

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weltwirtschaft im Sommer weiterhin lebhaft, allerdings deutliche regionale Differenzen*

Die Weltwirtschaft dürfte im Sommer etwas an Schwung eingebüßt haben. Dies gilt insbesondere für die Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In den USA flachte sich die kräftige gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung zwar nur leicht ab. Im Euroraum ermäßigte sich das Wachstumstempo jedoch spürbar, und in Japan ging die Wirtschaftsleistung sogar etwas zurück. In den beiden letztgenannten Fällen waren allerdings vorübergehende Belastungen von Bedeutung. Hingegen erhöhte sich im Vereinigten Königreich das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo merklich. In der Gruppe der Schwellenländer gab das Wachstum der chinesischen Wirtschaft von einem im internationalen Vergleich nach wie vor hohen Niveau aus leicht nach. In Russland und Brasilien setzte sich die gesamtwirtschaftliche Erholung wohl nur schleppend fort. Insgesamt zeigt sich die Weltwirtschaft somit nach wie vor lebhaft, allerdings mit deutlichen regionalen Divergenzen. Der internationale Warenhandel scheint den monatlichen Angaben des Centraal Planbureau zufolge nach einer Seitwärtsbewegung im ersten Halbjahr wieder Fahrt aufgenommen zu haben.

*Gemäß IWF fortgesetzter Aufschwung, auch wenn Prognosen leicht zurückgenommen wurden*

Den aktuellen Projektionen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge setzt sich der globale Aufschwung in diesem und im nächsten Jahr mit unverändertem Tempo fort. Gegenüber dem Stand vom Juli nahm der IWF-Stab im Oktober seine Projektion für das globale Wachstum in den Jahren 2018 und 2019 leicht auf je 3,7% (kaufkraftparitätisch gewichtet) zurück. Zwischenzeitliche Hoffnungen auf eine Wachstumsverstärkung würden damit enttäuscht. Insbesondere für einige Schwellenländer wurden die Wachstumsprojektionen kräftig nach unten korrigiert. Ausschlaggebend dafür waren vor allem länderspezifische Faktoren, aber auch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen sowie geopolitische Spannungen. Des Weiteren be-

rücksichtigte der IWF-Stab mögliche Folgen der im Handelskonflikt zwischen den USA und China zuletzt ergriffenen Maßnahmen.<sup>1)</sup> In beiden Ländern wurde aus diesem Grund die Wachstumsprojektion für das Jahr 2019 jeweils um 0,2 Prozentpunkte verringert. Diese Anpassungen sind in ihrer Größenordnung mit den Effekten auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) vergleichbar, die sich in eigenen NiGEM-Simulationen der neuen Handelshemmnisse zwischen den USA und China ergeben (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 12 ff.). Die nachteiligen Effekte könnten sich den Simulationen zufolge verstärken und die Weltwirtschaft spürbar in Mitleidenschaft ziehen, wenn der Handelskonflikt weiter eskalieren würde. Dies stuft auch der IWF-Stab neben einer plötzlichen Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen als wichtiges Abwärtsrisiko für den globalen Aufschwung ein.

Der Rohölpreis gab seit Anfang Oktober 2018 erheblich nach. Zuvor hatten jedoch Unsicherheiten über den Umfang verfügbarer Förderkapazitäten zum Ausgleich möglicher Produktionsausfälle im Iran und in Venezuela die Notierungen deutlich nach oben getrieben. Für ein Fass der Sorte Brent wurden in der ersten Oktoberwoche am Kassamarkt noch etwas mehr als 85 US- $\text{\$}$  gezahlt; derartige Preise waren zuletzt im Oktober 2014 erzielt worden. Jedoch gelang es einigen wichtigen erdölproduzierenden Ländern, ihre Förderung auszuweiten; hinzu kam ein stärkerer Aufbau der Lagerbestände in den USA. Die US-Regierung verständigte sich zudem mit einigen Ländern darauf, dass diese auch nach Inkrafttreten der Sanktionen weiterhin iranisches Öl importieren können. Vor diesem Hintergrund gaben die Preise für Rohöl zuletzt erheblich nach. Bei Abschluss dieses Berichts kostete ein Fass Brent nur noch 66 US- $\text{\$}$ . Ter-

*Rohölpreis zuletzt mit erheblichem Rückgang*

<sup>1</sup> Für detaillierte Angaben zu den in der Basislinie berücksichtigten protektionistischen Handelsmaßnahmen vgl.: IWF, Global Prospects and Policies, World Economic Outlook, Oktober 2018, S. 12.

## Zu den möglichen weltwirtschaftlichen Folgen des Handelskonflikts zwischen den USA und China

Protektionistische Bestrebungen gelten als ein wesentliches Abwärtsrisiko für die globale Konjunktur. In den letzten beiden Jahren hatte sich zunächst vor allem die Handelsrhetorik verschärft. Einzelne symbolträchtige Schritte wie die Einführung von Zöllen auf Stahl- und Aluminiumeinfuhren durch die US-Regierung betrafen nur einen geringen Anteil des internationalen Handels.<sup>1)</sup> In den letzten Monaten spitzte sich jedoch der Disput zwischen den USA und China zu.<sup>2)</sup> Mit Verweis auf die Verletzung geistiger Eigentumsrechte erheben die Vereinigten Staaten seit Anfang Juli 2018 Einfuhrzölle auf chinesische Waren. Schrittweise wurde deren Geltungsbereich auf fast die Hälfte der Importe aus China ausgeweitet. Der effektive Zollsatz der neuen Maßnahmen wird sich nach der angekündigten Anhebung im Januar 2019 auf beträchtliche 25% belaufen. Die chinesische Seite antwortete zunächst mit einer symmetrischen Gegenwehr, rückte aber im Zuge der jüngsten Verschärfung des Konflikts von dieser Strategie ab. Seit Ende September werden daher amerikanische Produkte auf dem chinesischen Markt insgesamt durch neue Zölle im geringeren Maße belastet als es umgekehrt der Fall ist.<sup>3)</sup> Dennoch erscheint eine weitere Eskalation nicht ausgeschlossen. So drohten US-Regierungsvertreter bereits mehrfach, zukünftig die gesamten Einfuhren aus China mit zusätzlichen Zöllen zu belegen.

Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen zusätzlicher Zölle zwischen den USA und China können in einer erweiterten Variante des Weltwirtschaftsmodells NiGEM untersucht werden.<sup>4)</sup> Zölle werden in diesem Rahmen durch Aufschläge auf bilaterale Exportpreise abgebildet.<sup>5)</sup> Im Einklang mit den Beschlüssen der beteiligten Regierungen nehmen die Belastungen dabei vom Sommer-

quartal 2018 bis zum ersten Vierteljahr 2019 sukzessive zu.<sup>6)</sup> Die zusätzlichen Zolleinnahmen werden annahmegemäß in Form von Einkommensteuersenkungen an die privaten Haushalte transferiert.<sup>7)</sup> Andere handels- oder wirtschaftspolitische Schritte wie etwa die expansivere Ausrichtung der US-ame-

---

**1** Zieht man zusätzlich die Anfang 2018 verhängten US-Zölle auf Waschmaschinen und Solarpaneele sowie Gegenmaßnahmen großer Handelspartner in Betracht, waren zur Jahresmitte weniger als 0,5% des Welt Handels von neuen tarifären Handelshemmnissen betroffen.

**2** In anderen handelspolitischen Konflikten der USA deutete sich hingegen eine Entspannung an. So einigten sich die Regierungen der USA, Kanadas und Mexikos zuletzt grundsätzlich auf eine Nachfolgeregelung für das Nordamerikanische Freihandelsabkommen NAFTA. Zuvor war bereits eine Übereinkunft hinsichtlich eines überarbeiteten Abkommens der USA mit Südkorea erzielt worden. Des Weiteren wurden Verhandlungen mit der EU sowie Japan angestoßen.

**3** Die chinesische Regierung begegnete der Kritik an vergleichsweise hohen Handelshemmnissen auch mit Zollsenkungen auf Kfz und Kfz-Teile sowie einer ab November dieses Jahres greifenden Reduktion der Zollsätze auf einen spürbaren Anteil der chinesischen Einfuhren. Zudem stellten sie weitere Reformen in Aussicht. Diese Maßnahmen wurden in den folgenden Simulationen nicht berücksichtigt.

**4** NiGEM ist das Weltwirtschaftsmodell des britischen National Institute of Economic and Social Research (NIESR). Es bildet die wirtschaftliche Verflechtung zwischen über 60 Volkswirtschaften und Regionen durch den Außenhandel und das Zins-Wechselkurs-Gefüge ab. Die erweiterte „US Tariff & BREXIT“-Version erlaubt die Analyse von handelspolitischen Maßnahmen. Das Modell besitzt neukeynesianische Eigenschaften, insbesondere vorausschauende Elemente auf den Finanz- und Arbeitsmärkten. Für weitere Informationen siehe: <https://nimodel.niesr.ac.uk>

**5** Für ähnliche Studien auf Basis ausgewählter Ankündigungen im US-chinesischen Handelskonflikt vgl.: I. Liadze (2018), Trade wars – any winners?, National Institute Economic Review Nr. 245, S.F47; sowie I. Liadze (2018), Trade war – the saga continues, National Institute of Economic and Social Research, NiGEM Observations, Nr. 13.

**6** Zusätzlich wurde unterstellt, dass die eingeführten Zollbarrieren ab dem Jahr 2025 langsam wieder abgebaut werden. Im gesamten Simulationszeitraum reagieren die Netto-Exportpreise nicht auf die Zusatzzölle.

**7** Alternativ könnte bspw. angenommen werden, die Zolleinnahmen würden zur Reduktion des Haushaltsdefizits oder zur Steigerung der Staatsausgaben verwendet.

### Handelspolitische Schritte im Konflikt zwischen den USA und China

Datum	Maßnahmen der USA			Maßnahmen Chinas		
	zusätzlich betroffener Warenwert		effektiver Durchschnittszollsatz in %	zusätzlich betroffener Warenwert		effektiver Durchschnittszollsatz in %
	Mrd US-\$	% der Einfuhren <sup>1)</sup>		Mrd US-\$	% der Einfuhren <sup>1)</sup>	
6. Juli 2018	34	6,5	25,0	34	18,1	25,0
23. August 2018	16	3,1	25,0	16	8,5	25,0
24. September 2018	200	38,2	10,0	60	31,9	6,9
1. Januar 2019	<sup>2)</sup> –	<sup>2)</sup> –	25,0	.	.	.

Quellen: Peterson Institute for International Economics, US Census Bureau und eigene Berechnungen. **1** Jeweils bilaterale Einfuhren von Waren und Dienstleistungen; Angaben gemäß US-Außenhandelsstatistik. **2** Anhebung des Zollsatzes auf die im September neu belasteten Waren; keine zusätzlichen Produkte betroffen.

Deutsche Bundesbank

rikanischen Fiskalpolitik bleiben in der Analyse außen vor.<sup>8)</sup>

Die Einführung neuer Importzölle stößt in NiGEM eine Reihe von Wirkungen an. Zunächst erhöhen Zölle unmittelbar den Inlandspreis ausländischer Produkte. Dies bremst zwar die Importnachfrage und stimuliert die heimische Produktion. Da die Preissteigerungen aber an die Verbraucher weitergegeben werden, leidet deren Kaufkraft. Wegen der höheren Teuerungsrate steigen zudem die Zinsen. All dies dämpft die Binnenkonjunktur. Die angenommene Einkommensteuerentlastung mildert diesen Effekt nur ab. Wegen der steigenden Zinsen wertet zudem die heimische Währung auf. Dies verschlechtert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Auslandsgeschäft. Insgesamt schädigt in diesem Modellrahmen selbst eine einseitige Erhöhung von Handelshemmnissen auch die eigene Volkswirtschaft.<sup>9)</sup>

Im aktuellen Konflikt zwischen den USA und China werden die negativen Folgen der Zusatzzölle durch die Gegenwehr der jeweils anderen Seite verstärkt. Im Ergebnis fällt gemäß den Simulationsrechnungen das Wirtschaftswachstum in den USA allein aufgrund der beschlossenen Maßnahmen bereits im kommenden Jahr um gut einen Viertel Prozentpunkt niedriger aus als in einem Szenario ohne zusätzliche Zölle. In China

sind die retardierenden Effekte zwar zunächst geringer, halten aber länger an. Mittelfristig bleibt das reale BIP in beiden Volkswirtschaften um 0,5% hinter der Basislinie zurück. Sollten die Streitigkeiten weiter eskalieren, wären deutlich höhere Einbußen möglich. In dem Szenario einer Ausweitung der US-Zölle auf sämtliche bilaterale Einfuhren beliefte sich der mittelfristige BIP-Verlust in China auf annähernd 1%. In den USA wären die Verluste nur etwas geringer.

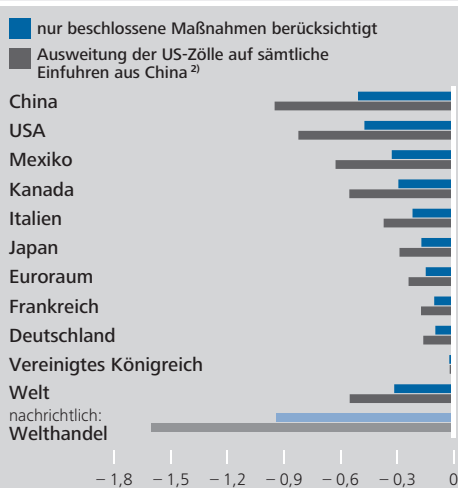
Bilaterale Handelsstreitigkeiten strahlen über verschiedene Kanäle auf Drittländer aus. Zwar könnten deren Exporteure – von der Einführung der Zölle unbelastet – aufgrund ihrer relativ verbesserten preislichen Wettbewerbsposition Marktanteile gewinnen. Die geringere Wirtschaftsleistung in den USA und China wird für sich genommen aber die Nachfrage nach Produkten aus anderen Volkswirtschaften schmälern. Hinzu kommen dämpfende Wirkungen höherer Preissteigerungsraten und Zinsen, die von den USA und China über den Wechselkurs-

<sup>8</sup> Für eine diesbezügliche Analyse vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen gesamtwirtschaftlichen Effekten der US-Steuerreform, Monatsbericht, Februar 2018, S. 14–16.

<sup>9</sup> Dieses Ergebnis zeigt sich nicht nur in früheren NiGEM-Studien, sondern auch in vergleichenden Simulationen mit dem DSGE-Modell der Bundesbank. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Gefahr protektionistischer Tendenzen für die Weltwirtschaft, Monatsbericht, Juli 2017, S. 79–95.

### Mögliche Implikationen der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China für das reale BIP in großen Volkswirtschaften

Ergebnisse von NiGEM-Simulationen<sup>1)</sup>; Abweichung des realen BIP von der Basislinie in % im Jahr 2023



Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe von NiGEM. **1** Simulationen basieren auf US Tariff & BREXIT Expanded Model V3.18c. Zolleinnahmen zur Senkung der privaten Einkommensteuersätze verwendet. Geldpolitische Reaktionen gemäß Standardregeln. **2** Ab 2. Vj. 2019 sämtliche Einfuhren der USA aus China mit Zöllen i.H.v. 25% belastet.

Deutsche Bundesbank

kanal auf andere Wirtschaftsräume übergreifen. In der vereinfachten Modellwelt von NiGEM behalten die Bremsfaktoren zumeist die Oberhand. Die realen BIP-Verluste gegenüber der Basislinie fallen gerade in denjenigen Ländern spürbar aus, die über den Außenhandel eng mit den USA und China verbunden sind. Im Euroraum und insbesondere in Deutschland bleiben die Einbußen hingegen eher begrenzt.<sup>10)</sup> Das Welthandelsvolumen fällt bei einer weiteren Eskalation des Konflikts mittelfristig um mehr als 1,5% geringer aus als in einem Szenario ohne Zusatzzölle.

Im Vergleich zu den Resultaten anderer Studien sind die dämpfenden Effekte von Handelsstreitigkeiten in NiGEM zum Teil stärker ausgeprägt. So legen etwa Simulationsrechnungen des IWF mit dem dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell GIMF einen mittelfristig merklich geringeren BIP-Verlust in den USA nahe. Einige Volkswirtschaften – hierunter auch der

Euroraum – könnten sogar von der Handelseinseitigen Anpassung der Vereinigten Staaten mit China profitieren.<sup>11)</sup> Da internationale Handelsbeziehungen in NiGEM weniger detailliert als im GIMF-Modell abgebildet werden, könnten die gesamtwirtschaftlichen Verluste etwas überzeichnet werden. Allerdings erachten auch der IWF und andere Institutionen erheblich größere Einkommensverluste für möglich. So werden in Simulationen Zollszenarien regelmäßig um zusätzliche Schocks ergänzt, die insbesondere die Investitionsnachfrage dämpfen.<sup>12)</sup> Schließlich berücksichtigen weder NiGEM noch das GIMF-Modell sektorale Entwicklungen und Verflechtungen über grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten. Die disruptiven Effekte von Handelsschranken könnten daher zu niedrig ausgewiesen werden. Insgesamt erscheint es ratsam, die möglichen Bremsspuren restriktiver handelspolitischer Maßnahmen auch auf Dritte nicht zu unterschätzen.

**10** Zu der vergleichsweise geringen Anfälligkeit der deutschen Volkswirtschaft trägt in den Simulationsrechnungen die überdurchschnittlich starke Anpassung der eigenen Ausfuhrpreise bei. Die Exporte halten sich daher deutlich besser, als es der kräftige Dämpfer der Auslandsnachfrage würde erwarten lassen.

**11** In die Analyse des IWF werden dabei zusätzlich die im März 2018 verhängten allgemeinen Einfuhrzölle der USA auf Stahl und Aluminium, die Reaktionen der Handelspartner sowie eine etwas stärkere Gegenwehr Chinas ab 2019 einbezogen. Vgl.: IWF, Global Trade Tensions, World Economic Outlook, Oktober 2018, S. 33–35.

**12** Typischerweise werden mit Verweis auf Vertrauens- und Unsicherheitseffekte entweder Risikoprämien auf internationalen Kapitalmärkten erhöht oder direkt Abschläge bei der Investitions- oder Produktivitätsdynamik vorgenommen. Vgl.: IWF (2018), a. a. O.; A. G. Dizioli und B. van Roye (2018), Makroökonomische Implikationen des zunehmenden Protektionismus, EZB Wirtschaftsbericht, Nr. 6, S. 40–44; A. Berthou, C. Jarret, D. Siena und U. Szczerbowicz (2018), Quantifying the losses from a global trade war, Banque de France Eco Notepad, Blogbeitrag vom 19. Juli 2018; Bank of Finland, Trade policy tensions casting shadow on economic horizon, Economic Bulletin 4/2018, S. 40–47; sowie Europäische Kommission, European Economic Forecast Autumn 2018, Institutional Paper Nr. 089, November 2018.

minkontrakte für Lieferungen in den nächsten 12 Monaten wurden mit leichten Aufschlägen gehandelt. Die Notierungen anderer Rohstoffe tendierten in den vergangenen Monaten uneinheitlich. In der Gesamtschau veränderte sich der Preisindex für Rohstoffe ohne Energie des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts wenig und lag im Oktober nur leicht unter dem Stand vom Juli.

*Anstieg der Verbraucherpreise in Industrieländern zuletzt leicht verringert*

Im Einklang mit den hohen, in der Tendenz aber abnehmenden Vorjahresabständen der Rohölnotierungen verringerte sich in den Industrieländern der Preisanstieg für Energieträger von fast 10% binnen Jahresfrist im Juni auf 7% im September. Entsprechend gab die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe insgesamt in dieser Periode von 2,3% auf 2,1% nach. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kernrate ermäßigte sich hingegen nur geringfügig auf 1,5%.

## Ausgewählte Schwellenländer

*Graduelle Wachstumsverlangsamung in China*

In China schwächte sich den offiziellen Angaben zufolge das Wirtschaftswachstum im dritten Vierteljahr weiter auf 6,5% binnen Jahresfrist ab. Dies ist die geringste Rate seit der Finanzkrise. Trotz der Zuspitzung des Handelskonflikts mit den USA zeigte sich der Außenhandel bisher lebhaft. Die Warenimporte übertrafen im Sommer in US-Dollar gerechnet den Wert des Vorjahresquartals um mehr als ein Fünftel, und die Exporte stiegen um knapp 12%. Die Verbrauchskonjunktur blieb insgesamt robust. Die privaten Haushalte waren weiterhin zuversichtlich, auch wenn sich die Umfragergebnisse gegenüber ihren Höchstständen vom Jahresbeginn etwas eintrübten. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe verstärkte sich im dritten Vierteljahr leicht auf 2,3% im Vorjahresvergleich. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet blieb die Rate mit 1,9% gemäßigt.

*Kraftvolles BIP-Wachstum in Indien*

In Indien setzte sich die positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung fort. Das Wirtschaftswachstum verstärkte sich im zweiten Quartal

## Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



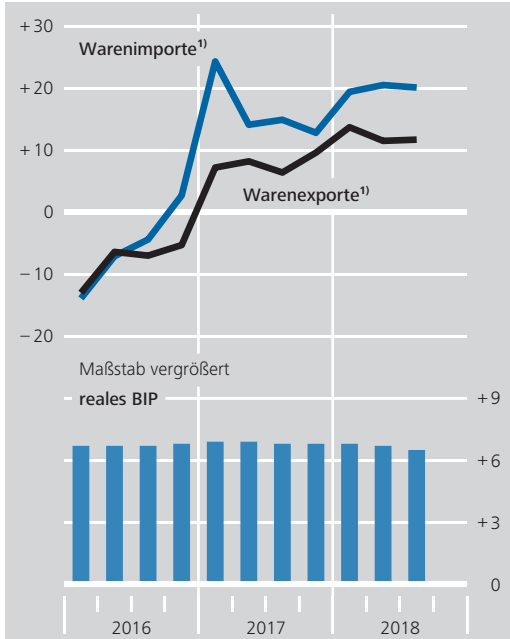
Quellen: Bloomberg Finance L.P. und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 9. November bzw. 1. bis 15. November 2018 (Rohöl).

Deutsche Bundesbank

sogar auf 8,2% im Vorjahresvergleich. Dieses hohe Tempo dürfte jedoch vermutlich nicht ganz zu halten sein. So fiel die Expansion der Industrieproduktion in den letzten Monaten merklich schwächer aus. Ebenso nahm das Unternehmerv Vertrauen laut Umfragen am aktuellen Rand ab. Der Preisanstieg ließ zuletzt insbesondere bei Lebensmitteln spürbar nach. Im Durchschnitt der Monate Juli bis September erhöhten sich die Verbraucherpreise binnen Jahresfrist um 3,9%. Damit entsprach die Preissteigerungsrate näherungsweise dem mittelfristigen Zielwert der indischen Notenbank, die gleichwohl ihre graduelle Straffung der Geld-

### Außenhandel und gesamtwirtschaftliches Wachstum für China

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: NBS, General Administration of Customs of the People's Republic of China und eigene Berechnungen. 1 Nominal, US-Dollar-Basis.  
 Deutsche Bundesbank

*Anhaltend mäßiges Wachstum in Russland*

In Russland blieb das konjunkturelle Tempo trotz der für das Land im dritten Vierteljahr noch vorteilhaften Ölpreisentwicklung mäßig. Die vorläufige Schätzung des Statistikamtes zeigte einen Rückgang des Wirtschaftswachstums auf 1,3% im Vorjahresvergleich an. Das passt zu dem Bild, das sich aus den Konjunkturindikatoren ergibt. So trübten sich Konsumentenvertrauen und Geschäftsklima in den Sommermonaten weiter ein, und die Zahl der Kfz-Verkäufe blieb hinter dem Vorquartalswert zurück. Gleichzeitig verstärkte sich der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe nochmals. Der Vorjahresabstand des Verbraucherpreisindex (VPI) belief sich im dritten Vierteljahr auf 3,0%, nach noch 2,4% im Frühjahr. Die Arbeitslosenquote verharrte saisonbereinigt bei 4,8%.

### USA

*Leichte Wachstumsmoderation im Sommer*

In den Vereinigten Staaten blieb die Konjunktur im Sommer 2018 schwungvoll. Das reale BIP zog der ersten amtlichen Schätzung zufolge saisonbereinigt um 0,9% gegenüber dem zweiten Jahresviertel an. Dass die Aufwärtsbewegung damit nicht ganz an das noch höhere Tempo der Vorperiode anknüpfen konnte, lag zum einen an einer Normalisierung des Auslandsgeschäfts. So fielen die Ausfuhren nach dem sprunghaften Anstieg im Frühjahr erwartungsgemäß niedriger aus. Zum anderen gerieten die bisher recht lebhaften gewerblichen Investitionen ins Stocken, wozu ein wohl temporärer Rücksetzer im Bergbau beitrug. Vor dem Hintergrund der expansiven Ausrichtung der Fiskalpolitik blieben der öffentliche und private Verbrauch wichtige Treiber des Wirtschaftsaufschwungs. Die privaten Haushalte steigerten ihre Konsumausgaben im zweiten Quartal in Folge preis- und saisonbereinigt um annähernd 1%. Zukünftig könnte der private Verbrauch wieder stärker dem flacheren Expansionspfad der verfügbaren Einkommen folgen, da die durch die Steuerreform geschaffenen Ausgabenspielräume – wie das Absenken der Sparquote seit Jahresbeginn nahelegt – weitgehend ausgereizt sein dürften. Die ausgesprochen

politik fortsetzte und den Leitzins im August auf 6,5% an hob.

*Brasilien weiterhin mit niedrigem Expansions tempo*

In Brasilien stieg das reale BIP im zweiten Vierteljahr saisonbereinigt um 0,2% gegenüber dem Vorquartal und um 1,0% im Vorjahresvergleich. Die konjunkturelle Erholung kam damit weiterhin nicht nennenswert voran. Auch im dritten Quartal, für das noch keine offiziellen Daten vorliegen, zeichnete sich lediglich eine leicht vorteilhaftere Entwicklung ab. Auf dem Arbeitsmarkt ist noch keine nachhaltige Besserung zu erkennen. Die Arbeitslosenquote gab im Sommer zwar saisonbereinigt leicht auf 12,1% nach, die Beschäftigungszuwächse der vergangenen Monate waren aber vorrangig auf den informellen Sektor zurückzuführen. Entsprechend blieb das Lohnwachstum schwach. Die Verbraucherpreise zogen zuletzt deutlich an und übertrafen im Durchschnitt des dritten Quartals ihren Vorjahresstand um 4,4%. Damit lag die Inflationsrate nahe dem von der Zentralbank angestrebten Ziel.

gute Arbeitsmarktlage sollte die Konsumkonjunktur jedoch weiter tragen. Im Oktober hielt sich die Erwerbslosenquote bei 3,7% – dem niedrigsten Stand seit dem Jahr 1969 –, während sich das Lohnwachstum festigte. Auch in realer Rechnung legten die Arbeitseinkommen je geleisteter Stunde wieder stärker zu, obwohl der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe kräftig blieb. Im Oktober übertraf der VPI seinen Stand des Vorjahres um 2,5%. In diesem Umfeld hielt die US-Notenbank an ihrem Kurs einer graduellen Normalisierung der Geldpolitik fest und hob im September ihren Leitzins um 25 Basispunkte an.

## Japan

*Konjunkturelle  
 wegen widriger  
 Naturereignisse*

Die Expansion der japanischen Wirtschaft setzte sich im Sommer nicht fort. Gemäß der vorläufigen amtlichen Schätzung verringerte sich das reale BIP saisonbereinigt sogar um 0,3% gegenüber dem zweiten Jahresviertel, in dem es noch um 0,8% gewachsen war. Wesentlich hierfür dürften nicht zuletzt Produktionsausfälle wegen widriger Naturereignisse gewesen sein.<sup>2)</sup> Der private Konsum konnte sein Niveau aus dem Vorquartal nicht ganz halten. Auch die gewerbliche Investitionsaktivität war etwas eingetrübt. Eine deutliche Kontraktion der Exporte ging mit einem merklichen Rückgang der Importe einher. Der Arbeitsmarkt zeigte sich derweil anhaltend robust. So verharrte die Erwerbslosenquote im Sommer auf einem äußerst niedrigen Niveau. Der heimische Preisauftrieb blieb verhalten. Die Vorjahresrate des VPI ohne Energieträger und Nahrungsmittel belief sich im September unverändert auf 0,2%. Vor diesem Hintergrund behielt die japanische Notenbank ihre expansive Ausrichtung bei.

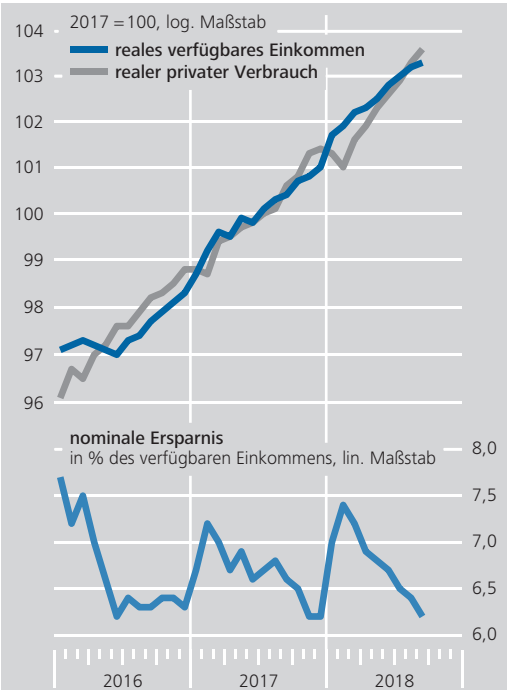
## Vereinigtes Königreich

*Konjunkturelle  
 Festigung*

Im Vereinigten Königreich verstärkte sich das Wirtschaftswachstum im Sommer nochmals. Nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse erhöhte sich das BIP preisbereinigt im

### Indikatoren des privaten Verbrauchs in den USA

saisonbereinigt



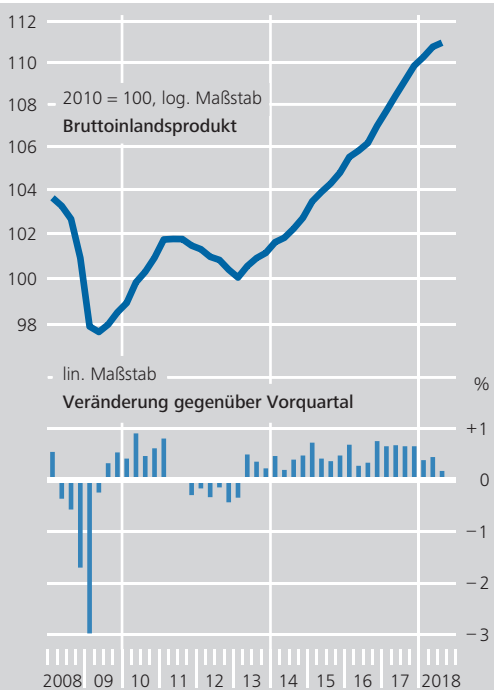
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

dritten Jahresviertel um 0,6% im Vergleich zur Vorperiode, in der es bereits um 0,4% zugenommen hatte. Hinter der konjunkturellen Festigung stand im Wesentlichen eine merkliche Ausweitung der Erzeugung des Verarbeitenden Gewerbes. Diese hatte sich im Frühjahr noch verringert. Überdies legte die Bauproduktion deutlich zu. Der im Vereinigten Königreich besonders bedeutsame Dienstleistungssektor expandierte hingegen verhalten. Im Einklang mit der etwas höheren gesamtwirtschaftlichen Dynamik blieb die Lage am Arbeitsmarkt im Sommer günstig. Die Arbeitslosenquote lag zuletzt mit 4,1% nur geringfügig über dem äußerst niedrigen Stand vom Vorquartal. Der Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) belief sich im Oktober unverändert auf 2,4%. Die Bank of England hielt an ihrer geldpolitischen Linie fest.

<sup>2</sup> So verursachten im Juli ungewöhnlich starke Regenfälle Überschwemmungen im Westen des Landes. Im September kam es im Gefolge eines Wirbelsturms sowie eines Erdbebens zu Beeinträchtigungen der Wirtschaftsaktivität.

## Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum<sup>3)</sup>

preis- und saisonbereinigt, vierteljährlich



Quelle: Eurostat. \* Ab 1. Vj. 2015 beeinflusst durch Niveausprünge des irischen BIP.  
 Deutsche Bundesbank

## Neue EU-Mitgliedsländer

In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)<sup>3)</sup> verstärkte sich der wirtschaftliche Aufschwung im Sommerquartal. In den meisten Ländern nahm das reale BIP im Vorperiodenvergleich kräftig zu. Das Wirtschaftswachstum wird verwendungsseitig weiter von dem lebhaften privaten Verbrauch getragen. Dieser stützte sich auf die verbesserte Arbeitsmarktlage. Die Arbeitslosenquote verzeichnete im Sommer einen neuen Tiefstand von 3,9%. Das waren 0,9 Prozentpunkte weniger als im Vorjahr.

Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich im dritten Quartal spürbar auf 2,4% binnen Jahresfrist. Die Spanne der HVPI-Raten reichte dabei von 1,4% in Polen über 2,3% in Tschechien bis zu 3,5% in Ungarn, 3,6% in Bulgarien und 4,6% in Rumänien. Wesentlich für das Anziehen der Verbraucherpreise war neben der rohölpreisbedingten Anhebung der Ener-

*Aufschwung im Sommer verstärkt*

*Verbraucherpreise ziehen spürbar an*

giepreise der in einigen Ländern zunehmende binnenwirtschaftliche Preisauftrieb. Dieser steht im Zusammenhang mit dem kräftigen Lohnwachstum, welches mancherorts Anfang des Jahres durch eine erhebliche Anhebung des Mindestlohns verstärkt wurde. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet erhöhten sich die Preise im Sommerquartal um 1,1% binnen Jahresfrist, mit einer großen Bandbreite von 0,2% in Polen bis über 2% in Tschechien, Bulgarien und Rumänien. Aufgrund der spürbar ansteigenden Verbraucherpreise hob die Notenbank Tschechiens Anfang November bereits zum dritten Mal in diesem Jahr die Leitzinsen an.

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen im Euroraum

Im Euroraum nahm die Wirtschaftsaktivität im Sommer nur mäßig zu. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im dritten Vierteljahr saisonbereinigt lediglich um 0,2% gegenüber dem Vorquartal. Der Vorjahresabstand verringerte sich auf 1,7%. Diese weitere Wachstumsabschwächung dürfte zu einem erheblichen Teil auf temporäre Produktionsausfälle in der Automobilindustrie Deutschlands zurückgehen. Grundsätzlich scheinen die konjunkturellen Antriebskräfte trotz einer weiteren Stimmungseintrübung intakt. Dafür sprechen die deutlichen Exportzuwächse und die gefestigte Investitionskonjunktur, die mit einer spürbaren Steigerung der Einfuhren einhergingen. Allerdings hat sich das zugrunde liegende Expansionstempo des realen BIP seit Jahresbeginn merklich verringert.

Die privaten Konsumausgaben nahmen im dritten Quartal wohl erneut nur wenig zu. Die Einzelhandelsumsätze gingen preis- und saisonbereinigt sogar leicht zurück. Die Kfz-Erstzulassungen erhöhten sich jedoch spürbar. Wegen

*Mäßiges Wirtschaftswachstum*

*Privater Konsum mit wenig Schwung*

<sup>3</sup> Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht dem Euroraum angehören, d. h. Polen, Tschechien, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Kroatien.



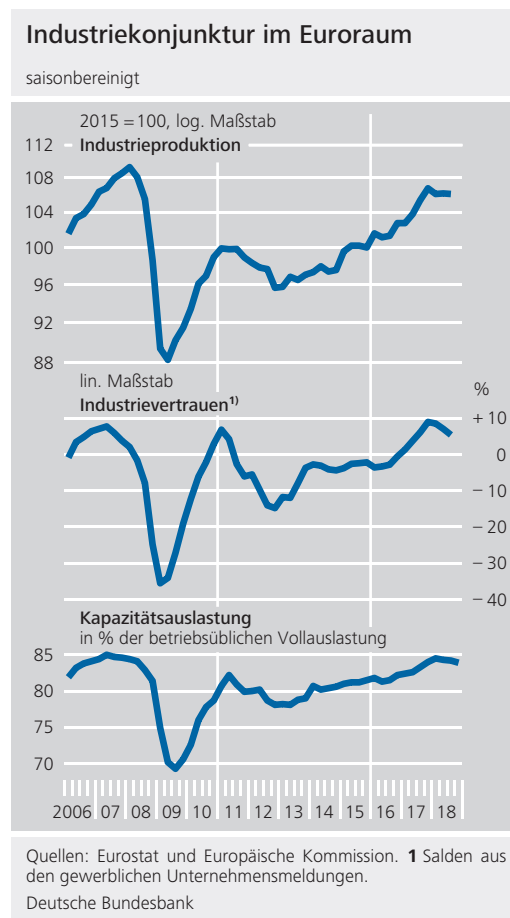
eines neuen, ab dem 1. September 2018 gelten den Abgastest-Standards wurden Zulassungen wohl in den August vorgezogen. Gestützt wurde der private Verbrauch durch die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt. Der Realwert des verfügbaren Einkommens dürfte trotz des Anziehens der Verbraucherpreise etwas zugelegt haben. Allerdings schätzten die privaten Haushalte die Arbeitsmarktperspektiven wieder schlechter ein. Ungeachtet einer gewissen Eintrübung hielt sich das Verbrauchervertrauen aber auf hohem Niveau.

*Investitions-  
 konjunktur intakt*

Der Investitionsaufschwung setzte sich im dritten Quartal vermutlich mit verringertem Tempo fort. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften trotz einer gewissen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsverlangsamung erneut merklich gestiegen sein. So wurde die Investitionsgüterproduktion im dritten Quartal spürbar ausgeweitet. Begünstigt wurde die Investitionsneigung durch die hohe Kapazitätsauslastung. Trotz des konjunkturellen Tempoverlustes seit Anfang des Jahres verringerte sich der Auslastungsgrad in der Industrie nur wenig. Auch die Bauinvestitionen legten vor allem im Bereich des Wohnungsbaus wohl erneut zu. Die Bauproduktion erhöhte sich im Sommerquartal moderat. Zudem hielt sich der Geschäftsklimaindex für die Bauwirtschaft bis zuletzt auf sehr hohem Niveau.

*Positive Wachstumsimpulse vom Export*

Positive Wachstumsimpulse gingen im Sommer vom Auslandsgeschäft aus. Die Erlöse aus Warenausfuhren in Drittländer stiegen trotz der Probleme der Automobilindustrie spürbar an. Neben der Festigung der Nachfrage in einigen wichtigen Absatzmärkten dürfte dazu die seit dem Frühjahr beobachtete leichte Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit beigetragen haben. Besonders kräftig legten dabei die Exporte in die Vereinigten Staaten zu. Auch nach China konnte mehr abgesetzt werden. Rückläufig entwickelten sich hingegen erneut die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich, nach Russland und in die Türkei. Auch in realer Rechnung wurden die Exporte spürbar ausgeweitet. Im Einklang mit der zunehmenden Endnachfrage verzeichneten die Einfuhren



preisbereinigt einen deutlichen Zuwachs. Am stärksten nahmen die Importe von Investitionsgütern zu. Der Handel zwischen den Euro-Mitgliedsländern blieb im Sommer verhalten.

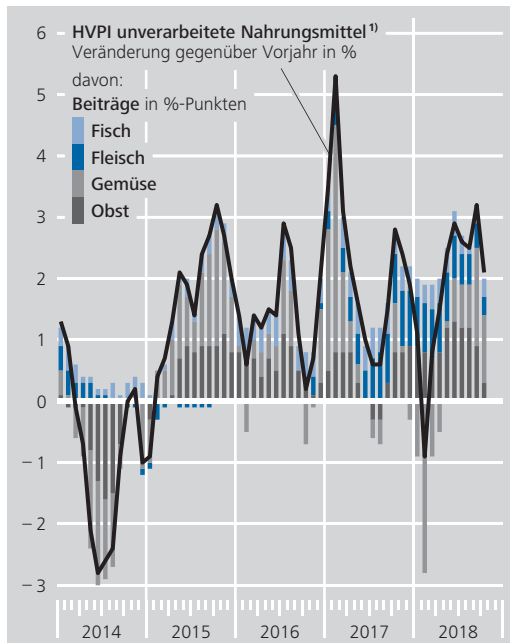
Die Industriekonjunktur hat im Euroraum seit Jahresbeginn spürbar an Schwung verloren. Im dritten Vierteljahr stagnierte die industrielle Erzeugung wie bereits im Vorquartal. Wesentlich hierfür waren Produktionsausfälle in der Automobilindustrie (zur Entwicklung in Deutschland siehe die Ausführungen auf S. 48 f.). Ohne Kraftfahrzeuge gerechnet expandierte die Investitionsgüterproduktion im dritten Vierteljahr kräftig. Die Erzeugung von Konsumgütern blieb ohne Schwung, und die Produktion von Vorleistungen ging etwas zurück.

*Industrieproduktion stagniert*

Das Wachstumsbild zeigte sich in regionaler Betrachtung recht heterogen. Während sich in Deutschland die gesamtwirtschaftliche Leistung etwas verringerte, legte sie in den meisten Mitgliedsländern im Sommer zu. In Frankreich

*In den meisten Ländern Anstieg der Wirtschaftsleistung*

### Beiträge zum Preisanstieg unverarbeiteter Nahrungsmittel im Euroraum



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Unterschiede zwischen Teuerungsrate und Beiträgen rundungsbedingt.  
 Deutsche Bundesbank

nahm das Wirtschaftswachstum wieder Fahrt auf, nachdem es im ersten Halbjahr durch Sonderfaktoren wie Steuererhöhungen und Streiks belastet worden war. Das reale BIP nahm im Vorquartalsvergleich saisonbereinigt um 0,4% zu. Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich auch aufgrund einer verbesserten Einkommenssituation spürbar. Die Bruttoanlageinvestitionen expandierten weiter deutlich. Die Exporte stiegen nicht zuletzt wegen des Abbaus des Produktionsstaus in der Flugzeugindustrie merklich an. In Italien stagnierte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung nach einem Zuwachs von 0,2% im Vorquartal. Belastend wirkte hier vor allem die schwache Industriekonjunktur. Verwendungsseitig steht hinter der Wachstumsverlangsamung wohl ein schwächerer Anstieg der Investitionen. Die privaten Konsumausgaben dürften, gestützt durch die merkliche Erhöhung der realen verfügbaren Einkommen, etwas ausgeweitet worden sein. Dafür spricht der leichte Anstieg der Einzelhandelsumsätze. Auch vom Auslandsgeschäft könnten positive

Wachstumsimpulse ausgegangen sein. So nahmen die italienischen Warenexporte im dritten Quartal preisbereinigt sichtbar zu. In Spanien setzte sich der konjunkturelle Aufschwung im Sommer fort. Das reale BIP übertraf den Vorquartalsstand erneut um 0,6%. Die Binnennachfrage blieb dabei sehr lebhaft. Insbesondere die Investitionsausgaben stiegen kräftig an. Die Ausfuhren verzeichneten hingegen vor allem bei Dienstleistungen einen erheblichen Rückschlag. Spürbar wuchs die Wirtschaftsleistung ferner in der Slowakei und in Lettland. Auch in Belgien und Österreich weitete sich die gesamtwirtschaftliche Leistung recht deutlich aus. In den Niederlanden und Portugal erhöhte sich das reale BIP nur wenig.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt des Euroraums verbesserte sich im Sommerquartal weiter. Die Zahl der Arbeitslosen verringerte sich im dritten Quartal saisonbereinigt um 275 000 gegenüber dem Frühjahr und um 1,4 Millionen im Vorjahresvergleich. Die standardisierte Arbeitslosenquote belief sich im September auf 8,1%. Ein Jahr zuvor hatte sie noch bei 8,9% gelegen. Die Erwerbstätigkeit nahm im dritten Vierteljahr um 2,0 Millionen Personen oder 1,3% im Vorjahresvergleich zu. Vor dem Hintergrund der günstigen Arbeitsmarktentwicklung festigte sich der Aufwärtstrend der Löhne (siehe die Ausführungen auf S. 21). Die Seitwärtsbewegung der Arbeitslosenquote seit Juli und die zuletzt rückläufige Arbeitskräfteknappheit in der Industrie und bei Dienstleistern könnten ein Anzeichen dafür sein, dass sich die Verlangsamung der konjunkturellen Gangart seit Jahresbeginn nun auch auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar macht.

Die Verbraucherpreise im Euroraum stiegen im Sommer 2018 saisonbereinigt gegenüber dem Frühjahr um 0,5% und damit erneut deutlich an. Die Preise für Energie wurden wegen der gestiegenen Rohölnotierungen bereits das vierte Quartal in Folge kräftig angehoben. Nahrungsmittel verteuerten sich ebenfalls spürbar. Dies galt vor allem für unverarbeitete Nahrungsmittel. Hier machte sich die in mehreren Län-

*Weitere  
 Besserung am  
 Arbeitsmarkt*

*Verbraucher-  
 preise im  
 Sommer erneut  
 deutlich  
 gestiegen*

## Zur jüngsten Lohnentwicklung im Euroraum

Nach einer lang anhaltenden Schwächephase verstärkte sich das Lohnwachstum im Euro-Raum seit Mitte 2016 kontinuierlich. Dies galt insbesondere für das erste Halbjahr 2018. Die Bruttolöhne je Arbeitnehmer erhöhten sich im ersten Vierteljahr 2018 saison- und kalenderbereinigt im Vorjahresvergleich um 1,9% und im zweiten Vierteljahr um 2,4%. Im Jahr 2017 hatten sie lediglich um 1,6% zugelegt.<sup>1)</sup> Hinter der erhöhten Dynamik stehen nicht zuletzt deutliche Anhebungen der Tarifverdienste. Binnen Jahresfrist nahmen diese gemäß der Statistik der EZB im Winterquartal um 1,8% und im Frühjahrsquartal um 2,2% zu. Im letzten Jahr hatte es lediglich ein Plus von 1,5% gegeben.

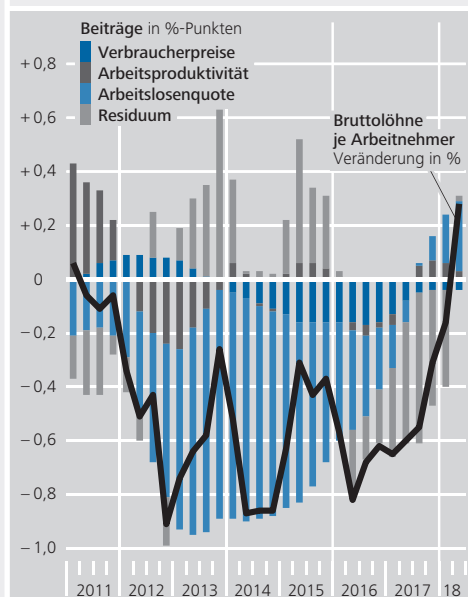
Laut einer geschätzten Lohn-Phillips-Kurve, welche die jährliche Veränderungsrate der Bruttolöhne je Arbeitnehmer durch die verzögerte Steigerungsrate der Verbraucherpreise, das Wachstum der Arbeitsproduktivität und die verzögerte Arbeitslosenquote erklärt,<sup>2)</sup> steht hinter der Temporehöhung im ersten Halbjahr vor allem die verbesserte Arbeitsmarktlage. Zwar übertraf die Arbeitslosenquote im Euro-Raum im zweiten Vierteljahr 2018 mit 8,3% nach wie vor ihren Vorkrisentiefstand. Sie fiel allerdings bereits im letzten Jahr unter den Durchschnitt des Zeitraums vom ersten Vierteljahr 2000 bis zum zweiten Vierteljahr 2018, der dieser Schätzung zugrunde liegt. Neben der sich aufhellenden Arbeitsmarktlage gingen laut der Schätzung zuletzt auch vom Produktivitätswachstum wieder positive Impulse aus, und die dämpfenden Effekte der niedrigen Teuerungs-raten ließen nach. Außerdem entsprach im zweiten Vierteljahr das Lohnwachstum sehr weitgehend der Entwicklung der hier erfassten Bestimmungsgründe. In den Quartalen zuvor war es dahinter zurückgeblieben. Dies könnte darauf hindeuten, dass weitere Faktoren, die in

der jüngeren Vergangenheit das Lohnwachstum belastet hatten, im Frühjahr 2018 keine Rolle mehr spielten. Dazu dürften beispielsweise die Spätfolgen nominaler Abwärtsrigiditäten zählen. Diese hatten zunächst während des letzten Konjunkturabschwungs stärkere Lohnanpassungen verhindert. Später lasteten die ausgebliebenen Kürzungen auf der Lohn-dynamik. Beispielsweise wurden im zweiten Vierteljahr in Italien die Tarifentgelte im öffentlichen Sektor kräftig angehoben. Diese waren seit dem Jahr 2010 fixiert gewesen. Hierbei wurden möglicherweise aber auch aufgeschobene Lohnerhöhungen nachgeholt. Dann würde die jüngste Entwicklung die Grundtendenz etwas überzeichnen.

Bei der Bewertung von Lohn- und Beschäftigungsdaten ist generell zu beachten, dass diese am aktuellen Rand als vorläufig anzusehen sind und häufig revidiert werden. Sie sind daher mit gebührender Vorsicht zu interpretieren. Gleichwohl legen die Daten in ihrer Gesamtheit den Schluss nahe, dass sich der Aufwärtstrend der Löhne im Euroraum gefestigt hat.

### Geschätzte Beiträge für das Lohnwachstum auf Basis einer Lohn-Phillips-Kurve<sup>1)</sup>

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. \* Abweichungen vom Mittelwert über den Schätzzeitraum 1. Vj. 2000 bis 2. Vj. 2018.

Deutsche Bundesbank

1 Die Brutto-Stundenlöhne nahmen im ersten und zweiten Vierteljahr 2018 um jeweils 1,8% zu, nach 1,4% im vergangenen Jahr.

2 Für die hier verwendete Spezifikation der Lohn-Phillips-Kurve siehe auch: Deutsche Bundesbank, Die Phillips-Kurve als Instrument der Preisanalyse und Inflationsprognose in Deutschland, Monatsbericht, April 2016, S. 31–46; sowie Deutsche Bundesbank, Lohn-dynamik bei hoher Arbeitslosigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht, Dezember 2016, S. 33–56.

dern Europas ungewöhnlich trockene Witterung bemerkbar. Sie hatte zum Teil erhebliche Ernteeinbußen bei Gemüse zur Folge. Die Preise für Dienstleistungen setzten ihre moderate Aufwärtsbewegung fort, während die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie weiterhin nur geringfügig anstiegen. Insgesamt vergrößerte sich der Vorjahresabstand des HVPI merklich von 1,7% auf 2,1%. Gemessen am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhten sich die Verbraucherpreise im Sommer binnen Jahresfrist um 1,0% und damit in ähnlichem Ausmaß wie in den drei Quartalen zuvor.

*Im Oktober spürbarer Anstieg von Gesamt- und Kernrate*

Im Oktober setzte sich der Anstieg der Verbraucherpreise fort. Dies galt insbesondere für die Energiepreise, während der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln saisonbereinigt weitgehend zum Erliegen kam. Die anderen Komponenten verteuerten sich weiterhin moderat. Entsprechend erhöhte sich die Vorjahresrate des HVPI insgesamt auf 2,2%. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel stieg ebenfalls an, und zwar auf 1,1%. Dabei spielte eine Rolle, dass dämpfende Sondereffekte (insbesondere die im Oktober letzten Jahres umgesetzten Absenkungen der Kfz-Versicherungsprämien in Deutschland sowie

der Universitätsgebühren in Italien) aus dem Vorjahresvergleich wegfielen.

Die trotz einer allmählichen Eintrübung immer noch gute Stimmung im Euroraum spricht dafür, dass sich die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung fortsetzen wird. Der Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft ging im Oktober zwar auf den niedrigsten Stand seit zwei Jahren zurück. Insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe verschlechterte sich der Index zuletzt beträchtlich. Gleichwohl signalisieren die Indizes für das Verarbeitende Gewerbe und die Marktdienstleistungen weiterhin eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Auch die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren für die Unternehmer- und Verbraucherstimmung hielten sich trotz einer erheblichen Eintrübung in den letzten Monaten noch klar über ihren langfristigen Durchschnitt. Stützend wirken weiterhin die günstigen Finanzierungsbedingungen, die stetige Verbesserung am Arbeitsmarkt und die lebhaftere globale Konjunktur. Bleiben zusätzliche Störungen aus, sollte die Wirtschaftsleistung im letzten Quartal des Jahres 2018 im Euroraum wieder verstärkt zulegen.

*Wieder verstärktes Wirtschaftswachstum im vierten Quartal*