

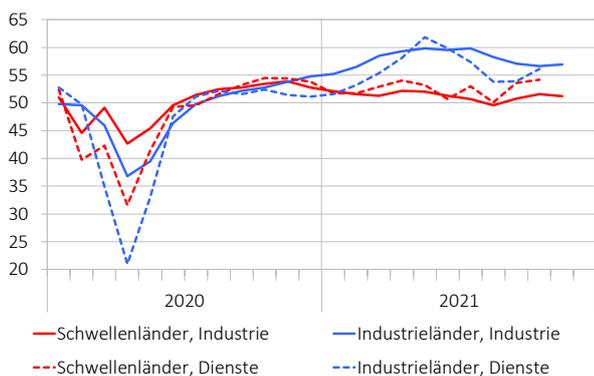
Internationales und monetäres Umfeld

Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft büsste im 3. Quartal insgesamt an Schwung ein. Engpässe bei Vorleistungsgütern, verlängerte Lieferfristen und massiv gestiegene Transportkosten bremsten international den Industriesektor. Trotz voller Auftragsbücher ging die Industrieproduktion in verschiedenen Ländern zurück. Die Kostensteigerungen wurden zu einem gewissen Teil an die Endverbraucher weitergegeben und bewirkten, zusammen mit den stark angestiegenen Energiepreisen, deutliche Anstiege der Inflation, was die Kaufkraft der Haushalte dämpfte. In China bremsten Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus den Gang des Dienstleistungssektors und verschärften den globalen Mangel an Transportkapazitäten über See. Die aktuellen Indikatoren lassen eine weitere Expansion der Weltwirtschaft erwarten, legen aber eine Abschwächung der Dynamik nahe (Abbildung 44).

Abbildung 44: Einkaufsmanagerindizes

Saisonbereinigt, Wachstumsschwelle = 50, Dienste: Index zur Geschäftsaktivität



Quelle: Markit

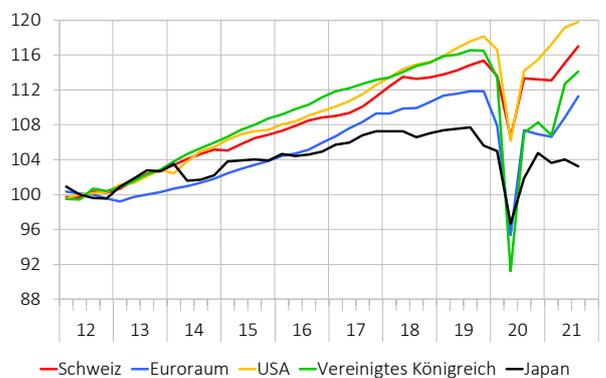
Die Expertengruppe Konjunkturprognosen erwartet, dass die erwähnten bremsenden Faktoren erst im Verlauf von 2022 deutlich nachlassen, und revidiert ihre kurzfristige Erwartung für das Wachstum der Welt nachfrage nach unten. Für 2023 ist mit einer Normalisierung der Konjunktur zu rechnen.

Euroraum

Im **Euroraum** beschleunigte sich die Erholung im 3. Quartal leicht auf 2,2 % (Abbildung 45).¹² Zum starken Wachstum trug insbesondere der Dienstleistungssektor bei, der von weiteren Lockerungen der Eindämmungsmassnahmen profitierte. Im verarbeitenden Gewerbe hingegen schwächte sich die Dynamik aufgrund von fehlenden Vorprodukten bzw. Lieferengpässen deutlich ab. Verwendungsseitig wurde die Erholung im 3. Quartal massgeblich vom privaten Konsum getragen, da viele Haushalte die wieder verfügbaren Konsummöglichkeiten z. B. im Gastgewerbe und bei Reisen rege nutzten. Die Investitionstätigkeit hingegen litt unter den Störungen der internationalen Lieferketten sowie einem zunehmenden Fachkräftemangel.

Abbildung 45: BIP international

Real, saisonbereinigt, Jahresmittel 2012 = 100



Quellen: SECO, Eurostat, U.S. BEA, U.K. ONS, CaO Japan

Auf Länderebene zeigt sich ein gemischtes Bild. **Deutschland** (+1,7 %) wuchs erneut langsamer als der Euroraum insgesamt, da die gewichtige Automobil- und Maschinenindustrie und damit die deutsche Industrie insgesamt besonders stark von den globalen Lieferengpässen sowie Fachkräftemangel betroffen waren (Abbildung 46). Weniger davon betroffen war **Italien**, das mit 2,6 % erneut stärker als der Euroraum insgesamt wuchs. In **Spanien** beschleunigte sich das BIP-Wachstum gegenüber dem

¹² Ohne gegenteilige Anmerkung werden im Folgenden die Wachstumsraten gegenüber dem Vorquartal der realen, saisonbereinigten volkswirtschaftlichen Aggregate kommentiert sowie saisonbereinigte Arbeitsmarktdaten.

Vorquartal zwar; mit 2,0 % blieb es im Vergleich zu den umliegenden Ländern aber unterdurchschnittlich. Zwar wurden die Eindämmungsmassnahmen dort gelockert, die hohe Erwerbslosigkeit sowie kräftige Energiepreisanstiege hemmten jedoch den privaten Konsum. In **Frankreich** beschleunigte sich das Wachstum auf 3,0 %, getragen vom privaten Konsum. Damit hat Frankreich noch vor Deutschland das Vorkrisenniveau des BIP wieder erreicht (Abbildung 47).

Abbildung 46: Produktionshemmnisse im 4. Quartal

x-Achse: Fachkräftemangel, y-Achse: Mangel an Vorleistungen und ungenügende Kapazitäten, standardisiert, saisonbereinigt, in %, ISO-Ländercodes

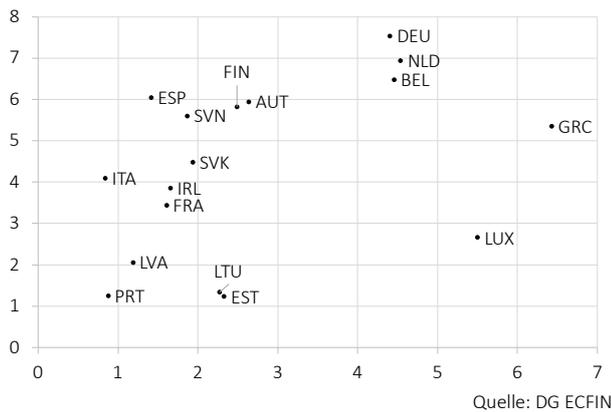
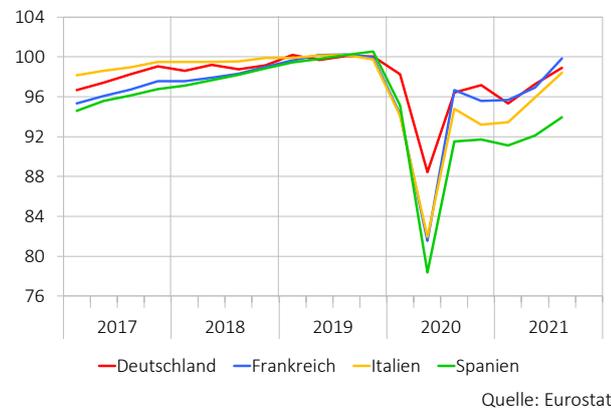


Abbildung 47: BIP, ausgewählte Euroländer

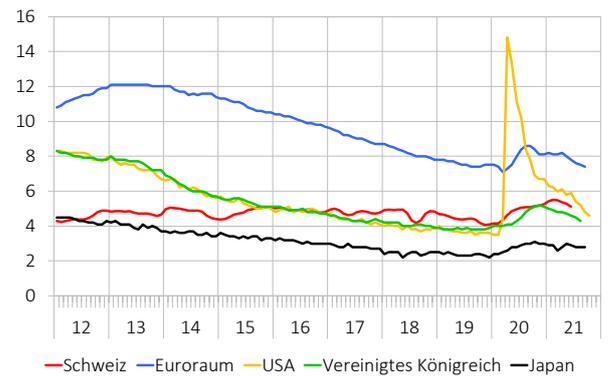
Real, saisonbereinigt, Jahresmittel 2019 = 100



Der Arbeitsmarkt des Euroraums entwickelte sich in den vergangenen Monaten im Einklang mit der Wirtschaftsaktivität. Die Erwerbslosenquote ging weiter zurück und erreichte mit 7,4 % wieder das Niveau von Februar 2020 (Abbildung 48). Besonders kräftig waren die Rückgänge zuletzt in Spanien und in Griechenland. Zwar spielen Abfederungsmassnahmen wie z. B. das deutsche « Kurzarbeitergeld » noch immer eine Rolle, der Anteil der Arbeitnehmenden in solchen Massnahmen nahm in den vergangenen Monaten jedoch weiter ab.

Abbildung 48: Erwerbslosigkeit international

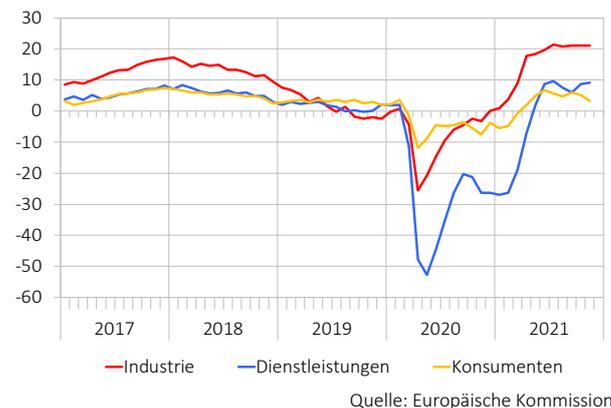
Quote gemäss ILO, saisonbereinigt, in %



Im Winterhalbjahr dürfte sich die Erholung deutlich gedämpft fortsetzen. Die stark erhöhte Inflation beeinträchtigte die Konsumentenstimmung im November und dürfte die Ausgaben der privaten Haushalte bremsen (Abbildung 49). Hinzu kommen die anhaltenden Lieferengpässe, welche die Erholung in der Industrie hemmen. Der entsprechende Subindex des Economic Sentiment Indicators stagniert seit mehreren Monaten lediglich, wenn auch auf einem sehr hohen Niveau. Darüber hinaus haben mehrere Länder des Euroraums die Eindämmungsmassnahmen verschärft oder planen eine solche Verschärfung, was den Dienstleistungssektor erneut belasten wird.

Abbildung 49: Wirtschaftseinschätzung, Euroraum

Subkomponenten des Economic Sentiment Indicator, Saldi, saison- und mittelwertbereinigt



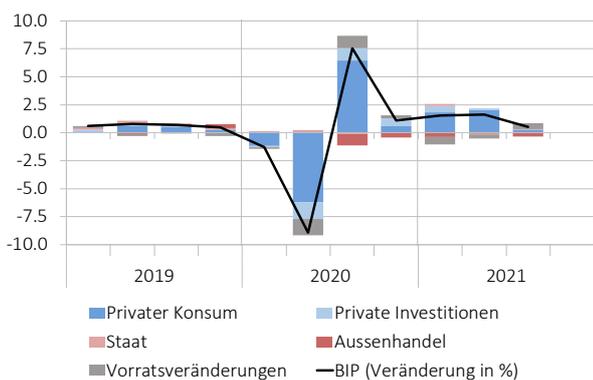
Die Expertengruppe erwartet, dass die Erholung des Euroraums im Verlauf von 2022 im Zuge nachlassender Engpässe sowie der Beruhigung der epidemiologischen Situation wieder Fahrt aufnimmt. 2023 sollte sich der Gang der Konjunktur normalisieren. Das Vorkrisenniveau des BIP sollte im Frühjahr 2022 bereits wieder erreicht werden.

USA

Die konjunkturelle Dynamik in den USA verlangsamte sich im 3. Quartal, und das BIP expandierte nach den starken Zuwächsen der Vorquartale um 0,5 % (Abbildung 50). Der Wegfall von fiskalischen Stützungsmaßnahmen, die Probleme der internationalen Lieferketten sowie der kräftige Anstieg der Konsumentenpreise dürften dabei eine Rolle gespielt haben. Insbesondere brach der Konsum von langlebigen Gütern wie Haushaltsgeräten und Autos um 7,4 % ein. Kontaktintensive Dienstleistungen, wie gastronomische Angebote oder Konzerte, wurden hingegen deutlich mehr nachgefragt. Die Investitionstätigkeit war ebenfalls von Lieferengpässen geprägt: Die Bautätigkeit und die Investitionen in Ausrüstungsgüter waren rückläufig. Einzig Investitionen in geistiges Eigentum und ein sehr kräftiger Lageraufbau trugen positiv zum BIP-Wachstum bei. Vom Aussenhandel kam insgesamt ein negativer Impuls.

Abbildung 50: Beiträge der Komponenten, USA

Real, saisonbereinigt, gegenüber dem Vorquartal, in Prozentpunkten



Quelle: U.S. BEA

Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich jedoch weiter. Bis im Oktober sank die Arbeitslosenquote auf 4,6 %, und die Beschäftigung stieg deutlich an. Im April 2020 waren rund 15 % aller Stellen weggefallen; inzwischen liegt die Beschäftigung nur noch 2,8 % unter dem Vorkrisenniveau. Insbesondere in der Gastronomie stieg die Beschäftigung in den letzten Monaten stark an. Allerdings bleibt es in vielen Branchen schwierig, geeignete Arbeitskräfte zu finden. Die Nachfrage übertrifft das Angebot deutlich: Im August standen mehr als 10 Millionen offenen Stellen nur 8,3 Millionen Arbeitssuchende gegenüber. Die Partizipationsrate verharrt bei 61,6 %, vor der Krise lag diese noch bei 63,3 %. Zwar sind die erhöhten Arbeitslosenentschädigungen, die für negative Erwerbsanreize gesorgt haben dürften, im September ausgelaufen. Jedoch dürften bei einem Teil der Bevölkerung auch gesundheitliche Bedenken sowie ausgefallene Kinderbetreuungsangebote und Schulschließungen dazu führen, dass die Betroffenen teilweise noch nicht in den Arbeitsmarkt zurückkehren. Ein weiterer Grund für Personal-

engpässe könnte eine berufliche Neuorientierung gewisser Arbeitnehmender sein, sodass diese nur zögerlich an frühere Positionen zurückkehren.

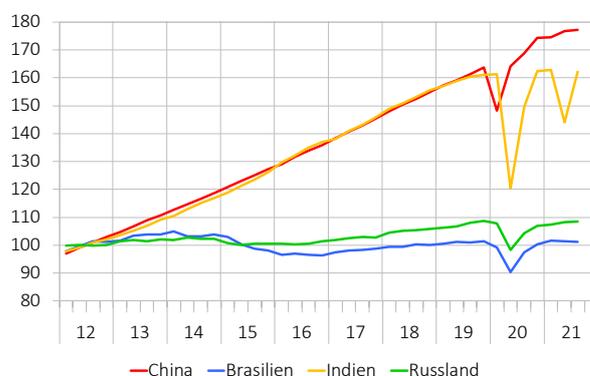
In den kommenden Quartalen dürfte das Wirtschaftswachstum wieder etwas an Fahrt gewinnen: Die Einzelhandelsumsätze erreichten im Oktober einen neuen Höchststand, und vor allem im Dienstleistungssektor verbesserte sich die Stimmung zuletzt deutlich. Fiskalische Impulse werden vom jüngst verabschiedeten Infrastrukturgesetz erwartet. Temporär bremsend dürften dagegen die Lieferengpässe sowie der Kaufkraftverlust durch die hohe Inflation wirken. Insgesamt rechnet die Expertengruppe für das Jahr 2022 mit einer starken Expansion, die sich im Jahr 2023 normalisieren sollte.

China

Das BIP-Wachstum in China verlangsamte sich im 3. Quartal deutlich auf 0,2 %. (Abbildung 51). Energieengpässe, Probleme im Immobiliensektor und Störungen im Schiffsverkehr bremsen die Erholung aus. Die Industrieproduktion stieg im September um lediglich 3,1 % im Vergleich zum Vorjahr, die niedrigste Rate seit März 2020, als die Produktion pandemiebedingt unterbrochen wurde. Immobilienbezogene Aktivitäten – einschließlich der Zement- und Stahlproduktion – verzeichneten starke Rückgänge. Zudem wurde die chinesische Binnenkonjunktur durch Eindämmungsmaßnahmen in mehreren Städten im Juli und August etwas gebremst. Vom Aussenhandel kamen weiterhin positive Beiträge: Vor allem die kräftige Nachfrage nach Maschinen, elektronischen Gütern, aber auch nach Haushaltsgeräten und Möbeln führte zu einem Anstieg der Exporte. Die Handelsbilanz weist damit einen hohen Überschuss von monatlich rund 70 Mrd. US-Dollar auf (Abbildung 52).

Abbildung 51: BIP, Bric-Staaten

Real, saisonbereinigt, Jahresmittel 2012 = 100



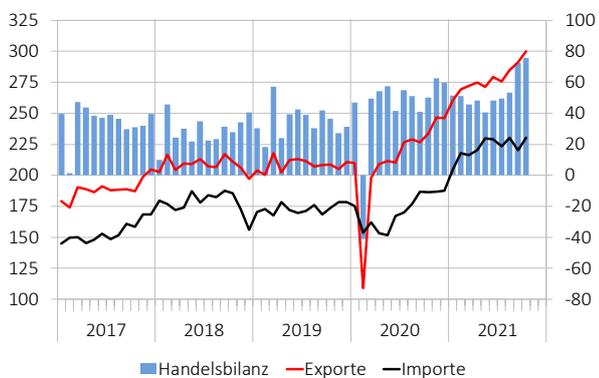
Quellen: NBS China, IBGE, Rosstat, OECD (Saisonbereinigung für RUS: SECO)

Für das 4. Quartal zeichnet sich eine durchwachsene Entwicklung ab. Im Oktober stieg die Industrieproduktion,

doch führten neue Covid-19-Fälle zu lokalen Eindämmungsmassnahmen. Dies dämpfte die Dynamik der Einzelhandelsumsätze. Auch der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor schwächte sich etwas ab. Darüber hinaus fielen die Hauspreise im Oktober. Vor dem Hintergrund strengerer staatlicher Vorschriften und angesichts der Nervosität der Investoren infolge der Evergrande-Krise steht der Immobiliensektor unter Druck. Im Prognosezeitraum dürfte er weniger Impulse liefern als in den Jahren zuvor. Insgesamt revidiert die Expertengruppe des Bundes die Prognose für 2021 und 2022 etwas nach unten. Im Jahr 2023 dürfte sich das Wachstum stabilisieren.

Abbildung 52: Warenhandel, China

Saisonbereinigt, in Mrd. USD



Quelle: China Customs Statistics Information Center

Weitere Länder

Auch im **Vereinigten Königreich** schwächte sich die Erholung nach einem kräftigen Wachstum im Vorquartal ab. Das BIP wuchs um 1,3 % und kam damit noch 2,1 % unter dem Vorkrisenniveau zu liegen. Ein ausgeprägter Fachkräftemangel im Zuge des Brexit, besonders in der Logistikbranche, beeinträchtigte sowohl den Konsum von Gütern als auch die Investitionstätigkeit. Der Dienstleistungssektor hingegen legte nach dem Wegfall der letzten Eindämmungsmassnahmen im Juli kräftig zu. In den kommenden Quartalen dürfte sich die konjunkturelle Dynamik etwas abschwächen: Zwar stabilisierten sich im November die Einkaufsmanagerindizes auf hohem Niveau, aber Versorgungsengpässe und die Auswirkungen des

steigenden Preisdrucks auf die Kaufkraft belasten die Erholung, zumindest in der kurzen Frist. Für den Sommer 2022 erwartet die Expertengruppe eine erneute Beschleunigung des Wachstums. Das Vorkrisenniveau des BIP dürfte dann wieder erreicht werden.

Lieferengpässe machten auch der Industrie in **Japan** zu schaffen, besonders der wichtigen Automobilindustrie. Zudem belasteten die Abschwächung in China und Eindämmungsmassnahmen in mehreren Präfekturen die Erholung: Das BIP schrumpfte um 0,8 %, nachdem es im Vorquartal noch leicht gewachsen war. In den kommenden Quartalen dürfte die Wirtschaft in Japan wieder kräftiger expandieren. Nach der Beendigung des Ausnahmezustands im Oktober stiegen sowohl die Verbraucherstimmung als auch der Einkaufsmanagerindex auf den höchsten Stand seit 2019. Zudem wurde ein grosses Fiskalpaket beschlossen. Entsprechend revidiert die Expertengruppe ihre Wachstumserwartungen für das kommende Jahr leicht nach oben.

Die Wirtschaft **Indiens** erholte sich im 3. Quartal von den Eindämmungsmassnahmen im Vorquartal (Abbildung 51). Der Wegfall dieser Massnahmen führte zu einem kräftigen Anstieg des privaten Konsums und der Investitionen. Die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine weitere Erholung hin. Die Expertengruppe erwartet aufgrund des starken Einbruchs ein etwas geringeres Wachstum in diesem Jahr, für das kommende Jahr dann eine etwas kräftigere Erholung als zuvor angenommen. In **Russland** schwächte sich das Wachstum im 3. Quartal etwas ab, jedoch profitierte die Wirtschaft vom weiteren Anstieg der Energiepreise. Aufgrund hoher Neuinfektionen und geringer Impfquoten verordnete die Regierung Anfang November landesweit eine Woche Zwangsurlaub und versetzte Moskau in einen Lockdown. Dies dürfte das Wachstum im laufenden Quartal belasten. Zwar hat sich die epidemiologische Lage in **Brasilien** beruhigt, gestiegene Unsicherheit, hohe Inflationsraten und eine Dürre belasten aber die Wirtschaft: Das BIP war im 3. Quartal erneut leicht rückläufig. Für das Aggregat der **Bric-Länder** (Brasilien, Russland, Indien, China) revidiert die Expertengruppe ihre Annahme für 2021 und 2022 leicht nach unten.

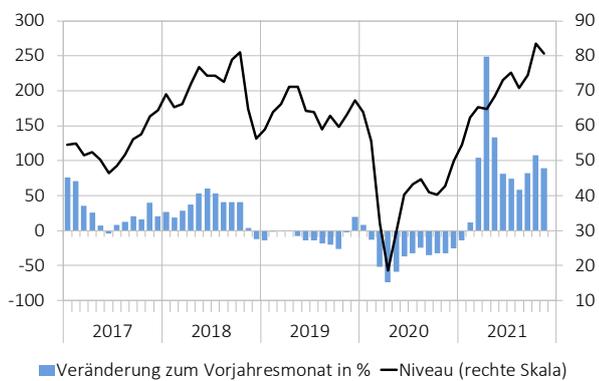
Monetäre Entwicklung

Preise international

Die Inflation zog international im Herbst weiter an, teils deutlich über die Zielbereiche der Zentralbanken. Zu einem erheblichen Teil gehen die hohen Inflationsraten auf die Energiepreise zurück.¹³ So musste auch im Herbst für das Barrel Rohöl fast doppelt so viel bezahlt werden wie im gleichen Vorjahreszeitraum (Abbildung 53). Dieser Basiseffekt dürfte in den nächsten Monaten spürbar nachlassen und die Inflation dämpfen, v. a. falls sich die jüngste Abwärtskorrektur der Erdölpreise als dauerhaft erweisen sollte.

Abbildung 53: Erdölpreis

In US-Dollar



Aber auch die Kerninflation (unter Ausschluss der volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel) tendierte vielerorts weiter aufwärts. Dazu trugen andere Sondereffekte im Zusammenhang mit der Pandemie – wie Lieferengpässe, höhere Frachtkosten und Nachfrageschiebungen – bei, welche die Preise für gewisse Produkte wie Automobile stark haben ansteigen lassen.

Im **Euroraum** erreichte die Inflation im November mit 4,9 % den mit Abstand höchsten Wert seit Bestehen der Währungsunion. Fast die Hälfte der hohen Inflation geht auf die Energiepreise zurück, die Kernrate lag bei 2,6 % (Abbildung 54). Zur starken Preisentwicklung hat auch die Abwertung des Euro beigetragen. Neben den baltischen Ländern ist v. a. Deutschland von hohen Inflationsraten betroffen, aufgrund eines Sondereffekts bei der Mehrwertsteuer (6,0 % im November)¹⁴. Aber auch in anderen Ländern wie Spanien und Italien stieg die Inflation deutlich an; auf 5,2 % resp. 4,0 % im November.

Abbildung 54: Inflation, ausgewählte Länder

Gegenüber dem Vorjahresmonat, in %; gepunktet: jeweilige Kerninflation

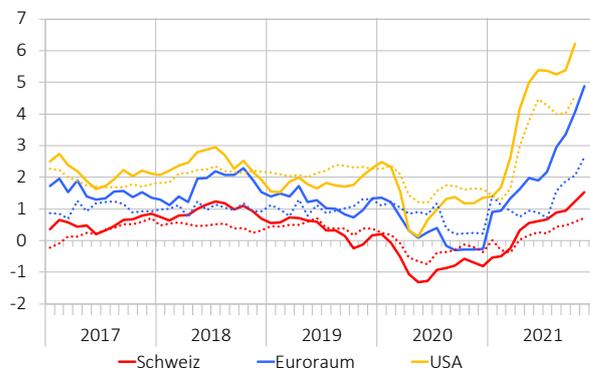
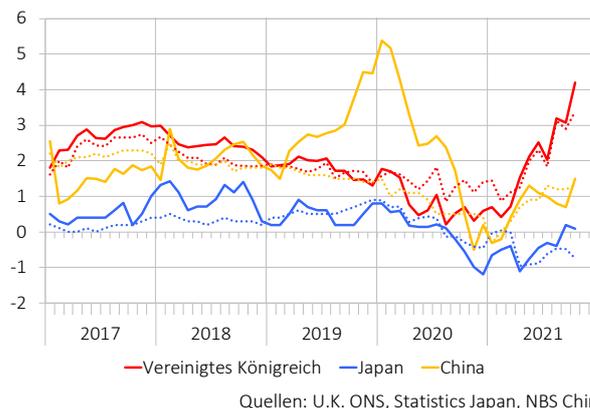


Abbildung 55: Inflation, weitere Länder

Gegenüber dem Vorjahresmonat, in %; gepunktet: jeweilige Kerninflation



Im **Vereinigten Königreich** setzte die Inflation im Oktober ihren Anstieg fort und lag mit 4,2 % auf dem höchsten Stand seit zehn Jahren. In den **USA** kletterte die Inflation bereits im Juni auf über 5 % und stieg im Oktober weiter auf 6,2 % an. Damit erreichte sie den höchsten Stand seit Anfang der 1990er-Jahre. Die Kernrate erhöhte sich auf 4,6 %. Schliesslich stieg auch in der **Schweiz** die Inflation weiter und belief sich im November auf 1,5 %. In **China** und **Japan** bewegt sich die Inflation dagegen weiter auf einem tiefen Niveau.

Die Expertengruppe Konjunkturprognosen erwartet, dass sich die Teuerungsraten in den kommenden Monaten sukzessive zurückbilden. Zum einen dürften die erwähnten Basiseffekte bei den Energiepreisen auslaufen;

¹³ S. auch den Exkurs « Inflationsrisiken nehmen international zu – in der Schweiz aber bislang keine Anzeichen einer Lohn-Preis-Spirale » in der vorliegenden Ausgabe der « Konjunkturtendenzen ».

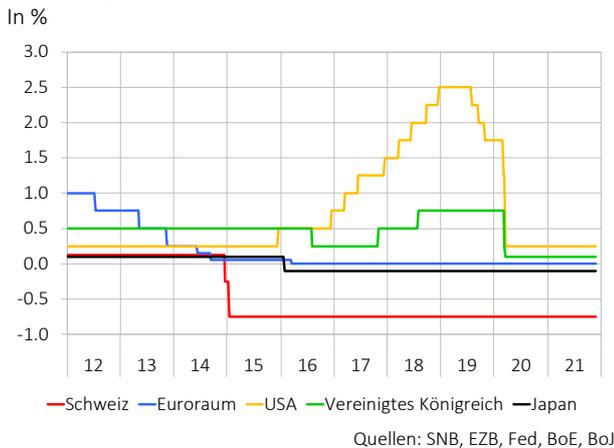
¹⁴ Quelle: Eurostat. Im zweiten Halbjahr 2020 war in Deutschland eine befristete Senkung des Mehrwertsteuersatzes erfolgt, was die aktuellen Inflationsraten bis Dezember im Vorjahresvergleich um rund 1,2 Prozentpunkte nach oben zieht, vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2021, S. 60.

zum anderen sollten auch die anderen Sondereffekte im Zusammenhang mit der Pandemie nachlassen.

Geldpolitik

Im November 2021 beliess die **US-Notenbank** (Fed) das Zielband für den Leitzins weiterhin unverändert bei 0,0 % bis 0,25 % (Abbildung 56). Gleichzeitig kündigte sie aber an, angesichts der fortschreitenden Konjunkturerholung ihre Anleihekäufe monatlich um 15 auf 105 Mrd. US-Dollar zurückzufahren (« Tapering »). Erste Schritte der geldpolitischen Normalisierung waren von den Finanzmarktteilnehmern weitestgehend erwartet worden.

Abbildung 56: Geldpolitische Leitzinsen



Ende Oktober gab die **Europäische Zentralbank (EZB)** bekannt, dass sie ihre expansive Geldpolitik weiterführen werde. Sie hielt am Leitzins von 0,0 %, dem Anleihekaufprogramm APP im monatlichen Umfang von 20 Mrd. Euro und dem Pandemie-Notfallprogramm PEPP in Höhe von 1 850 Mrd. Euro fest. Gemäss EZB dürften die hohen Inflationsraten im Euroraum vor allem vorübergehender Natur sein (hohe Energiepreise, Lieferengpässe, Basiseffekte) und somit unmittelbar keine weiteren geldpolitischen Massnahmen bedingen.

Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** führt ihre expansive Geldpolitik ebenfalls fort. Bei der Lagebeurteilung von September wurde der Leitzins von -0,75 % bestätigt. Die Bewertung des Frankens wird weiterhin als hoch erachtet, weshalb die SNB nach wie vor bereit ist, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

In der Novembersitzung bestätigte die **Bank of England** ihren geldpolitischen Kurs. Sie beliess den Leitzins unverändert bei 0,1 %. Ebenso wird das Anleihekaufprogramm mit einem unveränderten Zielvolumen von 895 Mrd. Pfund weitergeführt. Auch in **Japan** bleibt der Leitzins unverändert bei -0,1 %.

Aktienmärkte

Im September erlitten die Aktienmärkte in der Schweiz, im Euroraum und in den USA grössere Rückschläge (Abbildung 57), u. a. aufgrund hoher Inflationsraten, insbesondere in den USA, und damit verbunden der Befürchtung einer schnelleren geldpolitischen Normalisierung. Bis November erholten sich die Märkte und erreichten neue Höchststände. Dies trifft vor allem auf den US-amerikanischen Aktienmarkt zu, wo der S&P500-Index von den guten Ergebnissen grosser Tech-Firmen beflügelt wurde. Ende November notierte er über 20 % höher als zu Beginn des Jahres. Der europäische Euro Stoxx sowie der SMI verzeichneten ebenfalls grosse Kursgewinne. Hingegen stagniert der chinesische Index CSI 300 seit mehreren Monaten und notierte Ende November fast 12 % tiefer als zu Jahresbeginn, gebremst von schwächeren Konjunkturdaten und Ausfallrisiken bei Immobilienentwicklern.

Abbildung 57: Aktienmärkte

Mittelwert Januar 2017 = 100

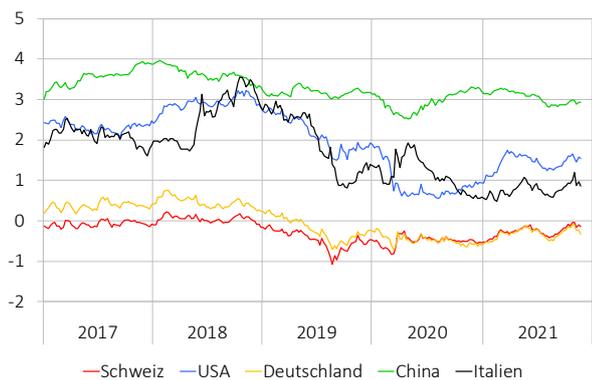


Kapitalmärkte

Die höheren Inflationszahlen der letzten Monate haben die Inflationserwartungen und damit die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen steigen lassen. Der Zinsanstieg blieb jedoch moderat, sodass die Renditen in vielen Ländern Ende November in etwa auf das Niveau vom Frühling zurückkehrten (Abbildung 58). Die Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen lagen Ende November leicht über 1,5 %, während jene von Deutschland und der Schweiz weiterhin im negativen Bereich verharren. Die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland blieb positiv und erreichte Ende November den Rekordwert von fast 0,2 Prozentpunkten. Dies dürfte zum Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken beitragen.

Abbildung 58: Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen

In %



Quelle: Macrobond Financial AB

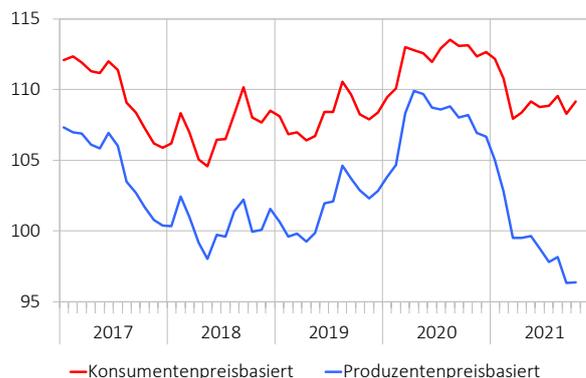
Wechselkurse

Der Schweizer Franken hat seit September gegenüber dem Euro wieder an Attraktivität gewonnen. Ende November wurde er um die 1.05 Franken pro Euro gehandelt, was dem tiefsten Stand seit Ausbruch der Pandemie entspricht. Die jüngste Aufwertung gegenüber dem Euro widerspiegelt jedoch mehr eine Euroschwäche als eine allgemeine Frankenstärke. Dies zeigt sich zum Beispiel im Wechselkurs des Schweizer Franks gegenüber dem US-Dollar: Dieser entwickelt sich seit mehreren Monaten stabil bzw. mit einer leichten Abwertungstendenz des Franksens.

Gemessen an den Konsumentenpreisen hat sich der Schweizer Franken seit dem Frühling real und handelsgewichtet seitwärts bewegt (Abbildung 59). Im Oktober lag der Index 9 % über dem langjährigen Mittel. Der produzentenpreisbasierte Index setzte seinen Rückgang hingegen fort und stabilisierte sich im Oktober auf dem niedrigsten Stand seit zehn Jahren. Diese Abwärtsbewegung deutet darauf hin, dass die Produzentenpreise im Ausland stärker gestiegen sind als in der Schweiz. Dies dürfte sich insgesamt positiv auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportunternehmen auswirken.

Abbildung 59: Reale Wechselkursindizes

Handelsgewichtet, langfristiger Durchschnitt = 100



Quellen: SNB, J.P. Morgan