

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Weltwirtschaft wohl mit verhaltenem Wachstum im vierten Quartal

Die Weltwirtschaft konnte im Schlussquartal 2015 vermutlich nicht ganz an das Expansions-tempo des Sommerhalbjahres anknüpfen, in dem sie nach einem durchwachsenen Jahresauftakt etwas an Fahrt gewonnen hatte. Allerdings stand hinter der jüngsten Verlangsamung keine regional breit angelegte konjunkturelle Eintrübung. Maßgeblich war vielmehr, dass sich in den Vereinigten Staaten das Wirtschaftswachstum merklich abschwächte. Das enttäuschende Abschneiden im Schlussquartal ist vor dem Hintergrund der auf vierteljährlicher Ebene vergleichsweise hohen Volatilität der saisonbereinigten Änderungen des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den USA zu sehen. Andere Indikatoren, etwa zum Geschehen auf dem Arbeitsmarkt, zeigen keine Abflachung des Aufwärtspfades an. In China setzte sich vielen Befürchtungen zum Trotz das Wirtschaftswachstum den Angaben des Statistischen Amtes zufolge mit kaum verringerten Raten fort. Auch im Euro-Raum sowie im Vereinigten Königreich erwies sich die Konjunktur als robust. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung expandierte in beiden Wirtschaftsräumen mit nahezu unverändertem Tempo. Den Kurzfristindikatoren zufolge könnte dies auch auf Japan zutreffen. Angespannt blieb dagegen die wirtschaftliche Lage der großen Rohstoffe exportierenden Volkswirtschaften. Der fortgesetzte Preisverfall bei vielen Rohstoffen dürfte dort die Konjunktur zusätzlich belasten.

Jahresergebnis 2015 enttäuscht Hoffnungen auf globalen Stimulus durch niedrigere Ölpreise

Im Gesamtjahr 2015 nahm die globale Produktion, gemessen auf Basis kaufkraftparitätischer Wechselkurse, laut einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom Januar 2016 lediglich um gut 3% gegenüber dem Vorjahr zu; das war die niedrigste Wachstumsrate seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009. Die vielfach gehegten Erwartungen, die Weltwirtschaft könne im Gefolge des

Preisverfalls am Markt für Rohöl stärker Tritt fassen, wurden mithin enttäuscht. Zwar fügt sich der jüngste Prognosefehler – im Januar 2015 hatte der IWF noch mit einem BIP-Anstieg um 3½% gerechnet – in ein Muster wiederholt zu optimistischer Vorhersagen ein.¹⁾ Die Fehleinschätzung für das abgelaufene Jahr erscheint aber vor dem Hintergrund auffällig, dass sich die der Prognose zugrunde liegende Annahme anhaltend niedriger Rohölpreise als zutreffend herausgestellt hat.²⁾ Es spricht somit viel dafür, dass die mit einem (überwiegend angebotsbedingten) Rückgang der Ölpreise einhergehenden stimulierenden Effekte für die Weltwirtschaft überschätzt wurden (siehe Erläuterungen auf S. 13 ff.). Tatsächlich verstärkte sich das Wirtschaftswachstum in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit knapp 2% im Vergleich zu 2014 nur wenig. Bremsend wirkte dabei mit Blick auf die USA nicht zuletzt die massive Reduzierung der Investitionen durch die Ölindustrie. Ungleich stärker fiel der Anpassungsdruck in den weniger diversifizierten Rohstoffe exportierenden Schwellenländern aus, die sich nur eingeschränkt in der Lage sahen, ihre Ausgaben im Zeitverlauf zu glätten. Diese Entwicklungen schlugen sich gemeinsam mit der graduellen, strukturell bedingten Wachstumsmoderation in China in der im historischen Vergleich niedrigen Expansionsrate des realen BIP in der Gruppe der Schwellen- und Entwicklungsländer von lediglich 4% nieder.

Auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus dem vergangenen Jahr setzte der IWF im turnusgemäßen Januar-Update des World Economic Outlook (WEO) seine globale Wachstumsprognose etwas herab, an dem Basisszenario einer schrittweisen Festigung der Konjunktur

IWF korrigiert globale Wachstumsprognose etwas nach unten

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Korrekturbedarf der globalen Wachstumsprojektionen in den vergangenen Jahren, Monatsbericht, November 2014, S. 12 ff.

² Im Januar 2015 hatte der IWF für das Gesamtjahr 2015 mit einem durchschnittlichen Ölpreis von 56¾ US-\$ gerechnet. Tatsächlich unterschritten die Notierungen im Jahresmittel diese Annahme sogar um rd. 6 US-\$.

Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

US-Dollar-Basis, 2011 = 100, Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Thomson Reuters und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 5. Februar bzw. 1. bis 11. Februar 2016 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

hielt er aber fest. Für die Jahre 2016 und 2017 wird bei kaufkraftparitätischer Betrachtung nun mit einem Anstieg der weltweiten Produktion um jeweils 3½% gerechnet. Ungünstiger als noch im Oktober wurden zuletzt insbesondere die Perspektiven einiger Rohstoffproduzenten eingeschätzt. Im Falle Brasiliens beliefen sich dabei die Abwärtskorrekturen der jahresdurchschnittlichen BIP-Änderungsraten sogar auf jeweils mehr als 2 Prozentpunkte, sodass nun selbst für das Jahr 2017 kein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Aktivität mehr erwartet wird. In Abgrenzung zu früheren Ausgaben des WEO beinhaltet die derzeitige Projektion zudem auch für die USA keine maßgebliche Wach-

tumsverstärkung. Der Ausblick für die übrigen Volkswirtschaften hat sich dagegen in den Augen des IWF nicht wesentlich geändert. Die Projektionen für das chinesische BIP-Wachstum in diesem Jahr wurden sogar bereits in der vierten Prognoserunde in Folge unverändert gelassen.

Das zurzeit verhaltene Wachstumstempo der Weltwirtschaft zeigt sich auch in den Indikatoren für die Industrie. So übertraf im Durchschnitt der Monate Oktober und November der globale Ausstoß des Produzierenden Gewerbes gemäß Angaben des niederländischen Centraal Planbureau seinen Stand aus dem dritten Vierteljahr nur leicht. Ein Faktor hinter dem zuletzt wieder schwächeren Abschneiden war sicherlich die witterungsbedingt gedrückte Energieerzeugung in wichtigen Volkswirtschaften der Nordhalbkugel. Aber auch bereinigt um derartige vorübergehende Einflüsse fällt die Aufwärtsbewegung der Industrieproduktion äußerst flach aus. Trotz einer etwas lebhafteren Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte gilt dies ebenfalls für den Welthandel. Mit einer im November gemessenen Wachstumsrate von preisbereinigt 2% gegenüber dem Vorjahr ist das Expansionstempo des Warenhandels im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen nach wie vor sehr gedämpft.

Globale Industrie und Welthandel auf flachem Aufwärtspfad

Bei den Preisen wichtiger Rohstoffe setzte sich im Berichtszeitraum die Abwärtstendenz der letzten eineinhalb Jahre fort. So gaben die Notierungen für Nichtenergierohstoffe gemessen am HWWI-Index auf US-Dollar-Basis im abgelaufenen Jahresviertel nochmals spürbar nach. Im Januar verbilligten sich Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel weiter. Zeitgleich fielen am Kassamarkt für Rohöl die Preise für ein Fass der Sorte Brent zeitweilig unter 30 US-\$. So tief war der Ölpreis selbst in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise nicht gesunken. Neben neuerlichen Sorgen über die konjunkturelle Entwicklung in bedeutenden Schwellenländern dürften angebotsseitige Faktoren, wie die Uneinigkeit innerhalb der OPEC über die Begrenzung der Förderung sowie das

Rohölpreis nochmals kräftig gefallen

Über die Hintergründe und Folgen des Ölpreisrückgangs

Der massive Preisverfall bei Rohöl seit Mitte 2014 hat zu enormen Einkommensverschiebungen zwischen den Hauptförder- und Verbraucherländern geführt. Entsprechend leidet die Konjunktur in wichtigen Exportländern zum Teil erheblich. Dem steht ein positiver Impuls für den privaten Verbrauch in einigen Importländern gegenüber. Hoffnungen auf eine spürbare Stimulierung der Weltwirtschaft insgesamt haben sich bislang nicht erfüllt.¹⁾

Für die konjunkturellen Effekte im Zusammenhang mit Ölpreisänderungen ist neben deren erwarteter Dauerhaftigkeit auch von Bedeutung, ob sie überwiegend auf angebots- oder nachfrageseitige Faktoren zurückzuführen sind.²⁾ Zwar besteht weitgehend Einigkeit, dass Ölpreise als endogene Größe bei gleichzeitiger Berücksichtigung von angebots- und nachfrageseitigen Determinanten zu verstehen sind.³⁾ Die relative Bedeutung dieser Faktoren lässt sich jedoch nur schwer bestimmen. Zeitreihenmodelle auf Basis von strukturellen Vektorautoregressionen (SVAR) versuchen, Ölpreisbewegungen mit der Dynamik der Ölförderung sowie der allgemeinen Wirtschaftsaktivität als Indikator für die Nachfrage zu erklären. Zudem werden Erwartungseffekte einbezogen. Die Veränderung der Lagerbestände von Rohöl und Produkten dient dabei als Indikator für die sogenannte spekulative Nachfrage.⁴⁾

Ein eindeutiges Urteil insbesondere im Hinblick auf die Ursachen der Preisschwankungen im vergangenen Jahr konnte mit solchen Modellen bisher nicht gefällt werden. Erstens ist nicht klar, welche Größen sich als Indikatoren für die globale realwirtschaftliche Aktivität und damit zur Identifikation von Nachfrageschocks eignen. Häufig ver-

wendete Maße, wie beispielsweise Seefrachtraten, erscheinen fragwürdig, da sie auch branchenspezifische Sonderentwicklungen nachzeichnen oder selbst stark vom Ölpreis beeinflusst werden. Zweitens kann die spekulative Nachfragekomponente nicht eindeutig der Endnachfrage oder dem Angebot zugeordnet werden. Eine steigende Lagerhaltung in Erwartung eines anziehenden Ölpreises kann antizipierte Entwicklungen sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite oder eine Kombination von beiden widerspiegeln. Eine klare Trennung zwischen angebots- und nachfrageseitigen Treibern von Ölpreisschwankungen ist in diesem Modellrahmen mithin nur eingeschränkt möglich. Auch werden mögliche strukturelle Veränderungen des Preisfindungsmechanismus, zum Beispiel eine geänderte Rolle der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC), nicht explizit berücksichtigt. Hierfür scheinen allgemeine Gleichgewichtsmodelle besser geeignet.⁵⁾

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und der Rückgang der Rohstoffpreise, Monatsbericht, November 2015, S. 16 f.

² Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreisrückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13–15.

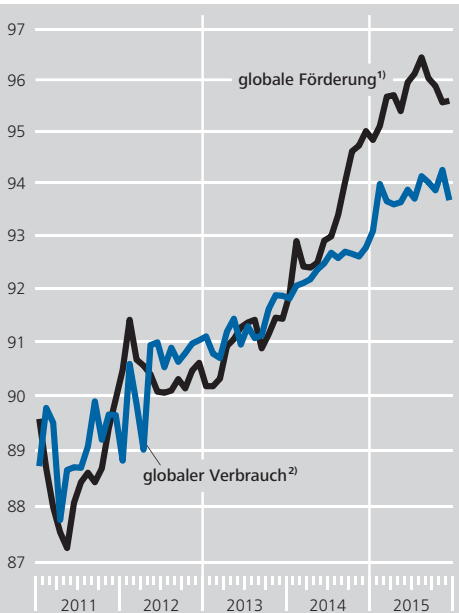
³ Vgl. auch: L. Kilian (2009), Not all oil price shocks are alike: disentangling demand and supply shocks in the crude oil market, Vol. 99, American Economic Review, S. 1053–1069.

⁴ Die Identifikation struktureller Schocks erfolgt unter Verwendung von zumeist theoretisch fundierten Annahmen. Vgl.: L. Kilian und D. Murphy (2014), The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil, Journal of Applied Econometrics, Vol. 29, S. 454–478.

⁵ Vgl. bspw. auch: A. Nakov und G. Nuno (2013), Saudi Arabia and the oil market, Economic Journal, Vol. 123, S. 1333–1362. Eine Schätzung dieses Modells verortet die Gründe für den Mitte 2014 einsetzenden Preisverfall bei Rohöl hauptsächlich auf der Angebotsseite. Vgl.: C. Manescu und G. Nuno (2015), Quantitative effects of the shale oil revolution, ECB Working Paper Series No. 1855.

Rohölförderung und -verbrauch

Millionen Barrel pro Tag, saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: EIA Short-Term Energy Outlook Januar 2016 und eigene Saisonbereinigung. **1** Beinhaltet Förderung von Rohöl, Kondensaten, Flüssiggas, Biokraftstoffen, sonstigen Flüssigkeiten sowie Verarbeitungsgewinne. **2** Mittels Lieferungen von Rohölprodukten geschätzter Verbrauch.

Deutsche Bundesbank

Angesichts der ausgeprägten Modellunsicherheit wird in der gegenwärtigen Diskussion auch auf eher anekdotische Ansätze zurückgegriffen, die sich auf eine Betrachtung der Förder- und Verbrauchsmengen sowie des globalen konjunkturellen Umfelds stützen. Daten der US-Energiebehörde (Energy Information Administration: EIA) legen nahe, dass dem starken Ölpreisrückgang seit Mitte 2014 eine kräftige Ausweitung des globalen Angebots (ausgehend insbesondere von den USA bei ausbleibender Mengenkompensation durch die OPEC) vorausgegangen ist. Ein wichtiger Faktor war dabei der rasante technische Fortschritt bei der Ölförderung. Das Expansionstempo der Nachfrage hat sich hingegen nur wenig verändert. Den Angaben der EIA zufolge ist der globale Ölverbrauch seit 2011 recht stetig gewachsen. Nach einer Zunahme um 1% im Jahr 2013 dürfte der Verbrauch 2014 um 1¼% zugelegt haben. Für das vergangene und auch das laufende Jahr rechnet die EIA

in ihrem Short-Term Energy Outlook vom Januar 2016 sogar mit einem nochmals leicht verstärkten Anstieg um jeweils 1½%. Zwar ist es möglich, dass sich hinter den leicht anziehenden Wachstumsraten des Rohölverbrauchs ein stimulierender Nachfrageeffekt des niedrigeren Ölpreises verbirgt. Zu beachten ist allerdings, dass sich die Ölnachfrage in der Vergangenheit zumindest kurzfristig weitgehend unelastisch gegenüber Preisänderungen gezeigt hat.⁶⁾

Neben der Preissensibilität der Ölnachfrage ist auch ihre Einkommenselastizität mit ins Bild zu nehmen. Laut Berechnungen des Internationalen Währungsfonds bewegt sich das jährliche Wachstum des globalen realen Bruttoinlandsprodukts, gemessen auf Basis von Marktwechselkursen, seit dem Jahr 2011 zwischen 2½% und 3%. Die jüngsten Zuwachsraten des Ölverbrauchs (laut Angaben der EIA) passen zu dieser stetigen moderaten Aufwärtsentwicklung. Trägt man jeweils logarithmiert den weltweiten Ölverbrauch und die globale Wirtschaftsleistung in einem Streudiagramm ab, sind die jüngsten Beobachtungspunkte im historischen Vergleich unauffällig. Hingegen sieht man einen Einbruch des Verbrauchs im Gefolge der zweiten Ölkrise zu Beginn der achtziger Jahre. Spätere Teuerungsschübe schlugen sich in Abflachungen des Zusammenhangs zwischen Aktivität und Verbrauch nieder. Umgekehrt aber sind im Zuge von Preisrückgängen keine Aufwärtsverschiebungen zu erkennen. Das deutet darauf hin,

⁶ Eigene Untersuchungen ergaben für einen langen Beobachtungszeitraum eine Preiselastizität in der kurzen Frist von lediglich $-0,02$. Diese Ergebnisse liegen im unteren Spektrum gängiger Schätzungen. Dabei ist jedoch die empirische Evidenz zu berücksichtigen, wonach die Preiselastizität im Zeitablauf wohl gesunken und womöglich nicht symmetrisch bezüglich der Richtung der Preisänderung angelegt ist. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Preiselastizität der Ölnachfrage in der kurzen Frist, Monatsbericht, Juni 2012, S. 36–39; sowie J. Hamilton (2001), Nonlinearities and the macroeconomic effects of oil prices, *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 15, S. 364–378.

dass Preisanstiege und -rückgänge die Ölnachfrage unterschiedlich beeinflussen.

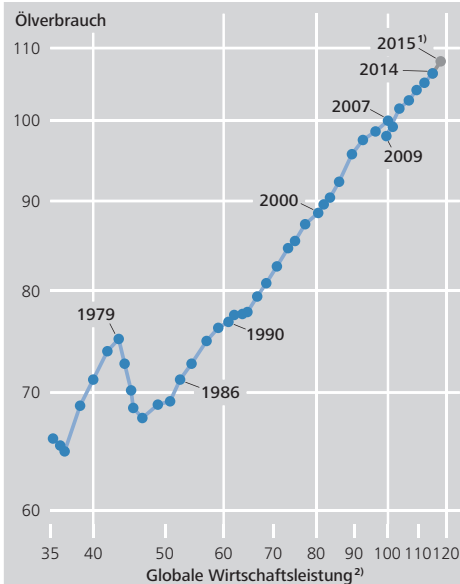
Angesichts der wohl schwachen Nachfrageeffekte von Ölpreisermäßigungen ruht die Last des Marktausgleichs ganz überwiegend auf dem Ölangebot. Deshalb richtet sich die Aufmerksamkeit regelmäßig auf die Aktionen der Ölförderländer. Bemerkenswert ist vor diesem Hintergrund die bisher nur geringe Einschränkung der globalen Förderung. In den USA ist die Rohölproduktion zwar etwas zurückgegangen, und die Investitionen in der Ölindustrie haben sich in realer Rechnung seit Frühjahr 2014 sogar mehr als halbiert, der steile Anstieg der Förderung in den letzten vier Jahren wurde bisher aber nur zu einem kleinen Teil zurückgenommen. Auch in Russland hielt sich das Rohölaufkommen auf einem hohen Niveau. Spürbare Förderkürzungen gab es zuletzt lediglich in der Nordsee sowie in Nigeria und Mexiko.

Die nun seit Mitte 2014 anhaltende Überversorgung des Ölmarkts führte zu einem fortgesetzten Lageraufbau. Allein in den USA hat sich der Lagerbestand an Rohöl und Benzin zwischen Anfang 2014 bis Ende des vergangenen Jahres um mehr als ein Viertel erhöht und expandierte auch zu Jahresbeginn 2016 stetig. Inzwischen scheinen weltweit die Lagerkapazitäten knapp zu werden. Dies trägt zu den Instabilitäten am Ölmarkt bei. Darüber hinaus dürfte nun nach Ende des Embargos im Iran eine Ausweitung der Produktion zu erwarten sein.

Angesichts der Ölschwemme und der zwar eher verhaltenen, aber doch stetigen Expansion der Weltwirtschaft und des Ölverbrauchs dürfte der Preisverfall bei Rohöl seit Mitte 2014 überwiegend angebotsseitigen Faktoren zuzuschreiben sein. Weniger klar ist jedoch, welche Effekte auf die globale Konjunktur damit verbunden sind. Die ak-

Ölverbrauch und Wirtschaftsleistung der Welt 1973 bis 2015

2007 = 100, log. Maßstab



Quellen: EIA, IWF und eigene Berechnungen. 1 IWF WEO Update Januar 2016 bzw. EIA Short-Term Energy Outlook Januar 2016. 2 Aggregation auf Basis von Marktwechselläufen; Angaben aus WEO Oktober 2015 (ab 1980) und September 2002 (vor 1980) verknüpft.

Deutsche Bundesbank

tuelle Entwicklung scheint auf eine Asymmetrie in den Wirkungen von Ölpreisänderungen hinzudeuten. Demnach stimuliert ein Rückgang des Rohölpreises die Weltwirtschaft nicht in dem gleichen Maße, wie ein Anstieg sie belastet.⁷⁾ Erhöhte Unsicherheit, Einschränkungen von Investitionen und ein erzwungener struktureller Wandel könnten dabei von Bedeutung sein. Nichtsdestoweniger geht die Verbilligung von Rohöl für die privaten Haushalte in den Rohstoffe importierenden Ländern mit einem erheblichen realen Einkommensgewinn einher und stellt dort potenziell einen Konjunkturstimulus dar.

7 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und der Rückgang der Rohstoffpreise, Monatsbericht, November 2015, S. 16f.; Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreisrückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13–15; Deutsche Bundesbank, Der Rohölpreis und seine Bedeutung für die Konjunktur in den Industrieländern, Monatsbericht, Juni 2012, S. 29–53.

Wirtschaftswachstum nach Länderkreisen

Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahr in %



Quelle: IWF.
 Deutsche Bundesbank

Ende der Sanktionen gegen den Iran, die Notierungen unter Druck gesetzt haben. Zuletzt wurden für ein Fass Brent am Spotmarkt 31 US-\$ gezahlt.

Für leicht steigende Teuerungsraten auf der Verbraucherebene Basiseffekt maßgeblich

Der neuerliche Preisrutsch am Markt für Rohöl schlug sich in den Industrieländern in sinkenden Verbraucherpreisen für Mineralölprodukte nieder. Trotzdem verkürzte sich von September bis Dezember der negative Vorjahresabstand der Energiepreise aufgrund eines Basiseffekts um rund 4 Prozentpunkte auf gut 9%. Die erheblichen Preisermäßigungen aus dem letzten Jahresviertel 2014 fielen nach und nach aus dem Vorjahresvergleich. Das stand auch hinter dem Anstieg der allgemeinen Teuerungsrate von -0,2% im September auf zuletzt +0,5%. Zugleich verstärkte sich der Preisauftrieb in der Kernkomponente, welche Nahrungsmittel und Energieprodukte ausklammert, leicht. Die entsprechende Rate kletterte bis Dezember auf +1,4%.

Ausgewählte Schwellenländer

In China legte das reale BIP im Schlussquartal 2015 gemäß der offiziellen Schätzung um 6¾% binnen Jahresfrist zu. Ein ähnlich hoher Anstieg wurde auch für das Gesamtjahr 2015 ausgewiesen. Damit verlangsamte sich das Expansions-

Graduelle Wachstumsmoderation setzt sich in China fort

tempo der chinesischen Wirtschaft im Vergleich zu 2014 nur wenig. Zwar scheinen die Investitionen, denen gesamtwirtschaftlich ein hoher Stellenwert zukommt, an Schwung verloren zu haben. Dies wurde aber durch eine höhere Gangart des Konsums weitgehend kompensiert.³⁾ Demnach wäre der von der Regierung angestrebte Prozess hin zu einer weniger ungleichgewichtigen Wirtschaftsstruktur („Rebalancing“) etwas vorangekommen. Die Umsätze im chinesischen Außenhandel waren im vergangenen Jahr rückläufig; preisbereinigt dürfte bei den Warenexporten allenfalls ein geringes Plus und bei den Warenimporten sogar ein spürbares Minus verzeichnet worden sein. Vor allem wurden weniger Maschinenbauerzeugnisse und Fahrzeuge importiert. Im Jahresverlauf haben sich die Importe aber wieder gefestigt. Insgesamt deutet sich für die chinesische Wirtschaft derzeit kein konjunktureller Einbruch an, wenngleich für die mittlere Frist durchaus erhebliche Risiken bestehen, speziell im Zusammenhang mit der hohen und bis zuletzt gestiegenen Verschuldung im Unternehmenssektor. Die Preisentwicklung auf der Verbraucherstufe war im vergangenen Jahr recht ruhig. Die Gesamtrate belief sich auf +1,4%; ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet war der Preisanstieg kaum höher.

In Indien konnte die Wirtschaft an das zügige Expansionstempo des Vorjahres anknüpfen. Das reale BIP stieg im Jahr 2015 um 7½%. Verwendungsseitig wurde die Expansion noch stärker als zuvor vom privaten Verbrauch getragen. Eine wesentliche Stütze war hierbei die verbesserte reale Kaufkraft der privaten Haushalte infolge der nachlassenden Teuerung. Am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessen schwächte sich der Preisanstieg von 6,6% im Jahr 2014 auf 4,9% ab. Hierfür waren eine Entspannung auf

Anhaltend schnelle gesamtwirtschaftliche Expansion in Indien

³⁾ Das chinesische Statistikamt weist keine realen Wachstumsraten für die einzelnen Verwendungskomponenten des BIP aus, sondern veröffentlicht lediglich eine Aufgliederung des BIP-Wachstums in die Beiträge des Konsums (einschl. Staatskonsum), der Bruttoinvestitionen (einschl. Lager) sowie der Nettoexporte. Demnach gingen im Jahr 2015 rd. zwei Drittel des Wirtschaftswachstums auf den Konsum und ein Drittel auf die Investitionen zurück.

den lokalen Nahrungsmittelmärkten und gesunde Treibstoffpreise ausschlaggebend.

*Brasilien
weiterhin in
der Rezession*

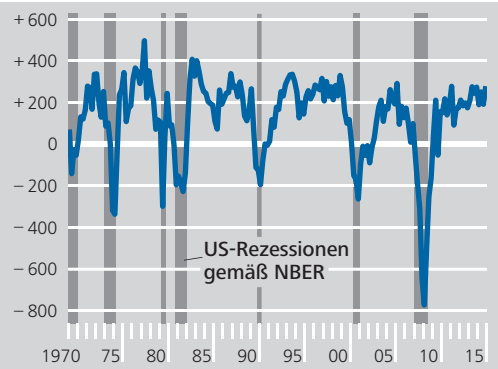
In Brasilien hielt die schwere Rezession auch im dritten Quartal 2015 an. Seit dem letzten zyklischen Höhepunkt Anfang 2014 belaufen sich die Outputverluste inzwischen auf beinahe 6%. Die Wirtschaft leidet unter dem starken Preisrückgang auf den internationalen Rohstoffmärkten und der ausgeprägten politischen Unsicherheit. Im abgelaufenen Quartal, für das noch keine Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) vorliegen, könnte sich die Abwärtsbewegung aber etwas verlangsamt haben. Darauf deutet eine gewisse Stabilisierungstendenz bei den realen Einzelhandelsumsätzen hin. Der Preisanstieg hat sich ungeachtet der schwachen Konjunktur noch einmal verstärkt; die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe erhöhte sich im Schlussquartal auf 10,4%. Damit hat die Zentralbank ihr Ziel, die Inflationsrate zwischen 2,5% und 6,5% zu halten, im abgelaufenen Jahr klar verfehlt.

*Fortsetzung der
konjunkturellen
Abwärts-
bewegung in
Russland*

Die russische Wirtschaftsleistung schrumpfte im vergangenen Jahr gemäß der amtlichen Schnell-schätzung um 3¾%. Für das vierte Quartal liegen noch keine separaten Angaben vor; den Konjunkturindikatoren zufolge scheint sich die Abwärtsbewegung fortgesetzt zu haben. Die Wirtschaft wird insbesondere durch den Verfall der Ölpreise belastet. Die Ölunternehmen selbst zeigten sich bislang zwar äußerst robust; die Ölförderung ist im vergangenen Jahr auf ein neues Rekordhoch gestiegen. Allerdings ist der Staat aufgrund des schrumpfenden Aufkommens an Steuern auf den Export von Energieträgern zu erheblichen Ausgabenkürzungen gezwungen. Zudem leiden die privaten Haushalte unter der Rubel-Abwertung aufgrund des gesunkenen Ölpreises. In der Folge erhöhte sich die Inflationsrate auf der Verbraucherstufe im Jahr 2015 auf fast 16%. Die Preise für Nahrungsmittel gingen sogar um ein Fünftel nach oben; hier wirkte sich zusätzlich das von Russland verhängte Importverbot für Nahrungsmittel aus westlichen Ländern aus.

Beschäftigungswachstum und Konjunkturzyklus in den USA

monatlicher Beschäftigungsanstieg in Tsd.,
saisonbereinigt, Quartalsdurchschnitt



Quellen: Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Economic Research und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

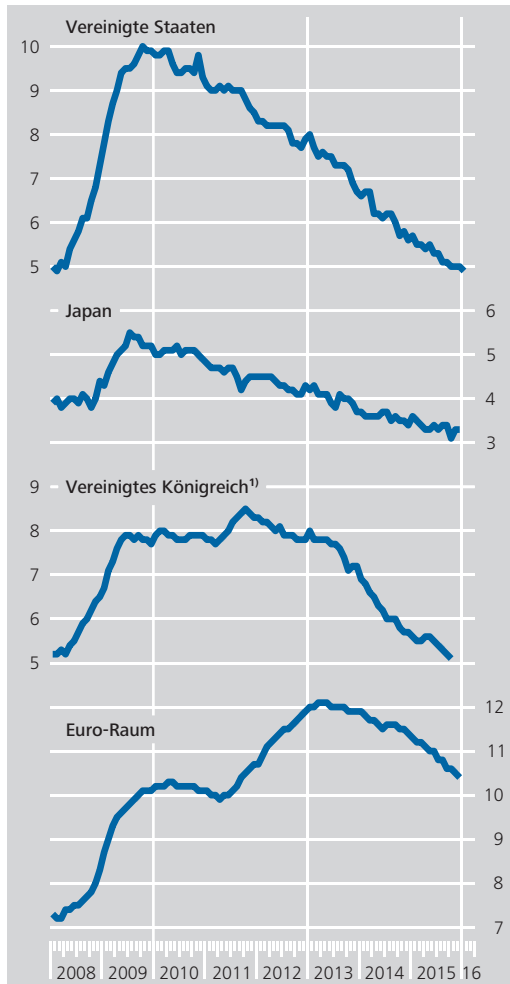
USA

In den Vereinigten Staaten hat die wirtschaftliche Aufwärtsbewegung im Herbst 2015 an Schwung eingebüßt. Bereinigt um saisonale Einflüsse legte das reale BIP gemäß der ersten Setzung nur um knapp ¼% gegenüber dem dritten Vierteljahr zu, in dem es – ebenso wie im Mittel der unsteten ersten Jahreshälfte – maßvoll um ½% im Quartalsvergleich gewachsen war. Der verhaltene Jahresabschluss lässt sich zum Teil auf retardierende Einflüsse der Lagerbewegungen zurückführen, die bereits im Sommer das BIP-Wachstum zurückgehalten hatten. Eine entsprechende Korrektur war vor dem Hintergrund der zuvor starken Vorratsakkumulation zu erwarten gewesen. Da die Ausfuhren an Waren und Diensten preisbereinigt hinter dem Vorquartal zurückblieben, gingen ferner vom Außenbeitrag abermals bremsende Effekte aus. Zudem konnte auch die private inländische Endnachfrage ihr im Sommerhalbjahr lebhaftes Expansionstempo nicht halten. Ausschlaggebend hierfür war, dass der private Konsum nur noch moderat expandierte und zeitgleich die Unternehmensinvestitionen hinter dem Vorquartalsniveau zurückblieben. Dabei spielte eine Rolle, dass die Öl- und Gasindustrie ihre Investitionsbudgets weiter zusam-

*Schwacher
Jahresabschluss*

Standardisierte Erwerbslosenquoten*) im internationalen Vergleich

in %, saisonbereinigt



Quellen: Nationale Statistiken. * Zahl der Erwerbslosen im Verhältnis zur Zahl der Erwerbspersonen. ¹ Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.
 Deutsche Bundesbank

menstrich. Im privaten Wohnungsbau setzte sich hingegen die Erholung fort.

*Arbeitsmarkt-
lage weiter
verbessert*

Bei der Einordnung des alles in allem enttäuschenden Abschneidens sollte mit ins Bild genommen werden, dass die vierteljährlichen BIP-Angaben in den USA vergleichsweise stark schwanken. Stockungen wie zuletzt und im Winter 2015 oder gar Rückschläge wie etwa im ersten Vierteljahr 2014 dürfen mithin nicht mit einer konjunkturellen Eintrübung gleichgesetzt werden. Auch spricht der kräftige Beschäftigungsaufbau im Schlussquartal 2015 für die intakte Aufwärtstendenz der amerikanischen Wirtschaft. Zu Jahresbeginn 2016 setzte sich

der Beschäftigungsanstieg mit reduziertem Tempo fort, und die standardisierte Erwerbslosenquote fiel auf einen neuen zyklischen Tiefstand von 4,9%. In den letzten Monaten verstärkte sich auch der anhand des VPI gemessene Preisauftrieb etwas. Die entsprechende Teuerungsrate stieg im Dezember auf 0,7%, während die Kernrate auf 2,1% anzog. Nicht zuletzt wegen dieser Entwicklungen hob die amerikanische Notenbank im Dezember 2015 erstmals seit Mitte 2006 ihre Zielvorgaben für den Leitzins um 25 Basispunkte an.

Japan

Für die japanische Wirtschaft deutete sich zum Jahresende kein grundlegender Tempowechsel an, nachdem sie im Sommer revidierten Angaben zufolge verhalten gewachsen und so einer technischen Rezession entgangen war.⁴⁾ Zwar hat sich die Industrieproduktion im zurückliegenden Jahresviertel etwas erholt. Auf der Nachfrageseite zeichnete sich jedoch eine neuerliche Flaute des privaten Konsums ab. Dies schlug sich auch in einem spürbaren Rückgang der Warenimporte nieder. Da zugleich die Warenausfuhren deutlich zulegten, könnte der Außenbeitrag das gesamtwirtschaftliche Wachstum rechnerisch gestützt haben. Allerdings sind mit Blick auf die VGR die Angaben aus der Außenhandelsstatistik nicht zwingend zum Nennwert zu nehmen. Fraglich ist überdies, ob von der Vorratsdynamik wie im Vorquartal dämpfende Effekte auf das BIP-Wachstum ausgingen. Ungeachtet der Volatilität einer Reihe von Wirtschaftsdaten spricht auch in Japan die anhaltende Erholung auf dem Arbeitsmarkt für eine Fortsetzung der gesamtwirtschaftlichen Expansion. So erreichte die Erwerbslosenquote im Schnitt der Herbstmonate einen neuen zyklischen Tiefstand (3,2%). Die Teuerungsrate für den Warenkorb der Konsumenten ohne Energieträger und Nahrungsmittel war im

*Wohl keine
spürbare
konjunkturelle
Besserung zum
Jahreswechsel*

⁴ Eine amtliche Schätzung für die gesamtwirtschaftliche Erzeugung Japans im vierten Quartal 2015 lag bei Abschluss dieses Monatsberichts noch nicht vor.

Dezember mit 0,8% demnach geringfügig niedriger als drei Monate zuvor. Die nach wie vor verhaltene Preisentwicklung nahm die japanische Notenbank Ende Januar zum Anlass, die geldpolitischen Zügel weiter zu lockern.

Vereinigtes Königreich

Nach wie vor solides Wachstum

Im Vereinigten Königreich setzte sich das solide Wirtschaftswachstum fort. Nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse zog das reale BIP laut einer vorläufigen Schätzung im Herbst um ½% gegenüber der Vorperiode an und ist damit sogar geringfügig stärker gewachsen als im dritten Jahresviertel. Maßgeblich hierfür war die anhaltend robuste Expansion der realen Bruttowertschöpfung des Dienstleistungssektors, der das Rückgrat der britischen Wirtschaft bildet. Die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe wie auch im Bausektor stagnierte zum Jahresende, nachdem sie im Vorquartal zurückgegangen war. Zum Nachlassen des BIP-Wachstums von 3% im Jahr 2014 auf 2¼% im Jahr 2015 trug jeder der drei genannten Wirtschaftsbereiche bei. Dazu passt, dass der Arbeitsmarkt etwas an Schwung einbüßte. Dennoch verringerte sich die Erwerbslosenquote bis November auf einen neuen zyklischen Tiefstand von 5,1%. Zugleich nahm der Preisauftrieb, gemessen am Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, in den vergangenen Monaten zu. Er blieb aber auch im Dezember verhalten (+ 1,0%). Vor diesem Hintergrund hat die britische Notenbank ihre geldpolitischen Leitzinsen bislang nicht angehoben.

Neue EU-Mitgliedsländer

Wachstumstempo im vergangenen Jahr gesteigert

In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)⁵⁾ hielt der wirtschaftliche Aufschwung im Herbst an. In den vier Ländern, die bisher erste saisonbereinigte VGR-Ergebnisse veröffentlicht haben, hat sich das reale BIP im Vorperiodenvergleich sogar kräftig erhöht. Auch die tschechische und die kroatische Wirtschaft scheinen ihre Expan-

sion gemäß den vorliegenden Indikatoren fortgesetzt zu haben. Im Jahresdurchschnitt 2015 wurde die Wirtschaftsleistung im gesamten Länderkreis um 3½% ausgeweitet, verglichen mit + 2¾% im Jahr zuvor. Das höhere Wachstum ging in erster Linie darauf zurück, dass der private Konsum weiter an Kraft gewonnen hat. Dahinter stehen ein solides Lohnwachstum und eine Zunahme der Beschäftigung. Die Arbeitslosenquote sank im Jahresdurchschnitt 2015 auf 7,5%. Zudem profitierte die Kaufkraft der privaten Haushalte von der flachen Preistendenz. Vor allem energiebedingt ermäßigten sich die Verbraucherpreise insgesamt im vergangenen Jahr um 0,5%. Auch im vierten Quartal belief sich die HVPI-Vorjahresrate für diese Länder im Mittel auf – 0,5%. Aber selbst ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhten sich die Preise im Jahr 2015 trotz einer robusten Lohn- und Nachfrageentwicklung lediglich um 0,5%.

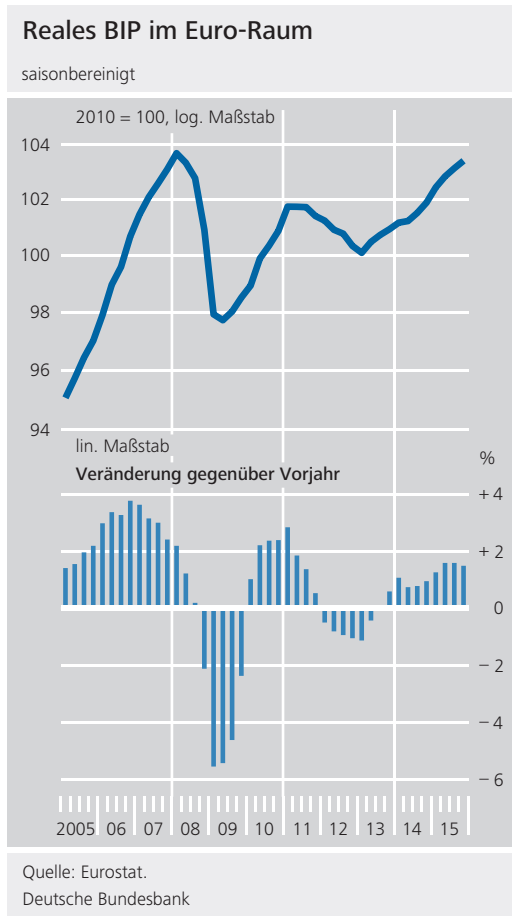
Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Im Euro-Raum setzte sich gegen Jahresende 2015 die stetige, aber weiterhin nur verhaltene wirtschaftliche Aufwärtsbewegung fort. Nach ersten Angaben von Eurostat stieg das reale BIP vom dritten auf das vierte Vierteljahr 2015 saisonbereinigt um ¼%. Das Tempo des Vorquartals wurde damit gehalten. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Erzeugung um 1½%. Das Wirtschaftswachstum dürfte im Herbst vor allem von der Binnennachfrage, aber auch von der Auslandsnachfrage gestützt worden sein. Zwar verringerte sich das Expansionstempo des privaten Konsums vermutlich gegenüber dem Vorquartal. Gleichzeitig stiegen die Exporte im abgelaufenen Quartal wohl wieder etwas stärker.

Wachstum durch Binnen- und Auslandsnachfrage gestützt

Für das Jahr 2015 ergibt sich insgesamt ein Anstieg des realen BIP von 1½%. Dies ist die

⁵⁾ Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht zur EWU gehören, d. h. Polen, Tschechische Republik, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Kroatien.



Gesamtjahr 2015 mit höchstem BIP-Wachstum seit 2011

höchste Zuwachsrate seit dem Jahr 2011. Da die Wirtschaftsleistung im vergangenen Jahr stärker zulegen sollte als das geschätzte Produktionspotenzial, sollte sich die gesamtwirtschaftliche Unter- auslastung weiter verringert haben. Dafür sprechen auch die umfragebasierten Angaben zur Kapazitätsauslastung in wichtigen Wirtschaftsbereichen. Im Verarbeitenden Gewerbe ist sie im Januar gegenüber ihrem Stand von Oktober erneut spürbar gestiegen. Erstmals seit Krisenbeginn 2008 notierte sie zwei Quartale in Folge über ihrem langfristigen Mittel.

Dynamik des privaten Konsums etwas abgeschwächt

Auch im Schlussquartal 2015 dürfte die positive Grundtendenz des privaten Konsums angehalten haben. Zwar blieben die Einzelhandelsumsätze bei einem zwischenzeitlich eingetrübten Verbrauchervertrauen preisbereinigt praktisch auf dem Niveau des Vorquartals. Die Kfz-Erstzulassungen erhöhten sich aber saisonbereinigt kräftig. Insgesamt könnte sich das Expansionstempo des privaten Verbrauchs etwas verringert haben.

Positiv auf den privaten Konsum wirkte sich vermutlich weiterhin der spürbare Anstieg der realen verfügbaren Einkommen aus. Im Durchschnitt der ersten drei Quartale 2015 fielen sie um 2¼% höher aus als im Vorjahr, nicht zuletzt aufgrund der gestiegenen Beschäftigung und der äußerst verbraucherfreundlichen Preistendenzen. Die Sparquote veränderte sich in diesem Zeitraum nur wenig; die Realeinkommensgewinne setzten sich bisher also weitgehend proportional in eine Steigerung des Konsums um.

Spürbarer Anstieg der realen verfügbaren Einkommen

Für die Investitionstätigkeit im Euro-Raum zeigen die Indikatoren zum Jahresende ein uneinheitliches Bild. Die Bauinvestitionen nahmen vermutlich spürbar zu. Dafür spricht, dass die Erzeugung des Baugewerbes teilweise wohl auch witterungsbedingt sowohl im Hoch- als auch im Tiefbau im Durchschnitt der Monate Oktober und November saisonbereinigt um ¾% gegenüber dem Vorquartal anstieg. Demgegenüber verringerte sich die Investitionsgüterproduktion im vierten Vierteljahr merklich, was auf einen Rückgang bei den Ausrüstungsinvestitionen hindeuten könnte.

Höhere Bauinvestitionen

Nach einem schwächeren Vorquartal scheinen die Ausfuhren im Herbst wieder etwas an Dynamik gewonnen zu haben, ohne jedoch an das hohe Wachstumstempo des ersten Halbjahres 2015 angeknüpft zu haben. Bereits verfügbare Daten zeigen im Durchschnitt der Monate Oktober/November saison- und preisbereinigt ein Plus von 1¼% gegenüber dem Vorquartal. Nicht nur der Handel innerhalb des Euro-Raums verzeichnete einen merklichen Zuwachs von 1¾%. Auch die Warenausfuhren in Drittländer, vor allem in die EU-Staaten außerhalb der Währungsunion, wurden ausgeweitet. Die Importe zogen im gleichen Zeitraum preisbereinigt um 1¾% an. Die Außenhandelspreise sind weiterhin durch kräftige Rückgänge bei den Rohstoffpreisen gekennzeichnet. Deshalb erhöhten sich Export- und Importwerte lediglich um jeweils ½%; der Außenhandelssaldo blieb praktisch unverändert.

Ausfuhren wohl wieder etwas stärker

Industrie-
 konjunktur
 weiterhin
 verhalten

Die Industriekonjunktur blieb auch im letzten Jahresviertel 2015 verhalten. Die Produktion von Vorleistungsgütern erhöhte sich zwar saisonbereinigt leicht gegenüber der Vorperiode. Gleichzeitig verringerte sich die Ausbringung von Konsumgütern etwas und von Investitionsgütern merklich. Die Energieerzeugung ging auch wegen der milden Witterung kräftig zurück. Den vergleichbaren Vorjahresstand übertraf die Industrieproduktion zuletzt um ¾%.

In den meisten
 EWU-Ländern
 positive
 konjunkturelle
 Entwicklung

Die moderat aufwärtsgerichtete gesamtwirtschaftliche Grundtendenz zeigt sich in den meisten Mitgliedsländern der EWU. In Frankreich erhöhte sich das reale BIP im vierten Quartal saisonbereinigt um ¼%, obwohl der private Konsum geringer ausfiel als im Vorquartal. Neben witterungsbedingt verminderten Energieausgaben könnten auch die Anschläge in Paris vom November 2015 eine Rolle gespielt haben. Hingegen stiegen die Unternehmensinvestitionen wohl auch aufgrund steuerlicher Anreize kräftig an. Zudem kam es den vorläufigen VGR-Angaben zufolge zu einem spürbaren Lageraufbau. Insgesamt hat sich im Jahr 2015 die konjunkturelle Gangart merklich erhöht; die gesamtwirtschaftliche Produktion legte um 1% zu, nach lediglich ¼% im Jahr 2014. In Italien expandierte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im letzten Jahresviertel nur wenig. Mit einem jahresdurchschnittlichen BIP-Wachstum von ½% stabilisierte sich die italienische Wirtschaft nach drei Jahren der gesamtwirtschaftlichen Kontraktion. In Spanien setzte sich die dynamische, sowohl von der Binnen- als auch von der Auslandsnachfrage getragene Aufwärtsbewegung fort. Im vierten Quartal erhöhte sich die reale Wirtschaftsleistung saisonbereinigt um ¾%. Das abgelaufene Jahr brachte insgesamt eine Steigerung des realen BIP um 3¼%. In den übrigen Ländern des Euro-Raums veränderte sich die wirtschaftliche Dynamik im Vergleich zum Vorquartal zu meist nur wenig. Die Wirtschaftsleistung war lediglich in Griechenland und Finnland weiterhin rückläufig.

Konjunkturindikatoren für die EWU

saisonbereinigt, Quartalsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen. 1 Nominale Export- und Importdaten gemäß Außenhandelsstatistik (Intra- und Extrahandel). Preisbereinigt mit Produzentenpreisindex (Exporte) bzw. Importpreisindex.
 Deutsche Bundesbank

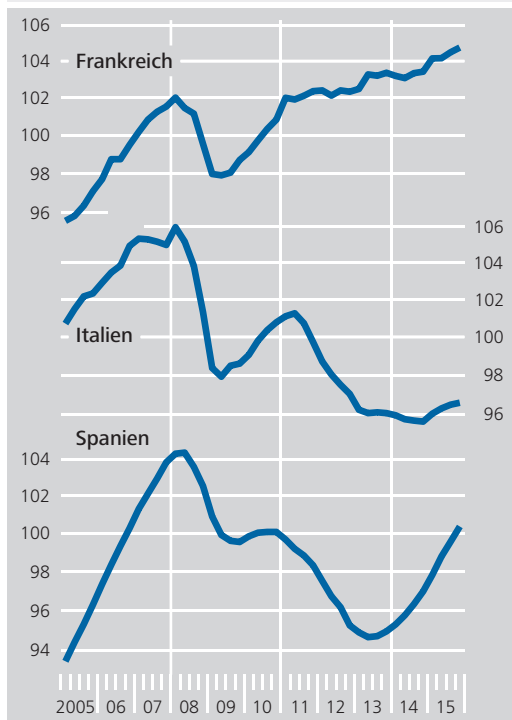
Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung der Wirtschaft im Euro-Raum dürfte im ersten Quartal 2016 anhalten. Die Binnennachfrage profitiert nach wie vor von den günstigen Finanzierungsbedingungen, der zunehmenden Beschäftigung, den steigenden verfügbaren Einkommen und der günstigen Preistendenz. Jedoch könnte der Außenhandel, insbesondere die Ausfuhren in Drittländer, an Tempo verlieren. Die Umfrageindikatoren zeigten zuletzt eine gewisse Eintrübung der allerdings weiterhin positiven Erwartungen der Wirtschaftsakteure an.

Leicht abgeschwächtes Expansions-tempo am aktuellen Rand

Auf dem Arbeitsmarkt setzte sich im Herbst die graduelle Verbesserung fort. Die standardisierte

Reales BIP in ausgewählten Ländern des Euro-Raums

2010 = 100, saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.
 Deutsche Bundesbank

Langsam sinkende Arbeitslosenquote

Arbeitslosenquote verringerte sich im Dezember auf 10,4% und unterschritt damit den Stand vor Jahresfrist um 1 Prozentpunkt. Die Erwerbstätigenzahl stieg im Sommer im Vergleich zum zweiten Vierteljahr saisonbereinigt um 0,3% und um 1,1% innerhalb eines Jahres. Gleichwohl ließ der Anstieg der Arbeitskosten (auf Stundenbasis) im dritten Quartal weiter auf 1,1% gegenüber dem Vorjahr nach.

Leichter Rückgang der Verbraucherpreise

Die Verbraucherpreise im Euro-Raum ermäßigten sich im Schlussquartal 2015 saisonbereinigt leicht gegenüber dem Sommer, in dem sie sich seitwärts bewegt hatten. Dies lag vor allem an den weiter gefallen Rohölnotierungen und dem damit verbundenen starken Rückgang der Preise für Energie. Die anderen Komponenten

des Warenkorbs verteuerten sich hingegen, wenngleich insgesamt weniger stark als in den beiden Quartalen zuvor. Das gilt insbesondere für Dienstleistungen, bei denen sich die Aufwärtsbewegung der Preise merklich abflachte, aber auch für Industriegüter ohne Energie. Die Preise für Nahrungsmittel stiegen recht kräftig an. Die Vorjahresrate des HVPI erhöhte sich insgesamt leicht auf 0,2% und ohne Energie gerechnet auf 1,1%.

Die niedrigeren Rohölnotierungen waren auch im Gesamtjahr 2015 der dominierende Faktor für die Preisentwicklung auf der Verbraucherstufe. Wegen des kräftigen Rückgangs der Energiepreise ging die HVPI-Teuerungsrate auf null zurück, nach einer bereits sehr geringen Steigerungsrate von 0,4% im Jahr zuvor. Die Preise für die anderen Komponenten erhöhten sich im Jahresdurchschnitt 2015 mit 0,9% etwas stärker als im Vorjahr, aber gleichwohl spürbar weniger als im Mittel der Jahre seit 1999.

Verbraucherpreise insgesamt im Jahr 2015 wegen EnergiepreISRückgang unverändert

Im Januar 2016 verringerten sich die Verbraucherpreise im Euro-Raum gemäß Vorabschätzung von Eurostat gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt nur leicht (-0,1%), obwohl die Verbraucher erneut deutlich weniger für Energie bezahlen mussten. Die Industriegüterpreise stiegen nämlich recht kräftig an, und auch Dienstleistungen verteuerten sich etwas. Die Nahrungsmittelpreise blieben dagegen nahezu unverändert. Der Vorjahresabstand des HVPI ohne Energie vergrößerte sich im Vergleich zum Dezember auf +1,1%, und die HVPI-Gesamtrate erhöhte sich recht deutlich auf +0,4%, da die Energiepreise im Vorjahr noch stärker gesunken waren. Wenn die Rohölnotierungen sich in den nächsten Monaten dem aktuellen Terminpfad entsprechend bewegen, könnte die HVPI-Gesamtrate gleichwohl vorübergehend wieder in den negativen Bereich fallen.

Im Januar recht kräftiger Anstieg der Industriegüterpreise ohne Energie