

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weltwirtschaft im Herbst weiterhin mit moderatem Expansions-tempo*

Die Weltwirtschaft dürfte im letzten Jahresviertel 2014 das moderate Expansionstempo des dritten Quartals im Großen und Ganzen gehalten haben. Das Wachstum in den Industrieländern ist im Herbst breit fundiert gewesen. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA legte zwar nicht mehr so stark zu wie im Vorquartal, in dem Sondereffekte im Spiel waren. Die japanische Wirtschaft scheint aber nach dem deutlichen, durch die Mehrwertsteueranhebung ausgelösten Aktivitätsrückgang im Sommerhalbjahr wieder auf einen Expansionskurs zurückgekehrt zu sein; bei Abschluss dieses Berichts lagen allerdings noch keine BIP-Angaben für das abgelaufene Quartal vor. Der Euro-Raum ist nach den ersten Schätzungen im letzten Jahresviertel etwas kräftiger gewachsen als zuvor. In den großen Schwellenländern waren die Grundtendenzen zum Jahresende weiterhin recht unterschiedlich. Während sich in China und Indien die – für ihre Verhältnisse – moderate gesamtwirtschaftliche Expansion fortgesetzt hat, dürfte die Konjunktur in Russland und Brasilien kraftlos geblieben sein.

*Jahresergebnis erneut unter längerfristigem Durchschnitt*

Im Jahresdurchschnitt 2014 ist das globale BIP nach der Schätzung des IWF vom Januar 2015 mit der gleichen Rate gewachsen wie im Jahr zuvor, und zwar um 3¼% auf der Basis von Kaufkraftparitäten beziehungsweise 2½% zu Marktwechselkursen. Dabei haben sich die Expansionskräfte insofern verlagert, als sich der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften dem IWF zufolge (in Kaufkraftparitäten gerechnet) um ½ Prozentpunkt auf 1¾% beschleunigt hat, wohingegen die Schwellen- und Entwicklungsländer mit 4½% um ¼ Prozentpunkt langsamer vorankamen. Das schlechtere Abschneiden dieser Gruppe ist vor allem auf eine erheblich geringere Dynamik in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und in Lateinamerika zurück-

zuführen; dagegen wuchsen die asiatischen Länder so kräftig wie im Jahr zuvor. Die Wachstumsraten für die Weltwirtschaft lagen in den letzten drei Jahren jeweils bei 3¼% gemäß kaufkraftparitätischer Rechnung, verglichen mit 4¾% im Durchschnitt der Aufschwungjahre 2010 und 2011 oder des Zeitraums 2002 bis 2007. Da die Geldpolitik bis zuletzt ausgesprochen expansiv ausgerichtet war und von der Fiskalpolitik im vergangenen Jahr deutlich geringere bremsende Effekte ausgingen, spricht vieles dafür, dass die Tempoverlangsamung in erster Linie mit einer schwächeren Expansion des Produktionspotenzials sowohl in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern zusammenhängt.

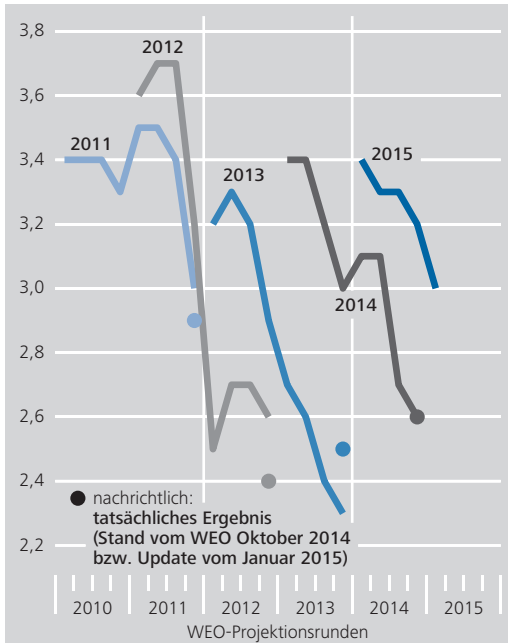
Im ersten Quartal 2015 scheint die Weltwirtschaft ihre moderate Aufwärtsentwicklung fortzusetzen. Dafür spricht unter anderem, dass die globalen Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor im Januar wieder leicht anzogen, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2014 einem Abwärtskurs gefolgt waren, ohne allerdings die Expansionsschwelle unterschritten zu haben. Tendenziell dürfte das globale Wachstum durch den drastischen Ölpreisrückgang seit Mitte 2014 gestützt werden. Einer Kalkulation des IWF zufolge könnte der angebotsbedingte Teil des Preisrutsches das reale Welt-BIP um ¼% bis ¾% im laufenden Jahr anheben.<sup>1)</sup> Ungeachtet derartiger Modellrechnungen lässt sich jedoch die Stärke des Impulses wegen der hohen Unsicherheiten über Ursachen, Dauerhaftigkeit und mögliche Effekte der Rohölverbilligung kaum prognostizieren (siehe Erläuterungen auf S. 13 ff.). Die stimulierenden Wirkungen dürften in erster Linie den Öl importierenden Staaten zugutekommen, während vor allem die Ölför-

*Fortsetzung der globalen Aufwärtsentwicklung im Winter 2015*

<sup>1</sup> Vgl.: R. Arezki und O. Blanchard, Seven Questions about the Recent Oil Price Slump, IWF, veröffentlicht am 22. Dezember 2014 unter <http://blog-imfdirect.imf.org/>

### Evolution der IWF-Projektionen für das globale reale BIP-Wachstum<sup>1)</sup> im angegebenen Jahr

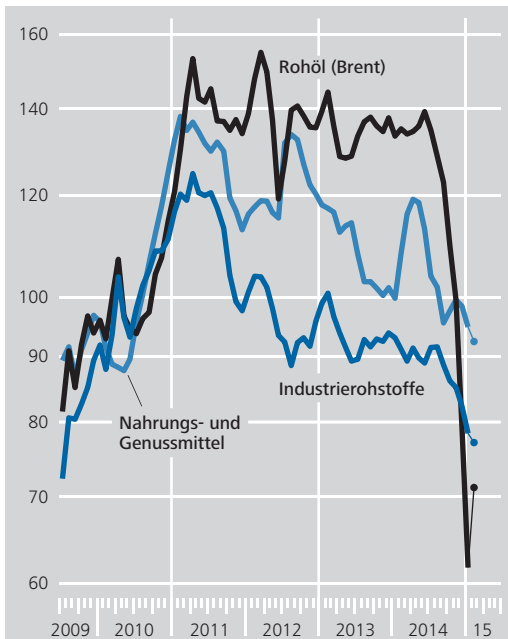
Wachstum gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Ausgaben des IWF World Economic Outlook (WEO) und Updates, Januar 2010 bis Januar 2015. \* Basierend auf Marktwechsellkursen.  
 Deutsche Bundesbank

### 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 6. Februar bzw. 1. bis 9. Februar 2015 (Rohöl).  
 Deutsche Bundesbank

derländer ohne nennenswerte finanzielle Reserven ihre Absorption wohl spürbar einschränken müssen.

Trotz der Erwartung positiver globaler Impulse des Ölpreistrückgangs hat der IWF im Januar seine Prognose für das globale Wachstum in diesem und im nächsten Jahr im Vergleich zum Herbst um jeweils 0,3 Prozentpunkte auf 3,5% und 3,7% (in kaufkraftparitätischer Rechnung) herabgesetzt. Damit setzte sich die Kette von Abwärtsrevisionen fort.<sup>2)</sup> Die jüngste Korrektur wurde damit begründet, dass die Bremsfaktoren, insbesondere die Schwäche der Investitionen, die mit der vorsichtigeren Einschätzung des mittelfristigen Wachstums der Weltwirtschaft zusammenhängt, stärker ins Gewicht gefallen seien als zunächst vorausgeschätzt. Dabei ist allerdings mit ins Bild zu nehmen, dass die Herbstprognose des IWF für den Euro-Raum schon vor dem Hintergrund des damals bekannten Datenkranzes recht optimistisch angelegt war. Im Einzelnen werden jetzt die Perspektiven für 2015 und 2016 vor allem für den Euro-Raum, Japan und mehrere größere Schwellenländer vorsichtiger eingeschätzt. Besonders kräftig fallen die Abstriche für Russland aus, für das nun für dieses und nächstes Jahr eine Rezession erwartet wird. Merklich nach oben gesetzt (um 0,5 und 0,3 Prozentpunkte auf 3,6% und 3,3%) wurde dagegen die Prognose für die USA mit dem Hinweis, dass der Aufschwung dort stärker sei als bisher erwartet. Dies trifft gewiss für die vergangenen Quartale zu; für das laufende Jahr ist jedoch unter anderem zu berücksichtigen, dass der drastische Ölpreistrückgang die Investitionen der amerikanischen Öl- und Gasindustrie spürbar dämpfen könnte. Gemessen an der Korrektur der Projektion des globalen BIP-Wachstums ist die Herabsetzung der Welthandelsprognose um 1,1 Prozentpunkte auf 3,8% im laufenden Jahr besonders kräftig ausgefallen. Die Abwärtskorrektur hängt vor allem mit der Erwartung zusammen, dass das

*Trotz Ölpreisrückgang erneute Abwärtskorrektur der IWF-Prognose*

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Korrekturbedarf der globalen Wachstumsprojektionen in den vergangenen Jahren, Monatsbericht, November 2014, S. 12 ff.

## Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreistrückgangs

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs ist fast jeder Rezession der US-Wirtschaft ein kräftiger Anstieg des Rohölpreises vorausgegangen.<sup>1)</sup> Diese Beobachtung hat eine breite und vielfältige Literatur zum Zusammenhang zwischen Änderungen des Ölpreises und dem Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Aktivität hervorgebracht. Im Fokus stehen dabei jedoch regelmäßig plötzliche Verteuerungen von Rohöl, weniger ein abrupter Preistrückgang.<sup>2)</sup>

Ein grundlegendes Problem dieser Analysen ist die Endogenität des Ölpreises. Nicht nur können Ölpreise die gesamtwirtschaftliche Produktion beeinflussen, umgekehrt reflektieren sie auch die Dynamik der aggregierten Nachfrage. So könnte ein Preistrückgang bei Rohöl Ausdruck einer globalen Rezession sein, wie es etwa 2008/2009 der Fall war. Mögliche stimulierende Effekte des Preistrückgangs wären dann im Vergleich zu der ursächlichen Schwäche der aggregierten Nachfrage nur von untergeordneter Bedeutung.

Eine wesentliche Schwierigkeit für die empirische Forschung ist daher die adäquate Identifikation von Ölangebotsschocks, die selbst nicht unter dem Einfluss der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage stehen.<sup>3)</sup> Als treibende Kraft hinter dem jüngsten Preistrückgang werden überwiegend angebotsseitige Faktoren gesehen (siehe Erläuterungen auf S. 17 f.). Daher sind zumindest für diesen Teil der Verbilligung die isolierten Effekte einer Ölpreisänderung maßgeblich, wie sie im Folgenden erläutert werden. Neben der eigentlichen Ursache ist auch die Persistenz des Preistrückgangs eine wesentliche Determinante für das Ausmaß der realwirtschaftlichen Effekte. Je länger er anhält, umso deutlicher dürfte er auf die Konsum- und Investitionsentscheidungen der Wirtschaftssubjekte Einfluss nehmen.

Offensichtlich ist, dass ein Preistrückgang die Terms of Trade zugunsten der Öl importierenden Volkswirtschaften und zulasten der

Ölexporteure verschiebt. Das entspricht einer internationalen Umverteilung von Einkommen; aus Sicht des globalen Einkommens handelt es sich dabei um ein Nullsummenspiel. Ob sich die globale gesamtwirtschaftliche Erzeugung kurzfristig über diesen Kanal ändert, hängt davon ab, inwieweit sich die marginalen Ausgabenneigungen zwischen den Öl importierenden und exportierenden Volkswirtschaften unterscheiden. Da die Zahl der Öl ausführenden Länder relativ klein ist, ballen sich einerseits die Einkommensverluste entsprechend stark in einzelnen Volkswirtschaften. Andererseits haben einige Förderländer hohe finanzielle Reserven angehäuft, sodass sie ihre Absorption über einen längeren Zeitraum durch Entsparen aufrechterhalten könnten.

Vielfach wird Öl (bzw. Energie) als ein Faktor gesehen, der zur Erstellung des gesamtwirtschaftlichen Outputs eingesetzt werden muss. Aus dieser Perspektive verbilligt sich also ein Produktionsfaktor, sodass sich seine eingesetzte Menge und damit das Produktionspotenzial erhöhen. Dadurch wird auch die globale Wirtschaftsleistung gesteigert, wenngleich es sich hierbei um einen eher längerfristigen Mechanismus handelt.

Als wesentliche Determinante für das Ausmaß der realwirtschaftlichen Effekte wird oftmals die Ölintensität genannt, also das Verhältnis des realen Ölverbrauchs zur (ebenfalls realen) Wirtschaftsleistung. Da diese Relation im Zeitablauf erheblich gesunken ist, sollte eigentlich auch der Einfluss von Ölpreisänderungen auf die Wirtschaftsaktivität entsprechend abgenommen haben.

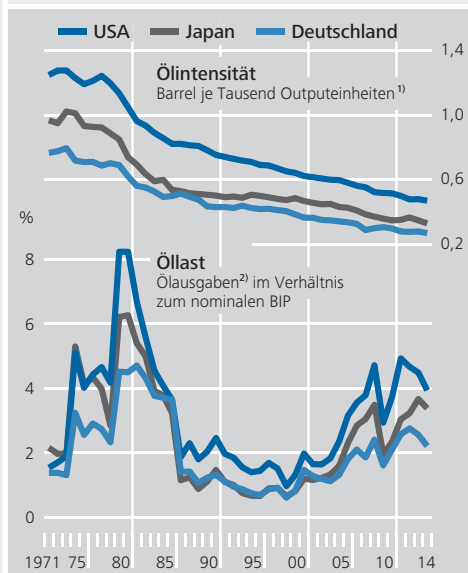
---

1 Vgl.: J. D. Hamilton (2011), Nonlinearities and the Macroeconomic Effects of Oil Prices, *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 15, S. 364–378.

2 Vgl. im Folgenden: Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 29–53.

3 Vgl.: L. Kilian (2009), Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market, *American Economic Review*, Vol. 99, S. 1053–1069.

### Belastung wichtiger Volkswirtschaften durch Rohölkosten



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der US Energy Information Administration, der Internationalen Energieagentur, der OECD und des IWF. Angaben für 2014 sind Vorausschätzungen. **1** Niveaus gemäß Marktwechsellkursen von 2005. **2** Bewertung des Ölverbrauchs mithilfe des Preises für Brent.

Deutsche Bundesbank

Allerdings ist für wichtige Effekte die sogenannte „Öllast“, das heißt das wertmäßige Verhältnis in Form des Kosten- beziehungsweise Ausgabenanteils, entscheidender.

So entspricht etwa der Umfang der Einsparungen der privaten Haushalte nach einem Rückgang der Preise für Mineralölzeugnisse dem Produkt aus dem Ausgabenanteil und der prozentualen Änderung des (relativen) Preises. Unter der Annahme einer unveränderten Menge und eines Preisrückgangs von 50% halbieren sich die Ausgaben für Mineralölzeugnisse. Bei einem ursprünglichen Anteil von beispielsweise 5% an den Gesamtausgaben entspricht das einer Minderausgabe in Höhe von 2½%, die nun für den zusätzlichen Konsum von Waren oder Dienstleistungen zur Verfügung steht. Mithin gibt der Ausgabenanteil die Obergrenze für die Elastizität (in diesem Fall 0,05) der aggregierten Nachfrage der Konsumenten gegenüber relativen Preisverschiebungen an. Auch für die Abwägung der Unternehmen über den Einsatz von Öl

in der Produktion ist der Kostenanteil von Bedeutung.

In den vergangenen Jahren waren die Ölausgaben im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in den USA fast doppelt so hoch wie in Deutschland und auch merklich höher als in Japan. Vor diesem Hintergrund könnten gerade Konsumenten und Unternehmen in den USA erheblich vom Rückgang des Ölpreises profitieren. Mit ins Bild zu nehmen ist jedoch, dass die USA nicht in dem Maße wie andere Industrieländer von Ölimporten abhängig sind. Damit stellt ein Teil der Entlastung lediglich eine Umverteilung von Einkommen innerhalb der amerikanischen Volkswirtschaft dar. Eine deutliche Einschränkung der Investitionen in der Öl- und Gasindustrie könnte dort stimulierenden Effekten auf den privaten Konsum gegenüberstehen, die jedoch ebenfalls nicht sicher sind. Zum Jahreswechsel 2014/2015 fielen der Kfz-Absatz und die Einzelhandelsumsätze in den USA enttäuschend aus.

Darüber hinaus werden in der Literatur noch diverse weitere Wirkungen von Ölpreisänderungen diskutiert. Insbesondere gehen einige Studien einem aktivitätsdämpfenden Einfluss der Volatilität des Ölpreises nach.<sup>4)</sup> Sie könnte etwa die Unsicherheit erhöhen und so Unternehmen zum Aufschub von Investitionen veranlassen. Ein derartiger Effekt wäre ein Grund, weshalb ein Ölpreissrückgang möglicherweise nicht in dem gleichen Maße das Wirtschaftswachstum anregt, wie ein Ölpreisanstieg es belastet. Solchen asymmetrischen Wirkungen widmet sich ein weiterer Strang der Literatur.<sup>5)</sup> Den Hintergrund hierfür bildeten die Erfahrungen des Jahres 1986, als der kräftige Preisrutsch bei Rohöl es nicht vermochte, das

<sup>4</sup> Vgl. etwa: J. P. Ferderer (1996), Oil Price Volatility and the Macroeconomy, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 18, S. 1–26; sowie S. Jo (2014), The Effects of Oil Price Uncertainty on Global Real Economic Activity, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, S. 1113–1135.

<sup>5</sup> Vgl. insbesondere: K. A. Mork (1989), Oil and the Macroeconomy When Prices Go Up and Down: An Extension of Hamilton's Results, *Journal of Political Economy*, Vol. 97, S. 740–744; sowie J. D. Hamilton (2011), a. a. O.

Expansionstempo der US-Wirtschaft zu erhöhen.

In einigen makroökonomischen Modellen, wie etwa NiGEM, das Weltwirtschaftsmodell des National Institute of Economic and Social Research (NIESR), drückt ein Ölpreisrückgang das allgemeine Preis- und Lohnniveau sowie vorübergehend die Inflationserwartungen. Unter der Annahme einer regelgebundenen Geldpolitik ruft die Abweichung der Inflationsrate von ihrer Zielmarke eine Zinsreaktion der Zentralbank hervor. Dabei spielt die Ursache der Zielverfehlung aufgrund der einfachen Formulierung der Regel keine Rolle. Auf diese Weise stellen sich weitere makroökonomische Effekte ein, die innerhalb des Modells nicht von den „originären“ Wirkungen der Ölpreisänderung separiert werden können. Sie hängen allerdings von der konkreten Ausgestaltung der Notenbankregel ab.<sup>6)</sup>

In neukeynesianischen Modellen, einem gängigen makroökonomischen Analyseinstrument, kann sich aus der Absenkung der Inflationserwartungen noch eine zusätzliche Wirkung ergeben. Im Zusammenspiel mit einer Untergrenze der Nominalzinsen von 0% wäre die Geldpolitik nicht mehr in der Lage, einen Anstieg des Realzinses zu verhindern, sodass eine Verlagerung des Konsums in die Zukunft erfolgt. Dadurch führen eine Ausweitung des Ölangebots oder auch andere Schocks, die das Produktionspotenzial erhöhen, wie etwa ein positiver Produktivitätsschock, zu dem paradoxen Ergebnis einer Dämpfung der Wirtschaftsaktivität in der Gegenwart.<sup>7)</sup> Freilich ist fraglich, wie relevant dieser Realzinskanal ist, dessen Wirkung wesentlich durch die konkrete Modellspezifikation beeinflusst wird.<sup>8)</sup> Für liquidiätsbeschränkte Haushalte, die ihren Konsum kaum intertemporal verschieben können und deren Zahl gerade in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit bedeutend sein dürfte, ist der kaufkraftsteigernde Effekt eines angebotsbedingten Ölpreisrückgangs sicherlich wichtiger. Mit ihrer Berücksichtigung dominiert auch innerhalb eines neukeynesianischen Modellrahmens der stimulierende Einfluss.<sup>9)</sup> Zudem scheint jüngst veröffentlichte empirische Evidenz für die

USA Zweifel an der aus dem neukeynesianischen Grundmodell abgeleiteten Wirkung von Inflationserwartungen auf das Konsumverhalten zuzulassen.<sup>10)</sup>

Gemäß einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds vom Dezember 2014 könnte der angebotsbedingte Teil des Ölpreisrückgangs die globale Wirtschaftsaktivität im laufenden Jahr um  $\frac{3}{4}\%$  anheben, sofern er von Dauer ist. Läuft die Verbilligung hingegen aus, würde sich der positive Einfluss auf  $\frac{1}{4}\%$  reduzieren.<sup>11)</sup> Simulationen mit NiGEM bestätigen Effekte dieser Größenordnung. Allerdings beruhen derartige Modellrechnungen, wie oben erläutert, auf einer Reihe von Annahmen über die Wirkungsweise, nicht zuletzt auf einem symmetrischen Einfluss von Verteuerungen und Verbilligungen. Zudem wird die Kenntnis eines bestimmten zukünftigen Ölpreispfades vorausgesetzt. Vor diesem Hintergrund sind entsprechende Simulationsergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren. Zwar dürfte der Ölpreisrückgang tendenziell das globale Wirtschaftswachstum fördern. Allerdings ist das Ausmaß dieses Effekts angesichts der hohen Unsicherheit über Ursachen, Persistenz und Wirkungsweise kaum greifbar. Klarer ist der stimulierende Einfluss für Volkswirtschaften, wie etwa den Euro-Raum, die über keine nennenswerte eigene Ölförderung verfügen.

---

6 Vgl.: R. Barrell und O. Pomerantz, Oil Prices and the World Economy, Oesterreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration, Q1/04, S. 152–177; sowie Deutsche Bundesbank (2012), a. a. O.

7 Vgl. auch: G. B. Eggertsson (2010), The Paradox of Toil, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 433.

8 Vgl.: B. Maćkowiak und M. Wiederholt (2011), Business Cycle Dynamics under Rational Inattention, ECB Working Paper Series, Nr. 1331; sowie X. Gabaix (2012), Boundedly Rational Dynamic Programming: Some Preliminary Results, NBER Working Paper, Nr. 17783.

9 Vgl.: J. F. Wieland (2014), Are Negative Supply Shocks Expansionary at the Zero Lower Bound?, University of California, San Diego, Arbeitspapier.

10 Vgl.: R. Bachmann, T. O. Berg und E. R. Sims (2015), Inflation Expectations and Readiness to Spend: Cross-Sectional Evidence, American Economic Journal: Economic Policy, Vol. 7, S. 1–35.

11 Vgl.: R. Arezki und O. Blanchard, Seven Questions about the Recent Oil Price Slump, IWF, veröffentlicht am 22. Dezember 2014 unter <http://blog-imefdirect.imf.org/>



Wachstum der Importnachfrage der Schwellenländer erstmals seit Langem hinter das der Industrieländer zurückfällt.

*Kräftiger Rückgang der Rohölpreise*

Rohöl hat sich im Berichtszeitraum nochmals kräftig verbilligt. Im Monatsdurchschnitt Januar mussten für ein Fass der Sorte Brent knapp 50 US-\$ gezahlt werden, verglichen mit 112 US-\$ im Juni 2014. In den ersten Februarwochen stabilisierte sich der Preis zwar oberhalb von 50 US-\$. Damit lag er aber immer noch um fast die Hälfte niedriger als vor Jahresfrist. Für Terminlieferungen werden zurzeit beträchtliche Aufschläge verlangt. Auch die Preise anderer Rohstoffe tendierten in den vergangenen Monaten weiter nach unten. Das gilt für Industrierohstoffe in stärkerem Maße als für Nahrungs- und Genussmittel. Dahinter steht eine allgemein großzügige Versorgung der einzelnen Märkte, zu der aber das Ausbleiben einer Beschleunigung der globalen Konjunktur ebenfalls beigetragen haben dürfte. Für den Preisrutsch bei Rohöl ist wohl auch die Entscheidung der OPEC von Bedeutung gewesen, ihre Förderquoten ungeachtet der aktuellen Marktlage beizubehalten (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 17 f.).

*Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe erheblich gedrück*

Die starke Verbilligung von Mineralölprodukten hat den aggregierten Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe der Industrieländer erheblich gedrück. Der gesamte Warenkorb der Konsumenten war im Dezember 2014 nur noch um 0,6% teurer als vor Jahresfrist, verglichen mit +1,4% drei Monate zuvor. In der Rechnung ohne Energieträger und Nahrungsmittel, wie sie der sogenannten Kernrate zugrunde liegt, verkürzte sich der Vorjahresabstand im gleichen Zeitraum lediglich etwas auf +1,3%. Gegenüber ihrem Stand von Ende 2013 war die Kernrate damit unverändert. Zwar sind indirekte Effekte der Verbilligung von Mineralölprodukten zu erwarten, ein breit angelegter Rückgang der Verbraucherpreise zeichnet sich für die Industrieländer insgesamt jedoch nach wie vor nicht ab.

## Ausgewählte Schwellenländer

Das Expansionstempo der chinesischen Wirtschaft hat sich gemäß den Angaben des Statistikamtes zum Jahresende 2014 abgeschwächt. In saisonbereinigter Betrachtung ist das reale BIP im abgelaufenen Quartal um 1½% gegenüber der Vorperiode gestiegen, in der ein Zuwachs von 2% erzielt worden war. Im Gesamtjahr hat die Wirtschaftsleistung um 7½% expandiert; das ist ebenfalls etwas weniger als 2012 und 2013. Die Verlangsamung im vergangenen Jahr scheint insbesondere auf die merkliche Abkühlung am Wohnungsmarkt zurückzugehen, die die Aktivitäten im Bausektor sowie in einigen Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes, etwa der Stahlbranche, belastet hat. Die Schwäche auf dem Häusermarkt hat bis zuletzt angehalten und könnte sich angesichts von Hinweisen auf strukturelle Überkapazitäten im laufenden Jahr fortsetzen.<sup>3)</sup> In das Bild einer vom Immobilienmarkt ausgehenden Wachstumsmoderation passt, dass die gesamtwirtschaftliche Investitionsdynamik im vergangenen Jahr nachgelassen hat. Die Expansion des Konsums scheint sich dagegen unvermindert fortgesetzt zu haben. Die Kaufkraft der Haushalte wird durch ein anhaltend hohes Lohnwachstum und einen geringeren Preisauftrieb gestützt. Im Gesamtjahr betrug die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe 2,0%.

*Chinesische Konjunktur durch Abschwächung am Häusermarkt belastet*

Das indische Statistikamt rechnet laut seiner Frühschätzung für das – noch bis März laufende – Fiskaljahr 2014/2015 mit einem realen BIP-Wachstum von 7½%. Im Jahr zuvor war nach revidierten Ergebnissen ein Zuwachs von 7% erreicht worden.<sup>4)</sup> Die leichte Beschleuni-

*Leichte Wachstumsverstärkung in Indien im laufenden Fiskaljahr*

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Effekten eines Abschwungs am chinesischen Wohnimmobilienmarkt, Monatsbericht, August 2014, S. 18 ff.

<sup>4</sup> Im Januar 2015 hat das indische Statistikamt im Rahmen einer umfassenden Revision die Wachstumsraten für die Fiskaljahre 2012/2013 sowie 2013/2014 spürbar angehoben. Außerdem wird seitdem, wie international üblich, das BIP zu Marktpreisen als bevorzugter Indikator für das gesamtwirtschaftliche Produktionsergebnis betrachtet. Zuvor war auf das BIP zu Faktorkosten, also die Bruttowertschöpfung, abgestellt worden.

## Zu den Ursachen des Ölpreiserückgangs

Bereinigt man den in US-Dollar gerechneten Ölpreis um das allgemeine Preisniveau, wie es im amerikanischen Verbraucherpreisindex (ohne Energieträger) zum Ausdruck kommt, wird klar, dass dieser reale Ölpreis in den vergangenen Jahren im historischen Vergleich ungewöhnlich hoch war. Lediglich in den Jahren 1979/1980 sowie 2008 hatte er einen ähnlichen Stand erreicht oder kurzzeitig übertroffen. Darüber hinaus ist die Entwicklung des Ölpreises immer wieder durch plötzliche Schübe, aber auch markante Einschnitte geprägt worden. Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte sein, dass Angebot und Nachfrage auf dem Ölmarkt kurzfristig kaum auf Preisänderungen reagieren. Deshalb können selbst kleine mengenmäßige Verschiebungen mitunter scharfe Preisbewegungen erfordern, um ein Gleichgewicht auf dem Markt zu gewährleisten.<sup>1)</sup>

In der Vergangenheit ist der Ölpreis regelmäßig im Umfeld einer Rezession der US-Wirtschaft eingebrochen, wobei dem konjunkturellen Abschwung selbst eine kräftige Verteuerung von Rohöl vorausgegangen war. Dies trifft insbesondere auf die kräftigen Preisrückgänge der Jahre 1974, 1991 und 2008/2009 zu. Angesichts der recht stetigen Entwicklung der Weltwirtschaft und des Ölpreises in den vergangenen Quartalen scheint dieses Erklärungsmuster auf die jüngste Verbilligung nicht zu passen. Als Präzedenzfall könnte vielmehr der Preisrutsch des Jahres 1986 betrachtet werden, der sich inmitten einer Expansionsphase der US-Wirtschaft ereignete. Nach den Krisen der siebziger Jahre erholte sich die globale Ölnachfrage in den achtziger Jahren nur schleppend. Zugleich strömte Öl aus neuen Förderregionen, wie etwa aus Alaska oder der Nordsee, auf den Markt. Insbesondere Saudi-Arabien stemmte sich mit Produktionskürzungen gegen eine einsetzende Erosion des Preises, musste dafür jedoch massive Einnahmeausfälle hinnehmen. Als das Königreich seine Zurückhaltung aufgab, sackte der (nominale) Ölpreis bis Juli 1986 auf nur noch ein Drittel seines Standes vom November 1985 ab.<sup>2)</sup> In realer Rechnung erreichte er dieses Niveau erst wieder im Jahr 2005, wenn man die kurze Phase während der irakischen Besetzung Kuwaits ausklammert.

Die Nachfrage der zügig gewachsenen Volkswirtschaften der Schwellenländer dürfte ein wesentlicher Grund für den hohen Ölpreis der vergangenen Jahre gewesen sein. Zugleich hat die unkonventionelle Erschließung von Öl- und Gasvorkommen in Nordamerika die Möglichkeit einer erneuten fundamentalen Kräfteverschiebung auf dem Rohölmarkt eröffnet.<sup>3)</sup> Als Auslöser für den jüngsten Ölpreiserutsch werden zum Teil wiederholte Abwärtsrevisionen der globalen Ölnachfrage durch die Internationale Energieagentur in der zweiten Jahreshälfte 2014 gesehen. Den Hintergrund hierzu bildete eine anhaltend moderate globale Konjunktur, die Hoffnungen auf eine kräftigere Belebung der Weltwirtschaft enttäuschte.<sup>4)</sup> Auch auf die überraschend deutliche Erholung der Ölförderung einiger Mitglieder der Organisation of the Petroleum Exporting Countries (OPEC) bei weiterhin expandierender Produktion in den USA wird verwiesen. Schließlich dürfte die Entscheidung der OPEC und speziell Saudi-Arabiens von Ende November 2014, die bisherigen Förderquoten beizubehalten und damit nicht länger eine stabilisierende Rolle auf dem Ölmarkt wahrzunehmen, den Preisrückgang noch verschärft haben.<sup>5)</sup>

Insgesamt wird als treibende Kraft hinter der wahrgenommenen Ölschwemme und der

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Preiselastizität der Rohölnachfrage in der kurzen Frist, Monatsbericht, Juni 2012, S. 36 ff. Alternativ wird oftmals auf die Rolle von Spekulation auf dem Ölmarkt verwiesen. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss der Spekulation auf den Ölpreis, Monatsbericht, Juni 2012, S. 34 f.; sowie S. Reitz und U. Slopek (2009), Non-Linear Oil Price Dynamics: A Tale of Heterogeneous Speculators?, German Economic Review, Vol. 10, S. 270–283.

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Ölkrisen der siebziger Jahre, Monatsbericht, Juni 2012, S. 31 f.

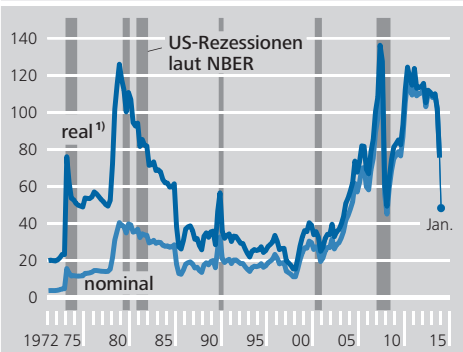
3 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 51.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Korrekturbedarf der globalen Wachstumsprojektionen in den vergangenen Jahren, Monatsbericht, November 2014, S. 12 ff.

5 Demgegenüber führen Baumeister und Kilian (2015) den im Vergleich zu anderen Rohstoffpreisen sehr scharfen Rückgang des Rohölpreises seit Juni 2014 auf die akkumulierte Wirkung vergangener ölmarktspezifischer Entwicklungen zurück. Vgl.: C. Baumeister und L. Kilian (2015), Understanding the Decline in the Price of Oil since June 2014, Center for Financial Studies, Arbeitspapier, Nr. 501.

### Preis für Rohöl der Sorte Brent

US-Dollar je Barrel, Vierteljahresdurchschnitte



Quellen: IWF, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> Rohölpreis bezogen auf US-CPI ohne Energie (saisonbereinigt, 2014 = 100, Index für Januar 2015 fortgeschrieben).

Deutsche Bundesbank

kräftigen Verbilligung überwiegend die Angebotsseite gesehen.<sup>6)</sup> Allerdings lassen sich die Ursachen nicht mit Sicherheit verorten. Nicht minder unklar ist auch die Dauerhaftigkeit des Preisrückgangs. Die entscheidende Frage ist, wie schnell und auf welchem Preisniveau Ölangebot und -nachfrage unter den

veränderten Bedingungen ein neues Gleichgewicht finden. Aufgrund der abwartenden Haltung der OPEC könnte dabei eine maßgebliche Rolle den flexibel operierenden Unternehmen in der unkonventionellen Ölförderung der USA zukommen.<sup>7)</sup> Meldungen über eine scharf rückläufige Zahl der amerikanischen Bohranlagen haben zum Monatswechsel Januar/Februar jedenfalls schon eine gewisse Erholung des Ölpreises bewirkt.

<sup>6</sup> Vgl.: R. Arezki und O. Blanchard, Seven Questions about the Recent Oil Price Slump, IWF, veröffentlicht am 22. Dezember 2014 unter <http://blog-imfdirect.imf.org/>; sowie Weltbank, Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications, Global Economic Prospects, Januar 2015, S. 155–168.

<sup>7</sup> Vgl.: Internationale Energieagentur, Medium-Term Oil Market Report 2015.

gung am aktuellen Rand scheint vor allem einer schnelleren Expansion in der Industrie geschuldet zu sein. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe hat sich in den letzten Monaten weiter abgeschwächt. Im Januar 2015 betrug die Rate 5,1%, verglichen mit 8,8% 12 Monate zuvor. Der nachlassende Preisauftrieb ist auch, aber nicht nur einer deutlichen Entspannung auf den Nahrungsmittelmärkten geschuldet. Die indische Zentralbank hat daher ihren restriktiven geldpolitischen Kurs zuletzt etwas gelockert.

Die Konjunktur in Brasilien ist kraftlos geblieben. Im dritten Quartal, bis zu dem Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) vorliegen, hat das reale BIP in saisonbereinigter Betrachtung praktisch stagniert, nachdem es zwei Quartale in Folge gesunken war. Auch im abgelaufenen Jahresviertel dürfte es zu keiner nennenswerten Erholung gekommen sein. Die brasilianische Notenbank hat unterdessen ihren geldpolitischen Straffungskurs fortgesetzt, den sie zur Bekämpfung der

Inflation vor knapp zwei Jahren eingeleitet hatte. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe lag zum Jahresende nur wenig unterhalb der Marke von 6,5%, die die Zentralbank als Obergrenze definiert hat.

Die russische Wirtschaft hatte sich wegen der negativen Folgen des Ukraine-Konflikts bereits in einer angespannten Lage befunden, als sie im Herbst mit dem drastischen Preisverfall bei Rohöl konfrontiert wurde. Daraufhin kam es im Dezember zu einer krisenhaften Zuspitzung an den russischen Finanzmärkten. Zur Stützung der Währung und zur Sicherung der Finanzstabilität haben die staatlichen Behörden am Devisenmarkt interveniert, den Leitzins stark angehoben und verschiedene Hilfsmaßnahmen für Banken auf den Weg gebracht. Die Auswirkungen des Ölpreisverfalls auf die Realwirtschaft dürften dagegen erst im laufenden Jahr voll zur Geltung kommen. Falls sich die Preise für dieses wichtige Exportgut nicht kräftig erholen, dürfte das Land um eine schwere Rezession nicht um-

*Russische Wirtschaft von schweren makro-ökonomischen Schocks getroffen*

*Kraftlose gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Brasilien*



hinkommen. Im abgelaufenen Jahr ist die russische Wirtschaft nach einer ersten Schätzung des Statistikamtes lediglich um ½% gewachsen; ein separates Ergebnis für das vierte Quartal liegt noch nicht vor. Die drastische Abwertung des Rubel hat aber bereits zu einer deutlichen Zunahme der Inflation geführt. Der damit einhergehende negative Kaufkrafteffekt ist im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im letzten Quartal 2014 allerdings dadurch überlagert worden, dass die privaten Haushalte in der Erwartung stark steigender Preise Ersparnisse aufgelöst und vermehrt Gebrauchsgüter gekauft haben. Im Januar betrug die Teuerungsrate 15,0%; zum Jahresbeginn 2014 hatte sie noch bei 6,1% gelegen.

## USA

*Moderate  
Zunahme des  
realen BIP*

Bereinigt um übliche saisonale Effekte zog das reale BIP in den USA im Schlussquartal 2014 laut einer ersten Schätzung um ¾% gegenüber der Vorperiode an, in der es um 1¼% zugelegt hatte. Im Schnitt wie im Verlauf des vergangenen Jahres wurde damit ein moderates gesamtwirtschaftliches Wachstum erzielt (+ 2½%). Das sehr hohe Tempo des Sommerhalbjahres ist vor dem Hintergrund der Kontraktion zum Jahresauftakt 2014 zu relativieren.<sup>5)</sup> Hinzu kommt, dass die Expansion im dritten Quartal auch durch eine ungewöhnlich starke Ausweitung der öffentlichen Nachfrage angeheizt worden war. Die folgende Normalisierung belastete das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Herbst. Zudem war nicht zu erwarten gewesen, dass der günstige Außenhandelsimpuls aus dem Sommer andauern würde; rechnerisch dämpfte ein Importschub die BIP-Zunahme im letzten Jahresviertel spürbar. Dem stand freilich ein positiver Effekt verstärkten Lageraufbaus gegenüber. Schließlich konnte das hohe Tempo der privaten Bruttoanlageinvestitionen nicht gehalten werden. Dabei machte sich noch kein retardierender Einfluss des Ölpreisverfalls bemerkbar; die gewerblichen Bauinvestitionen im Bergbausektor expandierten ähnlich deutlich wie im Vorquartal. Demgegenüber hat sich die

Gangart des privaten Konsums noch erhöht. Eine solide Grundlage hierfür bildete die starke Zunahme des realen verfügbaren Einkommens, die sich aus einem zeitweise kräftigen Beschäftigungsaufbau und rückläufigen Energiepreisen speiste. So fiel die Erwerbslosenquote von 5,9% im September 2014 auf 5,7% im Januar; sie ist damit nicht mehr weit von dem Bereich entfernt, den die Mehrheit im Offenmarktausschuss der US-Notenbank als längerfristige Norm betrachtet (5,2% bis 5,5%). Die auf den Verbraucherpreisindex bezogene Teuerungsrate sank zum Jahresende 2014 auf 0,8%. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet gab sie hingegen nur auf 1,6% nach. Mit Blick auf das laufende Jahr bleibt abzuwarten, inwieweit Kaufkraftgewinne und die kontinuierliche Besserung auf dem Arbeitsmarkt das hohe Expansionstempo des privaten Konsums aufrechterhalten können. Andererseits wäre eine deutliche Einschränkung der Investitionen in der Öl- und Gasindustrie in der Lage, das gesamtwirtschaftliche Wachstum spürbar zu bremsen.

## Japan

Zum Abschluss dieses Berichts hatte das japanische Kabinettsamt seine vorläufigen VGR-Ergebnisse für das letzte Jahresviertel 2014 noch nicht veröffentlicht. In der Vergangenheit haben sich die offiziellen BIP-Zahlen oft als volatil und revisionsanfällig erwiesen. Eine Vorausschätzung mithilfe üblicher monatlicher Indikatoren ist erfahrungsgemäß ebenfalls nicht immer verlässlich. Den allgemeinen Erwartungen der Konjunkturbeobachter zum Trotz war die gesamtwirtschaftliche Leistung laut der amtlichen Statistik (vom Dezember) im Sommer 2014 gegenüber der Vorperiode deutlich geschrumpft. Wenngleich neuerliche Überraschungen nicht ausgeschlossen werden können, legen die verfügbaren Daten doch eine Zunahme des realen BIP im Herbst nahe. Dazu passt die Einschät-

*Gesamtwirtschaftliche  
Produktion  
vermutlich  
gestiegen*

<sup>5</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Witterungseinfluss auf das reale BIP-Wachstum in den USA im ersten Halbjahr 2014, Monatsbericht, August 2014, S. 23 ff.

zung, dass die Anhebung des Mehrwertsteuersatzes im vergangenen April die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zeitlich verschoben hat, ohne aber den zugrunde liegenden Wachstumspfad wesentlich zu stören. Nicht zuletzt die Industrieproduktion hat sich in den Herbstmonaten von dem gedrückten Niveau des Vorquartals gelöst. Auf der Verwendungsseite dürfte insbesondere ein regeres Auslandsgeschäft eine Belebung angestoßen haben. Eine konjunkturelle Besserung zeigt auch der Rückgang der Erwerbslosenquote auf 3,4% im Dezember an, den tiefsten Stand seit September 1997. Zugleich hat der (durch die Mehrwertsteuererhöhung vom Frühjahr verstärkte) Preisauftrieb auf der Konsumentenstufe weiter nachgelassen und damit die Budgets der privaten Haushalte nicht mehr in dem Maße belastet wie zuvor. Der Vorjahresabstand des Verbraucherpreisindex verkürzte sich von 3,2% im September 2014 auf 2,4% im Dezember. Die unter Ausschluss von Energieträgern und Nahrungsmitteln ermittelte Kernrate reduzierte sich nur um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1%; ohne den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung lag sie im November bei 0,4%.<sup>6)</sup>

## Vereinigtes Königreich

Gemäß der ersten offiziellen Schätzung legte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung des Vereinigten Königreichs im Herbst 2014 nach Ausschaltung üblicher Saisoneinflüsse um ½% gegenüber der Vorperiode zu, in der sie um ¾% angezogen hatte. Bereits im Rahmen einer früheren Schätzung waren von amtlicher Seite die BIP-Zuwächse vorangegangener Quartale etwas nach unten korrigiert worden. Nichtsdestoweniger verzeichnete die britische Wirtschaft im Jahresmittel 2014 die kräftigste Aktivitätszunahme seit 2007 (+ 2 ½%). Zu der Verlangsamung im Schlussquartal hat insbesondere eine Kontraktion der realen Bruttowertschöpfung in der Bauwirtschaft beigetragen. Auch konnte das übrige Produzierende Gewerbe seine Leistung nicht mehr steigern. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum wurde damit fast

ausschließlich vom Dienstleistungssektor erbracht, dessen Output weiterhin solide expandierte. Entsprechend dürfte auf der Verwendungsseite, für die noch keine amtlichen Angaben vorliegen, vor allem der private Verbrauch den Aufschwung vorgebracht haben. Darauf deutet auch ein sehr kräftiger Anstieg der umgesetzten Warenvolumina im Einzelhandel hin. Die Expansion des Konsums dürfte dabei durch die Verbesserung der Einkommensperspektiven in realer Rechnung abgesichert worden sein. So drückte der Preisrutsch bei Rohöl die auf dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) basierende Teuerungsrate im Dezember auf nur noch 0,5% und damit deutlich unter die Kernrate von 1,2%, bei der die Preise von Energieträgern und unverarbeiteten Nahrungsmitteln nicht einbezogen werden. Darüber hinaus wurden weitere Fortschritte beim Abbau der Arbeitslosigkeit erzielt; die standardisierte Erwerbslosenquote fiel nationalen Angaben zufolge im Zeitraum September bis November mit 5,8% um 0,2 Prozentpunkte niedriger aus als im vorherigen Dreimonatsabschnitt.

## Neue EU-Mitgliedsländer

In der Mehrzahl der neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-7)<sup>7)</sup> hat die Wirtschaftsleistung im letzten Jahresviertel 2014 im Vorquartalsvergleich erneut spürbar expandiert. Im Jahresdurchschnitt ging das reale BIP der Region um 2 ¾% nach oben. Ein ähnlich gutes Ergebnis wurde zuletzt 2011 erzielt. Das Wachstum wurde durch eine lebhafte Binnennachfrage angetrieben, die sich gegenüber möglichen Störeinflüssen von außen, speziell im Zusammenhang mit dem Ukraine-Konflikt, als recht robust erwiesen hat. Vor allem wegen der niedrigeren Ölnotierungen ist die Vorjahresrate des HVPI im vierten Quartal weiter gesunken und war mit – 0,1%

*Konjunkturelle Erholung fortgesetzt*

*Anhaltender Aufschwung im Dienstleistungssektor*

<sup>6)</sup> Vgl.: Bank von Japan, Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments, Januar 2015, S. 16.

<sup>7)</sup> Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, die im vierten Quartal 2014, dem Berichtszeitraum, noch nicht Mitglied der EWU waren (also noch einschl. Litauen, das erst seit dem 1. Januar 2015 dem Euro-Raum angehört).

erstmals seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1998 negativ. Unter Ausschluss von Energie und un-  
 verarbeiteten Nahrungsmitteln sind die Preise  
 um 0,7% binnen Jahresfrist gestiegen; die Kern-  
 rate hat sich damit im Vergleich zur Vorperiode  
 kaum ermäßigt.

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Aufwärts-  
 bewegung zum  
 Jahresende  
 etwas  
 dynamischer*

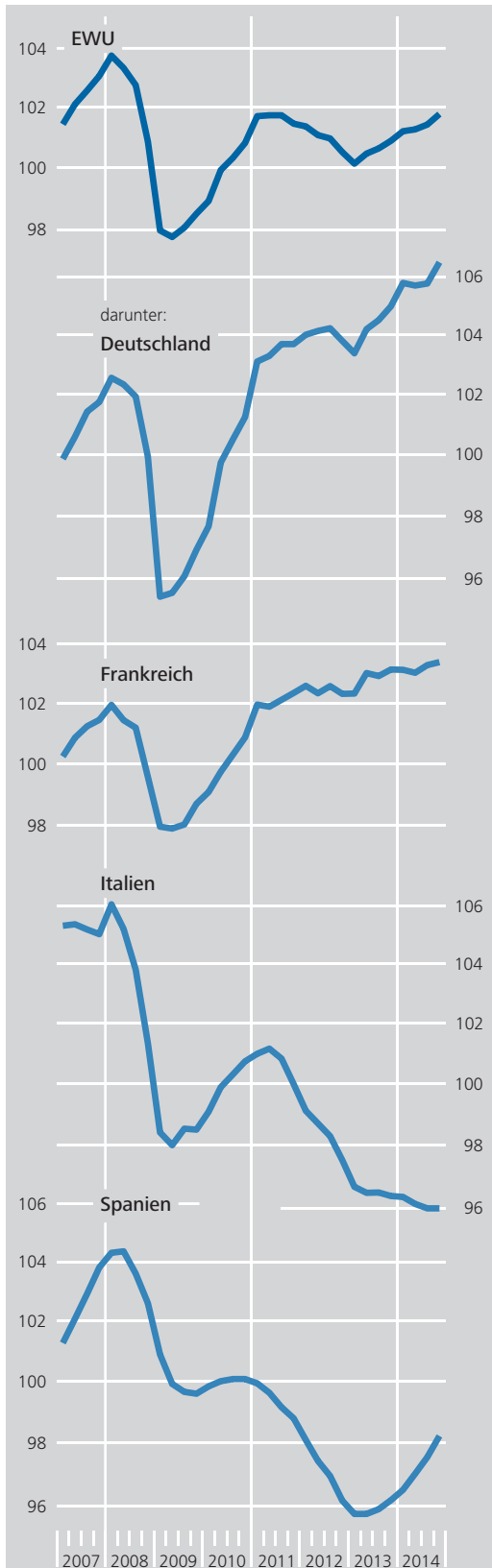
Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum  
 war zwar im letzten Quartal 2014 etwas  
 schwungvoller als zuvor. Rundungsbedingt  
 allerdings nahm das saisonbereinigte reale BIP  
 erneut um ¼% gegenüber dem Vorquartal zu.  
 Innerhalb des Euro-Raums war das Bild unein-  
 heitlich. Spitzenreiter beim Wachstum unter  
 den großen Volkswirtschaften waren Deutsch-  
 land und Spanien (jeweils + ¾%). Demgegen-  
 über konnte die französische Wirtschaft ihre  
 Leistung nur geringfügig steigern. In Italien  
 stagnierte das reale BIP nach einer seit Anfang  
 2013 andauernden Talfahrt. Griechenland ver-  
 buchte erstmals seit drei Quartalen wieder ein  
 leichtes Minus. Im Verlauf von 2014 ergibt sich  
 dort dennoch ein Anstieg um nicht weniger als  
 1¾%; im Jahresdurchschnitt fiel er jedoch mit  
 1% wegen des Unterhangs am Jahresende  
 2013 spürbar schwächer aus. Umfragebasierten  
 Indikatoren zufolge könnte sich die konjunktur-  
 elle Schwäche in Griechenland zum Jahres-  
 beginn fortgesetzt haben. Maßgeblich dürfte  
 gewesen sein, dass die Neuwahl des Parlaments  
 Konsumenten und Unternehmen verunsichert  
 hat.

*Im Jahr 2014  
 insgesamt  
 wieder Wachs-  
 tum, allerdings  
 bei großen  
 Unterschieden  
 zwischen Mit-  
 gliedsländern*

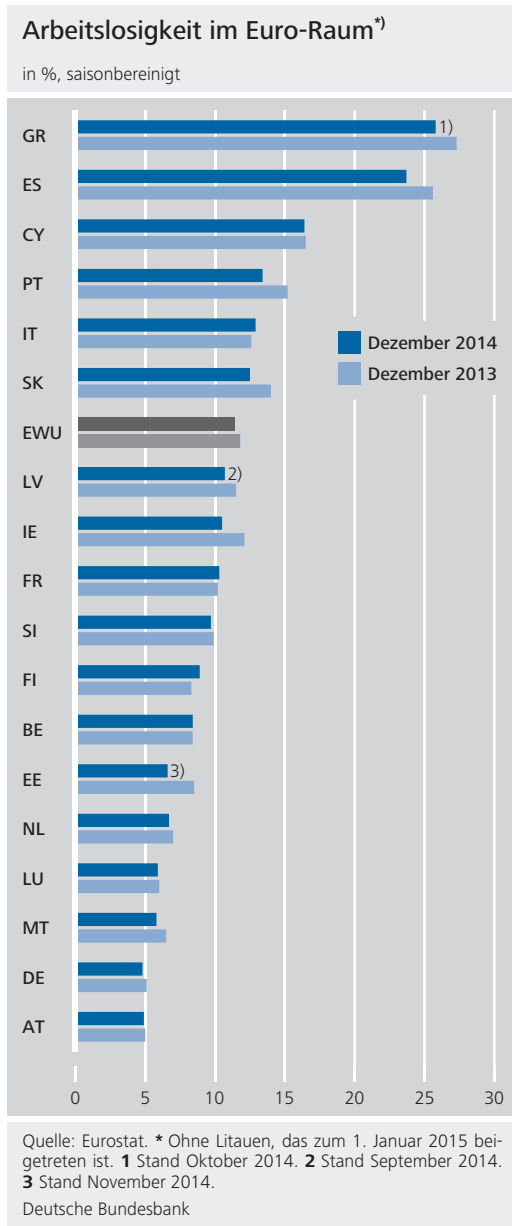
Im Euro-Raum insgesamt ist das reale BIP im  
 vergangenen Jahr um 1% gestiegen, nachdem  
 es 2013 um ½% geschrumpft war. Das Niveau  
 von 2008 wurde gleichwohl noch um 1¼%  
 verfehlt. Den aktuellen Schätzungen der Euro-  
 päischen Kommission zufolge befindet sich die  
 Wirtschaft nach wie vor in einer Unterauslas-  
 tung, die auf 2¾% des Potenzials beziffert  
 wird. Hinter der Wachstumsrate für den Euro-  
 Raum insgesamt stehen weiterhin große Unter-  
 schiede auf der Länderebene. Berücksichtigt

### Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum

2010 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank



periode zu. Im Jahresdurchschnitt 2014 wuchs sie wegen des schwungvollen Auftakts immerhin um ½%. Getragen wurde der Anstieg der Industrieproduktion im letzten Jahresviertel von der Konsumgüterherstellung, die saisonbereinigt um 1% expandierte. Leicht ausgeweitet wurde der Ausstoß von Investitionsgütern. Dagegen stagnierte die Produktion von Vorleistungsgütern, und die Energieerzeugung wurde eingeschränkt. Zum moderaten Wachstum der industriellen Erzeugung passt der Anstieg der Kapazitätsauslastung, die im Januar um ¾ Prozentpunkte höher war als im Oktober und weiter an ihren langfristigen Durchschnitt heranrückte. Die Bauproduktion im Euro-Raum nahm im Oktober/November gegenüber den Sommermonaten um ½% zu und überschritt damit das Ergebnis vor Jahresfrist um 1¼%.

Für merkliche Nachfrageimpulse dürfte im vierten Quartal 2014 vor allem der private Verbrauch gesorgt haben. So sind die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kraftfahrzeuge und Kraftstoffe) saisonbereinigt um ¾% gegenüber dem Niveau vom Sommer gestiegen. Zudem expandierten die Kfz-Neuzulassungen um 2%. Des Weiteren könnten von der Investitionsnachfrage gewisse Anstöße gekommen sein. Dies legen zumindest die höhere Produktion von Ausrüstungsgütern und der Anstieg von erbrachten Bauleistungen nahe. Die Auslandsnachfrage hat dagegen wohl erneut einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum im Herbst geliefert. Jedenfalls sind die nominalen Ausfuhren in Drittstaaten im Oktober/November im Vergleich zu den Sommermonaten saison- und kalenderbereinigt um 1¼% geschrumpft, während die wertmäßigen Wareneinfuhren trotz des deutlichen Rückgangs der Ölpreise um ½% zulegen.

*Privater Verbrauch am Jahresende als Wachstums-motor*

man für die Mitgliedstaaten, für die sich bislang keine Jahresangabe ermitteln lässt, die Prognosewerte aus der Vorausschätzung der Kommission vom Februar, so reicht die Spanne von – 2¾% in Zypern bis + 4¾% in Irland. Positiv zu werten ist jedoch, dass von den 18 Mitgliedsländern im Jahr 2014 wohl nur noch drei einen Rückgang zu verzeichnen hatten, verglichen mit zehn beziehungsweise acht Ländern in den Jahren 2012 und 2013.

Die Industriekonjunktur hat sich im Herbst nach einem enttäuschenden Sommerhalbjahr wieder belebt. Im vierten Quartal nahm die Erzeugung saisonbereinigt um ¼% gegenüber der Vor-

Den bereits vorliegenden monatlichen Indikatoren für Januar zufolge ist der Euro-Raum gut in das neue Jahr gestartet. Der zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex ist recht kräftig gestiegen und hat den Abstand zur Expansionschwelle ausgebaut. Dahinter stehen Verbesserungen der Teilindizes für das Verarbeitende

*Hinweise auf gelungenen Jahresauftakt*

Gewerbe und den Dienstleistungssektor. Das Industrier Vertrauen, das sich im Dezember noch eingetrübt hatte, hat sich im Januar ebenfalls verbessert, wenn auch nur leicht. Die Aufhellung gründete sich auf günstigere Produktionserwartungen und eine freundlichere Bewertung der Auftragsbestände. Recht positiv verlief im Oktober/November ebenfalls die Entwicklung der Ordereingänge in der auftragsorientierten Industrie, die zum Teil erst im neuen Jahr abgearbeitet werden dürften. Die Bestellungen ohne Großaufträge lagen in dem Zweimonatsabschnitt saisonbereinigt um 1¼% über dem Niveau vom Sommerquartal. Dabei sind sowohl die Orders aus dem Inland als auch die aus dem Ausland nach oben gegangen.

*Anhaltende leichte Fortschritte auf dem Arbeitsmarkt*

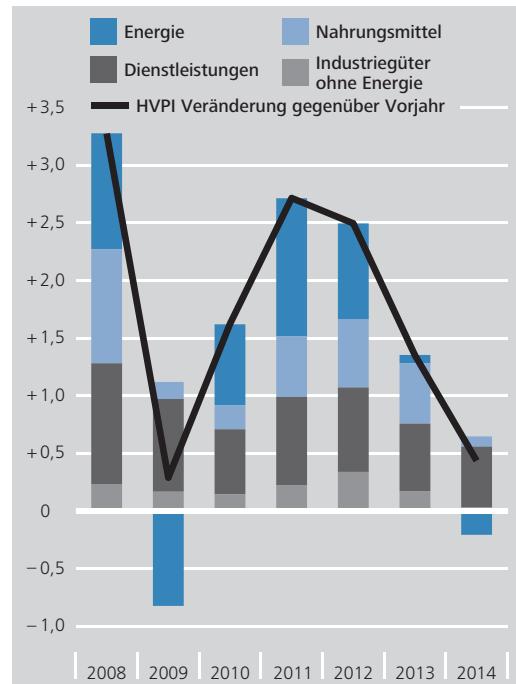
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich im zweiten Halbjahr 2014 weiter leicht gebessert. So ist die Erwerbstätigkeit im Euro-Raum im dritten Quartal saisonbereinigt um ¼% und binnen Jahresfrist um ½% gestiegen, womit sich die seit Anfang 2014 andauernde moderate Aufwärtstendenz fortgesetzt hat. Bemerkenswert ist das kräftige Beschäftigungswachstum in einigen Peripherieländern, das sich in Irland, Spanien und Griechenland im Vorjahresvergleich auf 1½% und in Portugal auf 2% belief. Dabei wurden hier, wie auch in den übrigen Ländern des Euro-Raums, neue Stellen vor allem im Dienstleistungsbereich geschaffen. Die Zahl der Arbeitslosen war im Dezember 2014 um 863 000 niedriger als ein Jahr zuvor. Dazu hat vor allem die günstige Entwicklung in Deutschland, Spanien und einigen kleineren Mitgliedsländern beigetragen, während die Arbeitslosigkeit insbesondere in Italien, aber auch in Frankreich weiter nach oben tendierte. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Euro-Raum Ende 2014 mit saisonbereinigt 11,4% um 0,4 Prozentpunkte niedriger als vor Jahresfrist.

*Preisrückgang vor allem wegen stark gesunkener Rohölnotierungen*

Im letzten Quartal 2014 ermäßigten sich die Verbraucherpreise im Euro-Raum gegenüber dem Vorzeitraum saisonbereinigt um 0,2%, nachdem sie im Sommer noch leicht angestiegen waren. Der größte Teil dieser Abwärtsbewegung kann durch den beschleunigten

### Zerlegung des Anstiegs der Verbraucherpreise im Euro-Raum nach Gütergruppen

in % bzw. in %-Punkten



Quelle: EZB.  
 Deutsche Bundesbank

Rückgang der Rohölnotierungen erklärt werden, der durch die Abwertung des Euro in seiner Wirkung auf die inländischen Energiepreise nur wenig gedämpft wurde. In der Folge verringerten sich die Energiepreise für die Verbraucher spürbar. Ohne diese Komponente gerechnet stieg der HVPI hingegen saisonbereinigt weiter leicht an. Wesentlich hierfür waren Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen, während die Preise von Industriewaren ihre Seitwärtsbewegung fortsetzten. Der Vorjahresabstand des HVPI insgesamt verringerte sich im letzten Quartal des Jahres 2014 weiter auf 0,2%. Ohne Energie gerechnet verharrte er bei 0,6%.

Für das Gesamtjahr 2014 ergibt sich für den Euro-Raum eine sehr niedrige Teuerungsrate von nur 0,4%. Lediglich im Krisenjahr 2009 war mit 0,3% ein noch geringerer Preisanstieg ermittelt worden. Für die Rate ohne Energie wurde mit 0,7% sogar ein neuer Tiefpunkt erreicht. Dies lag vor allem daran, dass sich

*Außergewöhnlich niedrige HVPI-Rate im Jahr 2014*



Nahrungsmittel nach den sehr kräftigen Preisanstiegen der Vorjahre kaum noch verteuerten, was als eine Normalisierung anzusehen ist. Bei Industriewaren machte sich die Euro-Aufwertung bemerkbar, die im Frühjahr 2013 eingesetzt hatte und erst ab dem Frühjahr 2014 wieder nachließ. Schließlich schwächte sich der Preisauftrieb bei Dienstleistungen infolge der fortschreitenden Lohnmoderation in einer Reihe von Ländern des Euro-Raums weiter ab. Gleichwohl ist der Preisanstieg des Jahres 2014 insgesamt fast ausschließlich auf die Dienstleistungskomponente zurückzuführen, die ein Warenkorbgewicht von rund 40% hat und eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von 1,2% aufwies.

Für das Jahr 2015 zeichnet sich aufgrund der Entwicklung der Rohölpreise ein weiterer Rückgang der HVPI-Gesamtrate ab. Bereits im

Dezember 2014 war mit  $-0,2\%$  erstmals seit November 2009 wieder ein negativer Vorjahresabstand verzeichnet worden. Im Januar 2015 vergrößerte sich dieser wegen der nochmals gefallen Rohölnotierungen dem Flash Estimate von Eurostat zufolge auf  $-0,6\%$ . Auch in den kommenden Monaten dürfte die HVPI-Rate aufgrund der gesunkenen Rohölpreise negativ ausfallen. Ohne Energie gerechnet stiegen die Verbraucherpreise im Januar im Vorjahresvergleich um  $0,4\%$  an. Im weiteren Verlauf des Jahres 2015 sollte die Aufwärtsbewegung durch die inzwischen recht deutliche Abwertung des Euro verstärkt werden. Gleichwohl könnte im Jahresdurchschnitt die HVPI-Gesamtrate wegen des dominierenden Energieeinflusses nochmals zurückgehen. Dies ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht aber insoweit kein Nachteil, als dem Rückgang eine Verbesserung der Terms of Trade zugrunde liegt.

*Für das Jahr 2015 zeichnet sich ein weiterer Rückgang der HVPI-Rate ab*