

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Weiterhin  
 verhaltene  
 Expansion der  
 Weltwirtschaft*

Wie bereits im Schlussquartal 2015 expandierte die globale Wirtschaftsleistung zum Jahresauftakt 2016 wohl nur mit verhaltenem Tempo. Dabei zeichnete sich deutlicher als zuvor eine Verlagerung der Wachstumskräfte ab. Nachdem sich die konjunkturelle Lage in den Schwellenländern im vergangenen Jahr spürbar eingetrübt hatte, scheint sie sich dort zuletzt stabilisiert zu haben. So dürften in China die Bemühungen um eine Stimulierung der Wirtschaft erste Früchte getragen haben. In Russland schwächten sich die rezessiven Tendenzen offenbar ab. Demgegenüber blieb das Wirtschaftswachstum in wichtigen Fortgeschrittenen Volkswirtschaften gedämpft. Dies mag zum Teil ein Reflex der Nachfrageflaute in den Schwellenländern gewesen sein. Allerdings war die annähernde Stagnation der US-Wirtschaft im ersten Quartal auch heimischen Einflüssen geschuldet; nichtsdestoweniger dürfte die zugrunde liegende Aufwärtstendenz intakt sein. Der Aufschwung im Vereinigten Königreich verlor im Winter etwas an Kraft, und das Konjunkturbild Japans zeigte sich kaum verbessert. Im Euro-Raum hingegen setzte sich die gesamtwirtschaftliche Erholung, begünstigt durch mildes Winterwetter, mit größerem Schwung fort.

*Stabilisierung  
 der Rohstoff-  
 preise als  
 Voraussetzung  
 für Festigung  
 der globalen  
 Konjunktur*

Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums im vergangenen Jahr war rechnerisch auf die Rohstoffe exportierenden Regionen zurückzuführen. Diese mussten wegen des Preisverfalls für ihre wichtigsten Ausfuhr Güter erhebliche Anpassungslasten stemmen.<sup>1)</sup> Entsprechend wurden die Entwicklungen auf den Rohwarenmärkten in den vergangenen Monaten vielfach als Gradmesser für die konjunkturellen Aussichten nicht nur dieser Länder-

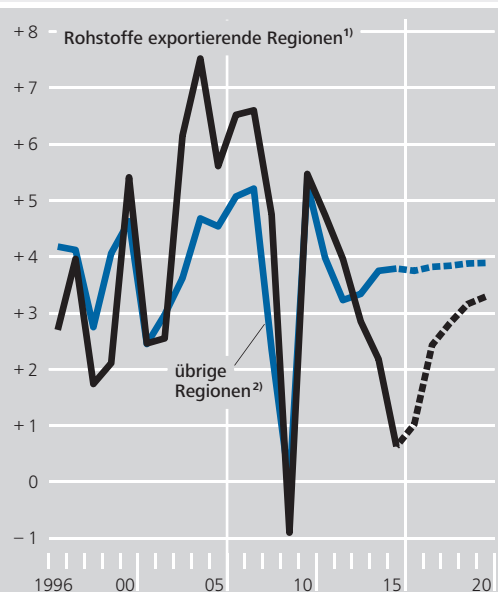
gruppe gewertet. Die jüngste Stabilisierung der Rohstoffnotierungen schafft die Voraussetzung für eine Normalisierung in den Exportregionen und damit auch für eine Festigung der Weltwirtschaft insgesamt.

Ein solches Szenario liegt den Stabsprojektionen im World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom April zugrunde. Demzufolge wird für die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten und Lateinamerika 2017 wieder eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) – nach zwei Jahren des Rückgangs – vorausgeschätzt. Dieser Umschwung ist maßgeblich für die erwartete Verstärkung des globalen Wachstums (gerechnet zu Kaufkraftparitäten) von 3,2% im laufenden Jahr auf 3,5% im kommenden Jahr. Die noch im Januar für 2016 veranschlagte Tempoerhöhung der Weltwirtschaft wurde also verschoben. Damit

*IWF erwartet  
 praktisch keine  
 Tempoerhöhung  
 der Weltwirt-  
 schaft in 2016  
 mehr*

#### Wirtschaftswachstum nach Länderkreisen<sup>1)</sup>

Veränderung des realen BIP gegenüber Vorjahr in %



Quelle: IWF World Economic Outlook (WEO April 2016) und eigene Berechnungen. \* Auf Basis kaufkraftparitätischer Gewichte des jeweiligen Vorjahres. Ab 2016 Projektionen des IWF. **1** Gemeinschaft Unabhängiger Staaten, Lateinamerika und Karibik, Naher Osten und Nordafrika (einschl. Pakistan und Afghanistan) sowie Subsahara-Afrika. **2** Fortgeschrittene Volkswirtschaften, asiatische und europäische Schwellenländer.

Deutsche Bundesbank

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

### 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 6. Mai bzw. 1. bis 12. Mai 2016 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

musste der Stab im Vergleich zur vorangegangenen Prognose erneut Abschlüsse vornehmen. Sie betrafen zum einen die Rohstoffe exportierenden Volkswirtschaften, da den Projektionen vom Jahresbeginn noch vorteilhaftere Preisannahmen zugrunde gelegen hatten. Zum anderen wurden die Vorausschätzungen für die Industrieländer herabgesetzt. Die Flaute des Winterhalbjahres 2015/2016 hat Hoffnungen auf eine unmittelbar bevorstehende Beschleunigung in diesem Länderkreis zerstoben. Speziell mit Blick auf die USA könnte der IWF aufgrund der aktuellen Datenlage sogar zu einer weiteren Abwärtsrevision der Wachstumsprojektion für das Jahr 2016 gezwungen sein. Ähnlich wie

auch für die Welt insgesamt stellt sich hier die Frage, ob hinter den wiederholten Korrekturen der Prognosen nach unten in den vergangenen Jahren nicht eine grundlegende Überschätzung der Wachstumskräfte steht.<sup>2)</sup>

Die Talfahrt der Rohstoffnotierungen kam im Berichtszeitraum auf breiter Front zum Stillstand. Im Monatsdurchschnitt April legte der HWWI-Preisindex (auf US-Dollar-Basis) für Nahrungs- und Genussmittel um mehr als 6% gegenüber Januar zu, während sein Pendant für Industrierohstoffe um fast 12% anzog. Im gleichen Zeitraum verteuerte sich Rohöl der Sorte Brent am Kassamarkt sogar um ein Drittel. Binnen Jahresfrist ergab sich damit aber immer noch ein erheblicher Preisrückstand. Zuletzt mussten für ein Fass Brent 47 1/2 US-\$ gezahlt werden. Die Preise für Lieferungen zu späteren Zeitpunkten hielten mit dem Anstieg der Kassanotierung nicht Schritt, sodass sich die Terminaufschläge erheblich verringerten. Möglicherweise wurde der Angebotsüberhang auf dem Rohölmarkt als nicht mehr so erdrückend wahrgenommen. Dazu könnten Gespräche wichtiger Förderländer mit dem Ziel der Produktionsdeckelung beigetragen haben, wenngleich sie zunächst ohne Ergebnis blieben. Hinzu kamen sichtbare, wenn auch langsame Fortschritte in der Anpassung der Förderung in den USA sowie Produktionsausfälle anderenorts.

*Rohstoffpreise zum Teil deutlich gestiegen*

Auf der Verbraucherstufe waren zwar die Preise für Energieträger im Schnitt der ersten drei Monate 2016 spürbar niedriger als im Schlussquartal des vergangenen Jahres. Allerdings waren sie zum Jahreswechsel 2014/2015 noch erheblich stärker gefallen. Mithin verkürzte sich ihr negativer Vorjahresabstand. Dieser Effekt war maßgeblich für den Anstieg der Teuerungsrate in den Industrieländern von +0,3% im Herbst 2015 auf +0,7% im Winter. Der Preisaufruf in der Kernkomponente, welche Nah-

*Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe etwas gefestigt*

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

rungsmittel und Energieprodukte ausklammert, legte nur leicht von +1,4% auf +1,5% zu.

## Ausgewählte Schwellenländer

*Wirtschaftswachstum in China durch Belebung der Investitionskonjunktur gestützt*

In China stieg das reale BIP im ersten Quartal 2016 gemäß der offiziellen Schätzung binnen Jahresfrist um 6,7%. Damit hat die chinesische Wirtschaft ihr Expansionstempo vom Schlussquartal 2015 weitgehend gehalten.<sup>3)</sup> Zwar liegen noch keine Angaben zu den verwendungsseitigen Komponenten des Wachstums zum Jahresbeginn vor. Den monatlichen Indikatoren zufolge könnten aber die Investitionen, die im vergangenen Jahr nur verhältnismäßig schwach expandiert hatten, wieder eine größere Rolle gespielt haben. Darauf deutet insbesondere die starke Ausweitung der Bauaktivitäten hin. Sie geht auf eine – im Wesentlichen durch staatliche Stimuli eingeleitete – Besserung auf dem Wohnimmobilienmarkt zurück, der sich in den Jahren zuvor erheblich abgekühlt hatte. Die damit verbundene Erholung der Preise von Eisenerz und Stahl hat dazu beigetragen, dass sich die deflationären Tendenzen auf der Produzentenebene abgeschwächt haben. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hat sich in den vergangenen Monaten spürbar erhöht, und zwar von 1,6% im Dezember auf 2,3% im März. Ausschlaggebend war ein markanter Preisanstieg bei verschiedenen Nahrungsmitteln. Die Kernrate, die solche Güter sowie Energieprodukte ausschließt, belief sich zuletzt unverändert auf 1,5%.

*Indische Wirtschaft mit anhaltend kräftiger Expansion*

Die indische Wirtschaft dürfte im vergangenen Quartal weiterhin recht kräftig expandiert haben. Im Schlussquartal 2015, bis zu dem vierteljährliche Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vorliegen, war das reale BIP um 7,3% im Vorjahresvergleich gewachsen. Die lebhafte Konjunktur kommt auch in einer stark steigenden Ölnachfrage des Landes zum Ausdruck. Im abgelaufenen Jahr belief sich der Zuwachs laut Schätzung der Internationalen Energieagentur auf knapp 6%. Im ersten Quartal 2016 zogen die Rohölimporte sogar um

13% gegenüber dem Vorjahr an. Aufgrund der niedrigeren Ölnotierungen sind jedoch die entsprechenden Importausgaben kräftig gesunken. Die Verbilligung von Energiegütern trägt auch wesentlich zu dem – für indische Verhältnisse – gedämpften Preisanstieg bei. Die Inflationsrate betrug im ersten Vierteljahr nach wie vor 5,3%.

In Brasilien setzte sich die schwere Rezession offenbar auch im abgelaufenen Quartal fort. Zwar liegt bislang keine amtliche BIP-Schätzung vor. Die Industrieproduktion wurde aber gegenüber dem Schlussquartal 2015 saisonbereinigt nochmals deutlich eingeschränkt. Binnen Jahresfrist ergab sich ein Minus von fast 12%. Besonders drastisch fiel der Rückgang mit knapp einem Drittel bei Investitionsgütern aus. Für den Kollaps der Investitionsnachfrage dürfte die ausgeprägte politische Unsicherheit maßgeblich sein; sie könnte angesichts der jüngsten Zuspitzung in der Staatskrise weiter zugenommen haben. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe verringerte sich in den vergangenen Monaten von hohem Niveau aus leicht, und zwar von 10,7% im Dezember auf 9,4% im März. Das geldpolitische Inflationsziel wird voraussichtlich auch noch in den kommenden Monaten erheblich übertroffen werden. Vor diesem Hintergrund hielt die Zentralbank den Leitzins bei 14,25%.

*Fortsetzung der schweren Rezession in Brasilien*

In Russland scheint sich die Abwärtsdynamik zuletzt abgeschwächt zu haben. Im vierten Quartal 2015 hatte das reale BIP seinen Vorjahresstand um 3,8% unterschritten. Im ersten Quartal 2016 verkürzte sich dieser Rückstand einer Regierungsschätzung zufolge auf 1,4%. Sollte sich die jüngste Erholung auf dem Ölmarkt als nachhaltig erweisen, wird die Kontraktion zum Jahresende hin voraussichtlich auslaufen. Die Ölpreisbewegungen sind von überragender Bedeutung für die auf Energieexporte spezialisierte russische Wirtschaft (vgl.

*Abwärtsbewegung in Russland wohl abgeschwächt*

<sup>3)</sup> Nach der Rechnung des chinesischen Statistikamtes hat sich die konjunkturelle Dynamik in der Verlaufsbeurteilung aber abgeschwächt. Demnach stieg die saisonbereinigte Wirtschaftsleistung um 1,1% gegenüber dem Schlussquartal 2015, in dem sie um 1,5% zugelegt hatte.

## Zur Wirtschaftskrise in Russland

Die russische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr in eine tiefe Rezession gerutscht, die sich im laufenden Jahr voraussichtlich noch fortsetzen wird. Die Wirtschaftskrise dürfte zu einem gewissen Teil dem Ukraine-Konflikt geschuldet sein. Die hiermit verbundenen geopolitischen Spannungen erhöhten speziell im Jahr 2014 die Unsicherheit massiv. Zudem verhängte die westliche Staatengemeinschaft im Sommer 2014 Wirtschaftssanktionen gegen Russland, die bis heute in Kraft sind.<sup>1)</sup> Als Gegenmaßnahme erließ Russland ein Importembargo für Nahrungsmittel aus der Europäischen Union, den USA und weiteren Ländern, wodurch sich vergleichbare Produkte auf russischen Märkten spürbar verteuerten.

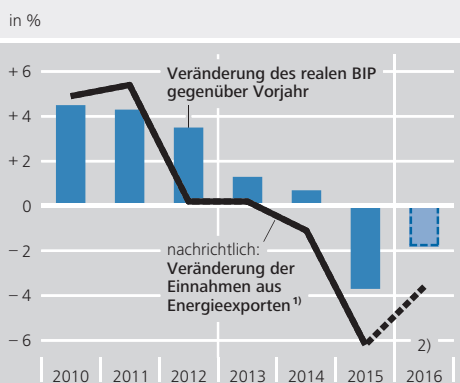
Wichtiger dürfte aber gewesen sein, dass sich die Rohölnotierungen – darunter die von Russland angebotene Sorte „Urals“ – ab Mitte des Jahres 2014 in US-Dollar gerechnet halbierten. Annähernd so stark verringerte sich seither auch der Preis für russisches Erdgas. Als einer der weltgrößten Produzenten von Erdöl und Erdgas ist Russland von Einnahmen aus dem Export von Energieprodukten abhängig. In den Jahren 2011 bis 2014 beliefen sie sich auf durchschnittlich 340 Mrd US-\$ pro Jahr; das entsprach zwei Dritteln des Gesamtwertes der

russischen Wareneinfuhren. Infolge des Preissturzes schrumpften die Erlöse aus dem Export von Energieprodukten im Jahr 2015 erheblich; im Verhältnis zum russischen Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Vorjahres beliefen sich die Verluste auf nicht weniger als 6%.

Ein wesentlicher Kanal, über den sich der Rückgang der Energiepreise auf die russische Gesamtwirtschaft übertragen hat, betrifft den Staatshaushalt. Im Jahr 2014 machten Exportsteuern und Produktionsabgaben auf Energieträger mit 7,4 Billionen Rubel mehr als die Hälfte aller Einnahmen des Zentralstaats aus. Aufgrund der ölpreisbedingten Einnahmerückgänge mussten im abgelaufenen Jahr die gesamten öffentlichen Ausgaben in realer Rechnung um annähernd ein Zehntel reduziert werden. Dennoch verblieb am Ende eine Budgetlücke von 3 1/2% des BIP, die vor allem durch Entnahmen aus dem nationalen Reservefonds geschlossen wurde.

Die Einnahmeverluste des russischen Staates wären noch deutlich höher ausgefallen, wenn nicht der Rubel – praktisch im Gleichschritt mit der Talfahrt des Ölpreises – drastisch an Wert verloren hätte. Die Währungsabwertung heizte jedoch die Inflation weiter an, die sich infolge des Verbots von Nahrungsmittelimporten bereits spürbar verstärkt hatte. Im März 2015 erreichte die Teuerung auf der Verbraucherstufe mit einer Rate von 17% ihren Höhepunkt. Der damit verbundene Entzug an Kaufkraft zwang die russischen Haushalte, ihre Nachfrage erheblich zu drosseln. Im Ergebnis gingen die privaten Konsumausgaben im vergangenen Jahr preisbereinigt um knapp 10% zurück. Selbst während der Russland-Krise im Jahr 1998 oder der globalen Finanz- und Wirt-

### Wirtschaftswachstum in Russland



Quellen: Nationale Statistiken, IWF und eigene Berechnungen.  
1 Differenz gegenüber Vorjahr im Verhältnis zum nominalen BIP des Vorjahres. 2 IWF-Prognose (BIP-Wachstum) bzw. eigene Hochrechnung auf Basis von Angaben für das 1. Vj. 2016.  
Deutsche Bundesbank

1 Dazu gehören zum einen Zugangsbeschränkungen für ausgewählte russische Banken sowie Rüstungs- und Energieunternehmen zu den westlichen Kapitalmärkten. Zum anderen umfassen die Sanktionen Exportverbote für bestimmte Energieausrüstungen sowie militärische Güter (einschl. sog. „Dual-Use“-Güter).

schaftskrise im Jahr 2009 war keine so starke Kontraktion beobachtet worden.

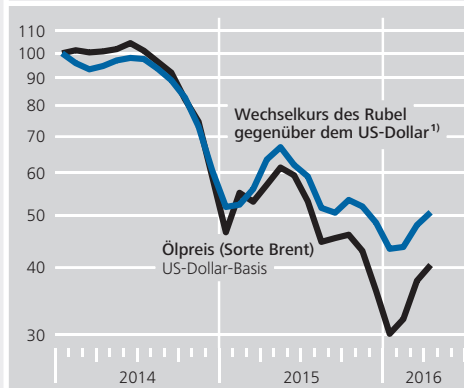
Die Kaufzurückhaltung der russischen Verbraucher hat die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe sowie in den verschiedenen Dienstleistungssektoren, allen voran im Groß- und Einzelhandel, erheblich beeinträchtigt. Abgesehen von der Landwirtschaft konnte nur der Bergbau seine Produktion nennenswert erhöhen. Die Förderung von Öl stieg sogar auf den höchsten Stand seit dem Ende der Sowjetunion. Dahinter steht, dass die Ölunternehmen aufgrund solider Gewinne (in Rubel gerechnet) ihre Investitionen aufrechterhalten konnten.<sup>2)</sup> Die Robustheit dieser Investitionen dürfte wesentlich dafür gewesen sein, dass der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen mit 7½% moderater ausfiel als die Einschränkung des privaten Konsums.

Der Einbruch der russischen Binnennachfrage ging mit einer drastischen Reduzierung der Importe einher. Preisbereinigt nahmen sie um nicht weniger als ein Viertel ab.<sup>3)</sup> Neben der Rubel-Abwertung könnte hierbei eine wichtige Rolle gespielt haben, dass der russische Staat im Rahmen einer neuen Entwicklungsstrategie die Substitution von Importen durch inländische Produktion vorantreibt.<sup>4)</sup> Hingegen dürften das vom Westen verhängte Exportverbot für bestimmte Waren sowie die Gegenmaßnahmen Russlands von untergeordneter Bedeutung gewesen sein. Die russischen Warenimporte aus Ländern, die sich an den Sanktionen beteiligt haben, verringerten sich jedenfalls nur unwesentlich stärker als solche aus dem Rest der Welt.<sup>5)</sup>

Die russischen Exporte legten im vergangenen Jahr preisbereinigt um knapp 4% zu. Dahinter steht in erster Linie die erwähnte Ausweitung der Produktion von Energiegütern. Andere Warenexporte gingen einer nicht amtlichen Schätzung zufolge leicht zurück.<sup>6)</sup> Offensichtlich ist es den russischen Unternehmen trotz der Abwertung bislang nicht gelungen, auf den Auslandsmärkten stärker Fuß zu fassen. Im Hinblick auf die

### Ölpreis und Wechselkurs des Rubel

Januar 2014 = 100, Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Thomson Reuters Datastream und russische Zentralbank. 1 Ein Rückgang zeigt eine Abwertung des Rubel an.  
 Deutsche Bundesbank

Handelsbilanz hat die kräftige Einschränkung der Importe den preisbedingten Einbruch der Exporterlöse zu einem guten Teil aufgewogen. Der russische Leistungsbilanzüberschuss war mit 70 Mrd US-\$ sogar etwas höher als im Jahr 2014.

Die Perspektiven der russischen Wirtschaft hängen weiterhin entscheidend vom Ölpreispfad ab. Die Rohölnotierungen sind in den letzten Monaten zwar wieder deutlich gestiegen. In der jahresdurchschnittlichen Betrachtung werden die russischen Einnahmen aus Energieexporten im Jahr 2016 jedoch voraussichtlich erneut merklich sinken. Der Sparkurs des Staates könnte sich

<sup>2</sup> Dass die Profitabilität der Ölunternehmen trotz des Ölpreyrückgangs nicht gelitten hat, liegt neben der Abwertung an Besonderheiten im russischen Steuersystem. Vgl.: Internationale Energieagentur, Russia robust through 2016, Oil Market Report, November 2015, S. 27 f.

<sup>3</sup> Die starke Einschränkung der russischen Importe hat auch zur Schwäche des Welthandels im vergangenen Jahr beigetragen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den jüngsten Tendenzen im globalen Warenhandel, Monatsbericht, März 2016, S. 23 f.

<sup>4</sup> Auch das erwähnte Verbot von Nahrungsmittelimporten aus dem Westen ist durchaus als Bestandteil dieser Strategie anzusehen.

<sup>5</sup> Die Einnahmen Deutschlands aus Warenexporten nach Russland gingen im Jahr 2015 um ein Viertel zurück. Nimmt man geringere Einkünfte aus Dienstleistungsexporten und Vermögen in Russland hinzu, summieren sich die Verluste für Deutschland auf 9 Mrd €.

<sup>6</sup> Vgl.: Gaidar Institute for Economic Policy (2016), Russian Economic Developments No. 4, S. 26.



sogar verschärfen, da angesichts der gesunden finanziellen Rücklagen nur noch begrenzte Spielräume zur Ausweitung des Haushaltsdefizits bestehen.<sup>7)</sup> Ein mögliches Aufheben der Sanktionen würde die kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Perspektiven Russlands wahrscheinlich nur wenig verbessern. Nach einer Schätzung der Weltbank würde in einem solchen Szenario das Wirtschaftswachstum lediglich ein Jahr lang um 1 Prozentpunkt höher ausfallen.<sup>8)</sup>

Sollte der Ölpreis nicht wieder rasch zu dem hohen Niveau der jüngeren Vergangenheit zurückkehren, ist in den nächsten Jahren nur mit einer schwachen Erholung der russischen Wirtschaft – einhergehend mit einer gedämpften Importentwicklung<sup>9)</sup> – zu rechnen. Dabei ist ins Bild zu nehmen, dass sich das Potenzialwachstum in den vergangenen Jahren wohl stark verringert hat. Schon vor dem Ausbruch des Ukraine-Konflikts haben hierzu eine ungünstige demografische Entwicklung sowie ein zunehmender staatlicher Einfluss auf das Wirtschaftsgeschehen bei-

getragen. Zuletzt kam hinzu, dass die ausländischen Direktinvestitionen in Russland – vermutlich als Ergebnis der gestiegenen politischen Unsicherheit – beinahe vollständig zum Erliegen gekommen sind. Sie wären aber gerade für die notwendige Diversifikation der russischen Wirtschaft dringend erforderlich. Demgegenüber ist die von Russland verfolgte Strategie zur Stärkung der Nichtrohstoffsektoren, nämlich die Importsubstitution, langfristig wenig erfolgversprechend.

<sup>7</sup> Die verbliebenen Mittel im nationalen Reservefonds beliefen sich Ende 2015 auf 50 Mrd US- $\text{\$}$ ; dies entspricht annähernd dem im vergangenen Jahr verzeichneten Haushaltsdefizit.

<sup>8</sup> Vgl.: Weltbank, Russia Economic Report No. 35, April 2016, S. 32.

<sup>9</sup> Legt man die aktuelle Vorausschätzung des IWF im World Economic Outlook zugrunde, dann wird das russische Importvolumen selbst im Jahr 2021, dem Ende des mittelfristigen Prognosehorizonts, noch nicht wieder das Niveau des Jahres 2014 erreicht haben.

die Ausführungen auf S. 14 ff.). Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe ließ in den vergangenen Monaten weiter nach; die Vorjahresrate sank von 12,9% im Dezember 2015 auf 7,3% im März 2016.

## USA

In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich zum Jahresauftakt die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung weiter. Gemäß einer ersten amtlichen Schätzung erhöhte sich das um saisonale Einflüsse bereinigte reale BIP lediglich um 0,1% gegenüber dem Schlussquartal 2015, in dem ein verhaltener Zuwachs von 0,3% verzeichnet worden war. Die Ursachen für den neuerlichen Tempoverlust sind zum einem in einer ausgeprägten Investitionszurückhaltung des Unternehmenssektors zu verorten. Insbesondere in der Ölindustrie wurden die entsprechenden Ausgaben nochmals erheblich gekürzt.<sup>4)</sup> Bremsend wirkte darüber hinaus, dass

der private Konsum im Winter nur zögerlich expandierte, wobei die Ausgabensteigerung der Haushalte hinter dem Einkommenszuwachs zurückblieb. Mithin kletterte die Sparquote etwas auf 5,2%. In den vorangegangenen anderthalb Jahren hatte sie sich trotz des starken Preisrückgangs bei energieintensiven Waren und Dienstleistungen bemerkenswert stabil gezeigt; das spricht dafür, dass der hiermit einhergegangene zusätzliche Ausgabenspielraum weitgehend ausgeschöpft wurde.<sup>5)</sup> Der jüngste Anstieg der Sparquote ist zu einem wesentlichen Teil geringeren Ausgaben für neue Personenkraftwagen geschuldet und mithin wohl

<sup>4</sup> Die realen Investitionsausgaben der Ölindustrie brachen im ersten Vierteljahr einer eigenen Schätzung zufolge um etwa ein Drittel ein. Rechnerisch können drei Viertel des Rückgangs der gesamten gewerblichen Investitionen um 1,5% im Quartalsvergleich auf diese Korrektur zurückgeführt werden.

<sup>5</sup> Vom zweiten Vierteljahr 2014 bis zum Jahresende 2015 legte die Sparquote der privaten Haushalte zwar leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 5,0% zu. Der Anteil der energiebezogenen Verbrauchsausgaben am verfügbaren Einkommen fiel im gleichen Zeitraum aber um 1,3 Prozentpunkte.

kein Anzeichen einer allgemeinen Kaufzurückhaltung (siehe Erläuterungen auf S. 18 f.).<sup>6)</sup> Die Rahmenbedingungen für den privaten Verbrauch erscheinen zudem weiterhin günstig. Im April verharrte die Erwerbslosenquote nahe ihrem zyklischen Tiefstand. Im Winterhalbjahr war ihre vorherige Abwärtsbewegung bei robustem Beschäftigungswachstum lediglich wegen einer zunehmenden Erwerbsbeteiligung zum Erliegen gekommen. Aufgrund des binnen Jahresfrist nach wie vor erheblichen Preisrückgangs bei Kraftstoffen blieb zudem der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe bis zuletzt verhalten. Die entsprechende Teuerungsrate belief sich im März auf 0,9%. Die ohne Energieträger und Nahrungsmittel berechnete Kernrate betrug im gleichen Monat jedoch 2,2% und hält sich somit seit Dezember über 2%. Die amerikanische Notenbank hat im laufenden Jahr bislang dennoch keine weiteren Schritte zur Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung unternommen.

## Japan

*Wohl keine  
konjunkturelle  
Besserung im  
Winter*

Die japanische Wirtschaft zeigte sich zum Jahresauftakt schwach und drohte angesichts des bereits merklichen BIP-Rückgangs im Herbst 2015 in eine technische Rezession zu rutschen.<sup>7)</sup> So unterschritt die Industrieproduktion, deren Entwicklung oft einen recht engen Gleichlauf zur gesamtwirtschaftlichen Erzeugung aufweist, im Winter den Stand des Vorquartals deutlich. Auf der Nachfrageseite waren zumindest Indikatoren des privaten Konsums verhalten aufwärtsgerichtet. Dies schlug sich in einer spürbaren Zunahme der realen Warenimporte nieder. Da zugleich die Warenausfuhren mengenmäßig leicht rückläufig waren, könnte der Außenbeitrag die gesamtwirtschaftliche Entwicklung rechnerisch gedämpft haben. Ungeachtet der Volatilität einer Reihe von Wirtschaftsdaten zeigte sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust. Die Erwerbslosenquote fiel im Winter auf einen neuen zyklischen Tiefpunkt (3,2%). Die Teuerungsrate für den Warenkorb der Konsumenten ohne Energieträger und Nah-

rungsmittel war im März mit 0,7% geringfügig niedriger als im Vormonat. Von einer weiteren geldpolitischen Lockerung hat die japanische Notenbank Ende April gleichwohl abgesehen. Im Zusammenhang mit der Beseitigung der Schäden nach dem jüngsten Erdbeben in Süd-japan stand die Verabschiedung eines Nachtragshaushalts zur Debatte.

## Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich verlor die konjunkturelle Aufwärtsbewegung zuletzt etwas an Schwung. Nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse zog das reale BIP laut einer vorläufigen Schätzung im Winter um 0,4% gegenüber dem vierten Quartal 2015 an. Damit wurde das Expansionstempo der Vorperiode nicht ganz gehalten. Die Verlangsamung war breit angelegt. So fiel das Wachstum der Wertschöpfung des Dienstleistungssektors, der das Rückgrat der britischen Wirtschaft bildet, schwächer aus als zuvor. Im Bausektor und im Produzierenden Gewerbe war die Erzeugung sogar rückläufig; vor allem die Öl- und Gasförderung wurde erneut eingeschränkt. Der Arbeitsmarkt zeigte sich aber bis zuletzt robust. Die Erwerbslosenquote im Dreimonatszeitraum bis Februar verharrte auf ihrem zyklischen Tiefstand von 5,1%. Der Preisauftrieb, gemessen am Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, nahm in den vergangenen Monaten weiter zu. Er blieb aber auch im März verhalten (+1,2%). Vor diesem Hintergrund hat die britische Notenbank ihre geldpolitischen Leitzinsen bislang nicht angehoben.

*Leichte kon-  
junkturelle  
Abschwächung*

<sup>6)</sup> Im ersten Vierteljahr 2016 schränkten die privaten Haushalte ihre realen Ausgaben für neue Kraftfahrzeuge um 7% im Vergleich zum Vorquartal ein, in dem sie bereits um fast 3% gesunken waren. Etwa zwei Drittel der sukzessiven Verlangsamung des vierteljährlichen privaten Konsumwachstums um insgesamt 0,3 Prozentpunkte seit dem Sommer 2015 kann durch diese Entwicklung erklärt werden.

<sup>7)</sup> Eine amtliche Schätzung für die gesamtwirtschaftliche Erzeugung Japans im ersten Quartal 2016 lag bei Abschluss dieses Monatsberichts noch nicht vor.

## Zur Bedeutung des Kraftfahrzeugmarkts für die US-Konjunktur

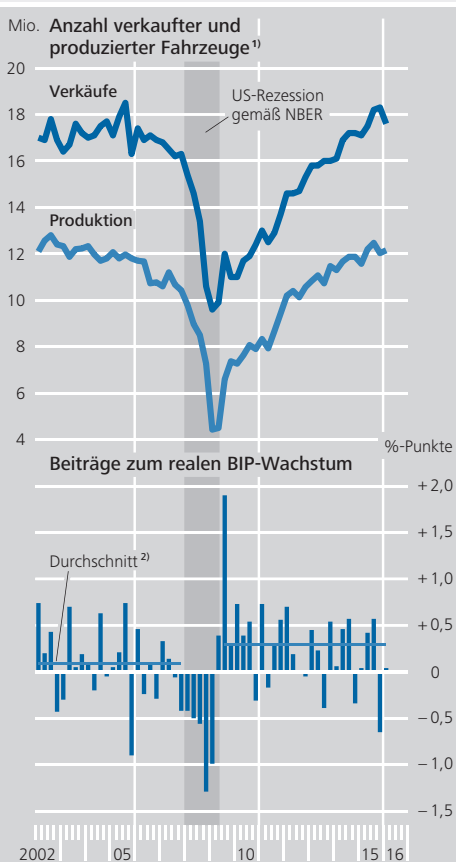
Die Kraftlosigkeit des privaten Verbrauchs in den Vereinigten Staaten im ersten Vierteljahr 2016 ist wesentlich einem kräftigen Rückgang der Automobilnachfrage der privaten Haushalte zuzuschreiben. Da auch das Flottengeschäft schwächelte, unterschritt die Anzahl der verkauften Personenkraftwagen Angaben des Bureau of Economic Analysis (BEA) zufolge im Winter den Stand des Vorquartals saisonbereinigt um fast 4%. Ähnlich starke Rückschläge wie zuletzt wurden im aktuellen Aufschwung lediglich im Herbst 2009 nach dem Auslaufen staatlicher

Kaufanreize sowie im Frühjahr 2011 im Gefolge des Tōhoku-Erdbebens in Japan verzeichnet, welches weltweit Produktionsausfälle und Lieferengpässe hervorrief. Die gegenwärtige Schwäche ist im Zusammenhang mit dem außergewöhnlich kräftigen Anstieg im Sommerhalbjahr 2015, in dem die Absatzzahlen insgesamt um 6,5% nach oben gingen, zu sehen.<sup>1)</sup>

In Abgrenzung zu den Episoden, in denen die Kfz-Absatzzahlen mit dem Auslaufen der bremsenden äußeren Einflüsse rasch wieder auf ihren steilen Expansionspfad einschwenkten, scheint derzeit eine Wiederaufnahme der dynamischen Aufwärtsbewegung fraglich. Tatsächlich erreichten die Verkaufszahlen zum Jahresende 2014 wieder in etwa das Niveau, um welches sie in den neun Jahren vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ohne klare Tendenz geschwankt hatten. Zudem sollte mittlerweile auch der krisenbedingte Rückgang der Anzahl registrierter Kfz je 1 000 Einwohner aufgeholt worden sein.<sup>2)</sup> Angesichts des hohen Motorisierungsgrades dürfte der Absatzmarkt daher mittelfristig kaum stärker wachsen als die Zahl der potenziellen Halter. Im Zuge einer Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung könnten schließlich steigende Zinsen oder höhere Kredithürden den

### Entwicklung und gesamtwirtschaftliche Bedeutung des US-amerikanischen Kraftfahrzeugmarkts

saisonbereinigt und annualisiert, vierteljährlich



Quellen: BEA, Board of Governors of the Federal Reserve System, NBER und eigene Berechnungen. **1** Einschl. schwerer Lastkraftwagen. **2** Gemittelt über gesamtwirtschaftliche Expansionsphasen.

Deutsche Bundesbank

**1** Möglicherweise hat auch der frühe Ostertermin den Pkw-Absatz gedämpft. Jedenfalls erwies sich in der Vergangenheit der Automobilabsatz im März häufig als schwach, wenn Ostern in diesen Monat fiel.

**2** Im Jahr 2014, dem letzten Jahr für das Angaben zur Anzahl registrierter Fahrzeuge vorliegen, unterschritt der Motorisierungsgrad den Vorkrisenstand i. H. v. 820 Kfz je 1 000 Einwohner noch um 1/2%. Im vergangenen Jahr dürfte – bei Unterstellung einer durchschnittlichen Abschreibungsrate – aufgrund der hohen Verkaufszahlen diese Marke aber wieder übertroffen worden sein.



Kfz-Markt zusätzlich belasten.<sup>3)</sup> Im Einklang mit diesen Erwägungen fallen derzeit die Prognosen von Analysten und Bankvolkswirten für die Entwicklung der Verkaufszahlen im laufenden und kommenden Jahr zurückhaltend aus.

Die US-amerikanische Kfz-Produktion entwickelte sich zum Jahresauftakt, gemessen an der Zahl der gefertigten Fahrzeuge, trotz der heimischen Absatzschwäche vergleichsweise robust. An die kräftigen Zuwachsraten aus den ersten Jahren des aktuellen Aufschwungs konnte sie allerdings bereits seit Ende 2014 nicht mehr anknüpfen, wozu auch die nachlassende Dynamik am globalen Kfz-Markt beigetragen haben dürfte.<sup>4)</sup> Eine erneute Beschleunigung erscheint derzeit insbesondere vor dem Hintergrund des Ausblicks für die inländische Nachfrage unwahrscheinlich. Somit dürfte eine nicht unerhebliche Stütze der gesamtwirtschaft-

lichen Erholung in den USA an Bedeutung verlieren. Seit Mitte 2009 hatte der Automobilsektor im Durchschnitt gut ¼ Prozentpunkt zum jährlichen BIP-Wachstum beigetragen.

<sup>3</sup> Die Finanzierungsbedingungen spielen für den Kfz-Markt eine hervorgehobene Rolle, da auch im aktuellen Aufschwung die Erholung der Verkaufszahlen mit einem kräftigen Anstieg der Kreditvergabe einhergegangen ist. Entgegen dem allgemeinen Trend zum Schuldenabbau hat die Relation aus dem Wert ausstehender Automobilkredite zur Höhe des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte mit fast 8% wieder das Niveau des Jahres 2007 erreicht. Vgl.: Haughwout et al. (2015), Just Released: New and Improved Charts and Data on Auto Loans, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/11/just-released-new-charts-new-data-on-auto-loans.html>

<sup>4</sup> Die Ausfuhren, deren Niveau sich im Jahr 2014 noch auf 16% der Bruttowertschöpfung der Kfz-Industrie belief, unterschritten preisbereinigt zuletzt ihren Stand dieses Jahres um rd. 15%. Das mit Abstand wichtigste Abnehmerland für Kfz aus US-Produktion ist Kanada.

<sup>5</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung des globalen Pkw-Absatzes und den Implikationen für die Weltkonjunktur, Monatsbericht, November 2015, S. 12–14.

## Neue EU-Mitgliedsländer

*Wachstum verlangsamt*

In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)<sup>8)</sup> hat sich das Wirtschaftswachstum im Winterquartal offenbar deutlich verlangsamt. In Polen und Ungarn nahm das reale BIP saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode sogar ab. Die zugrunde liegende konjunkturelle Aufwärtstendenz in der Region dürfte dennoch intakt sein. Dafür spricht auch die fortschreitende Verbesserung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote ging in den vergangenen Monaten in allen Ländern der Region zurück. In Polen und Tschechien erreichte sie zuletzt den Stand vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise; in Ungarn liegt sie bereits deutlich darunter. Die Kaufkraft und der Konsum der privaten Haushalte wurden darüber hinaus durch die günstige Preisentwicklung gestärkt. Im ersten Quartal verringerten sich die Verbraucherpreise binnen Jahresfrist im betrachteten Länderkreis um 0,5%. Die Spanne der HVPI-Raten reichte dabei von – 2,0% in Rumänien über – 0,3% in

Polen bis + 0,4% in Tschechien und Ungarn. Ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhten sich die Preise in der Region nur um 0,3%. Aufgrund des geringen Preisdrucks hat die Zentralbank in Ungarn ihre Leitzinsen erneut gesenkt.

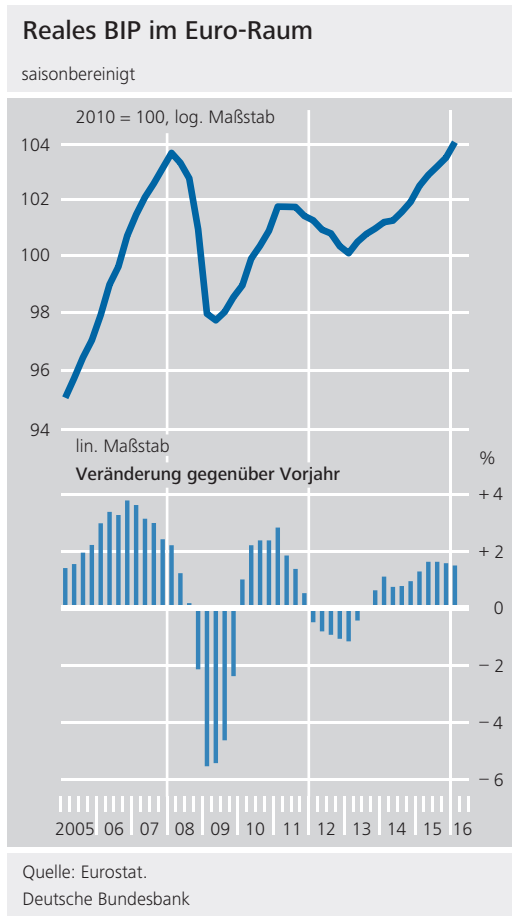
## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Im Euro-Raum setzte sich die konjunkturelle Erholung zum Jahresauftakt fort. Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge nahm das reale BIP im ersten Vierteljahr 2016 saisonbereinigt um 0,5% gegenüber dem Schlussquartal 2015 und um 1,5% im Vorjahresvergleich zu.<sup>9)</sup> Damit

*Expansions-tempo im Winter erhöht*

<sup>8</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.

<sup>9</sup> Eine erstmals bereits 30 Tage nach Quartalsende veröffentlichte Schnellschätzung von Eurostat hatte noch ein BIP-Wachstum von 0,6% (statt 0,5%) ausgewiesen.



hat sich das gesamtwirtschaftliche Expansions-tempo etwas erhöht. Angesichts der eher flauen Weltkonjunktur und der Stimmungseintrübung innerhalb des Euro-Raums ist diese Steigerung bemerkenswert. Einen positiven Einfluss könnte die milde Witterung ausgeübt haben. Zudem sind Schwankungen vierteljährlicher Wachstumswahlen nicht ungewöhnlich. Mit ins Bild zu nehmen sind aber auch mögliche Datenrevisionen. So war die Entwicklung in den letzten Quartalen nach heutigem Stand etwas günstiger, als sie sich zunächst dargestellt hatte.<sup>10)</sup>

*Zunehmende Bedeutung binnenwirtschaftlicher Antriebskräfte*

Für eine gewisse Festigung der Konjunktur im Euro-Raum spricht, dass die binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte im Verlauf des vergangenen Jahres an Bedeutung gewonnen haben. Dies gilt insbesondere für den Konsum der privaten Haushalte, die von niedrigeren Energiepreisen, aber auch von der graduellen Besserung am Arbeitsmarkt profitierten. Die Sparquote der privaten Haushalte war weitgehend

unverändert. Die Realeinkommensgewinne kamen also dem privaten Verbrauch zugute. Später belebten sich zudem die Investitionen der Unternehmen, nachdem in der ersten Jahreshälfte 2015 der Export noch wichtige Impulse geliefert hatte. Im ersten Vierteljahr 2016 setzten sich diese Grundtendenzen fort. Der private Konsum dürfte trotz einer erneuten Eintrübung des Verbrauchervertrauens deutlich ausgeweitet worden sein. Die realen Einzelhandelsumsätze nahmen jedenfalls saisonbereinigt um 0,7% gegenüber dem vierten Vierteljahr zu, und die Kfz-Erstzulassungen erhöhten sich um 3%.

Die Investitionen wurden in den Wintermonaten wohl weiter gesteigert. Der Inlandsumsatz der Investitionsgüterindustrie legte im Durchschnitt der Monate Januar und Februar preis- und saisonbereinigt um 0,9% zu. Die Bauproduktion zog zu Beginn des Jahres auch witterungsbegünstigt erheblich an. Wesentlich für die verbesserte Investitionskonjunktur dürften neben der im längerfristigen Vergleich inzwischen wieder überdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe auch das sehr günstige Finanzierungsumfeld und die fiskalischen Investitionsanreize in einigen Mitgliedsländern sein. Zugleich gibt es Anzeichen für eine beginnende Erholung der Preise auf den Wohnimmobilienmärkten.

*Weiterer Anstieg der Investitionen*

Ähnlich wie in der zweiten Jahreshälfte 2015 gingen vermutlich auch zu Beginn des laufenden Jahres von der Weltwirtschaft nur wenige Anstöße für den Euro-Raum aus. Zwar wurde der kräftige Rückgang der Ausfuhren in Drittländer im Januar anschließend zum Teil ausgeglichen. Gleichwohl wurde im Durchschnitt der ersten beiden Monate des Jahres das Niveau des Vorquartals nicht ganz erreicht. Im Intra-handel stiegen die Exporte im gleichen Zeitraum hingegen im Einklang mit der verbesserten Bin-

*Impulse vom Welthandel bleiben verhalten*

<sup>10</sup> Für das Schlussquartal 2015 scheint aufgrund neuer Länderergebnisse eine Korrektur der Quartalswachstumsrate von 0,3% auf 0,4% wahrscheinlich.

nenkonjunktur des Euro-Raums preis- und saisonbereinigt um 0,7%.

*Lebhafte Industriekonjunktur*

Die Industriekonjunktur zeigte sich im ersten Jahresviertel 2016 recht lebhaft. Gegenüber dem vierten Quartal 2015 stieg die Industrieproduktion saisonbereinigt um 0,9%. Die Herstellung von Investitionsgütern erhöhte sich um 1,9%. Auch die Erzeugung von Vorleistungs- und Konsumgütern nahm spürbar zu. Abgesetzt wurde die zusätzliche Produktion fast ausschließlich innerhalb der EWU; die Umsätze in Drittländern waren preisbereinigt praktisch unverändert. Die Energieerzeugung fiel nicht zuletzt aufgrund des recht milden Winters schwach aus.

*In den meisten EWU-Ländern günstige konjunkturelle Entwicklung*

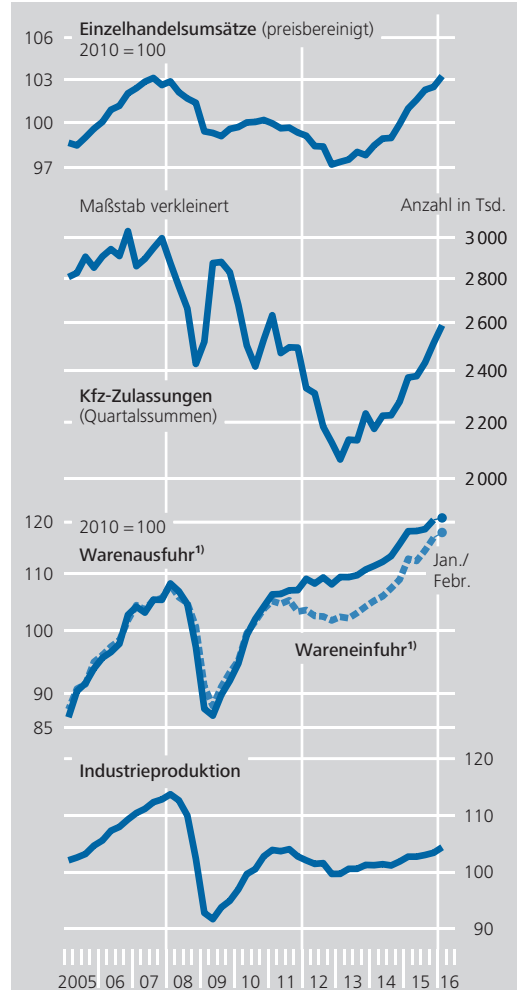
Die beschriebenen Tendenzen waren in den meisten Mitgliedsländern der EWU zu beobachten. In Frankreich hat sich im ersten Vierteljahr die konjunkturelle Erholung mit einer BIP-Steigerung um 0,5% gegenüber dem Vorquartal gefestigt. Besonders dynamisch entwickelten sich nach dem Rückschlag im vierten Quartal die privaten Konsumausgaben. In Italien verbesserte sich die Lage etwas. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung expandierte saisonbereinigt um 0,3%. In Spanien setzte sich die schwungvolle Erholung bei einer Wachstumsrate von 0,8% mit unverändertem Tempo fort. Dabei zogen auch die Bauinvestitionen wieder stark an. Die erhöhte politische Unsicherheit in Spanien hat bislang die dortige Wirtschaft nicht erkennbar beeinträchtigt. Auch in den übrigen Ländern des Euro-Raums stellte sich die Entwicklung überwiegend positiv dar. In einigen kleineren Mitgliedsländern, insbesondere Irland und Malta, blieb die Konjunktur wahrscheinlich sehr schwungvoll. Angespannt war die Lage hingegen weiterhin in Griechenland, wo die im Rahmen des Anpassungsprogramms eingeleiteten Maßnahmen den privaten Konsum dämpften.

*Graduelle Verbesserung am Arbeitsmarkt*

Die graduelle Besserung am Arbeitsmarkt setzte sich im ersten Vierteljahr fort. Die standardisierte Erwerbslosenquote verringerte sich bis März auf 10,2% und unterschritt den Vorjahres-

**Konjunkturindikatoren für die EWU**

saisonbereinigt, Quartalsdurchschnitte, log. Maßstab



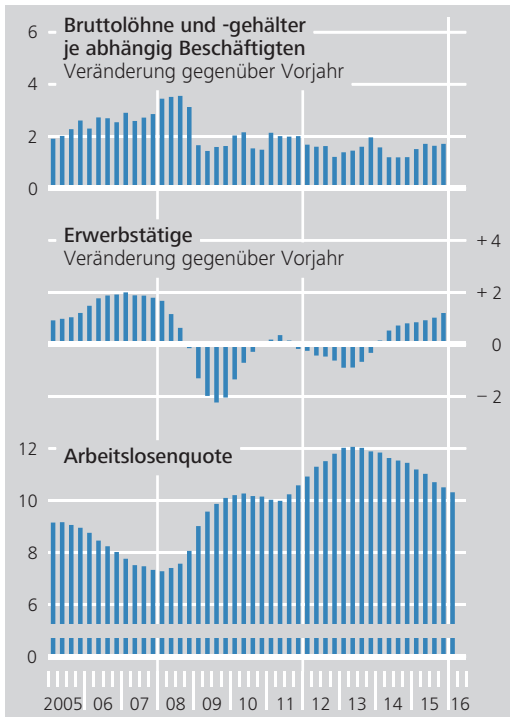
Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen. 1 Nominale Export- und Importdaten gemäß Außenhandelsstatistik (Intra- und Extrahandel). Preisbereinigt mit Produzentenpreisindex (Exporte) bzw. Importpreisindex.  
 Deutsche Bundesbank

stand um 1,0 Prozentpunkte. Die Zahl der Beschäftigten war im vergangenen Jahr kontinuierlich gestiegen; bis zum letzten Quartal 2015 hatte sie um 1,2% binnen Jahresfrist zugelegt. Der Lohnauftrieb blieb zwar insgesamt verhalten, verstärkte sich 2015 im Vergleich zum Vorjahr aber leicht. Aufgrund von Maßnahmen zur Verringerung der Lohnnebenkosten in mehreren Mitgliedsländern fiel der Zuwachs der Arbeitskosten auf Stundenbasis im vierten Quartal 2015 mit 1,3% im Vorjahresvergleich allerdings sehr moderat aus.

Die Verbraucherpreise gingen im ersten Quartal 2016 im Euro-Raum saisonbereinigt recht kräf-

### Indikatoren zur Lage am Arbeitsmarkt im Euro-Raum

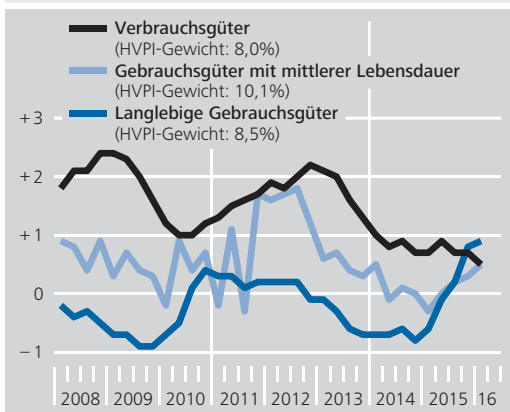
in %, saisonbereinigt, Quartalsdurchschnitte



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank

### Verbraucherpreise von Industriegütern im Euro-Raum<sup>\*)</sup>

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Eurostat. \* Ohne Energie.  
 Deutsche Bundesbank

*Recht kräftiger Rückgang der Verbraucherpreise*

tig um 0,4% zurück, nachdem sie im Herbst 2015 leicht gesunken und im Sommer unverändert geblieben waren. Dahinter standen vor allem deutlich niedrigere Rohölnotierungen, aber auch kräftig nachgebende Nahrungsmittelpreise. Industriegüter (ohne Energie) und Dienstleistungen verteuerten sich ähnlich mode-

rat wie im Vorquartal. Die Vorjahresrate des HVPI verringerte sich leicht auf 0,0%. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel verharrte dagegen bei 1,0%.

Die zuletzt weitgehend unveränderte Teuerungsrate von Industriegütern ohne Energie verdeckt bemerkenswerte Unterschiede in verschiedenen Segmenten. So erhöhte sich die Vorjahresrate langlebiger Industriegüter (z. B. Möbel und Datenverarbeitungsgeräte) seit dem Jahreswechsel 2014/2015 deutlich von -0,8% auf +0,9% im Winter 2016. Bei Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer (bspw. Bekleidungsartikel oder Geschirr) war die Beschleunigung um 0,8 Prozentpunkte auf zuletzt 0,5% ebenfalls kräftig. Bei Verbrauchsgütern ist der Preisanstieg dagegen im Vorjahresvergleich seit Anfang 2013 rückläufig. Hier dürfte sich die Abwertung des Euro weniger stark niedergeschlagen haben. Letzteres dürfte auch für die Dienstleistungen gelten, die sich seit Mitte 2013 weitgehend unverändert mit einer Jahresrate von etwas über 1% verteuern, zuletzt aber – auch kalenderbedingt – größeren Schwankungen ausgesetzt waren.

*Deutlicher Preisanstieg bei langlebigen Industriegütern, Teuerung bei Dienstleistungen durchweg recht flach*

Im April 2016 waren die Verbraucherpreise im Euro-Raum gemäß Vorabschätzung von Eurostat gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt praktisch unverändert. Für Industriegüter ohne Energie mussten die Verbraucher ähnlich viel bezahlen wie im März. Energie und Nahrungsmittel verteuerten sich moderat und kompensierten so den Preisrückgang bei Dienstleistungen, der auch auf die in diesem Jahr frühe Lage von Ostern zurückzuführen sein dürfte. Wegen dieses Effekts sank der Vorjahresabstand des HVPI insgesamt wieder in den negativen Bereich (-0,2%). Auch die Rate des HVPI ohne Energie verringerte sich recht deutlich auf 0,7%.

*Im April Rückgang der Dienstleistungspreise, wahrscheinlich wegen früher Lage von Ostern*

Die Konjunktur im Euro-Raum wird im Frühjahrsquartal nach dem durch die Witterungsbedingungen begünstigten ersten Quartal vermutlich an Tempo verlieren. Darauf deutet auch die Stimmungseintrübung zu Jahresbeginn hin. Die verringerte industrielle Kapazitätsauslastung

*Vermutlich leicht abgeschwächte Konjunktur am aktuellen Rand*

im April weist ebenfalls in diese Richtung. Zwar wird die Binnennachfrage nach wie vor durch die günstigen Finanzierungsbedingungen und die sich stetig verbessernde Arbeitsmarktlage gestützt. Von der Weltwirtschaft dürften jedoch vorerst weiterhin nur verhaltene Impulse ausgehen. Deshalb wird es wohl trotz des guten Jahresauftakts bei der moderat aufwärtsgerich-

teten konjunkturellen Grundtendenz bleiben. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe dürfte im Euro-Raum zunächst schwach ausfallen. Wegen des immer noch dämpfenden Energieinflusses ist erst zum Jahresende 2016 mit einem Anstieg der HVPI-Gesamtrate Richtung 1% zu rechnen.