuvor in wesentlichen Teilen erheblich von der pandemiebedingten Verschiebung zum Warenkonsum profitiert hatte, kam hingegen kaum über das Vorquartalsniveau hinaus. Die Talfahrt der Kfz-Neuzulassungen setzte sich wegen der Lieferschwierigkeiten der Automobilindustrie fort. Grundsätzlich war die Anschaffungsneigung der Konsumenten gemäß den Umfragen der Europäischen Kommission aber weiterhin hoch.

*Gedämpfte Investitionskontunktur*

Die Investitionstätigkeit blieb im dritten Quartal ohne Schwung.<sup>13)</sup> Zwar legten wohl die Investitionen in geistiges Eigentum, getrieben von der Digitalisierung und von Forschung und Entwicklung, erneut zu, die Aufwendungen für Ausrüstungen nahmen aber vermutlich preisbereinigt leicht ab. Ein Grund dafür dürften die Lieferschwierigkeiten in Teilen der Industrie gewesen sein. Von den Bauinvestitionen gingen allenfalls geringe Impulse aus. Auch hier machten sich bei guter Auftragslage Materialmangel und steigende Kosten bemerkbar.

Zwar nahmen die Ausfuhrerlöse des Euroraums im dritten Vierteljahr erneut deutlich zu, dies war jedoch alleine dem fortgesetzt kräftigen Anstieg der Preise insbesondere von Vorleistungsprodukten zuzuschreiben. Preisbereinigt ergab sich wohl ein Minus. Ähnliches galt für die Wareneinfuhren. Die Dienstleistungsexporte erholten sich ein gutes Stück, wozu wesentlich das Tourismusgeschäft beitrug. In regionaler Betrachtung stiegen die Warenausfuhren in die USA dem Wert nach etwas stärker als im Vorquartal an, und die Erholung der Exporte in das Vereinigte Königreich setzte sich leicht verlangsamt fort.<sup>14)</sup> Die Exporte nach China sanken vor dem Hintergrund der sich dort abschwächenden Konjunktur kräftig.

*Warenhandel mit Drittländern preisbereinigt wohl rückläufig*

Die Erzeugung des Verarbeitenden Gewerbes stagnierte trotz der guten Auftragslage im dritten Quartal, und die Kapazitätsauslastung verringerte sich zwischen Juli und Oktober sogar leicht. Wesentlich hierfür waren die Lieferengpässe und die hohen, teilweise weiter steigenden Preise von wichtigen Vorleistungsgütern und Transportleistungen. Am stärksten betroffen waren die Kfz-Hersteller, die wegen des Mangels an Halbleitern in einigen Werken sogar die Produktion zeitweise stilllegen mussten. Weniger betroffen waren die Konsumgüterproduzenten, insbesondere die pharmazeutische Industrie.

*Vielfältige Hemmnisse bremsen das Verarbeitende Gewerbe*

Hingegen expandierten verschiedene Dienstleistungsbranchen im Sommer kräftig. Vor allem das Gastgewerbe und die Kulturbetriebe weiteten ihre Aktivitäten erheblich aus. Der Tourismus und das Transportwesen erholten sich in der Feriensaison deutlich stärker als im Vorjahr. Auch die unternehmensnahen Dienstleister steigerten ihre Aktivität.

*Bei den Dienstleistern kräftige Erholung*

<sup>13</sup> Ohne Irland. Der statistische Ausweis der Investitionen, insbesondere derer in geistiges Eigentum, wird dort seit mehreren Jahren wesentlich von Dispositionen multinationaler Unternehmen beeinflusst. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2018b).

<sup>14</sup> Die Exporte in das Vereinigte Königreich hatten sich zu Jahresbeginn infolge der Neuregelung der Handelsbeziehungen stark verringert. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021c).

*Erholung im Euroraum regional breit angelegt*

Die Wirtschaftsaktivität legte im dritten Vierteljahr in den meisten Mitgliedsländern des Euroraums zu, allerdings in unterschiedlichem Ausmaß. Wesentlich hierfür waren weiterhin der jeweilige Pandemieverlauf und die Wirtschaftsstruktur, insbesondere die Bedeutung des Tourismus und der Kfz-Industrie.

*Wirtschaftsleistung in Frankreich auf Vorkrisenstand*

In Frankreich verstärkte sich das BIP-Wachstum im Sommer nach der ersten Schätzung auf 3,0 % gegenüber dem zweiten Quartal. Das gesamtwirtschaftliche Aktivitätsniveau erreichte damit fast den Vorkrisenstand. Wesentlicher Treiber der kräftigen Expansion war der starke Anstieg des Dienstleistungskonsums. Das Gastgewerbe verringerte seinen Rückstand zum Vorkrisenniveau von knapp 40 % im Frühjahr auf gut 4 %. Dazu trug auch bei, dass die Dienstleistungsexporte angesichts des anziehenden grenzüberschreitenden Tourismus erheblich zulegen. Aber auch der Warenkonsum stieg nach dem Rücksetzer im Vorquartal wieder an.

*Reales BIP in Italien erneut kräftig gestiegen*

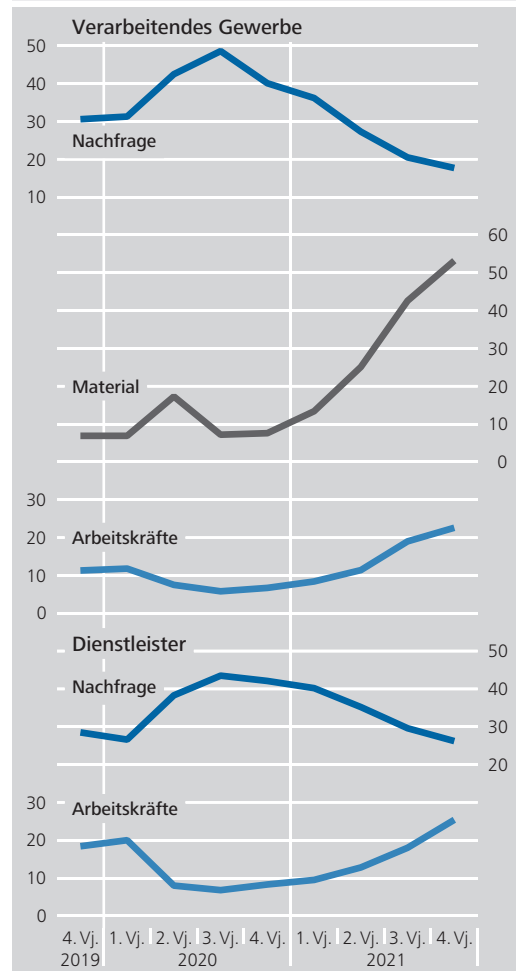
In Italien setzte sich die Erholung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität mit einem ähnlichen Tempo wie im Vorquartal fort. Das BIP stieg nach vorläufigen Angaben kräftig um 2,6 % und blieb damit noch 1,4 % hinter dem Vorkrisenstand zurück. Die Industrie zeigte sich weniger stark vom Materialmangel betroffen als der Durchschnitt des Euroraums. Die Exporte und Ausrüstungsinvestitionen dürften nochmals zugelegt haben. Der Dienstleistungssektor erholte sich weiter, auch weil sich der Tourismus ein gutes Stück normalisierte. Die privaten Konsumausgaben blieben aber wohl noch merklich hinter dem Vorkrisenstand zurück.

*Gebremste Erholung in Spanien*

In Spanien stieg die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im dritten Vierteljahr mit 2,0 % zwar etwas stärker an als im zweiten Quartal, die Wirtschaftsleistung blieb aber noch rund 6,5 % hinter dem Vorkrisenstand zurück. In keinem anderen Land des Euroraums war der pandemiebedingte Rückstand im Sommer größer. Ein wesentlicher Grund dafür war, dass sich der Tourismus zwar spürbar belebte, die Zahl der Übernachtungen aber immer noch um knapp

**Produktionshemmnisse im Verarbeitenden Gewerbe und bei Dienstleistern**

Anteil der befragten Unternehmen in %, Mehrfachnennungen möglich



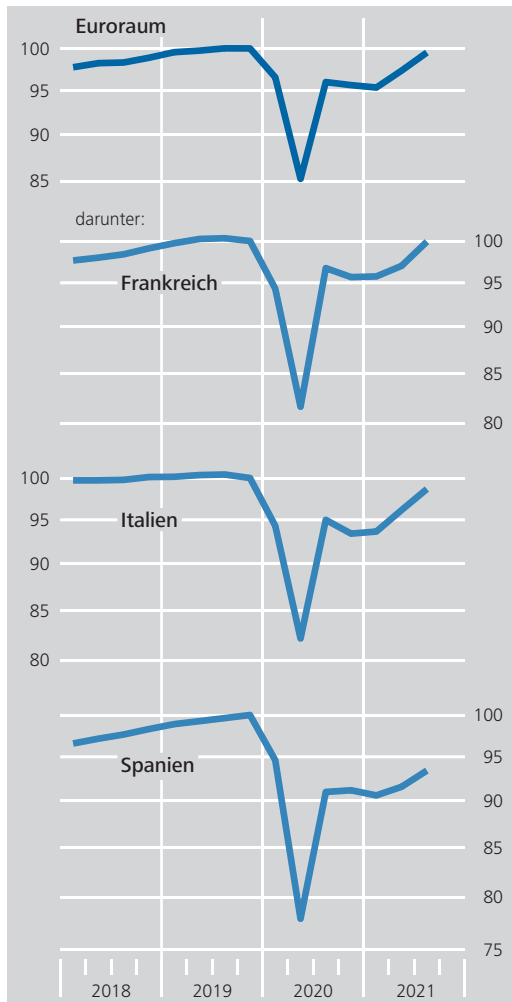
Quelle: Europäische Kommission, Deutsche Bundesbank

ein Drittel hinter dem vergleichbaren Zeitraum 2019 zurückblieb. Die Wertschöpfung in den vom Tourismus am meisten berührten Sektoren Handel, Transport und Gastgewerbe lag noch um 15 % unter dem Vorkrisenstand. Der private Verbrauch nahm im dritten Quartal preisbereinigt sogar leicht ab. Ursächlich hierfür könnte der in Spanien besonders kräftige Anstieg der Konsumentenpreise für Energieprodukte sein, der die Kaufkraft der Verbraucher schmälerte.<sup>15)</sup> Günstiger stellte sich im Sommer die Lage in der

<sup>15)</sup> Der Anstieg der Energiepreise fiel in Spanien deutlich stärker aus als im Euroraum insgesamt (im Vorjahresvergleich im dritten Vierteljahr + 24,2 %, gegenüber + 15,8 % im Euroraum).

### Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum

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



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Industrie dar. Die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe stieg ebenso wie die Warenexporte merklich an.

*BIP-Anstieg auch in den kleineren Mitgliedsländern, aber mit großer Bandbreite*

Auch in den meisten anderen Mitgliedsländern setzte sich die Expansion der Wirtschaftsleistung im Sommer fort. In Ländern mit einem großen Tourismussektor, darunter Österreich und Portugal, waren die Zuwächse besonders kräftig. Andernorts, so in den Niederlanden, Belgien und Finnland, ging die Erholung in gemäßigerem Tempo voran. In einigen kleineren Mitgliedsländern, die den Vorkrisenstand schon wieder erreicht hatten, wie etwa Lettland und

Litauen, stieg die gesamtwirtschaftliche Leistung im dritten Quartal hingegen nur wenig.

Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich im Sommer weiter. Die standardisierte Arbeitslosenquote erreichte im September 2021 mit 7,4% bereits wieder ihr Vorkrisenniveau. Die Zahl der Erwerbstätigen blieb allerdings trotz eines kräftigen Zuwachses von 0,9% noch um 0,3% hinter dem Vorpandemiestand zurück. Dahinter steht ein Rückgang der Erwerbspersonenzahl. Zum einen ist im Euroraum die Zahl der Inaktiven noch größer als vor der Coronapandemie. Zum anderen scheinen Arbeitnehmer aus Drittstaaten, die während der Pandemie in ihre Heimatländer zurückgekehrt waren, teilweise dort verblieben zu sein. Die Zahl der Beschäftigten aus dem EU-Ausland lag jedenfalls im Frühjahr noch um mehr als 5% unter dem Vorkrisenstand.

*Arbeitslosigkeit wieder auf Vorkrisenniveau, Beschäftigung noch darunter*

Die Bruttolöhne und -gehälter, die ihr Vorkrisenniveau bereits wieder erreicht hatten, dürften im dritten Vierteljahr weiter gestiegen sein. Ein Lohnkostenschub zeichnet sich aber trotz zunehmender Anzeichen für Arbeitskräfteknappheit bislang nicht ab. Diese stärkt allerdings perspektivisch die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer, die einen Ausgleich für die erlittenen Kaufkraftverluste suchen werden.

*Bisher keine Anzeichen für einen Lohnkostenschub*

Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich im Euroraum im dritten Quartal 2021 erheblich. Gemessen am HVPI stiegen die Preise gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 1,1% an. Die Verstärkung des Preisauftriebs zeigte sich gleichermaßen bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und bei Dienstleistungen. Bei Energieträgern hielt der schon zuvor starke Preisanstieg an, und Nahrungsmittel verteuerten sich nochmals spürbar. In der Folge sprang die Vorjahresrate des HVPI von 1,8% im zweiten Vierteljahr auf 2,8% im Sommer. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel stieg von 0,9% auf 1,4%. Eine besondere Rolle spielten hierbei Preisanhebungen bei kontaktintensiven Dienstleistungen, zu denen unter anderem Leistungen des Gastgewerbes, Inlandsflüge und die

*Anstieg der Verbraucherpreise im Sommer erheblich verstärkt*

Personenbeförderung mit der Bahn zählen. Zudem zogen die Mietpreise von Parkplätzen und Kraftfahrzeugen sowie die Preise von Telefondiensten an. Bei den Industriegütern ohne Energie verdoppelte sich die Steigerungsrate auf 1,8%. Vor allem Neu- und Gebrauchtwagen, Möbel, Bekleidung sowie Hygiene- und Wellnessartikel verteuerten sich kräftig. Außer dem starken Preisanstieg bei Vorleistungsgütern trugen dazu vermutlich auch die erhebliche Zunahme der internationalen Transportkosten sowie die anhaltenden Lieferengpässe bei.

*Im Oktober stieg die Inflationsrate weiter an*

Im Oktober weitete sich der Vorjahresabstand des HVPI von 3,4% im Vormonat auf 4,1% aus. Dieser überraschend starke Anstieg war zu einem erheblichen Teil den Erdgaspreisen zuzuschreiben. In einigen Mitgliedsländern gaben die Versorger die sprunghaft gestiegenen Beschaffungskosten recht unmittelbar an die Verbraucher weiter. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel zog leicht von 1,9% auf 2,0% an. Während sich der Preisanstieg bei Dienstleistungen merklich verstärkte, ließ er bei Industriegütern ohne Energie etwas nach. Im November dürfte die Vorjahresrate des HVPI zunächst noch etwas ansteigen, bevor sie sich zu Beginn des nächsten Jahres etwas verringert. Dann entfallen vor allem die Basiseffekte bei der Energiekomponente und durch den temporär gesenkten Mehrwertsteuersatz in Deutschland. Dennoch dürfte die Gesamtrate des HVPI zunächst noch über 3% bleiben, da zu erwarten ist, dass Kostensteigerungen weiter von den vorgelagerten Stufen auf die Verbraucherpreise übertragen werden.

*Im laufenden Vierteljahr merkliche Verlangsamung*

Im laufenden Quartal setzt sich die gesamtwirtschaftliche Erholung wohl nur mit deutlich verringertem Tempo fort. Das Pandemiegeschehen verstärkte sich in verschiedenen Mitgliedsländern erneut, und es wurden teilweise wieder weitreichende Eindämmungsmaßnahmen erlassen. Auch werden die Verbraucher vermutlich wieder mehr Vorsicht walten lassen. Zwar könnten in Erwartung weiter anziehender Preise einige Käufe vorgezogen werden. Dem stehen aber Engpässe bei manchen Waren gegenüber,

### Ausgewählte Komponenten des HVPI im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, vierteljährlich



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank

und für einen Teil der privaten Haushalte dürfte sich der finanzielle Spielraum infolge des kräftigen Anstiegs der Verbraucherpreise, insbesondere für Energie, allerdings verringert haben. Vom privaten Verbrauch werden daher im laufenden Quartal wohl keine größeren Impulse ausgehen. Auch dürften sich die Erschwernisse infolge des Materialmangels und der hohen Preise von Vorleistungsgütern und Transportleistungen insbesondere für die Industrie nicht in der kurzen Frist auflösen. Gleichzeitig waren die Auftragslage und die Stimmung insgesamt sehr gut. Auch in der Bauwirtschaft hielt sich die Stimmung auf sehr hohem und bei den Dienstleistern auf überdurchschnittlichem Niveau.

Zusammengefasst spricht dies dafür, dass die gesamtwirtschaftliche Leistung im vierten Vierteljahr nur wenig zulegen dürfte. Erst mit Abklingen der Hemmnisse dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Dynamik wieder spürbar verstärken.

## ■ Literaturverzeichnis

Board of Governors of the Federal Reserve System (2021), Industrial Production and Capacity Utilization, statistische Veröffentlichung vom 15. September 2021.

Committee for a Responsible Federal Budget (2021a), Infrastructure Plan Will Add \$400 Billion to the Deficit, CBO Finds, Blogeintrag vom 5. August 2021, <https://www.crfb.org/blogs/infrastructure-plan-will-add-400-billion-deficit-cbo-finds>.

Committee for a Responsible Federal Budget (2021b), Full Estimates of the House Build Back Better Act, Blogeintrag vom 18. November 2021, <https://www.crfb.org/blogs/full-estimates-house-build-back-better-act>.

Congressional Budget Office (2021a), Senate Amendment 2137 to H.R. 3684, the Infrastructure Investment and Jobs Act, Kostenschätzung vom 9. August 2021.

Congressional Budget Office (2021b), Effects of Physical Infrastructure Spending on the Economy and the Budget Under Two Illustrative Scenarios, August 2021.

Congressional Budget Office (2021c), Estimated Budgetary Effects of H.R. 5376, the Build Back Better Act, Kostenschätzung vom 18. November 2021.

Deutsche Bundesbank (2021a), Zu den Gründen für das vergleichsweise gute Abschneiden der chinesischen Volkswirtschaft in der Pandemie, Monatsbericht, Oktober 2021, S. 46 f.

Deutsche Bundesbank (2021b), Zu den makroökonomischen Implikationen des American Rescue Plan, Monatsbericht, Mai 2021, S. 16 ff.

Deutsche Bundesbank (2021c), Wie werden die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union künftig geregelt?, Monatsbericht, Februar 2021, S. 16 f.

Deutsche Bundesbank (2020), Zur monatlichen Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euroraum, Monatsbericht, Mai 2020, S. 22.

Deutsche Bundesbank (2018a), Zu den internationalen Ausstrahleffekten einer scharfen Konjunkturabschwächung in China, Monatsbericht, Juli 2018, S. 56 f.

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

Deutsche Bundesbank (2017), Zum Einfluss von Wirbelstürmen auf die wirtschaftliche Aktivität in den Vereinigten Staaten, Monatsbericht, November 2017, S. 16 f.



Deutsche Bundesbank (2014), Zu den möglichen realwirtschaftlichen Effekten eines Abschwungs am chinesischen Wohnimmobilienmarkt, Monatsbericht, August 2014, S. 18 ff.

Hodge, A. und L. Lin (2021), Boosting the Economy: The Impact of US Government Spending Plans, IMF News, Country Focus, 1. Juli 2021.

IHS Markit (2021), Chips still squeezing: YTD 7.4mn units and – 10 % growth impact, Automotive Research & Analysis, 5. Oktober 2021, <https://ihsmarkit.com/research-analysis/chips-still-squeezing-ytd-74mn-units-and-10-growth-impact.html>.

Internationaler Währungsfonds (2021), World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures, Oktober 2021.

Rogoff, K. und Y. Yang (2021), Has China's Housing Production Peaked, China & World Economy, Vol. 29 (1), S. 1–31.