

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Weltwirtschaft ist im Sommerquartal etwas stärker gewachsen als in der Vorperiode, in der sie ihre Produktion nur verhalten gesteigert hatte. Zu der rascheren Gangart trug bei, dass die zuvor wirksamen temporären Belastungsfaktoren an Einfluss verloren haben. So hat sich die Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln nicht mehr fortgesetzt, und in begrenztem Umfang kam es zu Preisabschlägen. Dies hat sich ansatzweise auf der Verbraucherstufe bemerkbar gemacht. Kurzfristig noch bedeutsamer war, dass die Störungen der Produktionsabläufe in Japan durch die Naturkatastrophe im März, die vor allem die Autoproduktion betrafen, wieder beseitigt werden konnten. In der Folge ist die industrielle Erzeugung in Japan sowie in Ländern mit Fertigungsanlagen japanischer Hersteller, allen voran in den USA, kräftig gestiegen.

Globales Wachstum im Sommer wieder etwas stärker ...

Die globale Industrieproduktion zog im Juli/August saisonbereinigt um 1¼% gegenüber dem zweiten Quartal an, in dem sie stagniert hatte. Die Hauptimpulse kamen zuletzt aus den Industrieländern, und zwar nicht nur aus Japan und den USA, die zuvor durch die katastrophengebundenen Unterbrechungen stark in Mitleidenschaft gezogen worden waren, sondern auch aus dem Euro-Raum, der von den Ereignissen in Japan weniger tangiert war. Die industrielle Erzeugung in den Schwellenländern insgesamt ist dagegen nach der Jahresmitte kaum vorangekommen. Dazu hat beigetragen, dass die Wirtschaftspolitik vielerorts an ihrem restriktiven Kurs festgehalten hat, um den Preisdruck und die

... dank lebhafter Industrieproduktion

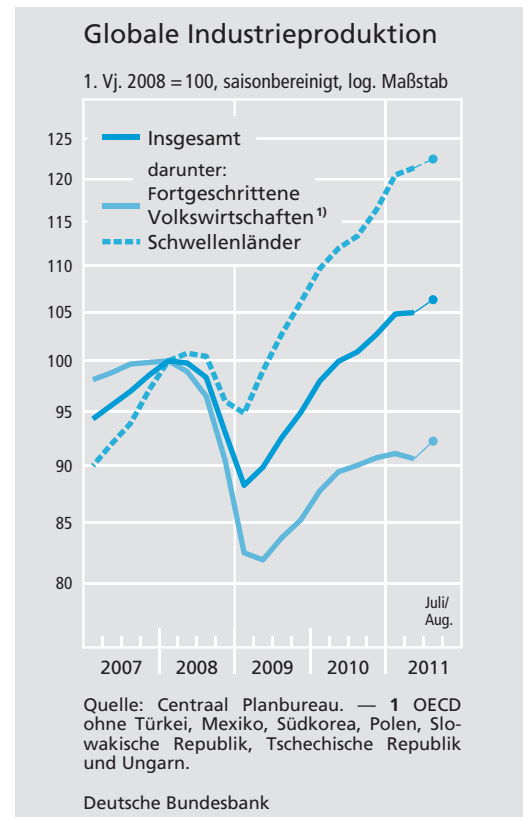
davon ausgehende Gefahr von Zweitrundeneffekten zu mindern. Unter den großen Schwellenländern haben bisher lediglich Brasilien und Indonesien die geldpolitischen Zügel gelockert. Anders als die weltweite industrielle Erzeugung ist das Handelsvolumen im Sommer nur verhalten gestiegen.

BIP der Industrieländer mit merklichem Plus

Die lebhaftere Entwicklung in der Industrie der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich in einem stärkeren Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung niedergeschlagen. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) nahm im dritten Jahresviertel nach ersten Schätzungen, die auf den vorläufigen Angaben für die USA, Japan, Großbritannien und den Euro-Raum beruhen, saisonbereinigt um ½% zu und lag damit um 1¼% über dem vergleichbaren Vorjahrsniveau. Wachstumsvorreiter war Japan mit saisonbereinigt +1½% gegenüber dem Frühjahrsquartal, gefolgt von den USA und Großbritannien mit jeweils +½%. Im Vergleich dazu konnte der Euro-Raum nur einen mäßigen Zuwachs (+¼%) generieren.

Beurteilung der kurzfristigen Perspektiven durch widersprüchliche Signale erschwert

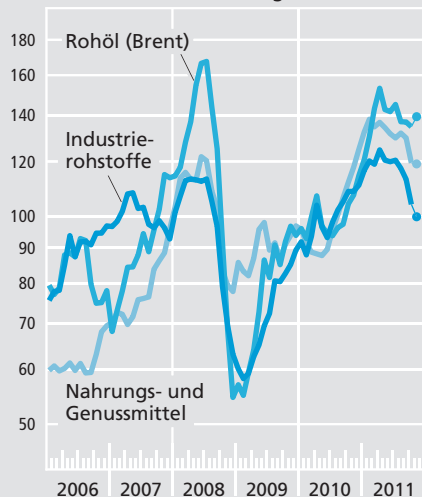
Die Einschätzung der globalen Konjunkturaussichten für das Winterhalbjahr 2011/2012 ist insbesondere seit der erneuten Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise und dem weltweiten Einbruch der Aktienkurse im August erheblich pessimistischer geworden. Dies spiegelt sich auch darin wider, dass die relativ früh vorliegenden Indikatoren, die auf Umfragen bei Unternehmen und privaten Haushalten basieren, seit mehreren Monaten deutlich nach unten tendieren und Rezessionsgefahren anzeigen. Dagegen zeichnen die harten Aktivitätskennziffern bis



zuletzt ein weniger ungünstiges Konjunktur-bild. Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum könnte vor allem die Erholung in Europa belasten, aber auch negativ auf die Handelspartner in anderen Wirtschaftsräumen ausstrahlen. Es ist jedoch nicht damit zu rechnen, dass es zu so tief greifenden Verwerfungen kommt wie nach der Insolvenz von Lehman Brothers vor drei Jahren. Unter der Annahme, dass sich die Staatsschuldenkrise in Europa nicht weiter drastisch verschärft, besteht angesichts der nachlassenden Teuerung und der stark expansiv ausgerichteten Geldpolitik in den Industrieländern sowie des nach wie vor robusten Nachfragewachstums in den Schwellenländern vielmehr die berechnete Hoffnung, dass die globalen Auftriebskräfte in den nächsten Monaten nicht zum Erliegen kommen. Dies hätte auch zur Folge,

Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

US-Dollar-Basis, 2010 = 100, Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Thomson Reuters und HWWI. —
 ● Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 11. November bzw. 1. bis 16. November 2011 (Rohöl).

Deutsche Bundesbank

dass sich die unter Verbrauchern und Unternehmen vorherrschende Unsicherheit im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung zurückbildet.

IWF-Prognose nach unten revidiert

Vor dem Hintergrund der Korrekturen an den Aktienmärkten, der erneuten Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum und der dadurch ausgelösten weltweiten Stimmungverschlechterung hat der IWF seine Wachstumsvorausschätzung für die Weltwirtschaft im September gegenüber der Zwischenprognose vom Juni nach unten angepasst. Die Raten für 2011 und 2012 wurden um einen viertel beziehungsweise einen halben Prozentpunkt auf jeweils 4,0% reduziert. Damit würde aber immer noch ein Wachstum erreicht, das über dem Durchschnitt des letzten Konjunkturzyklus liegt. Die Korrekturen kon-

zentrieren sich auf die Industrieländer, und hier vor allem auf die USA und den Euro-Raum. Die Prognosen für die Schwellenländer wurden um jeweils einen viertel Prozentpunkt auf 6,4% beziehungsweise 6,1% abgesenkt. Dabei fielen die Revisionen für die mittel- und osteuropäischen Länder (ohne GUS) wegen der relativ starken Konjunkturabhängigkeit vom Euro-Raum überdurchschnittlich groß aus. Recht umfangreich sind auch die Änderungen bei der Einschätzung des Welthandelwachstums ausgefallen. Der IWF sieht wegen der Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum in seinem jüngsten Wirtschaftsausblick ein noch deutlicheres Übergewicht der Abwärtsrisiken als bisher.

Nach den kräftigen Preisaufschlägen im Winterhalbjahr 2010/2011 hat sich die Lage an den Rohstoffmärkten im Sommer vor dem Hintergrund der moderateren Weltkonjunktur und der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten merklich entspannt. Ein Fass Rohöl der Sorte Brent notierte am Kassamarkt 4 ¼% günstiger als im Frühjahr. Damit war es aber gleichwohl noch 45 ¾% teurer als ein Jahr zuvor. An den Terminmärkten wurden Öllieferungen mit erheblichen Abschlägen gehandelt. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Angebotssituation in der kurzen Frist trotz der wieder angelaufenen Förderung in Libyen weiterhin knapp ist. Industrierohstoffe und Nahrungsmittel verbilligten sich im Sommer ebenfalls spürbar. Im Gegensatz zum Rohöl verstärkte sich ihr Preisrückgang noch zum Herbstanfang.

Merkliche Entspannung an den Rohstoffmärkten

Die Beruhigung an den Rohstoffmärkten hat sich im Sommer ansatzweise auf der Ver-

Anhaltender
Preisauftrieb
auf der Ver-
braucherstufe
in den
Industrie-
ländern

braucherstufe in den Industrieländern niedergeschlagen. Der Index der Konsumentenpreise legte saisonbereinigt aber noch um ¼% gegenüber dem Vorquartal zu, in dem er um ½% gestiegen war. Dabei verteuerte sich der Warenkorb ohne Energieträger und Nahrungsmittel erneut um ½%. Eine spürbare Entlastung der privaten Haushalte von der Preisseite her blieb somit aus. Die Gesamtrate der Teuerung binnen Jahresfrist zog von 2,9% auf 3,0% an; die unter Ausschluss der Preise für Energie und Nahrungsmittel berechnete Kernrate ging um 0,2 Prozentpunkte auf 1,7% nach oben.

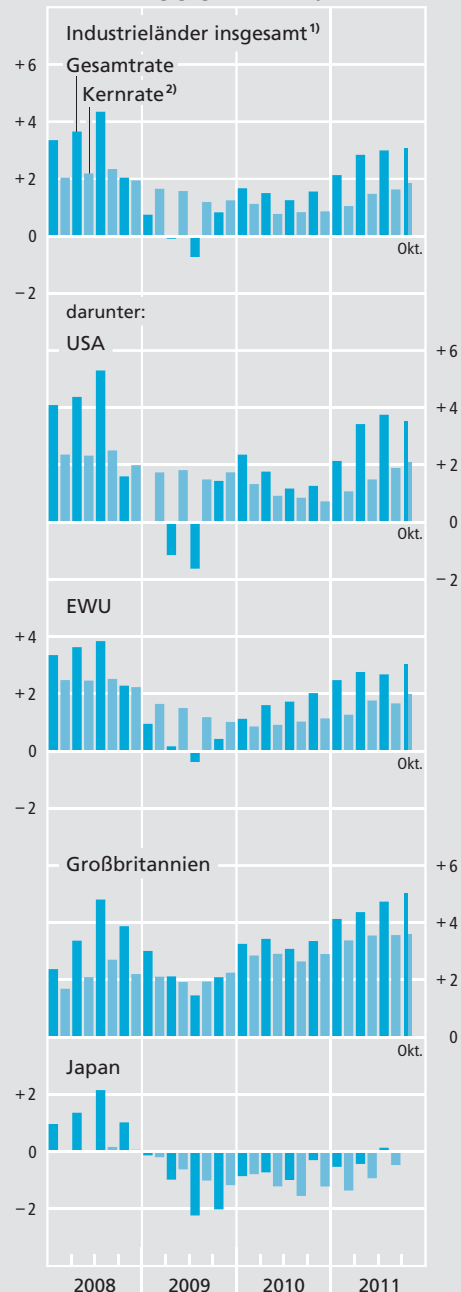
Ausgewählte Schwellenländer

Graduelle
Abkühlung
in China setzt
sich fort

In China hat die zum Jahresbeginn eingesezte konjunkturelle Abkühlung im Sommer angehalten. Der Vorjahrsabstand des realen BIP ging von 9½% im zweiten Quartal auf 9% zurück. Das niedrigere Tempo ist zum einen auf die weiterhin restriktive Geld- und Kreditpolitik der chinesischen Zentralbank zurückzuführen. Dabei hat sich das Wachstum der Investitionen vor allem wegen der starken Ausweitung des öffentlichen Wohnungsbaus, mit der die Zentralregierung der steigenden Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum entgegenkommen möchte, bisher nur moderat abgeschwächt. Zum anderen sind die Einzelhandelsumsätze in realer Rechnung in den vergangenen Monaten etwas langsamer expandiert als zuvor. Hier dürften die Kaufkraftverluste bei den Konsumenten infolge der anhaltend hohen Teuerung eine wesentliche Rolle gespielt haben. Zuletzt hat sich der Verbraucherpreisanstieg aufgrund einer leichten Entspannung bei den Preisen

Verbraucherpreise in den Industrieländern

Vierteljährlich,
Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Nationale Statistiken, Eurostat und eigene Berechnungen. — 1 USA, EU-27, Japan, Kanada, Norwegen und Schweiz. — 2 Ohne Energie und Nahrungsmittel; Euro-Raum und Großbritannien: HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel; Japan: einschl. alkoholischer Getränke.

Deutsche Bundesbank

für Nahrungsmittel zwar etwas vermindert; er verfehlte aber mit 5,5% im Oktober die Zielmarke der Regierung von 4% noch immer deutlich. Neben den gedämpften binnenwirtschaftlichen Auftriebskräften hat auch ein weniger dynamisches Exportgeschäft zur jüngsten Wachstumsmoderation in China beigetragen. Der Vorjahrsabstand der Warenausfuhr ging – in US-Dollar gerechnet – von 22% im zweiten Quartal auf 19% in den Monaten von Juli bis Oktober zurück.

*Indien im
Zeichen
konjunktureller
Abschwächung*

In Indien, für das bislang keine aktuellen BIP-Daten vorliegen, dürfte sich die Expansion der Wirtschaftsleistung im dritten Quartal von hohem Niveau aus spürbar verlangsamt haben. Dafür spricht vor allem, dass die Konjunktur im Verarbeitenden Gewerbe, die sich bereits zuvor erheblich beruhigt hatte, nochmals merklich an Schwung einbüßte. So sank die Vorjahrsrate der Industrieproduktion von + 6 $\frac{3}{4}$ % im zweiten auf + 3 $\frac{1}{4}$ % im dritten Quartal. Darüber hinaus scheint zuletzt auch die bis dahin sehr kräftige Dynamik in einigen Dienstleistungssektoren deutlich nachgelassen zu haben. Im Gegensatz zur Entwicklung in vielen anderen Schwellenländern ist die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe in Indien im Verlauf des Sommers weiter gestiegen, und zwar von 8,6% im Juni auf 10,1% im September. Um dem starken Inflationsdruck entgegenzuwirken, hat die Zentralbank den Leitzins im September und Oktober erneut angehoben.

*Brasilianische
Wirtschaft tritt
auf der Stelle*

Der Ausstoß der brasilianischen Wirtschaft dürfte im abgelaufenen Quartal mehr oder weniger stagniert haben, nachdem im Frühjahr noch ein deutlicher Zuwachs von $\frac{3}{4}$ %

erzielt worden war. Die Erzeugung in der Industrie, die aufgrund der starken Aufwertung der Landeswährung sowie hoher Lohnsteigerungen an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat, tendierte in den vergangenen Monaten weiter nach unten. Im September wurde der zyklische Höchststand vom März um saisonbereinigt 4% unterschritten. Ähnlich wie in Indien scheint zuletzt aber auch der Dienstleistungsbereich in ruhigeres Fahrwasser gekommen zu sein. Die brasilianische Notenbank hat im September und Oktober den Leitzins aufgrund einer ungünstigeren Einschätzung der konjunkturellen Perspektiven um insgesamt 100 Basispunkte gesenkt. Allerdings lag die Preissteigerungsrate auf der Verbraucherstufe im Oktober mit 7,0% weiterhin über der oberen Grenze des Toleranzintervalls der Zentralbank von 6,5%.

Anders als in den übrigen großen Schwellenländern hat die russische Wirtschaft im abgelaufenen Quartal ihre Gangart deutlich gesteigert. Einer ersten Schätzung der russischen Statistikbehörde zufolge stieg das reale BIP gegenüber dem Vorjahr um 4 $\frac{3}{4}$ %, verglichen mit + 3 $\frac{1}{2}$ % im zweiten Quartal. Auch im Vorperiodenvergleich – entsprechende saisonbereinigte Angaben liegen noch nicht vor – dürfte die Wirtschaftsleistung wesentlich stärker expandiert haben als im Frühjahr, in dem das BIP-Ergebnis nicht zuletzt aufgrund von Lageranpassungen gedrückt worden war. Insgesamt befindet sich die russische Wirtschaft seit dem Beginn der Erholung aber auf einem eher flachen Wachstumspfad; das Vorkrisenniveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion wird nach wie vor unterschritten. Dies ist vor allem der

*Expansions-
tempo in Russ-
land erhöht*

schwachen Entwicklung bei den Investitionen geschuldet. Die seit Jahresbeginn rückläufige Tendenz der Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hat sich bis zuletzt fortgesetzt. Im Oktober betrug sie 7,2% und war damit 2,4 Prozentpunkte niedriger als im Januar.

USA

*Wieder stärkere
konjunkturelle
Impulse seitens
der privaten
Haushalte ...*

Die amerikanische Wirtschaft konnte im dritten Quartal ihre Schlagzahl merklich erhöhen. Bereinigt um saisonale Einflüsse legte das reale BIP $\frac{1}{2}\%$ gegenüber dem Frühjahr zu, in dem es nur um $\frac{1}{4}\%$ gewachsen war. Damit übertraf es erstmals wieder sein Niveau vom Schlussquartal 2007, dem jüngsten zyklischen Hochpunkt. Die Temposteigerung wurde nicht zuletzt von den privaten Haushalten vorangetrieben. Nachdem im Vorquartal die mangelnde Verfügbarkeit von Pkw japanischer Marken die Zuwachsrate ihrer realen Verbrauchsausgaben ($+\frac{1}{4}\%$) erheblich gedämpft hatte, sorgte die Normalisierung der Situation in den Sommermonaten für mehr Auftrieb ($+\frac{1}{2}\%$). Im September wurden wieder praktisch genauso viele Neuwagen abgesetzt wie im April. Gleichwohl blieb die Entwicklung am Arbeitsmarkt verhalten. Der monatliche Beschäftigungsaufbau fiel zwar im Zeitraum Juli bis September mit 130 000 Stellen deutlich stärker aus als im Mai und Juni ($+37\,000$ Stellen). Im Schnitt der ersten vier Monate 2011 waren jedoch 179 000 Arbeitsplätze geschaffen worden. Während die zögerliche Ausweitung der Beschäftigung das nominale Einkommenswachstum zurückhielt, untergrub die anhaltende Teuerung die Kaufkraft der Konsumenten. Die Verbraucherpreise zogen im Sommer

saisonbereinigt um $\frac{3}{4}\%$ gegenüber dem zweiten Quartal an, in dem sie um 1% gestiegen waren. Damit vergrößerte sich ihr Vorjahrsabstand von $+3,4\%$ auf $+3,8\%$. Auch ohne die Preise für Energieträger und Nahrungsmittel gerechnet ging die Teuerungsrate nach oben, und zwar von 1,5% auf 1,9%. Insgesamt schrumpfte das reale verfügbare Einkommen leicht gegenüber dem Frühjahr, sodass die privaten Haushalte ihren Konsum zulasten ihrer Sparanstrengungen ausweiteten. Die Sparquote lag mit 4% auf dem tiefsten Stand seit Ende 2007. Die Rolle der realen Einkommensentwicklung und speziell der Teuerung als Erklärung für den flacheren Konsumpfad in den vergangenen Jahren im Vergleich zu vorherigen Aufschwungphasen verdeutlicht auch eine ökonomische Untersuchung (vgl. Erläuterungen auf S. 18 f.).

Stärkere Impulse gingen im Sommer nicht nur von den privaten Haushalten aus, sondern auch von den Unternehmen. Preisbereinigt zogen deren Ausgaben für Ausrüstungen und Software so schwungvoll an wie seit dem Frühjahr 2010 nicht mehr ($+4\%$). Zudem verbuchten die gewerblichen Bauinvestitionen erneut ein kräftiges Plus. Demgegenüber wurden die privaten Wohnungsbauinvestitionen nur verhalten ausgeweitet, die öffentliche Nachfrage war unverändert, und der Außenhandel verhielt sich mit Blick auf die BIP-Expansion praktisch neutral. Die Verlangsamung des Lageraufbaus bremste die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung noch merklich. Insgesamt belegt das reale Ausgabeverhalten, dass die privaten Haushalte und Unternehmen ungeachtet der er-

*... und der
Unternehmen*

Zur Entwicklung des privaten Konsums in den USA im aktuellen Aufschwung

Die konjunkturelle Erholung ist in den USA bislang nur mit moderatem Tempo vorangekommen. Die Aufwärtsbewegung fällt nicht allein vor dem Hintergrund des scharfen Aktivitätseinbruchs im Winterhalbjahr 2008/2009 recht flach aus. Auch im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Aufschwungphasen Anfang der neunziger Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends, die zudem auf einen deutlich milderen Abschwung gefolgt waren, schneidet die aktuelle Expansion leicht unterdurchschnittlich ab.¹⁾ Ein wesentlicher Grund für die derzeitige, relativ schwache Aufwärtsbewegung der US-Wirtschaft ist die mäßige Entwicklung der privaten Konsumausgaben. Um diese zu erklären, wird im Folgenden eine Konsumfunktion geschätzt. Ein Vergleich der dadurch ermittelten Wachstumsbeiträge der einzelnen Einflussgrößen mit denen früherer Zyklen erlaubt, die konjunkturellen Triebkräfte und Bremsfaktoren zu identifizieren und einzuordnen.

Für die Konsumfunktion wird unterstellt, dass die Veränderung der privaten Konsumausgaben (C) von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen (I) der Haushalte abhängt. Da der Schätzequation reale Größen zugrunde liegen, schlagen sich erhöhte Teuerungsraten als Folge anziehender Energie- und Nahrungsmittelpreise direkt in den realen verfügbaren Einkommen nieder. Ein besonderes Augenmerk wird auf die Vermögenspositionen der privaten Haushalte gelegt. Neben dem Nettovermögen an Immobilien (HW) und Finanztiteln (FW) wird auch deren Verschuldung (D) berücksichtigt.²⁾ Dabei wird ein kausaler Zusammenhang zwischen der Dynamik der privaten Vermögensbestände und den Konsumausgaben unterstellt. Hier kommt in erster Linie der Vermögenseffekt zum Tragen. Demnach mindern anziehende Vermögenspreise die Bemühungen der Haushalte, aus ihrem laufenden Einkommen zu sparen, da auch mit verringerter Sparanstrengung eine gewünschte Vermögensmehrung erzielt werden kann et vice versa.³⁾ Vor diesem Hintergrund wird der steile Rückgang der Sparquote der amerikanischen Haushalte bis zur Mitte des vergangenen Jahrzehnts häufig auf den kräftigen Anstieg ihres Nettovermögens zurückgeführt. Umgekehrt dürften die sinkenden Immobilienpreise seit dem Beginn der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise die Sparquote merklich nach oben gedrückt und mithin den Konsum belastet haben. In dieselbe Richtung könnten zunehmende Bemühungen der Haushalte wirken, ihren Schuldenstand zu reduzieren. Als weiterer Regressor wird die Arbeitslosenquote (U) in die Gleichung aufgenommen, da ein Anstieg der Erwerbslosigkeit Anlass für vermehrtes Vorsichtssparen geben könnte.

Auf Basis des Johansen-Tests kann eine Kointegrationsbeziehung zwischen dem realen privaten Konsum und dem realen

1 Da für die aktuelle Erholung bislang lediglich die ersten acht Quartale beobachtet werden konnten, werden auch die Referenzperioden zu Beginn der neunziger Jahre und des neuen Jahrtausends auf diesen Zeitraum beschränkt. — 2 Das Netto-Immobilienvermögen berechnet sich aus dem Immobilienvermögen abzüglich der Hypothekenschulden. Das Netto-Finanzvermögen bezieht auch das Vermögen an langlebigen Konsumgütern sowie Ausrüstungen und Software ein. Die Variable Verschuldung umfasst die gesamte ausstehende Schuld

Einkommen nachgewiesen werden. Nachstehendes Fehlerkorrekturmodell wird zunächst über den insgesamt zur Verfügung stehenden Zeitraum vom ersten Quartal 1957 bis zum Frühjahr 2011 geschätzt:⁴⁾

$$\Delta \ln C_t = \beta_1 + \beta_2 \Delta \ln I_t + \beta_3 \Delta \ln FW_t + \beta_4 \Delta \ln HW_t + \beta_5 \Delta^2 \ln D_t + \beta_6 \Delta U_t + \gamma (\ln C_{t-1} - \ln I_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Allerdings dürften strukturelle Anpassungen innerhalb der US-Wirtschaft im Verlauf der vergangenen 55 Jahre die Reagibilität des Konsums auf einige der hier untersuchten Faktoren merklich verändert haben. Eine Berechnung der Wachstumsbeiträge am aktuellen Rand auf Basis einer Regression über den gesamten Schätzzeitraum könnte mithin ein verzerrtes Bild ergeben. Um einen Eindruck über die zeitliche Entwicklung der Koeffizienten zu erhalten, werden rollierende Regressionen über eine Periode von jeweils 20 Jahren durchgeführt. Die Ergebnisse signalisieren, dass der Vermögenseffekt bei Immobilien erst mit Beginn des Booms Anfang der neunziger Jahre an Bedeutung gewonnen hat. Verglichen mit der Regression über den gesamten Zeitraum lag der Koeffizient in der Schätzung über die vergangenen 20 Jahre beträchtlich höher. Der Koeffizient des Netto-Finanzvermögens schwankte hingegen zumeist in einem recht engen Band, ohne eine nachhaltige Ab- oder Aufwärtstendenz erkennen zu lassen. Demgegenüber hat sich die Reagibilität des Konsums gegenüber Einkommenssteigerungen in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich abgeschwächt. Ebenso scheinen die amerikanischen Verbraucher in der jüngeren Vergangenheit deutlich weniger sensibel auf Änderungen der Arbeitslosenquote zu reagieren als noch in den siebziger und achtziger Jahren. Die Dynamik der zeitvariablen Koeffizienten verdeutlicht, dass eine Regression über den gesamten Schätzzeitraum zu einer Fehlspezifizierung am aktuellen Rand führen könnte. Aus diesem Grund wird die obige Regressionsgleichung für die Periode von 1990 bis 2011 neu geschätzt; die resultierenden Koeffizienten liegen der nachfolgenden Analyse zugrunde.

Die Schätzergebnisse stehen im Einklang mit der einschlägigen Literatur.⁵⁾ Neben dem realen verfügbaren Einkommen geht auch von den Vermögenspositionen der Haushalte ein statistisch und ökonomisch signifikanter Effekt auf das Wachstum des privaten Verbrauchs aus. Der deutlich höhere Koeffizient der Dynamik des Immobilienbestandes im Vergleich zu den Finanztiteln signalisiert, dass die Haushalte auf eine Bewegung der Häuserpreise merklich sensibler reagieren als auf Schwankungen an den Finanzmärkten. Die Veränderung der Arbeitslosenquote wirkt sich nicht nur über die Entwicklung der Lohneinkommen, sondern auch über die Anpassung der

der privaten Haushalte, darunter Hypotheken und Konsumentenkredite. Die Daten entstammen der Finanzierungsrechnung der Federal Reserve. Sämtliche nominalen Variablen wurden mittels des Deflators der privaten Konsumausgaben in reale Werte umgerechnet. — 3 Ein weiterer Effekt auf den Konsum könnte von Liquiditätsbeschränkungen ausgehen. So könnte das infolge gestiegener Vermögenspreise erhöhte Eigenkapital von Haushalten, die einen erschwerten Zugang zu Krediten haben, genutzt werden, um den laufenden Konsum zu

Sparquote auf die Verbrauchsausgaben der Konsumenten aus. Da sich die Verschuldungsdynamik als insignifikant erweist, wird sie in der anstehenden Analyse nicht weiter berücksichtigt.

Im Vergleich zur Expansionsphase Anfang der neunziger Jahre bleibt die Schwäche des privaten Konsums in der jüngsten konjunkturellen Erholung im Modell unerklärt. Der negative Wachstumsbeitrag des Residuums bildet die Wachstumsdifferenz praktisch vollständig ab. Ein anderes Ergebnis ergibt sich mit Blick auf die Periode zu Beginn des neuen Jahrtausends. In dieser Phase ging von den hier untersuchten Regressoren per saldo ein erheblich stärkerer Wachstumsimpuls aus.

Betrachtet man die Erklärungsfaktoren im Detail, zeigt sich, dass der mäßige Anstieg der realen verfügbaren Einkommen seit Mitte 2009 die Konsumdynamik gerade im Vergleich zu den Jahren 2002/2003, aber auch gegenüber Anfang der neunziger Jahre deutlich gedrosselt hat. Dies dürfte jedoch weniger auf den moderaten Beschäftigungsaufbau zurückzuführen sein; die Phasen zu Beginn der beiden letzten Jahrzehnte waren sogar als „jobless recovery“ gekennzeichnet. Und auch die nominalen Lohneinkommen stiegen in den vergangenen Quartalen im Mittel nicht weniger als zuvor. Vielmehr scheint die kräftige Teuerung, insbesondere bei Energie und Nahrungsmitteln, den Anstieg der realen verfügbaren Einkommen insgesamt erheblich stärker zurückgehalten zu haben als in früheren Erholungsphasen. Dieses Ergebnis hebt die dämpfenden realwirtschaftlichen Wirkungen des jüngsten Ölpreisanstiegs hervor. Angesichts der hohen Verbrauchsintensität waren gerade für die US-Wirtschaft die Belastungen beträchtlich. So stieg der Anteil der Energieausgaben am privaten Konsum in den vier Quartalen bis zum Frühjahr 2011 um drei Viertel Prozentpunkte an.

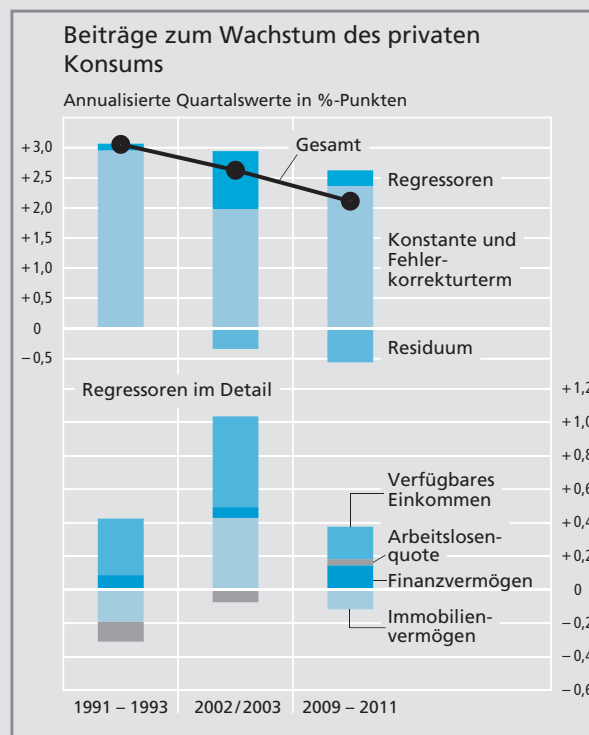
Leicht positive Impulse kamen im jüngsten Aufschwung dagegen zunächst von der Arbeitslosenquote. Im Gegensatz zu den Perioden zu Beginn der neunziger Jahre und des neuen Jahrtausends konnte die Rate nämlich – ausgehend von einem relativ hohen Niveau – zeitweise eine gewisse Abwärtstendenz einschlagen. Mit Blick auf die Vermögen der Haushalte bestätigt sich die Vermutung, dass der Rückgang der Immobilienpreise, der sich über die Rezession hinaus bis an den aktuellen Rand fortgesetzt hat, den Konsum merklich gebremst hat. Da aber zugleich die Erholung an den Aktienmärkten die Vermögensposition der Haushalte beträchtlich verbesserte, gingen per saldo von den Vermögenseffekten keine negativen Wachstumsbeiträge aus. Im Vergleich zu den Jahren 2002/2003, in denen der Immobilienboom stark expansiv wirkte, fehlte gleichwohl ein wichtiger Impuls.

finanzieren. — 4 Da nicht die Änderung des Schuldenniveaus, sondern die Änderung der Änderung dieser Bestandsgröße das Konsumwachstum bestimmt, fließt die Variable in der zweiten Differenz ein. Für das Finanzvermögen wurde zusätzlich ein um eine Periode verzögerter Term getestet, der sich jedoch als insignifikant erwies. Gleiches gilt für die verzögerte endogene Variable. — 5 Vgl. etwa: K. Case, J. Quigley und R. Shiller, (2005), Comparing Wealth Effects: The Stock Market

Bestimmungsfaktoren des Wachstums des realen privaten Konsums ($\Delta \ln C$)

Koeffizient, p-Wert in Klammern

Position	1. Vj. 1957 bis 2. Vj. 2011	1. Vj. 1990 bis 2. Vj. 2011
Änderung des Einkommens ($\Delta \ln I$)	0,215 (0,00)	0,156 (0,01)
Änderung des Finanzvermögens ($\Delta \ln FW$)	0,032 (0,02)	0,027 (0,08)
Änderung des Immobilienvermögens ($\Delta \ln HW$)	0,036 (0,04)	0,081 (0,00)
2. Änderung der privaten Verschuldung ($\Delta^2 \ln D$)	0,024 (0,33)	-0,040 (0,37)
Änderung der Arbeitslosenquote (ΔU)	-0,008 (0,00)	-0,004 (0,01)
Fehlerkorrekturterm ($\ln C_{(t-1)} - \ln I_{(t-1)}$)	-0,049 (0,00)	-0,058 (0,04)
Konstante	0,001 (0,59)	0,001 (0,73)
Nachrichtlich: R^2 (angepasst) in %	43,9	52,4
Anzahl der Beobachtungen	218	86



versus the Housing Market, *Advances in Macroeconomics* 5 (1), sowie J. Benjamin, P. Chinloy und D. Jud (2004), Real Estate Versus Financial Wealth in Consumption, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29 (3). Für eine Metaanalyse zu den Effekten des Immobilienvermögens auf das Konsumwachstum siehe: CBO Background Paper (2007), Housing Wealth and Consumer Spending.

höhten Unsicherheit, wie sie in einigen Stimmungsmaßen zum Ausdruck kommt, von einer Fortsetzung des Aufschwungs ausgehen.

Japan

Wirtschaftsaktivität weitgehend normalisiert

Unter den wichtigsten Industrieländern verbuchte Japan mit einem Plus von 1½% nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen den mit Abstand stärksten Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Sommer gegenüber dem Vorquartal. Bei Berücksichtigung von Aufwärtsrevisionen erreichte das reale BIP fast wieder sein Niveau vor Jahresfrist. Dahinter stand die Normalisierung der Produktion nach den katastrophengebunden Ausfällen im Winter und Frühjahr. Monatliche Indikatoren haben bereits im Verlauf des Sommers eine deutlich moderatere Gangart der japanischen Wirtschaft angezeigt. So ist gerade der sprunghafte Anstieg der realen Ausfuhren an Waren und Dienstleistungen um 6¼% im dritten Jahresviertel vor dem Hintergrund des Einbruchs im Vorquartal (– 5%) zu relativieren. Die Beruhigung der globalen Konjunktur und die Aufwertung des Yen dürften das Expansionstempo der japanischen Exporte in den nächsten Monaten erheblich belasten. Der starke Importschub im Sommer ging auf die anziehende Binnennachfrage zurück. Hier legten insbesondere die privaten Ausgaben für den Wohnungsbau real kräftig zu, während die öffentlichen Investitionen eingeschränkt wurden. Allerdings sollte der jüngst vom Parlament beschlossene dritte Nachtragshaushalt den Wiederaufbau weiter unterstützen. Als stabilisierender Faktor erwies sich der Arbeitsmarkt. Die nationale

Arbeitslosenquote war im September mit 4,1% sogar deutlich niedriger als bei der letzten landesweiten Erhebung im Februar (4,6%). Der Vorjahrsabstand des Verbraucherpreisindex schlug vor allem wegen der Verteuerung von Energieträgern von – 0,5% im Frühjahr auf + 0,1% im dritten Quartal um. Ohne die Preise für Energie und Nahrungsmittel gerechnet verharrte die Rate jedoch im negativen Bereich (– 0,4%).

Großbritannien

Nach annähernder Stagnation hat die britische Wirtschaft ihre Leistung im Sommer moderat gegenüber dem Vorquartal gesteigert. Da aber das reale BIP zuvor durch Sondereinflüsse beeinträchtigt war, dürfte seine saisonbereinigte Zunahme um ½% gegenüber dem Frühjahr die zugrunde liegende konjunkturelle Dynamik eher überzeichnen. Die Bruttowertschöpfung im Produzierenden Gewerbe (ohne Bau) expandierte zwar wieder deutlich, nachdem sie im Vorquartal geschrumpft war. Allerdings war hierfür unter anderem die Erholung der Strom- und Gas-erzeugung nach einer witterungsbedingten Delle ausschlaggebend. Demgegenüber wurde die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe erneut nur in geringem Umfang ausgeweitet; im Baugewerbe war sie sogar rückläufig. Der Dienstleistungssektor, der drei Viertel der gesamten Bruttowertschöpfung generiert, konnte aber mit einem Zuwachs von ¾% ein erheblich größeres Plus verbuchen als im zweiten Quartal, in dem ein zusätzlicher Feiertag das Aktivitätsniveau gedrückt hatte. Angaben zur Verwendungsseite des BIP liegen bislang nicht vor, doch dürfte

BIP-Wachstum überzeichnet Grunddynamik

die Situation der privaten Haushalte, die bereits im Frühjahr ihre Verbrauchsausgaben zum vierten Mal in Folge real eingeschränkt hatten, nach wie vor schwierig gewesen sein. Zum einen kletterte die Erwerbslosenquote im August auf 8,3%, den höchsten Stand seit 1995. Die Zahl der Antragsteller auf Arbeitslosenunterstützung ging im September und Oktober weiter nach oben, wenngleich sich ihr Anstieg abschwächte. Zum anderen mussten die Haushalte erneut erhebliche Kaufkraftverluste hinnehmen. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) legte saisonbereinigt im Sommer fast genauso stark gegenüber der Vorperiode zu wie im Frühjahr (+1%). Sein Vorjahrsabstand vergrößerte sich noch etwas auf +4,7%, und selbst die unter Ausschluss der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel berechnete Teuerungsrate verharrte mit 3,5% weit oberhalb des (auf die Gesamtrate bezogenen) offiziellen Inflationsziels von 2%.

Neue EU-Mitgliedsländer

*Aufschwung
setzt sich fort*

In den neuen EU-Staaten insgesamt (EU-7)¹⁾ dürfte die Wirtschaftsleistung, die im zweiten Vierteljahr um saisonbereinigt ½% gewachsen war, im Sommerquartal erneut merklich zugenommen haben. So hat sich das reale BIP in Rumänien um 2% und in Ungarn um ½% erhöht. Zudem deutet im Falle Polens die robuste Aufwärtsentwicklung der Industrieproduktion auf einen spürbaren Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung hin. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den meisten Ländern weiter leicht verbessert. In der Region insgesamt sank die Arbeitslosenquote von 9,4% im zweiten Quartal auf

9,2% im dritten. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe war im Durchschnitt der Monate Juli bis Oktober mit 3,5% deutlich niedriger als im Frühjahr (4,5%). Neben der Entspannung bei den Nahrungsmittelpreisen spielt hier auch eine Rolle, dass in Rumänien die Anhebung indirekter Steuern von Mitte 2010 aus dem Vorjahrsvergleich herausgefallen ist.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

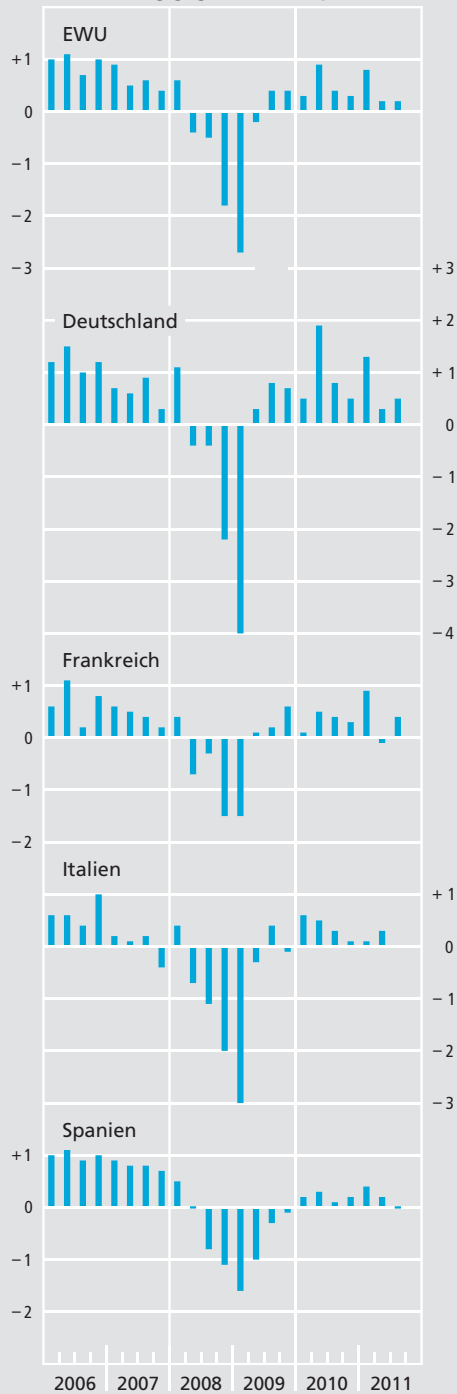
Der Euro-Raum ist im dritten Quartal auf dem flachen Wachstumspfad geblieben, den er im zweiten Jahresviertel eingeschlagen hatte. Das reale BIP nahm saisonbereinigt erneut um ¼% zu. Der Vorjahrsstand wurde um 1½% übertroffen, das Vorkrisenniveau aber noch um 1¾% verfehlt. Die wichtigsten Wachstumsbeiträge leisteten die deutsche und die französische Wirtschaft, die jeweils um saisonbereinigt ½% expandierten. In Spanien verharrte das reale BIP auf dem Niveau der Vorperiode. Rückgänge der gesamtwirtschaftlichen Produktion wurden aus den Niederlanden, Portugal und Zypern gemeldet. In Griechenland hat sich der Kontraktionsprozess wohl ungebremst fortgesetzt. Es werden zwar seit dem Frühjahr keine saisonbereinigten Angaben zum realen BIP mehr ausgewiesen, der negative Vorjahrsabstand dürfte aber im dritten Quartal nur wegen eines Basiseffekts mit 5¼% kleiner gewesen sein als zuvor. Für Italien und Irland

*Moderates
Wachstum im
Sommerquartal*

¹⁾ Der Länderkreis umfasst die 2004 und 2007 der Europäischen Union beigetretenen Staaten, sofern sie nicht schon zur EWU gehören.

Wachstumstendenzen im Euro-Raum

Reales BIP, saisonbereinigt,
Veränderung gegenüber Vorquartal in %



Quellen: Nationale Statistiken, Eurostat und EZB.

Deutsche Bundesbank

liegen noch keine entsprechenden Informationen vor. Ausschlaggebend für das verhaltene Wachstum im Euro-Raum dürfte zum einen die zunehmende Verunsicherung der Konsumenten und Investoren durch die erneute Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Sommer gewesen sein. Zum anderen scheint sich in den besonders betroffenen Ländern die Kreditvergabebereitschaft der Banken vermindert zu haben.

Die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Raum im Winterhalbjahr 2011/2012 wird dadurch erschwert, dass sich die schon seit einigen Monaten andauernde starke Eintrübung der Stimmungsindikatoren bisher nicht in einer damit korrespondierenden deutlichen Abschwächung der realwirtschaftlichen Aktivitäten niedergeschlagen hat. Es ist derzeit nicht klar erkennbar, in welche Richtung sich die Lücke zwischen den ausgesprochen schlechten umfragebasierten Indikatoren und den weniger ungünstigen harten Konjunkturindikatoren schließen wird. Insgesamt spricht vieles dafür, dass das Wachstum im vierten Quartal mehr oder weniger zum Erliegen kommen wird. Die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung dürfte insbesondere vom Verlauf der Staatsschuldenkrise abhängen.

Zum Jahresende hin eher trübe Wachstumsaussichten

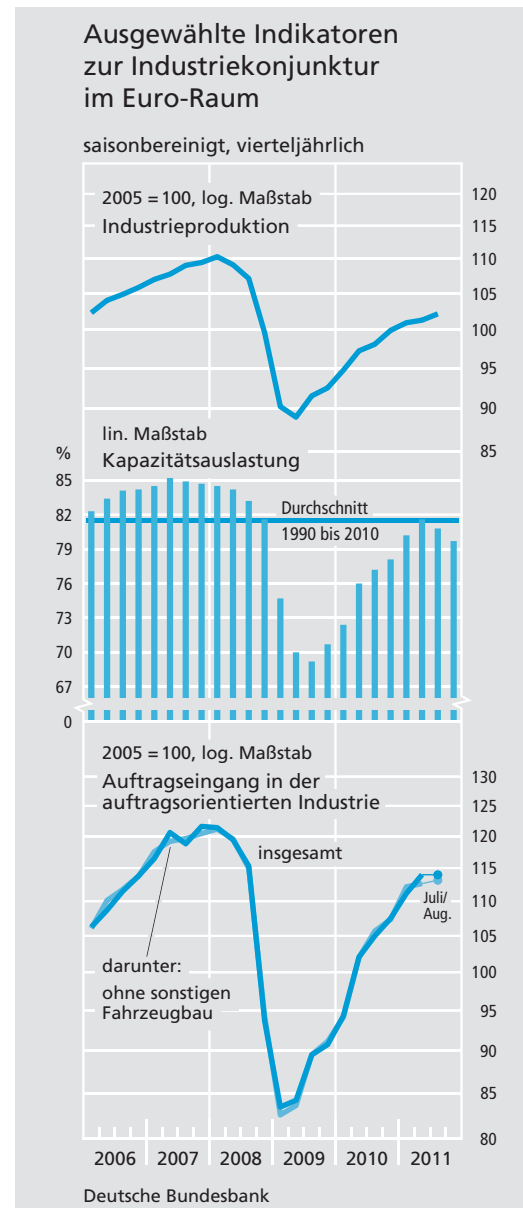
Die Zunahme der Wirtschaftsleistung im dritten Vierteljahr wurde vor allem von der im Vergleich zum Frühjahr wieder schwungvolleren Konjunktur im Produzierenden Gewerbe getragen. Die Industrieproduktion übertraf das Ergebnis der Vorperiode saisonbereinigt um 1%. Die Impulse kamen hauptsächlich aus dem Investitionsgüterbereich (+ 2 ¾%)

Lebhafte Industrieproduktion, ...

und von der Energieerzeugung (+1 1/4%). Die Herstellung von Vorleistungsgütern und die von langlebigen Konsumgütern legten um jeweils 1/2% zu. Dagegen ging der Ausstoß von Verbrauchsgütern im Berichtszeitraum spürbar (-1/2%) zurück. Bei insgesamt lebhafter Produktion im Sommerquartal ist die Nutzung der Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe von Juli bis Oktober allerdings erneut gesunken und hat sich damit weiter von der Normalauslastung entfernt. Neben der Industrie steigerte auch das Bauhauptgewerbe im Sommerquartal seine Aktivitäten merklich, und zwar um 3/4% gegenüber dem zweiten Jahresviertel.

... aber
ungewisser
Ausblick

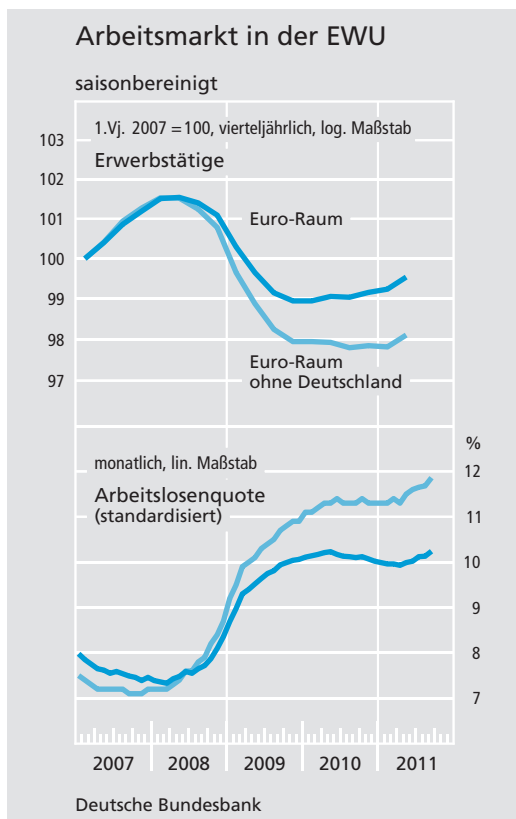
Im Hinblick auf die Perspektiven der Industrie im Euro-Raum vermitteln die Frühindikatoren derzeit – wie für andere Wirtschaftsräume – ein etwas diffuses Bild. Die Bestellungen beim Verarbeitenden Gewerbe hielten im Juli/August das hohe Niveau der Frühjahrsmonate. Ohne den sonstigen Fahrzeugbau gerechnet, der im zweiten Quartal zahlreiche Großaufträge verbuchen konnte, zogen die Orders noch um 1/2% an. Binnen Jahresfrist ergibt sich ein Plus von 6 3/4%. Dagegen hat sich das Industrievertrauen nach der Konjunkturumfrage der EU-Kommission weiter verschlechtert, wenn auch langsamer als zuvor, und ist im Oktober auf seinen langjährigen Durchschnittswert zurückgefallen. Hinter der Eintrübung stehen eine schlechtere Beurteilung der Auftragsbestände und ein höherer Lagerdruck. Hinzu kommt, dass sich der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe (wie auch der für den Dienstleistungssektor) im Oktober nochmals von der Expan-



sionsschwelle nach unten entfernt hat und damit eine Kontraktion anzeigt.

Nachfrageseitig dürfte das BIP-Wachstum im dritten Quartal von den Investitionen und vom Export gestützt worden sein. Auf eine recht günstige Entwicklung der investiven Ausgaben deuten die bereits erwähnten spürbaren Zuwächse der Produktion im Investitionsgüterbereich und im Bausektor hin. Die

*Konjunkturelle
Impulse von
den Unter-
nehmens-
investitionen
und vom
Export*



nominale Ausfuhr aus dem Euro-Raum in Drittstaaten legte im Juli/August saisonbereinigt um 1% gegenüber dem zweiten Jahresviertel zu. Da gleichzeitig die Einfuhren stagnierten, hat sich die EWU-Handelsbilanz im Berichtszeitraum deutlich verbessert. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels dürfte erneut positiv gewesen sein. Der private Konsum hat dagegen das gesamtwirtschaftliche Wachstum wohl erneut gedämpft. Jedenfalls sank die Zahl der Kfz-Zulassungen saisonbereinigt leicht, während die realen Einzelhandelsumsätze auf dem gedrückten Niveau der Vorperiode verharrten. In dieses Bild passt der bis zuletzt anhaltende Rückgang des Konsumentenvertrauens, der in den stark unter Konsolidierungsdruck stehenden Mitgliedsländern besonders ausgeprägt war.

Die Erholung am Arbeitsmarkt ist nach der Jahresmitte ins Stocken geraten. Der Beschäftigungsaufbau, der sich im zweiten Quartal noch auf ¼% gegenüber den Wintermonaten belaufen hatte, dürfte im Sommer angesichts des erneut schwachen Wirtschaftswachstums kaum mehr vorangekommen sein. Darauf deutet auch hin, dass die Zahl der Erwerbslosen im August und September wieder gestiegen ist und zuletzt saisonbereinigt um 560 000 über dem Tiefstand vom April 2011 lag. Die standardisierte Arbeitslosenquote erhöhte sich seitdem um 0,3 Prozentpunkte auf 10,2%. Blendet man die günstige Entwicklung in Deutschland aus, vermittelt der Arbeitsmarkt ein noch trüberes Bild. Im Euro-Raum ohne Deutschland hat die Beschäftigung erst Anfang 2011 ihre zyklische Talsohle erreicht und ist seitdem nur mäßig gestiegen. Zudem war die Arbeitslosenquote in diesem Länderkreis zuletzt mit 11,9% merklich höher als in der Währungsunion insgesamt.

Anhaltend schwierige Lage am Arbeitsmarkt

Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe hat sich im Euro-Gebiet – gemessen am Vorjahrsabstand des HVPI – im September 2011 auf 3,0% verstärkt. Im Oktober fiel er ebenso hoch aus. Damit dürfte der Höhepunkt der Teuerungswelle, die der weltweiten wirtschaftlichen Erholung zeitversetzt gefolgt war, erreicht sein. In den nächsten Monaten sollte sich der HVPI-Vorjahrsabstand deutlich reduzieren. Insbesondere der Preisschub bei Energieträgern im Winterhalbjahr 2010/2011 wird seinen Einfluss auf die Jahresrate nach und nach verlieren. Ähnliches gilt für die teilweise recht kräftige Verteuerung von Nahrungsmitteln. Die preistreibenden Effekte fis-

Teuerung erreicht Höhepunkt

kalischer Maßnahmen, die in einigen Ländern des Euro-Gebiets zur Sanierung der defizitären öffentlichen Haushalte im zweiten Halbjahr 2010 und Anfang 2011 ergriffen worden waren, dürften ebenfalls schwächer werden.

Die erweiterte Erfassung saisonaler Erzeugnisse ab Januar 2011 ohne entsprechende Anpassung der Indexreihen für die Vergangenheit erhöhte die Volatilität der monatlichen HVPI-Jahresraten für den Euro-Raum und erschwerte ihre Interpretation zeitweise

erheblich. Dies gilt insbesondere für die Teilkomponente Gebrauchs- und Verbrauchsgüter ohne Energie, bei der sich die halbjährlichen Saisonschlussverkäufe wesentlich stärker bemerkbar machten als zuvor. Im Mittel des dritten Quartals zogen die Verbraucherpreise im Vorjahrsvergleich mit 2,7% wegen dieser Einflüsse – die Vorjahrsraten im Juli und August wurden hierdurch komprimiert – sogar etwas weniger kräftig an als im zweiten Vierteljahr mit 2,8%.