

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Wohl schwacher  
Jahresauftakt  
2015*

Die Weltwirtschaft scheint relativ schwach in das laufende Jahr gestartet zu sein. Legt man die Daten zugrunde, die bei Abschluss dieses Berichts verfügbar waren, hatte die globale Konjunktur bereits im Schlussquartal 2014 an Fahrt verloren. Zum Jahresauftakt 2015 hat sich diese Verlangsamung fortgesetzt. Nicht zuletzt in einigen wichtigen Schwellenländern hat die gesamtwirtschaftliche Dynamik nachgelassen; das trifft insbesondere auf China zu. In Russland und Brasilien ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Vergleich zum Vorquartal vermutlich sogar geschrumpft. Darüber hinaus ist die Expansion der US-Wirtschaft nahezu zum Erliegen gekommen. Dort könnte unter anderem das zeitweise strenge Winterwetter das Wachstum gebremst haben. Die Aufwärtsbewegung der britischen Wirtschaft hat sich ebenfalls verlangsamt. Ohne erste Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) lässt sich die Dynamik in Japan nur schwer bestimmen, zumal die gängigen monatlichen Indikatoren im Winter ausgesprochen volatil waren. Vergleichsweise günstig hat der Euro-Raum abgeschnitten. Ungeachtet der Schwäche in der Weltwirtschaft konnte hier das Tempo der konjunkturellen Erholung noch leicht erhöht werden.

*Bislang kein  
offensichtlicher  
Stimulus  
niedrigerer  
Ölpreise*

Auch in der Vergangenheit hatten die Wachstumsraten der globalen Wirtschaftsleistung in vierteljährlicher Betrachtung mitunter stark geschwankt, ohne dass sich letztlich die konjunkturelle Grundtendenz geändert hätte. Die Verlangsamung der letzten Quartale ist jedoch vor dem Hintergrund der weitverbreiteten Erwartung einer graduellen Tempoerhöhung auffällig. Derartige Hoffnungen hatten vor allem durch den kräftigen Ölpreistrückgang Auftrieb erhalten. Es ist aber unsicher, inwieweit dieser Preisrutsch auf die Weltwirtschaft als Ganzes stimulierend wirkt.<sup>1)</sup> Retardierende Einflüsse treten mittlerweile nicht nur in Öl exportierenden Län-

dern, wie etwa in Russland, offen zutage. Auch in den USA, die per saldo nach wie vor Rohöl einführen, hat die heimische Ölindustrie ihre Investitionstätigkeit kräftig eingeschränkt und damit das reale BIP-Wachstum gebremst. Den größeren realen Einkommensspielraum haben die privaten Haushalte dort nicht vollumfänglich genutzt, sodass die Sparquote deutlich angezogen hat und stimulierende Effekte sich bislang nicht wie oftmals erwartet manifestiert haben.

Die vielerorts beobachtete konjunkturelle Abschwächung spiegelt sich ebenfalls in der weltweiten Industrieproduktion wider. Den Daten des niederländischen Centraal Planbureau (CPB) zufolge hat die Erzeugung im Schnitt der Monate Januar und Februar nur verhalten gegenüber dem Schlussquartal 2014 zugelegt. Das Welthandelsvolumen ist im gleichen Zeitraum sogar erheblich gesunken. Dabei hat möglicherweise ein ausgedehnter Streik in den Häfen an der Pazifikküste der USA eine gewisse Rolle gespielt. Wenngleich der globale Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungsbereich eine deutliche Stimmungsaufhellung bis in den April reflektiert, zeigt sein Pendant für das Verarbeitende Gewerbe keine Besserung an. Insgesamt spricht zurzeit wenig dafür, dass die Weltwirtschaft im Begriff ist, ihr in der Grundtendenz moderates Expansionstempo zu steigern.

*Globale  
Industrie ohne  
Schwung*

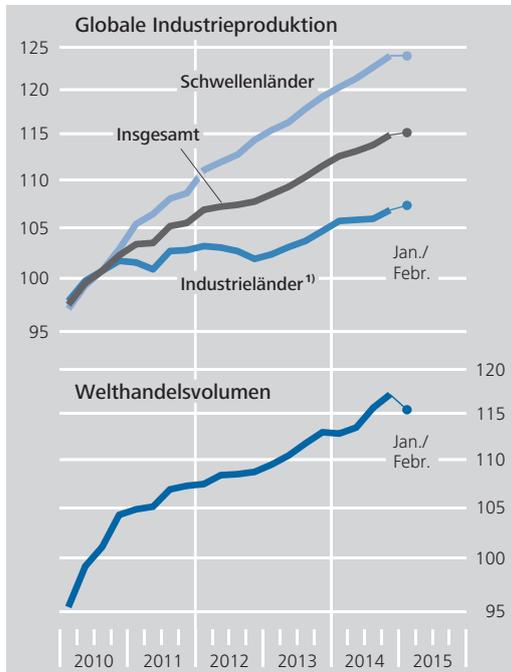
Nichtsdestoweniger hat der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem World Economic Outlook vom April an der Erwartung einer graduellen Besserung der Konjunktur festgehalten. Wie bereits in den Projektionen vom Januar rechnet der IWF mit einer Zunahme der weltweiten Wirtschaftsaktivität, aggregiert mithilfe von Kaufkraftparitäten, um 3,5% im laufenden Jahr. Die Vorausschätzung für 2016 wurde

*Wachstums-  
prognose des  
IWF unverändert*

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreistrückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13 ff.

## Globale Industrieproduktion und Welthandel

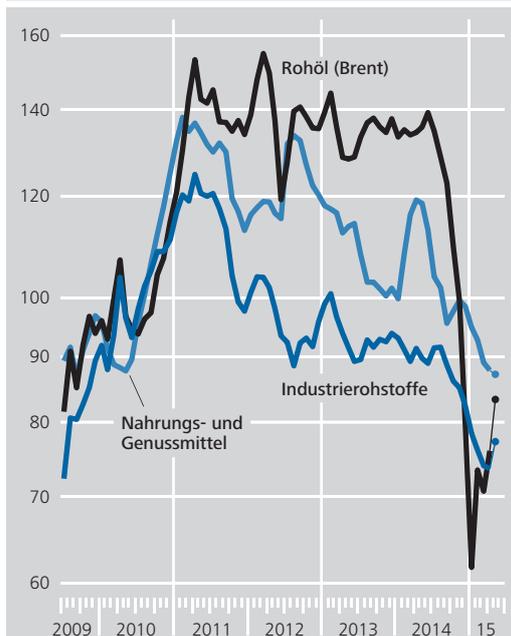
2010 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Centraal Planbureau. <sup>1</sup> OECD-Raum ohne Chile, Israel, Mexiko, Polen, Südkorea, Tschechische Republik, Türkei und Ungarn, aber einschl. Zypern.  
 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 8. Mai bzw. 1. bis 14. Mai 2015 (Rohöl).  
 Deutsche Bundesbank

sogar geringfügig angehoben (+ 3,8%). Dahinter stehen mitunter deutliche, aber gegenläufige Korrekturen der Projektionen für einzelne Volkswirtschaften. Insbesondere die zuvor sehr optimistische Setzung für das Wachstum der US-Wirtschaft ist beträchtlich reduziert worden. Im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren wird aber immer noch von einer erheblichen Steigerung des Expansionstempos 2015 und 2016 ausgegangen. Andererseits hat der IWF seine Vorausschätzungen für Japan und den Euro-Raum in diesem Zeitraum spürbar angehoben. Unter den Schwellenländern werden nun vor allem die Perspektiven für Brasilien, Russland und andere Rohstoffe exportierende Volkswirtschaften nochmals ungünstiger beurteilt. Dem steht zwar eine kräftige Aufwärtskorrektur der projizierten Expansionsraten Indiens gegenüber. Allerdings ist sie nicht Ausdruck einer plötzlichen Aufhellung der Aussichten für die indische Wirtschaft. Stattdessen ist sie das Ergebnis einer umfassenden Revision der dortigen amtlichen Statistik, die zu einer entsprechenden Anhebung der Wachstumsraten vergangener Jahre geführt hat. Daher musste der IWF auch die Zunahme des realen BIP 2014 für die Gruppe der Schwellenländer auf 4,6% heraufsetzen, sodass er nun für 2015 mit einer weiteren spürbaren Verlangsamung in diesem Länderkreis rechnet, obwohl seine Vorausschätzung mit + 4,3% unverändert ist. Die vom IWF gesehene leichte Festigung der globalen Konjunktur im laufenden Jahr geht somit allein auf die Gruppe der Fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurück.

Die schleppende Konjunktur im globalen Verarbeitenden Gewerbe dürfte ein wichtiger Grund für die fortgesetzte Verbilligung von Industrierohstoffen in den vergangenen Monaten gewesen sein. Dem entsprechenden HWWI-Index zufolge waren die Notierungen auf US-Dollar-Basis im April um 6% niedriger als drei Monate zuvor. Dabei war der Rückgang im Aggregat ganz wesentlich der Talfahrt der Preise für Eisenerz und Schrott geschuldet. Aber auch Nahrungs- und Genussmittel wurden deutlich günstiger. Zum Ende des Berichtszeitraums festigten sich die Preise für Industrieroh-

*Preise für Rohstoffe ohne Energie nochmals gesunken; Rohölpreis erholt*

stoffe und folgten damit den Rohölnotierungen, welche bereits im Januar Boden gefunden hatten. Der Kassapreis für die Sorte Brent hat seit Februar bei merklichen Ausschlägen um die Marke von 60 US-\$ je Fass geschwankt. Neben den Hinweisen auf scharfe Anpassungen in der nordamerikanischen Ölindustrie haben wohl zuletzt auch wieder militärische Auseinandersetzungen im Nahen Osten den Preis tendenziell gestützt. Bei Abschluss dieses Berichts mussten für ein Fass der Sorte Brent 67 US-\$ am Kassamarkt gezahlt werden. Für zukünftige Lieferungen wurden zwar nach wie vor Aufschläge fällig. Sie waren aber nicht mehr so hoch wie drei Monate zuvor.

*Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe der Industrieländer stabilisiert*

Mit dem Ölpreis hat auch die allgemeine Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe der Industrieländer ihre Talfahrt beendet. Nachdem die Gesamtrate für den Länderkreis von +1,7% im Juni 2014 auf null im Januar 2015 gefallen war, erholte sie sich bis März auf +0,2%. Der Vorjahresabstand der Preise für Energieträger hatte sich von +3,1% in -12,8% gekehrt, bevor er sich zuletzt auf -11,1% verkürzte. Dagegen schwankte die Kernrate, die sich auf den Warenkorb der Konsumenten ohne Energieträger und Nahrungsmittel bezieht, vergleichsweise wenig; im März war sie mit +1,2% nach wie vor merklich positiv.

## Ausgewählte Schwellenländer

*Konjunkturelle Dynamik in China zum Jahresauftakt recht niedrig*

In China hat sich im abgelaufenen Quartal das reale BIP-Wachstum binnen Jahresfrist etwas ermäßigt, und zwar von 7¼% auf 7%. Beim jüngsten Ergebnis ist jedoch zu berücksichtigen, dass es durch das gedrückte Niveau in der Vorjahresperiode positiv beeinflusst wird. Gegenüber dem vorangegangenen Quartal stieg die saisonbereinigte Wirtschaftsleistung gerade einmal um 1¼%. Die für chinesische Verhältnisse recht langsame Gangart dürfte zum einen der Abkühlung auf dem Häusermarkt geschuldet sein, der aufgrund des vorherigen Booms ein erhebliches gesamtwirtschaftliches Gewicht besitzt. Darüber hinaus scheint der private Kon-

sum an Fahrt verloren zu haben. Auf eine binnenwirtschaftlich induzierte Konjunkturschwäche deuten auch die Warenimporte hin, die – selbst nach dem Herausrechnen von Preisrückgängen bei Rohstoffen – im ersten Quartal stark gefallen sind, während sich die Exporte als robuster erwiesen haben. Der Anstieg der Verbraucherpreise betrug im Winter 1,2% binnen Jahresfrist und hat damit erneut nachgelassen. Dies hat vereinzelt sogar Befürchtungen geschürt, es könne zu einer deflationären Entwicklung kommen. Ausschlaggebend für den niedrigen Preisauftrieb ist aber eine gedämpfte Teuerung bei Nahrungsmitteln und Energie. Hinzu kommt ein geringer Anstieg der Wohnkosten infolge der Abschwächung auf dem Immobilienmarkt.

In Indien besteht derzeit eine erhebliche Unsicherheit über die Stärke der gesamtwirtschaftlichen Dynamik und die Position im Konjunkturzyklus. Das indische Statistikamt hat vor Kurzem die Berechnungsmethode für das BIP angepasst und in diesem Zusammenhang die realen Wachstumsraten für den aktuellen Rand deutlich angehoben. Auf Grundlage der neuen Methodik wird etwa für das vergangene Fiskaljahr ein BIP-Zuwachs von 7½% ausgewiesen. Diese Ergebnisse sind unter anderem von der indischen Zentralbank infrage gestellt worden.<sup>2)</sup> In der Tat weisen viele Indikatoren auf ein langsames gesamtwirtschaftliches Expansions-tempo hin. So sind beispielsweise die realen Importe von Waren und Dienstleistungen im vergangenen Jahr zum zweiten Mal in Folge gesunken. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Teuerungsrate belief sich im ersten Quartal 2015 auf 5,2% und war damit für indische Verhältnisse weiterhin recht niedrig. Gemäß einer kürzlich getroffenen Vereinbarung zwischen der Regierung und der Zentralbank stellt Preisstabilität ab sofort das Primärziel der indischen Geldpolitik dar. Dabei wird ab dem nächsten Fiskaljahr eine Inflationsrate von 4% angestrebt.

*Unklares statistisches Bild über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Indiens*

<sup>2</sup> Vgl.: Reserve Bank of India, Monetary Policy Report April 2015, insbesondere Box III.1, New Series of National Accounts, S. 22.

*Reales BIP in  
Brasilien zum  
Jahresbeginn  
wohl  
geschrumpft*

In Brasilien hat die Konjunktur im neuen Jahr offenbar deutlich nachgelassen. Gemäß den verfügbaren monatlichen Indikatoren, darunter die Industrieproduktion, dürfte das reale BIP saisonbereinigt sogar spürbar geschrumpft sein. Bereits im Frühjahr 2014 war die Wirtschaftsleistung des Landes merklich gesunken und hat sich seither nur leicht erholt. Zuletzt lag die gesamtwirtschaftliche Produktion 1% unter dem Höchststand von Anfang 2014. Die schwache Entwicklung der brasilianischen Wirtschaft ist vor allem auf Strukturprobleme zurückzuführen. Hinzu kommt eine straffe Geldpolitik, mit der die Zentralbank den starken Preisauftrieb einzudämmen versucht. Im ersten Quartal ist die Teuerung auf der Verbraucherstufe auf 7,7% geklettert. Dies ist die höchste Rate seit dem Jahr 2005.

*Russische Wirt-  
schaftsleistung  
im ersten  
Quartal deutlich  
rückläufig*

Die russische Wirtschaft ist wegen der internationalen Sanktionen und des Ölpreisverfalls einer harten Belastungsprobe ausgesetzt. Nachdem das reale BIP im Schlussquartal 2014 im Vorjahresvergleich noch leicht gewachsen war, ist es nach dem Jahreswechsel gemäß einer Regierungsschätzung um 2¼% geschrumpft. Den Indikatoren zufolge scheint vor allem der private Konsum eingebrochen zu sein. Ausschlaggebend dafür ist die stark gestiegene Inflation, die zu erheblichen Kaufkraftverlusten bei den privaten Haushalten geführt hat. Im ersten Jahresviertel fiel die Teuerung auf der Verbraucherstufe mit 16% doppelt so hoch aus wie im Jahr 2014. Der sehr kräftige Preisauftrieb geht in erster Linie auf die Abwertung des Rubel zurück. Außerdem hat das Importembargo für Lebensmittel aus westlichen Ländern eine Rolle gespielt, welches die Regierung als Reaktion auf die Verhängung von Wirtschafts-sanktionen verfügt hatte. Die geschwächte Binnennachfrage hat zusammen mit der Rubel-Abwertung dazu geführt, dass die russischen Importe erheblich zurückgegangen sind.

## USA

Die Expansion der US-Wirtschaft ist im zurückliegenden Winter einer ersten amtlichen Schätzung zufolge nahezu zum Erliegen gekommen, nachdem das saisonbereinigte reale BIP bereits im Herbst 2014 nur noch moderat gewachsen war. Vielfach wird das magere Ergebnis auf Sonderfaktoren zurückgeführt, vor allem auf den widrigen Einfluss außergewöhnlich strengen Winterwetters im Februar (siehe Erläuterungen auf S. 15 ff.). Zwar könnte die Witterung die gesamtwirtschaftliche Expansion merklich verlangsamt haben. Doch selbst ohne diesen Effekt wäre das reale BIP im ersten Quartal wohl lediglich verhalten gestiegen. Enttäuschend war insbesondere die Abschwächung des Wachstums des privaten Konsums im ersten Quartal, die in monatlicher Betrachtung bereits im Dezember 2014 eingesetzt hatte. Da die privaten Haushalte die Erweiterung ihres realen Einkommensspielraums, welche sich nicht zuletzt aus dem Ölpreisrückgang ergab, nur teilweise für Ausgabensteigerungen nutzten, zog ihre Sparquote deutlich an. Starke stimulierende Effekte billigerer Kraftstoffe sind bislang ausgeblieben. Stattdessen haben die Ölonternehmen durch die Einschränkung ihrer Investitionen die Expansion des BIP zurückgehalten. Auch im Frühjahr könnten die fortgesetzten Anpassungen in diesem Sektor auf gesamtwirtschaftlicher Ebene noch zu spüren sein. Gleichwohl deutet der solide Beschäftigungszuwachs im April eine intakte Aufwärtstendenz der amerikanischen Wirtschaft an. Die standardisierte Erwerbslosenquote war im gleichen Monat mit 5,4% um 0,3 Prozentpunkte niedriger als zum Jahresauftakt. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der erzielten Fortschritte auf dem Arbeitsmarkt passte die US-Notenbank im Berichtszeitraum ihren Ausblick für den Leitzins an. Während der Vorjahresabstand des gesamten Verbraucherpreisindex zeitweise leicht negativ wurde, zeigte die Kernrate, ermittelt unter Ausschluss von Energieträgern und Nahrungsmitteln aus dem Warenkorb, mit +1,8% im März weiterhin eine moderate Teuerung an.

*Gesamtwirt-  
schaftliche  
Aufwärts-  
bewegung ins  
Stocken geraten*

## Zum Einfluss von Sonderfaktoren auf das reale BIP-Wachstum in den USA im Winter 2015

Rechnet man die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den USA im ersten Quartal 2015 gegenüber der Vorperiode auf ein Jahr hoch, ergibt sich laut der ersten amtlichen Schätzung lediglich eine Rate von + ¼%. Diese annähernde Stagnation der amerikanischen Wirtschaft haben Konjunkturbeobachter auf diverse Sonderfaktoren zurückgeführt. Konkret sind das außergewöhnlich strenge Winterwetter, der ausgedehnte Streik in den Häfen der Pazifikküste, die Aufwertung des US-Dollar und der Einbruch der Investitionen in der Ölindustrie genannt worden. Im Folgenden sollen Plausibilität beziehungsweise Ausmaß dieser Einflüsse geprüft werden.

Beeinträchtigungen der Wirtschaftsaktivität durch widrige Witterung schlugen sich in den amtlichen Angaben zum realen BIP in den USA nieder, wenn sie über das übliche saisonale Muster hinausgehen. Bereits in Verbindung mit den starken Schwankungen des gesamtwirtschaftlichen Wachstums in der ersten Jahreshälfte 2014 wurden derartige Wirkungen diskutiert und quantifiziert.<sup>1)</sup> Dabei zeigten die Schätzungen durchaus statistisch signifikante und ökonomisch bedeutsame Einflüsse auf. Legt man den damals bezifferten Zusammenhang zur Abweichung bevölkerungsgewichteter Indizes für die Zahl der Heiz- beziehungsweise Kühl-tage von ihrem langfristigen Durchschnitt zugrunde, dürfte das auf Jahresrate hochgerechnete Wachstum des realen BIP (gegenüber dem Vorquartal) im Winter 2015 um gut 1 Prozentpunkt gedämpft worden sein. Ausgehend von der mittleren Expansionsrate im laufenden Aufschwung (+ 2 ¼%) wäre der Witterungseinfluss also durchaus spürbar gewesen, aber keine hinreichende Erklärung für die beobachtete Verlangsamung insgesamt. Mit Blick auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum im laufenden Quartal impliziert die Schätzung nur

einen positiven Effekt in Höhe von knapp ½ Prozentpunkt (annualisiert), sofern sich das Wetter wieder normalisiert. Dahinter steht zum einen, dass der verzögerte Witterungseinfluss mit umgekehrtem Vorzeichen generell geringer ausfällt als der vorangegangene.<sup>2)</sup> Zum anderen ist die geschätzte Bremswirkung des Wetters im ersten Jahresviertel 2015 zum Teil selbst das Ergebnis einer Gegenbewegung nach einem positiven Effekt aus dem Schlussquartal 2014, die das Frühjahrsergebnis aber nicht mehr berührt.

Die Schätzung impliziert keinen Zusammenhang zwischen ungewöhnlicher Witterung und den Wachstumsbeiträgen der Lageränderungen oder des Außenhandels. Der erneut spürbar dämpfende Einfluss der Nettoexporte auf das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal wird allerdings von einigen Beobachtern einem weiteren Sonderfaktor zugeschrieben, nämlich dem monatelangen Streik in den Häfen der amerikanischen Westküste, der erst im Februar beendet wurde. Ein derartiger Arbeitskampf mag zwar die Ein- und Ausfuhrströme von Waren gedrosselt haben. Ein möglicher Einfluss auf den Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum ist aber nicht unmittelbar einsehbar, da hierfür letztlich nur der Saldo zwischen Importen und Exporten maßgeblich ist.<sup>3)</sup> Monatliche Daten zu den preis- und

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Witterungseinfluss auf das reale BIP-Wachstum in den USA im ersten Halbjahr 2014, Monatsbericht, August 2014, S. 23 ff.

<sup>2</sup> Von Bedeutung hierfür ist wohl insbesondere, dass sich die dämpfende Wirkung widrigen Wetters auf die Wachstumsrate des privaten Dienstleistungskonsums (ohne Energie) im Folgequartal nicht umkehrt, sondern schlicht auszulaufen scheint.

<sup>3</sup> Bei einer prozentual identischen Einschränkung der realen Einfuhren und Ausfuhren steigt aufgrund des Niveauunterschieds zwischen diesen Größen (Handelsbilanzdefizit) das preisbereinigte BIP in den USA. Mittlere Auswirkungen auf andere Komponenten über die Unterbrechung von Lieferketten werden hier nicht betrachtet; entsprechende Hinweise liegen nicht vor.

### Ausgewählte Kontraktionsphasen der realen Bruttoanlageinvestitionen der Ölindustrie in den USA<sup>1)</sup>

Zeitraum		BIP-Anteil 1)	Rückgang 2)	Wachstumsbeitrag 3)
Hochpunkt	Tiefpunkt			
4. Vj. 1981	2. Vj. 1983	1,96	- 44,8	- 0,88
1. Vj. 1985	3. Vj. 1986	0,78	- 59,0	- 0,46
1. Vj. 1991	2. Vj. 1992	0,36	- 34,5	- 0,12
3. Vj. 2001	2. Vj. 2002	0,41	- 36,1	- 0,15
4. Vj. 2008	3. Vj. 2009	0,95	- 41,3	- 0,39
4. Vj. 2014	1. Vj. 2015	0,98	- 14,9	- 0,15

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Bureau of Economic Analysis. \* Approximatives Aggregat der realen gewerblichen Bauinvestitionen im Bereich der Öl- und Gasförderung sowie der realen gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen im Bereich Bergbau und Ölfelder. **1** Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am nominalen BIP im Hochpunkt in %. **2** Kumulierter Rückgang der realen Bruttoanlageinvestitionen im Verlauf der Kontraktionsphase in %. **3** Approximativer Beitrag zur Veränderungsrate des realen BIP im Verlauf der Kontraktionsphase in Prozentpunkten.

Deutsche Bundesbank

saisonbereinigten Strömen im Warenhandel zeigen einen sprunghaften Anstieg der Importe im März an, jedoch nur eine vergleichsweise geringe Zunahme der Exporte. Rechnerisch erklärt dies das günstigere Abschneiden der Einfuhren im Quartalsvergleich und den entsprechenden gesamtwirtschaftlichen Bremseffekt.<sup>4)</sup> Vor allem die Importe aus China haben im März kräftig zugelegt. Mithin könnte die Entwicklung in den USA auch das Spiegelbild erratischer Bewegungen des chinesischen Außenhandels sein, die im Zusammenhang mit dem dortigen Neujahrsfest gesehen worden sind.<sup>5)</sup>

Bereits diese eher technischen Überlegungen verdeutlichen, dass der Anstieg der Importe im ersten Quartal wohl nicht maßgeblich auf die kräftige effektive Aufwertung des US-Dollar im Winterhalbjahr 2014/2015 zurückzuführen ist. Zwar besitzen starke, persistente Wechselkursverschiebungen durchaus das Potenzial, die internationalen Warenströme umzulenken. Damit aber die Endnachfrage entsprechend reagieren kann, müssen zunächst die Preise bis zu dieser Stufe angepasst werden. Wechselkursimpulse werden jedoch – in Abhängigkeit

insbesondere vom betrachteten Land und der jeweiligen Güterart – mitunter nur unvollständig und allmählich über verschiedene Ebenen weitergegeben.<sup>6)</sup> So sind die Einfuhrpreise für Konsumgüter in den USA in den vergangenen Monaten lediglich etwas reduziert worden.

Mit ins Bild zu nehmen ist, dass gerade ausgeprägte Importbewegungen auch mit einer Änderung der Lagerdynamik einhergehen können. So stand im Winter dem dämpfenden Einfluss des Außenhandels der positive Wachstumsbeitrag eines verstärkten Vorratsaufbaus gegenüber.<sup>7)</sup> Es ist möglich, dass sich im laufenden Quartal Gegenbewegungen bei diesen Verwendungskomponenten erneut in der Tendenz ausgleichen.

Darüber hinaus ist die hohe Volatilität der vierteljährlichen Wachstumsbeiträge des Außenhandels zu beachten. Noch im Sommer 2014 konnte ein nicht zu vernachlässigender Teil der gesamtwirtschaftlichen Expansion den Nettoexporten zugerechnet werden. Allerdings war im Zeitraum 2011 bis 2014 der durchschnittliche jährliche Wachstumsbeitrag des Außenhandels nahezu null.

<sup>4</sup> Da der Importanstieg im März größer ausfiel, als vom Statistikamt bei der ersten BIP-Schätzung für den Winter unterstellt worden war, könnte das BIP im Rahmen der zweiten Setzung noch nach unten korrigiert werden.

<sup>5</sup> Bereinigt um übliche saisonale Effekte waren laut chinesischer Statistik die nominalen Warenexporte in die USA im Februar sprunghaft nach oben gegangen, bevor sie im März weit unter das Niveau vom Januar fielen. Sofern es einen Zusammenhang zwischen den Außenhandelszahlen Chinas und der USA gibt, der um einen Monat verschoben ist, könnten die amerikanischen Einfuhren im April und auch im Schnitt des laufenden Quartals spürbar niedriger ausfallen als im Mittel der Wintermonate. Möglicherweise würde dann das gesamtwirtschaftliche Wachstum durch den Außenhandel per saldo gestützt.

<sup>6</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der japanischen Warenausfuhr nach der kräftigen Yen-Abwertung, Monatsbericht, Februar 2014, S. 16 ff.

<sup>7</sup> Rechnet man aus dem BIP sowohl den Außenbeitrag als auch die Vorratsänderungen heraus, erhält man die inländische Endnachfrage. Sie ist im vergangenen Winter gegenüber dem Vorquartal nur wenig stärker gewachsen als die gesamtwirtschaftliche Erzeugung (annualisiert + ¾%).

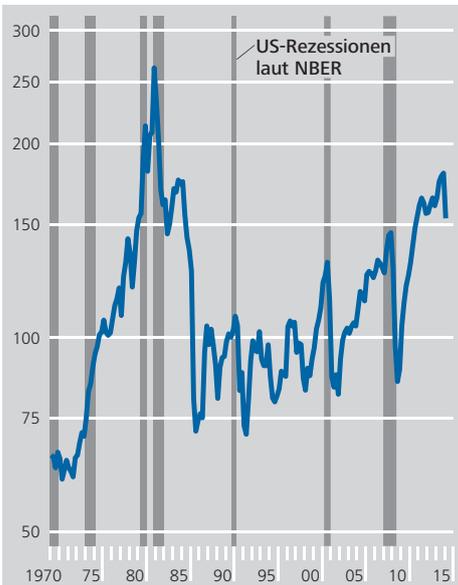
Aufgrund der in Relation zu wichtigen Handelspartnern günstigen Dynamik der Binnen- nachfrage in den USA wäre aber eher ein spürbar dämpfender Einfluss zu erwarten gewesen. Insofern ist gerade die Entwicklung der amerikanischen Importe in den vergangenen Jahren bemerkenswert schwach gewesen.<sup>8)</sup> Im Vergleich zu Wechselkursen erweisen sich Nachfrageniveaus in der Regel als bedeutsamere Determinante internationaler Warenströme. Die Ausfuhren der USA sind daher nicht zuletzt vor dem Hintergrund der globalen Konjunktur zu sehen.

Aber auch ohne das Volumen des Außenhandels unmittelbar zu berühren, kann die Aufwertung des US-Dollar Einfluss auf die amerikanische Wirtschaftsaktivität nehmen. Insbesondere kann sie die Profitabilität und mithin letztlich das Investitionsverhalten von Unternehmen verändern, die im Auslandsgeschäft tätig sind. Derartige Anpassungen dürften allerdings ebenfalls nur mit zeitlichen Verzögerungen vorgenommen werden. Die aktuelle Flaute der gewerblichen Ausgaben für Ausrüstungen scheint eher ein Reflex der sehr kräftigen Expansion im Sommerhalbjahr 2014 zu sein.

Hinzu kommen die jüngsten Korrekturen in der Ölindustrie infolge des Rückgangs der Rohölpreise. Zwar ist dieser Sektor aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive klein. Innerhalb der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) wurden im vergangenen Jahr Ausgaben von 143 Mrd US-\$ für Bauten in der Öl- und Gasförderung verbucht. Rechnet man noch Ausrüstungsinvestitionen für den gesamten Bergbau in Höhe von 25 Mrd US-\$ hinzu, entsprach dies lediglich 1% der Wirtschaftsleistung. Allerdings sind nach Ausschaltung von Preiseffekten die Investitionen der Ölindustrie in der Vergangenheit zu verschiedenen Gelegenheiten sehr scharf eingeschränkt worden. Ein entsprechender, approximativer Index ist im Verlauf der ersten drei Quartale des Jahres 2009 um 41% gesunken. Im Sommer 1986

### Reale Bruttoanlageinvestitionen<sup>\*)</sup> der Ölindustrie in den USA

2009 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten des Bureau of Economic Analysis. \*) Approximatives Aggregat der realen gewerblichen Bauinvestitionen im Bereich der Öl- und Gasförderung sowie der realen gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen im Bereich Bergbau und Ölfelder.

Deutsche Bundesbank

verbuchte er gegenüber seinem Stand vom Jahresauftakt 1985 sogar ein Minus von 59%. Trotz des an sich kleinen Gewichts wurde dadurch die Änderungsrate des realen BIP deutlich zurückgehalten. Im ersten Jahresviertel 2015 fiel die Kontraktion dieses Index mit –15% (nicht annualisiert) gegenüber dem Vorquartal im Vergleich zu den genannten historischen Episoden nicht ungewöhnlich scharf aus. Die auf Jahresrate hochgerechnete Expansion der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung dürfte hierdurch um gut ½ Prozentpunkt reduziert worden sein. Angesichts der bis zuletzt weiterhin rückläufigen Bohraktivitäten könnte sich im Frühjahr nochmals ein ähnlich starker Effekt einstellen. Die historischen Erfahrungen zeigen aber auch, dass sich die Investitionen in den Quartalen nach Abschluss einer Kontraktion zum Teil wieder merklich erholt haben.

<sup>8</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Rückgang der Elastizität des Welthandels gegenüber der globalen Wirtschaftsleistung, Monatsbericht, Januar 2015, S. 27 ff.

Insgesamt ist die Bedeutung von Sonderfaktoren für die annähernde Stagnation der US-Wirtschaft im zurückliegenden Winter unterschiedlich zu bewerten. Die widrige Witterung dürfte zwar einen spürbaren, aber doch begrenzten Einfluss ausgeübt haben. Eine Gegenbewegung gleicher Größenordnung ist im laufenden Quartal nicht zu erwarten. Selbst wenn man den Wettereffekt nicht betrachtet, finden sich in den vergangenen Monaten keine Anzeichen für eine grundlegende Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Tempos, wie sie vielfach projiziert worden war. Die Anpassungen in der Ölindustrie im Zuge des kräftigen Rückgangs der Ölpreise und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen waren zu erwarten gewesen.<sup>9)</sup> Zugleich sind generell die stimulierenden Effekte der Ölverbilligung für die US-Wirtschaft weniger klar, als oftmals unterstellt worden ist.<sup>10)</sup>

Ähnlich wie bereits der Rückschlag zum Auftakt des vergangenen Jahres dürfte die Schwäche der US-Wirtschaft im Winter 2015 keinen zyklischen Abschwung einläuten. Nicht zuletzt die solide Entwicklung am Arbeitsmarkt im April spricht dafür, dass der zugrunde liegende moderate Expansionspfad des realen BIP intakt ist. Die annähernde Stagnation im Winter verdeutlicht aber erneut, dass aufgrund des niedrigeren Potenzialwachstums gewisse Sonderfaktoren oder die üblichen Ausschläge schwankungsanfälliger Verwendungskomponenten die Änderungsrate des BIP häufiger auf oder unter die Nulllinie drücken können als in der Vergangenheit.<sup>11)</sup>

<sup>9</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Internationales und europäisches Umfeld, Monatsbericht, Februar 2015, S. 19.

<sup>10</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreistrückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13 ff.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die US-Wirtschaft im aktuellen Konjunkturaufschwung, Monatsbericht, April 2013, S. 15–39.

## Japan

*Konjunkturelle  
Erholung  
vermutlich  
fortgesetzt*

Wenngleich offizielle BIP-Zahlen bei Abschluss dieses Berichts noch nicht verfügbar waren, dürfte die japanische Wirtschaft zum Jahresauftakt ihrem zugrunde liegenden Erholungspfad weiter gefolgt sein. Nichtsdestoweniger ist fraglich, ob das recht deutliche Expansionstempo vom Schlussquartal 2014 gehalten werden konnte. Zu dieser Unsicherheit trägt eine ausgesprochen hohe Volatilität wichtiger Konjunkturindikatoren auf monatlicher Ebene bei. Vermutlich stand sie in Verbindung mit dem diesjährigen Termin des chinesischen Neujahrsfestes, das für wichtige Handelspartner Japans in Ostasien von großer Bedeutung ist. So war die japanische Industrieproduktion im Januar sprunghaft gestiegen, bevor sie in den Folgemonaten wieder nachgab; im ersten Quartal insgesamt ergab sich gleichwohl eine beträchtliche Steigerung gegenüber der Vorperiode. Einen ähnlichen Verlauf nahm dem Volumen nach auch die Warenausfuhr. Da die ent-

sprechenden realen Einfuhren im Winter aber ähnlich deutlich anzogen, dürfte der Außenhandel per saldo keinen derart spürbaren rechnerischen Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum geleistet haben wie im Vorquartal. Zudem legen verschiedene Indikatoren eine eher verhaltenere Expansion des privaten Konsums nahe. Die Erwerbslosenquote verharrte im Schnitt der Wintermonate auf niedrigem Niveau (3,5%). Noch unterstützte der Einfluss der Anhebung des Mehrwertsteuersatzes den heimischen Preisauftrieb. Ohne Energie und Nahrungsmittel (aber einschl. alkoholischer Getränke) gerechnet verteuerte sich der dem Verbraucherpreisindex zugrunde liegende Warenkorb im März 2015 – wie bereits im Dezember 2014 – um 2,1% binnen Jahresfrist.<sup>3)</sup>

<sup>3</sup> Gemäß der Schätzung der japanischen Notenbank sind davon 1,7 Prozentpunkte auf die Anhebung des Mehrwertsteuersatzes im April 2014 zurückzuführen. Im April 2015 dürfte sich dieser Einfluss auf nur noch 0,2 Prozentpunkte reduzieren. Vgl.: Bank of Japan, Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments, April 2015, S. 18.

*Ausgeprägte  
Schwäche der  
Bauwirtschaft*

## Vereinigtes Königreich

Auch im Vereinigten Königreich hat sich die Expansion der Wirtschaftsleistung im Winter verlangsamt. Bereinigt um Preis- und übliche saisonale Effekte legte das BIP laut einer ersten Schätzung nur um ¼% gegenüber dem Vorquartal zu, in dem es noch um gut ½% gewachsen war. Das ist die niedrigste Änderungsrate seit Ende 2012. Dabei scheint sich gerade im Baugewerbe eine neuerliche Schwäche manifestiert zu haben. In diesem Sektor schrumpfte die reale Bruttowertschöpfung im ersten Jahresviertel um 1½%, nachdem sie bereits im vorangegangenen Dreimonatsabschnitt um 2¼% nachgegeben hatte. Rein rechnerisch war für die Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Erholung zwar wichtiger, dass sich das Wachstum des Outputs im Dienstleistungssektor auf ½% nahezu halbiert hat. Maßgeblich hierfür war allerdings wiederum eine annähernde Stagnation im Bereich der Finanz- und unternehmensnahen Dienstleistungen, auf den die Schwäche in der Bauwirtschaft ausgestrahlt haben könnte. Die Erzeugung des Produzierenden Gewerbes (ohne Bau) war im Winter geringfügig niedriger, insbesondere aufgrund einer beträchtlichen Einschränkung der Öl- und Gasförderung. Nichtsdestoweniger besserte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiterhin spürbar. Den nationalen Angaben zufolge fiel die standardisierte Erwerbslosenquote im ersten Quartal auf 5,5%, den tiefsten Stand seit Mitte 2008. Der Preisauftrieb auf der Konsumentenseite ließ im Verlauf der Wintermonate auch unter Ausschluss von Energieträgern und unverarbeiteten Nahrungsmitteln nach. So fiel die entsprechende Kernrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von +1,2% im Dezember 2014 auf nur noch +0,8% drei Monate später. Ausschlaggebend war die Preisentwicklung bei gewerblichen Waren (ohne Energieträger) und verarbeiteten Nahrungsmitteln, wofür der verstärkte Wettbewerb im Einzelhandel neben der Aufwertung des Pfund Sterling bedeutsam gewesen sein dürfte.

## Neue EU-Mitgliedsländer

In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)<sup>4</sup> insgesamt hat die konjunkturelle Erholung im ersten Jahresviertel nochmals Fahrt aufgenommen. Speziell in der Tschechischen Republik zog das reale BIP sprunghaft an. In anderen Ländern hat sich die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung ebenfalls verstärkt. Die lebhaftere Konjunktur resultierte vor allem aus dem kräftigen Anstieg der Binnennachfrage. Dabei profitierte der private Konsum von der verbesserten Situation auf dem Arbeitsmarkt; die Erwerbslosenquote ging vielerorts weiter zurück. Ferner wurde die Kaufkraft der privaten Haushalte durch niedrigere Verbraucherpreise gestärkt. Der aggregierte HVPI lag im Durchschnitt des ersten Quartals um 0,8% unter seinem Stand vor Jahresfrist. Für den Rückgang waren die Preise von Energieträgern und unverarbeiteten Nahrungsmitteln ausschlaggebend; ohne diese Güter gerechnet betrug die Rate +0,6%. Aufgrund der gedämpften inflationären Grunddynamik haben die Zentralbanken in Polen, Rumänien und Ungarn in den letzten Monaten ihre Leitzinsen erneut gesenkt.

*Aufschwung  
weiter verstärkt*

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

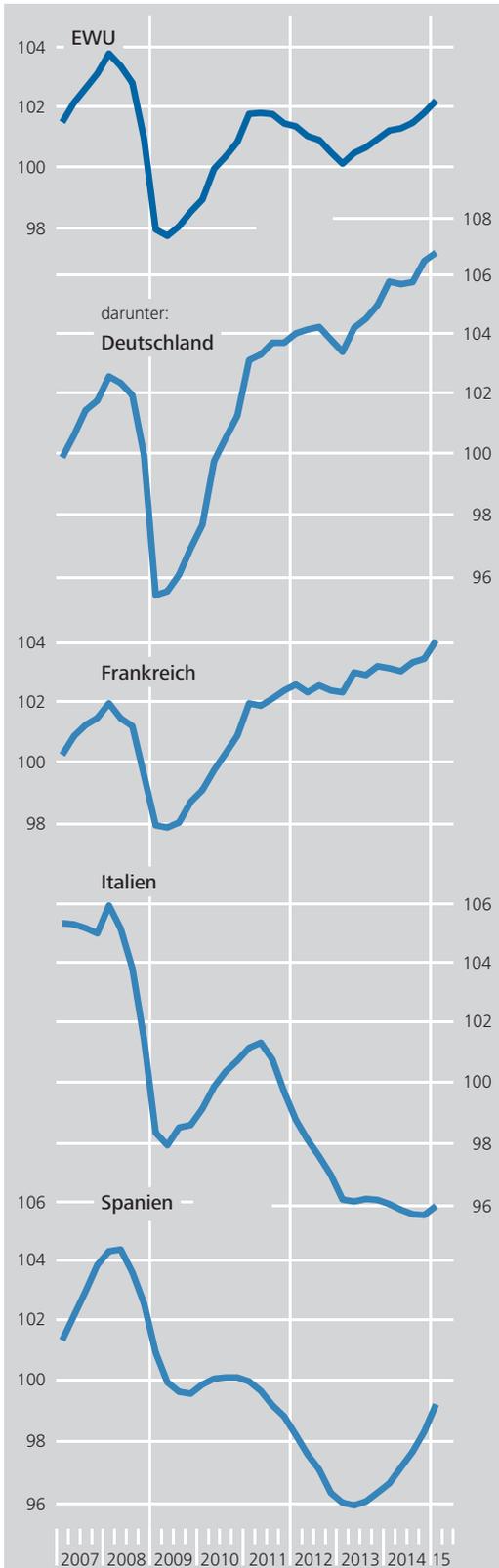
Trotz der Probleme in der Weltwirtschaft konnte im Euro-Raum das Tempo der konjunkturellen Erholung noch leicht erhöht werden. Die günstigeren Finanzierungsbedingungen, die Abwertung des Euro und der abgesenkte Rohölpreis scheinen ein Umfeld geschaffen zu haben, das für den Aufschwung in der EWU förderlich ist. Im Vergleich zur Vorperiode konnte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winter 2015 gemäß der ersten offiziellen Schätzung saisonbereinigt um knapp ½% zulegen und war 1% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

*Konjunkturelles  
Tempo leicht  
gestiegen*

<sup>4</sup> 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.

### Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum

reales BIP, 2010 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank

Auf Länderebene betrachtet war das Wirtschaftswachstum im ersten Jahresviertel recht unterschiedlich: Von den 15 Volkswirtschaften, für die erste Angaben vorliegen, wiesen 11 positive Wachstumsraten des realen BIP gegenüber dem Vorquartal auf. Neben einer erneut kräftigen Ausweitung in Spanien und einer deutlichen Expansion in Frankreich stieg die Wirtschaftsleistung in Deutschland und Italien spürbar. Dabei erzielte Italien erstmals seit dem Sommer 2013 eine Zunahme seiner gesamtwirtschaftlichen Produktion. Auch in den Niederlanden, Belgien und Portugal konnte das reale BIP merklich gesteigert werden, und die Slowakei, Lettland und Zypern verbuchten teilweise sogar kräftige Anstiege. Dagegen erhöhte sich die Wirtschaftsleistung in Österreich nur geringfügig. In Finnland setzte sich die leichte Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung fort, während Estland und Litauen nach einer dynamischen Aufwärtsbewegung konjunkturelle Rückschläge verbuchten.

*Mitgliedsländer weitgehend auf Wachstumskurs, ...*

Die bereits Ende letzten Jahres eingesetzte Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation Griechenlands hat im ersten Quartal 2015 angehalten. Insbesondere die hohe Unsicherheit über den wirtschaftspolitischen Kurs des Landes seit dem Regierungswechsel im Januar hat zu der konjunkturellen Abschwächung beigetragen. Die recht optimistischen Erwartungen bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2015 wurden bislang enttäuscht. So geht die EU-Kommission in ihrer Anfang Mai veröffentlichten Prognose nur noch von einem Wachstum von ½% im Jahr 2015 aus; das sind 2 Prozentpunkte weniger als in der Vorausschätzung vom Februar. Eine Beeinträchtigung der Dynamik in anderen Mitgliedsländern der EWU zeichnet sich zurzeit aber nicht ab.

*... aber in Griechenland Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation zu erwarten*

Die gesamtwirtschaftliche Expansion im Euro-Raum wurde entstehungsseitig nicht zuletzt von der Industrie getragen, deren Produktion im Schnitt des ersten Quartals um 1% über der Vorperiode lag. Hinter dem deutlichen Zuwachs stand zum einen eine kräftige Ausweitung der Energieerzeugung. Außerdem expandierte der

*Auch in der Industrie konjunkturelle Belebung*

Ausstoß von Vorleistungs- und Konsumgütern spürbar, während die Investitionsgüterherstellung etwas gesteigert wurde. Entsprechend erhöhte sich die Auslastung der Produktionskapazitäten im April 2015 im Vergleich zum Januar leicht und erreichte nun erstmals seit vier Jahren wieder ihren langfristigen Durchschnitt. Die Bauproduktion wuchs in den ersten beiden Monaten 2015 moderat und übertraf ihr Niveau vom Herbst 2014 um ½%. Bereits vorliegende Daten für März implizieren für das erste Quartal insgesamt eine merkliche Erhöhung in Deutschland, während in Frankreich die Flaute im Bau-sektor anhält.

*Spürbare  
 Impulse vom  
 privaten  
 Verbrauch*

Auf der Verwendungsseite des BIP hat die Belegung des privaten Verbrauchs, die Mitte 2014 eingesetzt hatte, im ersten Quartal dieses Jahres angehalten. Die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kraftfahrzeuge und Kraftstoffe) sind saisonbereinigt um 1% gegenüber der Vorperiode gewachsen. Darüber hinaus zog die Zahl der Kfz-Erstzulassungen mit einem Plus von 4¾% gegenüber den Herbstmonaten stark an. Auch wenn sie im Februar und März etwas an Schwung verloren hat, übertraf sie damit im Quartalschnitt ihren Vorjahresstand um 9%. Die zunehmende Kapazitätsauslastung der Unternehmen könnte zudem der Investitionstätigkeit neuen Auftrieb verliehen haben. Zu höheren Ausgaben der Unternehmen passen die stetige Steigerung der Ausbringung von Investitionsgütern sowie die günstigeren Finanzierungsbedingungen. Vor dem Hintergrund der weltwirtschaftlichen Schwäche sind nennenswerte Impulse aus dem Außenhandel mit Drittstaaten bislang ausgeblieben. So lagen die nominalen Warenausfuhren im Mittel der ersten zwei Monate des Jahres saisonbereinigt um ¼% unter dem Schlussquartal 2014. Die wertmäßigen Wareneinfuhren reduzierten sich im gleichen Zeitraum spürbar (-½%).

*Weiterhin  
 expansive  
 Signale der  
 Umfrage-  
 indikatoren*

Laut den vorliegenden Kurzfristindikatoren hat sich der gesamtwirtschaftliche Aufschwung im Euro-Raum zum Frühjahrauftakt fortgesetzt. Allerdings sind die Vorzeichen speziell für die auftragsorientierte Industrie nicht mehr so

### Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission für den Euro-Raum

Vierteljahresdurchschnitte, saisonbereinigt



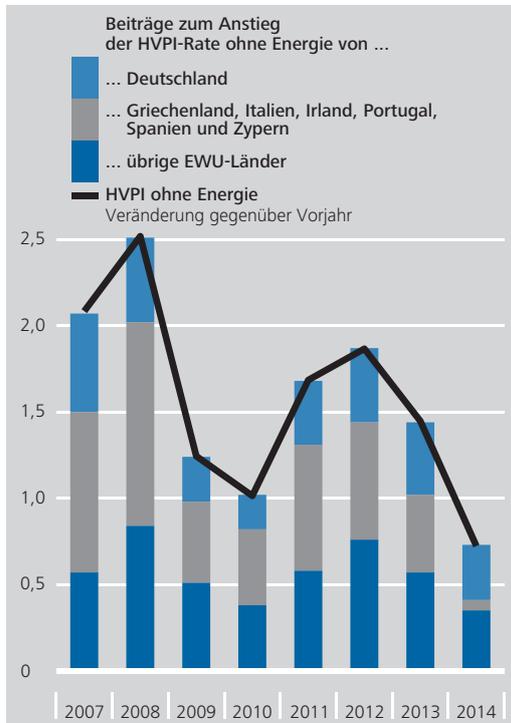
Quelle: Europäische Kommission (Business and Consumer Survey). Gewichteter Saldo der positiven und negativen Einschätzungen, jeweils in % der gegebenen Antworten. Gewichtung anhand der Anteile der einzelnen Länder an den realen privaten Konsumausgaben im Euro-Raum. **1** Mögliche Antworten: „Ja, auf alle Fälle“, „wahrscheinlich ja“ sowie „eher nicht“ und „auf keinen Fall“. **2** „Stärker als bisher steigen“, „etwa im gleichen Maße wie bisher steigen“ sowie „in etwa gleich bleiben“ und „sinken“. **3** „Ja, der Augenblick ist günstig“ und „nein, der Augenblick ist nicht günstig“.

Deutsche Bundesbank

günstig. Dort ist der Ordereingang im Januar/Februar im Vergleich zum vierten Quartal 2014 spürbar gesunken und signalisierte damit zuletzt eine verhaltenere Entwicklung. Ohne Großaufträge gerechnet fiel der Rückgang jedoch geringer aus. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) zeigte hingegen im April wie schon in den Wintermonaten eine merkliche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten an, insbesondere für den Dienstleistungssektor. Auch für das Verarbeitende Gewerbe lag dieser Index im expansiven Bereich. Dem Indikator der Europäischen Kommission zufolge war das Industrier Vertrauen im April – trotz einer leichten Eintrübung gegenüber dem Vormonat – etwas höher als im ersten Quartal. Das Verbrauchervertrauen gab im April ebenfalls nach, signalisierte aber im Vergleich zum Schnitt des ersten Quartals eine merkliche Aufhellung. Insbesondere scheint die Bereitschaft der privaten Haushalte für größere Anschaffungen in den letzten Monaten zugenommen zu haben. Der entsprechende Indikator setzte seinen bereits seit Längerem zu

### HVPI-Rate ohne Energie im Euro-Raum und Beiträge nach Ländergruppen

in % bzw. in %-Punkten



Deutsche Bundesbank

beobachtenden Anstieg im April fort. Dabei dürfte nicht zuletzt die mit dem gesunkenen Ölpreis und der niedrigeren Teuerungsrate verbundene Anhebung der Realeinkommen die Konsumbereitschaft beflügelt haben.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt hat sich im Berichtszeitraum weiter aufgehellt. Im März 2015 wie auch im ersten Quartal insgesamt belief sich die standardisierte Erwerbslosenquote (saisonbereinigt) auf 11,3%, verglichen mit noch 11,5% im Schlussquartal 2014. In fast allen Mitgliedsländern ist sie rückläufig. Zu den Ausnahmen gehören Frankreich und Italien. In Frankreich tendiert die Arbeitslosenquote seit Mitte 2014 wieder leicht nach oben und erreichte im Winter mit 10,6% einen neuen Höchststand. In Italien lag die Arbeitslosenquote im ersten Quartal zwar mit 12,8% um 0,2 Prozentpunkte unter dem Niveau des letzten Jahresviertels 2014. Im März 2015 stieg sie jedoch wieder auf 13,0% an.

*Graduelle  
 Besserung am  
 Arbeitsmarkt*

Im Euro-Raum insgesamt ging der Rückgang der Zahl der Arbeitslosen, der Mitte 2013 eingesetzt hatte, auch mit einem Stellenaufbau einher. Die Beschäftigungsdaten, die weniger zeitnah als die Angaben zur Arbeitslosigkeit verfügbar sind, zeigen für das vierte Quartal 2014 einen geringen Anstieg der Zahl der Erwerbstätigen gegenüber der Vorperiode an und eine Erhöhung um gut ½% im Schnitt des vergangenen Jahres. Angesichts der recht verhaltenen Aufwärtsbewegung der gesamtwirtschaftlichen Produktion war der Beschäftigungsaufbau im Jahr 2014 somit vergleichsweise ausgeprägt. Ein großer Teil der Zunahme fand im Dienstleistungssektor statt, während die Beschäftigung in der Industrie nahezu stagnierte. Im Bausektor setzte sich der Stellenabbau fort. Diese sektoralen Verschiebungen könnten ein Grund sein für das relativ gedämpfte Produktivitätswachstum auf gesamtwirtschaftlicher Ebene (siehe Erläuterungen auf S. 23 ff.).

Die Verbraucherpreise im Euro-Raum haben im ersten Vierteljahr 2015 gegenüber dem Vorquartal zwar saisonbereinigt wegen der Energiekomponente nochmals um 0,3% nachgegeben. Im Verlauf des Quartals stiegen sie aber unter dem Einfluss der anziehenden Rohölnotierungen wieder an. Ohne Energie gerechnet verstärkte sich der Anstieg der Verbraucherpreise saisonbereinigt leicht auf 0,2%. Dabei waren bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen weiterhin verhaltene Preissteigerungen zu verzeichnen, während sich bei Industriewaren die Seitwärtsbewegung noch fortsetzte. Die inzwischen recht markante Euro-Abwertung dürfte sich hier erst in der zweiten Jahreshälfte spürbar bemerkbar machen. Der Vorjahresabstand des HVPI drehte erstmals seit dem Jahr 2009 wieder leicht ins Minus (auf -0,3%). Ohne Energie betrug er +0,6%, wie in den beiden Quartalen zuvor.

*Tiefpunkt der  
 HVPI-Rate wohl  
 erreicht*

Der Rückgang der HVPI-Rate ohne Energie wurde vor allem in den ehemaligen Krisenländern, die zuvor überproportional zu ihm beigetragen hatten, gestoppt. Entweder verlangsamte sich der Preisrückgang, oder die Preise

*Rate ohne  
 Energie zuletzt  
 in den ehemaligen  
 Krisenländern wieder  
 gestiegen*

## Zur Produktivitätsentwicklung im Euro-Raum

In der EWU ging die stetige, aber relativ flache gesamtwirtschaftliche Erholung der letzten Jahre mit einem leichten Anstieg der Beschäftigung einher. Im Schlussquartal 2014 lag die Zahl der Beschäftigten um 1% über ihrem Tiefstand vom Jahresauftakt 2013, während das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) sein Minimum um 1¾% übertraf. Da die Beschäftigung aufgrund des technischen Fortschritts und steigender Kapitalausstattung zumeist spürbar langsamer expandiert als das BIP, ist diese verhältnismäßig hohe Beschäftigungsintensität des Wirtschaftswachstums in den vergangenen zwei Jahren bemerkenswert. Spiegelbild dieser Entwicklung ist ein niedriges Produktivitätswachstum, das heißt ein eher geringer Anstieg der Wertschöpfung je Beschäftigten. Die recht schwache Produktivitätsentwicklung der letzten Jahre wirft die Frage auf, ob es sich um einen längerfristigen Trend oder nur um ein vorübergehendes Phänomen handelt.

Eine zyklische und damit temporäre Verlangsamung läge zum Beispiel im Fall einer Hortung von Arbeitskräften trotz schwacher Güternachfrage vor. Ebenso kann eine konjunkturelle Investitionsflaute die Aufwärtsbewegung der Kapitalintensität und mithin auch der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität bremsen. Dagegen läge eine trendmäßige Veränderung etwa dann vor, wenn stetiger technischer Fortschritt dauerhaft höhere Steigerungsraten der Arbeitsproduktivität nach sich zieht. Ähnlich könnte aber auch ein sektoraler Wandel die Entwicklung der Arbeitsproduktivität langfristig beeinflussen. So sinkt im Zuge einer Verlagerung von Beschäftigung in zumeist weniger kapitalintensive Dienstleistungsbereiche die Zuwachsraten der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, selbst wenn sie in den einzelnen Sektoren gleich bleibt. Auch können strukturelle Hemmnisse in den Arbeits- und Produktmärkten einen ungünstigen Rahmen für In-

vestitionen schaffen und somit eine Steigerung der Kapitalintensität und Arbeitsproduktivität dauerhaft behindern.

Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftsleistung, Beschäftigung und Arbeitsproduktivität kann anhand der folgenden Identität veranschaulicht werden:

$$AP = BIP/E,$$

das heißt, die Arbeitsproduktivität (AP) misst die durchschnittliche Wirtschaftsleistung (BIP) je Beschäftigten (E). Alternativ wird aufgrund von konjunkturellen oder längerfristigen Veränderungen der durchschnittlichen Arbeitszeit je Beschäftigten vielfach der Output je geleisteter Arbeitsstunde (H) gemessen. Diese Stundenproduktivität ergibt sich als

$$AP_H = \frac{BIP}{H} = \frac{BIP}{E} \cdot \frac{H}{E}.$$

Die Veränderung des BIP kann entsprechend in die Änderungen der Anzahl der Beschäftigten, der durchschnittlichen Arbeitszeit je Beschäftigten und der durchschnittlichen Stundenproduktivität aufgeschlüsselt werden.

Die Entwicklung der Produktivität im Euro-Raum seit der Jahrtausendwende lässt sich in vier Phasen unterteilen: In den Jahren 2000 bis 2007 wuchs das reale BIP je Beschäftigten vergleichsweise stetig. Mit dem Einbruch der Wirtschaftsleistung infolge der globalen Finanzkrise 2008/2009 sank die so gemessene Produktivität zunächst weniger stark als das BIP und erreichte in der folgenden konjunkturellen Erholungsphase relativ zügig wieder ihren vorangegangenen Höchststand. In der zweiten wirtschaftlichen Schwächeperiode (der Staatsschuldenkrise 2011/2012) sank sie zwar nicht, seit dem Jahr 2011 hat der Output pro Kopf jedoch stagniert. Insgesamt stieg er im Zeitraum

## Beschäftigung im Euro-Raum insgesamt und in ausgewählten Mitgliedsländern

Position	Insgesamt	darunter:			
		Industrie	Marktdienstleistungen <sup>1)</sup>	Bau	Nichtmarktdienstleistungen <sup>2)</sup>
<b>Euro-Raum</b>					
Veränderung der Zahl der Beschäftigten (in Tsd. Personen)					
2000 bis 2007	11 429	- 1 462	9 375	1 426	2 685
2007 bis 2014	- 3 155	- 2 436	1 379	- 2 880	1 389
Anteil am Arbeitsvolumen (Stunden)					
2000	.	19,2	45,7	8,2	20,0
2007	.	16,9	48,3	8,9	20,1
2014	.	15,6	50,5	6,7	21,8
durchschnittliche jährliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität (Stunden)					
2001 bis 2007	1,1	3,0	0,8	- 1,0	0,3
2008 bis 2014	0,6	1,3	0,1	1,1	0,5
<b>Deutschland</b>					
Veränderung der Zahl der Beschäftigten (in Tsd. Personen)					
2000 bis 2007	408	- 625	1 296	- 582	375
2007 bis 2014	2 327	189	1 259	135	763
Anteil am Arbeitsvolumen (Stunden)					
2000	.	21,8	44,8	8,2	21,6
2007	.	20,3	47,4	6,7	22,5
2014	.	20,1	47,3	6,8	23,1
durchschnittliche jährliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität (Stunden)					
2001 bis 2007	1,5	3,4	1,3	- 0,4	0,2
2008 bis 2014	0,4	0,7	- 0,1	1,2	0,7
<b>Frankreich</b>					
Veränderung der Zahl der Beschäftigten (in Tsd. Personen)					
2000 bis 2007	1 371	- 377	1 115	338	384
2007 bis 2014	72	- 412	403	- 44	207
Anteil am Arbeitsvolumen (Stunden)					
2000	.	15,1	45,0	6,7	26,2
2007	.	12,8	47,1	7,8	26,3
2014	.	11,2	48,6	7,6	27,2
durchschnittliche jährliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität (Stunden)					
2001 bis 2007	1,4	3,6	1,3	- 0,5	0,7
2008 bis 2014	0,4	1,2	0,4	- 2,3	0,8
<b>Italien</b>					
Veränderung der Zahl der Beschäftigten (in Tsd. Personen)					
2000 bis 2007	2 274	23	1 716	453	126
2007 bis 2014	- 952	- 683	290	- 405	- 87
Anteil am Arbeitsvolumen (Stunden)					
2000	.	21,5	48,9	6,8	15,6
2007	.	19,8	50,8	8,3	14,3
2014	.	17,4	54,4	6,5	15,3
durchschnittliche jährliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität (Stunden)					
2001 bis 2007	0,1	1,0	- 0,1	- 1,3	0,5
2008 bis 2014	- 0,1	0,4	- 0,7	- 0,7	0,0
<b>Spanien</b>					
Veränderung der Zahl der Beschäftigten (in Tsd. Personen)					
2000 bis 2007	4 594	- 57	3 074	873	736
2007 bis 2014	- 3 109	- 759	- 625	- 1 754	176
Anteil am Arbeitsvolumen (Stunden)					
2000	.	18,7	45,6	12,0	16,3
2007	.	14,7	49,4	14,4	15,9
2014	.	13,3	55,1	6,0	20,0
durchschnittliche jährliche Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität (Stunden)					
2001 bis 2007	0,4	2,7	- 0,3	- 3,2	1,0
2008 bis 2014	1,7	2,1	0,8	6,2	0,4

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. **1** Handel, Transport, Gastgewerbe, Information und Kommunikation, Finanzdienstleister, unternehmensnahe Dienstleistungen, Kunst- und Kulturdienstleistungen. **2** Öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Bildungswesen, Gesundheitswesen.

zwischen 2007 und 2014 um ¼% jährlich, im Vergleich zu ¾% pro Jahr zwischen 2000 und 2007.

Hinter dem aggregierten Bild für den Euro-Raum verbergen sich zum Teil divergente Entwicklungen in den vier größten Mitgliedsländern. So hatte die Arbeitsproduktivität in Deutschland und Frankreich zwischen 2000 und 2007 spürbar zugelegt, stagnierte jedoch seither in Deutschland und erhöhte sich in Frankreich nur noch wenig. In Spanien verhielt es sich genau umgekehrt. Hier wurden in den vergangenen Jahren erhebliche Produktivitätsgewinne verzeichnet.<sup>1)</sup> In Italien nahm die Erzeugung je Beschäftigten zwischen 2007 und 2014 dagegen sogar um knapp ¾% pro Jahr ab.<sup>2)</sup> Das Länderbild deckt sich jedoch insofern mit dem des Euro-Raums insgesamt, als der Produktivitätszuwachs während der konjunkturellen Aufhellung in den vergangenen zwei Jahren gering war.

Die Schwäche der Erzeugung je Beschäftigten geht zum Teil auf Trends in der Arbeitszeit zurück. So wurde zum einen die durchschnittliche Wochenarbeitszeit der Vollzeitbeschäftigten von 41,1 Stunden im Jahr 2007 auf 40,5 Stunden im Jahr 2014 heruntergefahren. Zum anderen hat sich die Zahl der Vollzeitbeschäftigten seit dem Jahr 2007 deutlich reduziert, während die Teilzeitbeschäftigung zugenommen hat. Der Anteil der Teilzeitbeschäftigung an der Beschäftigung zog vor der Krise (2000 bis 2007) um 3,6 Prozentpunkte und seit Krisenbeginn (2007 bis 2014) um nochmals 3,2 Prozentpunkte auf nunmehr 22,4% an. Einerseits kann dies als strukturelles Phänomen im Sinne einer verstärkten Präferenz für Teilzeitarbeit angesehen werden. Andererseits ist seit dem Jahr 2007 der Anteil der unfreiwillig Teilzeitbeschäftigten an der gesamten Beschäftigung spürbar stärker gestiegen als jener der freiwillig Teilzeitbeschäftigten, was auf zyklische Einflüsse hindeutet.<sup>3)</sup> Dafür spricht auch, dass der Anteil der unfreiwillig

Teilzeitbeschäftigten während der Krise am kräftigsten in Italien und in Spanien zugenommen hat und dort am höchsten ist.

Die Absenkung der durchschnittlichen Arbeitszeit je Beschäftigten wirkt sich rein rechnerisch negativ auf den durchschnittlichen Output je Beschäftigten aus. So nahm die Stundenproduktivität in den Jahren 2007 bis 2014 um ¾% jährlich zu und damit etwas stärker als das reale BIP je Beschäftigten. Im Vergleich zum Vorkrisenzeitraum, in welchem der Zuwachs noch gut 1% betragen hatte, zeigt sich jedoch auch hier eine Verlangsamung, die mit dem Wiederanziehen der Konjunktur seit dem Jahr 2013 noch ausgeprägter geworden ist.

Die Abschwächung der Produktivitätsfortschritte je Arbeitsstunde betrifft nicht nur

---

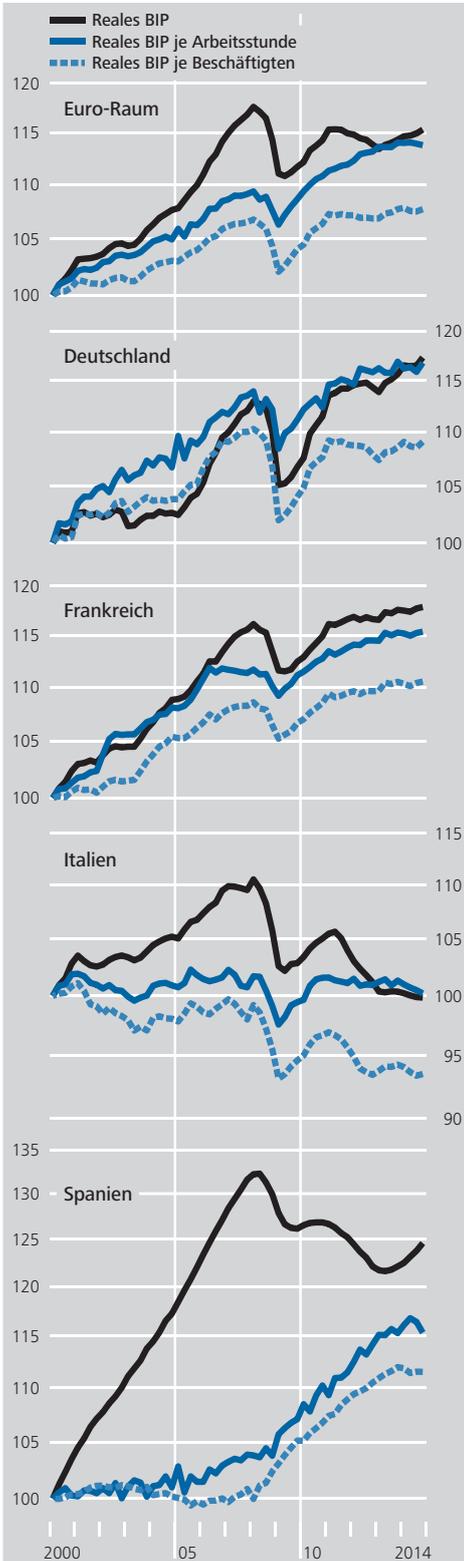
**1** Dies hängt zu einem großen Teil mit den starken Anpassungen im Baugewerbe zusammen. Hier ging die größte Zahl an Arbeitsplätzen verloren. Der deutlich antizyklische Verlauf der Arbeitsproduktivität, der lediglich in Spanien beobachtet wird, scheint jedoch vor allem darauf zurückzuführen zu sein, dass hier aufgrund der hohen Dualität des Arbeitsmarktes in Aufschwungphasen verstärkt temporär Beschäftigte eingestellt werden, die in einer Krise schnell entlassen werden können. Aus verschiedenen Gründen haben diese Beschäftigten eine eher geringe Produktivität. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den Besonderheiten der Lohnstückkostenentwicklung in Spanien, Monatsbericht, Februar 2014, S. 21 ff.; sowie S. Bentolila, J. J. Dolado und J. F. Jimeno (2012), Reforming an insider-outsider labor market: the Spanish experience, IZA Journal of European Labor Studies, 1:4.

**2** Das schwache Produktivitätswachstum geht auf verschiedene strukturelle Aspekte zurück, die neben Arbeits-, Produkt- und Kapitalmärkten auch das Justizsystem und die öffentliche Verkehrs- und Telekommunikationsinfrastruktur betreffen. Italien verfügt zudem über eine ungewöhnlich große Anzahl kleiner Firmen, die sich trotz geringer Produktivität am Markt halten können, was auf Friktionen hindeutet, die eine effiziente Allokation von Ressourcen beeinträchtigen. Vgl.: OECD (2015), Economic Survey Italy; IWF (2014), Italy, Country Report No. 14/283.

**3** Der Anteil der unfreiwillig Teilzeitbeschäftigten an der Gesamtbeschäftigung erhöhte sich vor der Krise weniger stark als der Anteil der freiwillig Teilzeitbeschäftigten (+ 1,5 Prozentpunkte bzw. + 2,1 Prozentpunkte). Nach dem Jahr 2007 war ihr Anstieg dagegen höher als die Zunahme des Anteils der freiwillig Teilzeitbeschäftigten (+ 2,2 Prozentpunkte bzw. + 1,0 Prozentpunkte). Im vergangenen Jahr gaben 29% der Teilzeitbeschäftigten als Grund für die Teilzeitbeschäftigung an, keinen ganztägigen Arbeitsplatz gefunden zu haben.

### Gesamtwirtschaftliche Produktion und Arbeitsproduktivität im Euro-Raum

1. Vj. 2000 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

den Euro-Raum, sondern auch andere entwickelte Volkswirtschaften.<sup>4)</sup> Zudem sanken die Produktivitätszuwächse tendenziell schon vor dem Jahr 2007.<sup>5)</sup> Eine mögliche Ursache für diese Entwicklung könnte der sektorale Strukturwandel sein, im Zuge dessen sich die Beschäftigung in Dienstleistungsbereichen verlagert.<sup>6)</sup> Hier steigt die Produktivität aufgrund der geringeren Kapitalintensität im Schnitt langsamer als in anderen Wirtschaftszweigen. Bei einem zunehmenden Gewicht des Dienstleistungssektors würde die gesamtwirtschaftliche Steigerungsrate der Produktivität sinken, selbst wenn sie innerhalb der einzelnen Sektoren gleich bliebe.

Trotz erheblicher Unterschiede zwischen den Ländern und Perioden kann der sektorale Wandel in allen untersuchten Mitgliedstaaten beobachtet werden. So wurden generell neue Stellen vor allem im Bereich der Dienstleistungen und darunter hauptsächlich in den Marktdienstleistungen geschaffen. Die Zahl der Beschäftigten insgesamt legte in der EWU in den Jahren 2000 bis 2007 um 11½ Millionen zu, bei den Marktdienstleistungen um 9½ Millionen. In der Industrie hingegen gingen Arbeitsplätze verloren. Nach dem Jahr 2007 belief sich das Minus dort auf 3¼ Millionen Arbeitsplätze, während im Bereich der Marktdienstleistungen die Stellenzahl um weitere 1½ Millionen zulegen konnte. Der Anteil der Beschäftigten im Dienstleistungssektor war in der EWU insgesamt ebenso wie in ihren vier größten Mitgliedsländern im Jahr 2014 spürbar höher.

4 Vgl. etwa: Bank of England, The UK productivity puzzle, Quarterly Bulletin 2014 Q2, S. 114 f.; Deutsche Bundesbank, Die US-Wirtschaft im aktuellen Konjunkturaufschwung, Monatsbericht, April 2013, S. 15–39; sowie Deutsche Bundesbank, Zur Produktivitätsschwäche in Großbritannien im Vergleich zu den USA, Monatsbericht, April 2013, S. 28 ff.

5 Vgl.: Dabla-Norris et al. (2015), The new normal: a sector-level perspective on productivity trends in advanced economies, IMF Staff discussion note 15/03.

6 Vgl.: S. Klinger und E. Weber, Seit der Großen Rezession: schwächerer Zusammenhang von Konjunktur und Beschäftigung, Wirtschaftsdienst 10/2014, S. 756–758.

her als im Jahr 2000. Zugleich ging die Stundenproduktivität in der Industrie zum Teil merklich steiler nach oben als in den Marktdienstleistungen.<sup>7)</sup> Die Differenz zwischen den Zuwachsraten ist zwar nach dem Jahr 2007 gesunken; der allgemein zu beobachtende kräftigere Produktivitätsanstieg in der kapitallastigeren Industrie hat sich jedoch auch in den vergangenen Jahren gezeigt.

Die trendmäßige Verlagerung der Beschäftigung in Dienstleistungsbereiche dürfte dennoch nur einen Teil der beobachteten Verlangsamung der Produktivitätsfortschritte erklären. So hat sich die sektorale Verlagerung nach dem Jahr 2007 eher abgeschwächt. Von größerer Bedeutung ist jedoch, dass die Produktivitätszuwachsrate auch innerhalb der Sektoren gesunken ist.<sup>8)</sup> Der Rückgang in der Zuwachsrate ist dabei in der Industrie besonders hoch und konzentriert sich zudem auf die konjunkturelle Erholungsphase. Das schwächere Produktivitätswachstum dürfte somit zwar zum Teil eine intersektorale Beschäftigungsverschiebung widerspiegeln, intrasektorale Produktivitätsänderungen spielen jedoch die größere Rolle.

Die Ursachen für die schwächere Produktivitätsentwicklung innerhalb der einzelnen Sektoren sind vielfältig. So war die Unsicherheit aufseiten der Unternehmen über die zukünftige Entwicklung des Euro-Raums in den vergangenen Jahren sehr hoch.<sup>9)</sup> Zudem wurden wachstumsfördernde Strukturereformen in den Mitgliedsländern zum Teil nur schleppend eingeleitet.<sup>10)</sup> Diese Punkte, zusammen mit der zyklischen Schwäche, haben die Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren gedämpft; die Kapitalintensität stieg allenfalls wenig. Des Weiteren fiel die konjunkturelle Erholung in einigen Mitgliedsländern zunächst schwächer aus als erwartet.<sup>11)</sup> Möglicherweise wurden dort Arbeitskräfte in Erwartung einer höheren Nachfragedynamik gehortet, die dann aber ausblieb.

Die Ursachen der zuletzt beobachteten Abflachung des Produktivitätswachstums sind bislang noch nicht vollständig geklärt.<sup>12)</sup> Es spricht aber Einiges dafür, dass die jüngste Stagnation der Arbeitsproduktivität nur zum Teil auf strukturelle Faktoren zurückgeht. Bei einem stärkeren Anziehen der Investitionskonjunktur sollte daher die Stundenproduktivität wieder stärker zulegen. Auch die unfreiwillige Teilzeitbeschäftigung sollte an Bedeutung verlieren und das reale BIP je Beschäftigten wieder kräftiger steigen. Ein nachhaltig steilerer Wachstumspfad wird jedoch nur über eine verstärkte Investitions- und Innovationstätigkeit erreicht werden können. Diese würde nicht zuletzt durch konsequent fortgesetzte wachstumsfördernde Strukturereformen begünstigt.

---

**7** Der Schwerpunkt dieser Analyse liegt auf der Industrie und den Marktdienstleistungen; die Beschäftigung in der Bauwirtschaft folgt einem stark prozyklischen Muster. In den öffentlichen Dienstleistungen, darunter vor allem im Gesundheitswesen, wird seit längerer Zeit ein trendmäßiger Anstieg der Beschäftigung beobachtet. Die Produktivitätsmessung ist hier jedoch mit besonders großen Schwierigkeiten verbunden.

**8** Eine Ausnahme bildet hier Spanien, in dem die Zuwachsrate in den Marktdienstleistungen nach dem Jahr 2007 stärker angestiegen war als zuvor, ohne jedoch das Wachstumstempo in der Industrie zu erreichen.

**9** Der Economic Policy Uncertainty Indicator für Europa (verfügbar unter [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com)) ist zwar gegenüber den Jahren 2011/2012, dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise, gesunken, sein Niveau ist jedoch nach wie vor deutlich höher als vor 2007. Vgl.: S. Baker, N. Bloom und S. J. Davis (2013), *Measuring Economic Policy Uncertainty*, Manuskript.

**10** Vgl. etwa: OECD (2015), *Going for Growth*.

**11** Z. B. lag die Europäische Kommission noch im Winter 2013 mit ihrer Prognose für das BIP-Wachstum im Euro-Raum im Jahr 2014 mit 1½% um ½ Prozentpunkt über dem später realisierten Wert. Für Frankreich beträgt der Abstand ¾ Prozentpunkte und für Italien 1¼ Prozentpunkte.

**12** Vgl. etwa: Bank of England, *The UK productivity puzzle*, Quarterly Bulletin 2014 Q2, S. 114 f.; Dabla-Norris et al. (2015), a. a. O.

stiegen sogar wieder leicht an. Allerdings schwächte sich der Preisanstieg in den nicht so stark von der Krise betroffenen Ländern zunächst noch weiter ab. Erst zuletzt zeigten sich auch hier Anzeichen einer Umkehr.

Im April 2015 stiegen die Verbraucherpreise im Euro-Raum saisonbereinigt weiter an. Im Ver-

gleich zum April 2014 waren die Preise gemäß Eurostat-Schnellschätzung im Durchschnitt unverändert. Einem ausgeprägt negativen Vorjahresabstand der Preise für Energie standen verhaltene Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen gegenüber. Ohne Energie gerechnet vergrößerte sich der Vorjahresabstand des HVPI leicht auf 0,7%.

*Im April HVPI-Vorjahresrate nicht mehr negativ*