

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Weltwirtschaft zum Jahresauftakt wohl etwas langsamer gewachsen

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte im ersten Jahresviertel etwas an Schwung eingebüßt haben. Allerdings fiel der Tempoverlust im Länderprofil recht unterschiedlich aus. Nach den kräftigen Steigerungen der Vorquartale nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euroraum zuletzt moderat zu. Im Vereinigten Königreich kam die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung kaum mehr voran. In Japan ging die Wirtschaftsleistung sogar leicht zurück. Dagegen verminderte sich die Dynamik in den USA nur wenig. Die chinesische Wirtschaft setzte ihre im internationalen Vergleich starke und stetige Expansion fort. In den meisten anderen Schwellenländern dürfte die Konjunktur ebenfalls recht günstig geblieben sein.

Industriekonjunktur mancherorts ins Stocken geraten

Zu der Verlangsamung des Wachstums in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften trugen wohl zum Teil Sondereffekte bei. Darüber hinaus scheint speziell das Momentum in der Industrie nachgelassen zu haben, die in den vorangegangenen Quartalen ein wichtiger Konjunkturmotor gewesen war. So reduzierte sich die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im Euroraum im ersten Vierteljahr gegenüber dem vorherigen Dreimonatsabschnitt spürbar, in Japan fiel sie sogar kräftig. Diese Schwäche ist jedoch vor dem Hintergrund des sehr steilen Anstiegs seit Mitte 2016 zu relativieren. In den sechs Quartalen bis Ende 2017 hatte die Erzeugung des Verarbeitenden Gewerbes im Euroraum um mehr als 6% angezogen, in Japan war sie um fast 8% geklettert. In den USA hatte die Produktion im gleichen Zeitraum lediglich um 2 1/2% zugelegt. Im Mittel der ersten vier Monate des laufenden Jahres erhöhte sie sich da-

für um gut 1/2% gegenüber dem Stand vom Herbst.

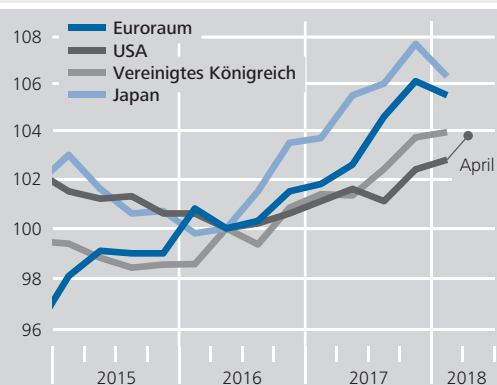
Auf eine gewisse Beruhigung der globalen Industriekonjunktur deutet auch der Bundesbank-Frühindikator für die Weltwirtschaft hin. Dem aktuellen Datenstand zufolge ist er seit Januar gesunken und unterschreitet nun seinen langfristigen Durchschnitt geringfügig.¹⁾ Dahinter dürfte nicht zuletzt eine Eintrübung der immer noch guten Stimmung in Unternehmen und unter Investoren auf globaler Ebene stehen. Insbesondere geopolitische Spannungen und handelspolitische Auseinandersetzungen belasteten vermutlich das Vertrauen in den Wintermonaten. Im April stabilisierte sich jedoch der aggregierte Einkaufsmanagerindex für die weltwirtschaftliche Aktivität. Unter Verbrauchern ist die weltweite Stimmung ohnehin ungebrochen gut. Auch der Stab des Internationalen Währungsfonds zeigte sich weiterhin zuversichtlich und bestätigte in der Frühjahrsrunde seine Projektionen vom Januar für ein lebhaftes globales Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr.

Stimmungsindikatoren nach Rückgang stabilisiert

Gleichwohl bestehen Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft, nicht zuletzt im Zusammenhang

Produktion des Verarbeitenden Gewerbes für ausgewählte Industrieländer

2. Vj. 2016 = 100, saison- und kalenderbereinigt, log. Maßstab



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Haver Analytics und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

¹ Aufgrund des zugrunde liegenden Glättungsverfahrens unterliegt der Indikator am aktuellen Rand Revisionen. Entsprechend vorsichtig sollten die Werte interpretiert werden.

Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Bloomberg Finance L.P. und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 11. Mai bzw. 1. bis 17. Mai 2018 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

Handels-politischer Zwist und Gefahr der Eskalation

mit der amerikanischen Handelspolitik. Mit Verweis auf nationale Sicherheitsinteressen verhängte die US-Regierung im März neue Zölle auf die Einfuhr von Stahl und Aluminium zum Schutz heimischer Industrien; Importe aus einigen Ländern und Wirtschaftsräumen (darunter Einfuhren aus der EU) wurden zumindest temporär ausgenommen. Zudem wurden handelspolitische Maßnahmen gegen China aufgrund der Verletzung geistiger Eigentumsrechte angekündigt. China drohte seinerseits mit Strafzöllen auf Warenimporte aus den USA. Mit diesem Konflikt rückte das weltwirtschaftliche Risiko eines verschärften Protektionismus oder gar eines Handelskrieges in den öffentlichen Fokus.

Makroökonomische Modellsimulationen zeigen, dass die Einführung von Zöllen die Wirtschaftsaktivität dämpfen und den Preisauftrieb verstärken kann.²⁾ Dabei besteht insbesondere das Risiko, dass eine Volkswirtschaft mit einer protektionistischen Politik letztlich auch sich selbst schädigt. Die Mitgliedsländer der Welt Handelsorganisation (WTO) haben sich verpflichtet, zur Streitbeilegung das vereinbarte multilaterale Regelwerk zu befolgen. Mit der Einhaltung dieses Rahmens und dem Verzicht auf einseitige Maßnahmen durch alle Beteiligten könnte die Gefahr einer weiteren Eskalation gebannt werden. Sowohl die USA als auch China haben Beschwerden bei der WTO eingereicht.

Zwar drückten die neuen amerikanischen Einfuhrzölle zunächst die Preise für Stahl und Aluminium auf den internationalen Märkten. Aufgrund gezielter Strafmaßnahmen der USA gegen einen russischen Hersteller verteuerte sich aber Aluminium in der ersten Aprilhälfte sprunghaft; zum Monatsende hin notierte es wieder erheblich unter seinem Höchststand. Insgesamt waren die Preise von Nichtenergieerohstoffen (in US-Dollar gerechnet) im April gegenüber dem Stand vom Januar kaum verändert. Dagegen zog der Rohölpreis seit Mitte März kräftig an. Ausschlaggebend waren wohl vor allem verschärfte geopolitische Spannungen im Nahen Osten. Die Anfang Mai beschlossenen Sanktionen der USA gegen den Iran könnten das globale Ölangebot bei weiterhin eingeschränkter OPEC-Förderung und rückläufiger Produktion in Venezuela merklich verknappen. Für ein Fass Rohöl der Sorte Brent mussten bei Abschluss dieses Berichts 79 US-\$ am Kassamarkt gezahlt werden; das war der höchste Stand seit Herbst 2014. Die Terminnotierungen hielten mit dem jüngsten Anstieg nicht Schritt, sodass sich die Abschläge für zukünftige Lieferungen spürbar ausweiteten.

Rohölpreis auf höchstem Stand seit 2014

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Gefahr protektionistischer Tendenzen für die Weltwirtschaft, Monatsbericht, Juli 2017, S. 79–95.

Preisaufrtrieb auf der Verbraucherstufe gefestigt

Der Anstieg der Ölpreise dürfte im Frühjahr auch auf die Verbraucherstufe der Industrieländer durchschlagen. Dabei kletterte die Teuerungsrate für ein entsprechendes Länderaggregat bereits im März auf 2,0%, ihren höchsten Stand seit Februar 2017 und 0,2 Prozentpunkte mehr als zum Ende des vergangenen Jahres. Im Gleichschritt erhöhte sich auch die Kernrate, für deren Berechnung Energieträger und Nahrungsmittel aus dem Warenkorb der Konsumenten herausgenommen werden; mit 1,6% war sie im März noch immer ein Stück weit niedriger als die Gesamtrate.

Ausgewählte Schwellenländer

Anhaltend hohes Wachstum in China

Das reale BIP Chinas legte im ersten Vierteljahr 2018 gemäß der offiziellen Schätzung um 6,8% binnen Jahresfrist zu. Das Wachstumstempo der beiden Vorquartale wurde damit beibehalten; in der Industrie verstärkte es sich sogar etwas. Dabei dürfte eine Rolle gespielt haben, dass die chinesischen Exporte erneut kräftig anstiegen. Außerdem erwies sich die private Konsumnachfrage als eine Stütze der Konjunktur. Gemäß Umfragen war die Stimmung der privaten Haushalte bis zuletzt sehr gut. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe erhöhte sich zwar etwas, blieb aber mit 2,1% im Schnitt der Wintermonate moderat. Auf dem Wohnimmobilienmarkt setzte sich indes die Abkühlung fort; in einer Reihe größerer Städte lagen die Verkaufspreise sogar niedriger als ein Jahr zuvor.

Kräftige Aufwärtsbewegung in Indien

Das Wirtschaftswachstum Indiens war im Schlussquartal 2017 mit einer Vorjahresrate von 7,2% so hoch wie seit dem Sommer 2016 nicht mehr. Im ersten Quartal 2018, für das noch keine BIP-Schätzung veröffentlicht wurde, dürfte die Wirtschaftsleistung gemäß den vorliegenden Indikatoren erneut stark gestiegen sein. Insgesamt hat die Konjunktur nach den einschneidenden Reformen wie der Einführung einer landesweiten Mehrwertsteuer wieder deutlich Tritt gefasst. Die Steuerreform könnte jedoch auch die Teuerung angekurbelt haben. Trotz einer recht niedrigen Steigerung der

Lebensmittelpreise kletterte der Verbraucherpreisindex (VPI) im Durchschnitt des ersten Jahresviertels wie bereits im Herbst 2017 um 4,6% gegenüber dem Vorjahr.

In Brasilien verharrte die Wirtschaftsleistung zum Jahresabschluss 2017 saisonbereinigt auf dem Niveau des Vorquartals. Während sich die merkliche Erholung der Bruttoanlageinvestitionen fortsetzte, kam die Expansion des privaten Konsums annähernd zum Erliegen. Die für das erste Quartal verfügbaren Indikatoren legen eine anhaltend kraftlose Konjunktur nahe. So stagnierte die Industrieproduktion, und auch am Arbeitsmarkt blieb die Lage schwierig. Die Arbeitslosenquote überstieg zuletzt wieder 13%. Das schwache Lohnwachstum dämpfte weiterhin den Preisanstieg auf der Verbraucherstufe. Der Vorjahresabstand des VPI betrug im Durchschnitt der Monate Januar bis März + 2,8%. Die Zentralbank setzte vor diesem Hintergrund ihre geldpolitische Lockerung fort und verringerte den Leitzins seit Jahresbeginn zweimal um je 25 Basispunkte.

Weiterhin nur zaghafte Erholung in Brasilien

Nach einer vorläufigen Schätzung des nationalen Statistikamtes lag das reale BIP Russlands im ersten Quartal 2018 um 1,3% höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Damit expandierte die Wirtschaft etwas stärker als Ende 2017. Hierzu trug unter anderem eine Erholung der Industrieproduktion bei, die nach einem überraschenden Einbruch in den Herbstmonaten im Winterquartal um 1,6% gegenüber dem Vorjahr expandierte.³⁾ Insgesamt blieb die konjunkturelle Dynamik trotz der für Russland vorteilhaften Aufwärtstendenz des Ölpreises sehr verhalten. Die am VPI gemessene Teuerung ging im Schnitt des ersten Quartals auf eine Rate von 2,3% zurück. Im Februar und März senkte die russische Zentralbank daher den Leitzins um jeweils 25 Basispunkte. Nach der Abwertung des Rubel im April aufgrund neuer US-

Mäßiges Wachstum in Russland

³⁾ Ausschlaggebend für die Schwäche zum Jahresende 2017 könnte ein Rückgang der Rüstungsproduktion gewesen sein, die in der Statistik nicht separat ausgewiesen wird.

Sanktionen verzichtete sie auf weitere Zinsschritte.

USA

Leichte Wachstumsberuhigung

Die US-Wirtschaft konnte zum Jahresauftakt 2018 den Schwung der letzten Quartale nicht ganz halten. Einer ersten Schätzung zufolge zog das reale BIP im ersten Vierteljahr nach Ausschaltung saisonaler Einflüsse um 0,6% gegenüber der Vorperiode an. Vom Frühjahr bis zum Herbst 2017 hatten die Zuwachsraten zwischen +0,7% und +0,8% geschwankt. Zwar wurden die gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen zuletzt erneut kräftig ausgeweitet, und ein verstärkter Lageraufbau sowie der Außenhandel stützten die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung leicht. Das Wachstum des privaten Konsums verlangsamte sich jedoch abrupt, nachdem die Haushalte ihre Ausgabenspielräume zuvor zunehmend ausgereizt hatten. Vor dem Hintergrund der im Januar in Kraft getretenen Steuererleichterungen sowie der weiter verbesserten Arbeitsmarktlage sind die Rahmenbedingungen für den privaten Verbrauch aber nach wie vor günstig. Die Erwerbslosenquote fiel im April auf den niedrigsten Stand seit Dezember 2000. Zudem zeigen einige Indikatoren eine voranschreitende Festigung des Lohnwachstums an.⁴⁾ Im Einklang mit einem steigenden inländischen Kostendruck erhöhte sich in den letzten Monaten auch die Preisdynamik auf der Verbraucherstufe. Die Teuerungsrate laut VPI kletterte bis April auf 2,5%, während die Kernrate auf 2,1% zulegte. In diesem Umfeld hielt die US-Notenbank an ihrem Kurs einer graduellen Normalisierung der Geldpolitik fest und hob im März ihren Leitzins um 25 Basispunkte an.

Japan

Gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung unterbrochen

Die Erholung der japanischen Wirtschaft setzte sich zum Jahresauftakt nicht fort. Einer vorläufigen Schätzung zufolge sank das reale BIP saisonbereinigt um 0,2% gegenüber dem letzten Jahresviertel 2017. Dies war der erste Rückgang

im Quartalsvergleich nach einer zweijährigen Expansionsphase. Insbesondere die privaten Wohnungsbauinvestitionen fielen erneut stark. Die übrigen Komponenten der Binnennachfrage waren kraftlos. Zugleich verlangsamte sich die Aufwärtsdynamik der Außenhandelsströme. Da aber die Exporte etwas mehr expandierten als die Importe, erhielt das reale BIP von dieser Seite noch einen leicht positiven Impuls. Obschon die Erwerbslosenquote im ersten Quartal auf einen zyklischen Tiefstand von 2,5% sank, blieb der heimische Preisauftrieb verhalten. Der Vorjahresabstand des VPI ohne Energieträger und Nahrungsmittel betrug im März +0,3%, während sich die Gesamtrate auf +1,1% belief. Die japanische Notenbank behielt die expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik bei.

Vereinigtes Königreich

Laut einer vorläufigen Schätzung erhöhte sich das reale BIP im Vereinigten Königreich im Winter saisonbereinigt um lediglich 0,1% im Vergleich zur Vorperiode; in der zweiten Jahreshälfte 2017 war die Wirtschaft noch moderat gewachsen. Hinter der Verlangsamung stand insbesondere eine kräftige Produktionseinschränkung im Baugewerbe. Dazu könnten adverse Wetterbedingungen beigetragen haben. Die Aufwärtsdynamik im Dienstleistungsgewerbe wurde durch eine Abnahme der Bruttowertschöpfung in verbraucherorientierten Bereichen gebremst. Dazu passt ein merklicher Rückgang der realen Einzelhandelsumsätze, der zum Teil ebenfalls mit der Witterung in Verbindung gebracht wird. Zwar expandierte der Ausstoß im Produzierenden Gewerbe erheblich. Dies war jedoch in erster Linie auf einen kaltebedingten Anstieg der Energieerzeugung sowie die deutliche Erholung der Öl- und Gasförderung zurückzuführen.⁵⁾ Gleichwohl fiel

Nur geringes gesamtwirtschaftliches Wachstum

⁴ So stieg der Vorjahresabstand des Employment Cost Index für Arbeitnehmer der Privatwirtschaft, welcher verzerrende Kompositionseffekte weitgehend ausschaltet, im ersten Quartal 2018 auf +2,8%. Zwei Jahre zuvor lag er noch 1 Prozentpunkt niedriger.

⁵ Ende 2017 hatte der Ausfall der Forties-Pipeline die Öl- und Gasförderung stark eingeschränkt.

die Erwerbslosenquote im ersten Jahresviertel auf den tiefsten Stand seit dem Winter 1975. Während das nominale Lohnwachstum moderat blieb, gab die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Teuerungsrate im März weiter auf 2,5% nach. Vor dem Hintergrund der jüngsten gesamtwirtschaftlichen Schwäche ließ die Bank of England ihren geldpolitischen Zins unverändert.

Neue EU-Mitgliedsländer

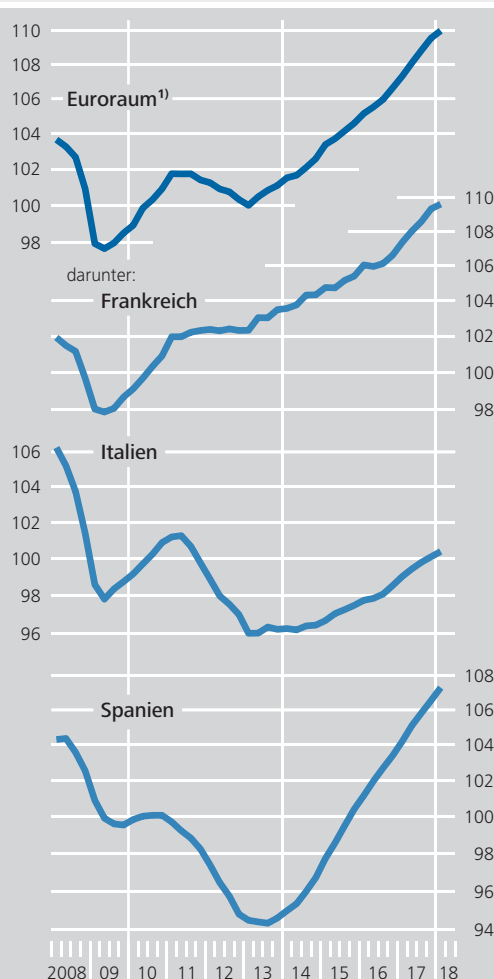
In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)⁶⁾ setzte sich der wirtschaftliche Aufschwung im Winterquartal fort. In den meisten Ländern der Region erhöhte sich das reale BIP im Vorperiodenvergleich deutlich bis kräftig. Ungeachtet einer gewissen Eintrübung einiger Stimmungskennzeichen blieb die Industriekonjunktur robust. Verwendungsseitig betrachtet erhielt das gesamtwirtschaftliche Wachstum wohl insbesondere vom privaten Konsum Impulse. Die privaten Haushalte profitieren seit längerem von hohen Lohnzuwächsen, ohne dass dies bislang zu einer wesentlichen Verstärkung des Verbraucherpreisanstiegs geführt hätte. Im ersten Quartal 2018 schwächte sich die am HVPI gemessene Teuerung sogar wieder etwas auf +1,7% ab. Hinter dem Rückgang stand vor allem ein nachlassender Preisauftrieb von Nahrungsmitteln. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet hielt sich die Teuerungsrate bei 0,9%.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen im Euroraum

Der Aufschwung im Euroraum setzte sich zum Jahresanfang mit ruhigerem Tempo fort. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge ermäßigte sich die Zunahme des um saisonale Einflüsse bereinigten realen BIP von 0,7% im Schlussquartal 2017 auf 0,4%.⁷⁾ Im Vorjahresvergleich ergab sich ein Plus von 2,5%, nach 2,8%. Verwendungsseitig war die Verlangsamung vermutlich binnen- und außenwirt-

Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum

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



Quelle: Eurostat. ¹ Ab 1. Vj. 2015 beeinflusst durch Niveausprung des irischen BIP.
 Deutsche Bundesbank

schaftlich bedingt. Während der private Konsum im Winterquartal wohl erneut verhalten stieg, verlor die Investitionskonjunktur an Schwung. Gleichzeitig zogen die Exporte weniger stark an als im Vorquartal. Regional betrachtet stellte sich die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum wieder etwas heterogener dar. So schwächte sich die Konjunktur in eini-

⁶ Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht dem Euroraum angehören, d. h. Polen, Tschechien, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Kroatien.

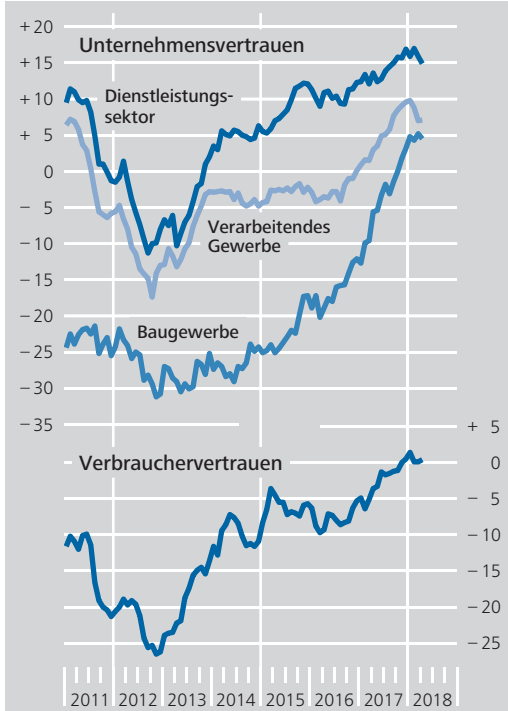
⁷ Für das vierte Quartal 2017 war ursprünglich eine Wachstumsrate von 0,6% ermittelt worden. Im Zuge der Feststellung des irischen BIP-Ergebnisses (+ 3,2%) wurde sie auf 0,7% revidiert.

Robustes Wachstum bei moderatem Preisanstieg

Wachstumsverlangsamung zu Jahresbeginn

Stimmungsindikatoren für den Euroraum

Salden in %, saisonbereinigt, monatlich



Quelle: Europäische Kommission.
 Deutsche Bundesbank

gen Mitgliedsländern ab, während in anderen die lebhaftere Grunddynamik anhielt. Für das zweite Quartal deuten Stimmungsindikatoren auf ein ähnliches Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion wie zum Jahresauftakt hin.

Im ersten Vierteljahr dürften die privaten Konsumausgaben etwas zugelegt haben. Zwar blieben die Einzelhandelsumsätze preis- und saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal nahezu unverändert. Das deutliche Plus bei den Kfz-Erstzulassungen glich dies aber vermutlich aus. Für die bereits seit einigen Quartalen verhaltene Konsumdynamik könnte ausschlaggebend sein, dass die privaten Haushalte ihre Sparanstrengung wieder verstärkten. So wurden die Realeinkommensgewinne wahrscheinlich auch im ersten Quartal nicht vollständig für eine Steigerung der privaten Verbrauchsausgaben genutzt. Anfang 2017 hatte die Sparquote vor dem Hintergrund des verstärkten Preisauftriebs noch einen historischen Tiefstand erreicht, sodass eine gewisse Korrektur angezeigt war.⁸⁾

*Verhaltener
 Zuwachs des
 privaten
 Konsums*

Die Ausrüstungsinvestitionen, die im Schlussquartal 2017 noch ein ordentliches Plus verzeichnet hatten, dürften zuletzt an Fahrt verloren haben. Darauf deutet jedenfalls der kräftige Rückgang der Produktion von Investitionsgütern hin. Die entsprechenden Inlandsumsätze hingegen erhöhten sich in den Monaten Januar/Februar saison- und preisbereinigt ähnlich stark wie im Herbst. Bei den Bauinvestitionen gab es zudem wohl keine große Steigerung, nachdem sie im Herbst sichtbar zugelegt hatten. Die Bauleistung verminderte sich in den Wintermonaten leicht.

Geringere Investitionsdynamik

Auch das Auslandsgeschäft konnte im ersten Jahresviertel die sehr hohe Dynamik des Herbstquartals wahrscheinlich nicht halten. Dabei war die Abschwächung des Exportwachstums über die wichtigsten Handelspartner des Euroraums hinweg breit angelegt. Die Einnahmen aus Wareneinfuhren in Drittländer veränderten sich kaum; dies gilt auch in realer Rechnung. Die Ausgaben für Wareneinfuhren aus Drittländern waren zu Jahresbeginn ebenfalls weniger lebhaft. Zugleich zogen die Einfuhrpreise erneut merklich an, sodass die Warenimporte im ersten Jahresviertel in preisbereinigter Betrachtung das Niveau des Schlussquartals 2017 unterschritten. Der Handel zwischen den Mitgliedstaaten legte etwas zu.

Schwächerer Anstieg der Exporte

Im Einklang mit den nachlassenden Impulsen aus dem Exportgeschäft und der Investitionstätigkeit konnte die Industrie nicht an die sehr günstige Entwicklung der Vorquartale anknüpfen. Im ersten Vierteljahr sank die industrielle Erzeugung im Euroraum saisonbereinigt um 0,6% gegenüber der Vorperiode. Besonders stark fiel die Abnahme bei den Investitionsgütern aus. Lediglich bei den Konsumgütern konnte ein leichter Anstieg des Ausstoßes verzeichnet werden.

Rückschlag für Industrieproduktion

Nach der regional breit angelegten, kräftigen Aufwärtsbewegung im letzten Jahresviertel 2017 stellte sich die wirtschaftliche Entwicklung

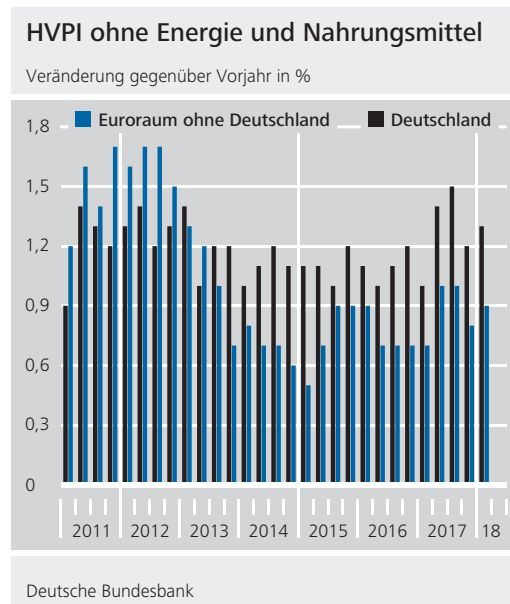
⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Energiepreise und privater Verbrauch, Monatsbericht, Februar 2017, S. 14–18.

Wachstum im Euroraum regional wieder etwas heterogener

zwischen den Mitgliedsländern zu Jahresbeginn wieder etwas heterogener dar. In Frankreich nahm das reale BIP im ersten Quartal saisonbereinigt um 0,3% gegenüber der Vorperiode zu, in der es um 0,7% geklettert war. Das schwächere Wachstum geht vor allem auf die Exporte zurück, die nach einem sehr starken Anstieg im Herbst praktisch stagnierten. Daneben wurde der private Verbrauch nur zögerlich ausgeweitet, während die Investitionen zwar spürbar, aber mit langsamerem Tempo expandierten. In Italien setzte sich der Aufschwung im ersten Vierteljahr mit unveränderter Gangart fort; die Wirtschaftsleistung erhöhte sich um 0,3%. Dabei deuten die Außenhandelszahlen für das erste Jahresviertel auf eine Abschwächung der zuvor sehr lebhaften Ausfuhrstätigkeit hin. Der private Konsum dürfte vor dem Hintergrund des stagnierenden Beschäftigungsaufbaus nur geringfügig gestiegen sein. Zudem fiel wohl die Dynamik bei den Investitionen relativ verhalten aus. Spanien expandierte mit einer unverminderten BIP-Quartalsrate von 0,7% unter den großen Mitgliedsländern am stärksten. Das Wirtschaftswachstum dürfte erneut vor allem von der Binnenwirtschaft getragen worden sein. Zwar scheint sich der Aufschwung bei den Investitionen etwas abgeschwächt zu haben. Dies dürfte jedoch durch die recht starke Zunahme des privaten Verbrauchs ausgeglichen worden sein. Kräftige BIP-Zuwächse zeigten sich auch in den Niederlanden, Österreich und Finnland.

Besserung am Arbeitsmarkt setzt sich fort

Ungeachtet der etwas langsameren gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung verbesserte sich im Euroraum die Lage auf dem Arbeitsmarkt zu Jahresbeginn weiter. Die Zahl der Arbeitslosen verringerte sich im ersten Quartal saisonbereinigt um knapp 260 000 gegenüber dem Schlussquartal 2017 und um etwa 1,5 Millionen im Vorjahresvergleich. Die standardisierte Arbeitslosenquote fiel bis März auf 8,5%, verglichen mit 8,6% im Dezember und 9,4% ein Jahr zuvor. Die Beschäftigungsdaten zeigen für das letzte Jahresviertel 2017 einen kräftigen Anstieg der Erwerbstätigkeit. Binnenjahresfrist nahm sie um 2,4 Millionen Personen



oder 1,6% zu. Das Lohnwachstum festigte sich leicht. Bei einer Ausweitung der durchschnittlichen Arbeitszeit je abhängig Beschäftigten verstärkte sich der Anstieg der Brutto-Stundenlöhne im Herbst geringfügig auf 1,6% binnen Jahresfrist. Die Arbeitnehmerentgelte pro Stunde erhöhten sich im gleichen Zeitraum um 1,4%.

Die Verbraucherpreise im Euroraum stiegen im Winter 2018 gegenüber dem Vorquartal um saisonbereinigt 0,5% und damit sogar noch etwas stärker als im letzten Jahresviertel 2017. Wie schon im Herbst machte sich insbesondere bemerkbar, dass die Preise für Energie wegen der höheren Rohölnotierungen kräftig angehoben wurden. Auch verarbeitete Nahrungsmittel, insbesondere Milch- und Fettprodukte, verteuerten sich spürbar, während die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel nach dem deutlichen Anstieg in der Vorperiode weitgehend unverändert blieben. Für Industriegüter ohne Energie mussten die Verbraucher ebenfalls kaum mehr aufwenden als im Vorquartal. Dagegen erhöhten sich die Preise für Dienstleistungen spürbar um 0,5%, was auch mit dem frühen Ostertermin zusammenhing. Trotz des deutlichen Preisanstiegs in der Verlaufsbeobachtung lag der Vorjahresabstand des HVPI insgesamt im Quartalsmittel mit 1,3% etwas niedriger als in den beiden Vorquartalen. Dabei spielte insbesondere

Verbraucherpreise im Winter erneut spürbar gestiegen

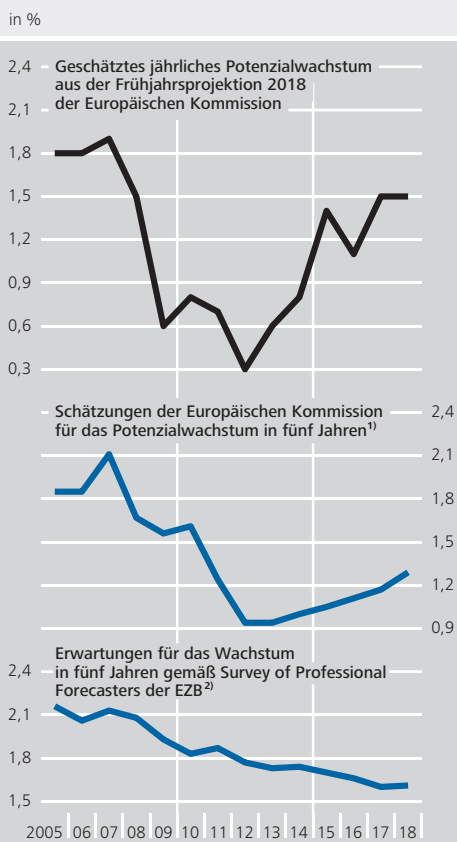
Zu den längerfristigen Wachstumsaussichten im Euroraum

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich im vergangenen Jahr merklich verstärkt: Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) nahm mit einer kalenderbereinigten Rate von 2,5% so kräftig zu wie seit zehn Jahren nicht mehr, nachdem es in den Jahren 2012 und 2013 noch gesunken war. Die gesamtwirtschaftliche Auslastung dürfte 2017 spürbar gestiegen sein.¹⁾ Das Produktionspotenzial ist jedoch in Echtzeit schwer zu bestimmen.²⁾ Mithin ist umstritten, ob im Euroraum insgesamt die Normalauslastung bereits wieder erreicht wurde.³⁾

Zudem stellt sich die Frage, ob die in den vergangenen Jahren gestiegene gesamtwirtschaftliche Dynamik ausschließlich auf eine günstigere Konjunktur zurückzuführen ist oder ob sich dahinter zudem eine Stärkung des Wachstumspotenzials verbirgt. Den aktuellen Schätzungen der Europäischen Kommission zufolge erhöhte sich das Potenzialwachstum im Euroraum erheblich von 0,3% im Jahr 2012 auf 1,5% im Jahr 2017. Allerdings markiert das Jahr 2012 auch einen Tiefpunkt in den Angaben der Europäischen Kommission, denn ihre Schätzungen des Potenzialwachstums zeichnen die zyklischen Schwankungen mit verringerter Amplitude nach. Dahinter steht, dass einige Komponenten des Produktionspotenzials nicht nur von strukturellen Faktoren, sondern vermutlich auch vom Konjunkturzyklus beeinflusst werden. Dies lässt sich etwa bei der totalen Faktorproduktivität beobachten. So dürfte die Steigerung des geschätzten Potenzialwachstums in den vergangenen Jahren auch die Überwindung der vorherigen konjunkturellen Schwäche reflektieren.⁴⁾

Zur Beurteilung der Wachstumsperspektiven können Schätzungen der längerfristigen Potenzialrate herangezogen werden, die weniger stark von der konjunkturellen Entwicklung abhängen. In ihrer Frühjahrsprojektion 2018 beziffert die Europäische Kommission das Potenzialwachstum im Euroraum in fünf Jahren auf 1,3%. Damit stuft sie es zwar etwas stärker ein als in vorhergehenden Berichten, aber schwächer als das Potenzialwachstum für das laufende und das vergangene Jahr. Maßgeb-

Geschätztes Potenzialwachstum und längerfristige Wachstumserwartungen im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission, EZB und eigene Berechnungen. **1** Gemäß jeweiliger Frühjahrsprojektion im angegebenen Jahr. Die Vorausschätzungen für den Euroraum für die Jahre 2005, 2006 und 2008 wurden anhand nationaler Projektionen (12 Länder) errechnet. **2** Jeweilige Jahresdurchschnitte der vierteljährlichen Erhebungen und durchschnittliches Ergebnis für das erste und zweite Quartal 2018.
 Deutsche Bundesbank

1 Den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge schloss die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe bereits im ersten Vierteljahr 2015 zum langfristigen Durchschnitt auf und näherte sich zuletzt dem Höchststand der Reihe.

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke, Monatsbericht, April 2014, S. 13–38.

3 Vgl.: Europäische Zentralbank, Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht, Nr. 3/2018, S. 39–43.

4 Der Beitrag der Kapitalakkumulation erholte sich den Schätzungen der Europäischen Kommission zufolge seit 2012 nur geringfügig.

lich für diesen erwarteten Rückgang der Potenzialrate in den kommenden fünf Jahren ist die ungünstige demografische Entwicklung, die das Arbeitskräfteangebot dämpft. Daneben geht die Europäische Kommission von wieder etwas stärkeren Impulsen der Kapitalakkumulation aus, während sie die Zuwachsrate der totalen Faktorproduktivität nahezu unverändert fortschreibt.

Auch Umfragen zu den Wachstumsaussichten des Euroraums deuten nicht auf eine merkliche Stärkung der Potenzialraten im Euroraum in der längeren Frist hin. Die im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB gesammelten Erwartungen des privaten Sektors zum realen BIP-Wachstum mit einem Horizont von fünf Jahren⁵⁾ verharrten in der ersten Jahreshälfte 2018 mit 1,6% praktisch auf dem Stand des Vorjahres. Im Gegensatz zu den Schätzungen der Europäischen Kommission verringerten sich die Projektionen aus dem SPF in den letzten Jahren sogar leicht.

Insgesamt deuten sowohl die Vorausberechnungen der Europäischen Kommission als auch die im SPF geäußerten Erwartungen auf eine gedämpfte zukünftige Entwicklung des Produktionspotenzials im Euroraum hin. Vor diesem Hintergrund scheint es wahrscheinlich, dass sich ohne Strukturreformen, die das Wachstumspotenzial stärken, die gesamtwirtschaftliche Expansion längerfristig wieder verlangsamen wird.

⁵⁾ Die SPF-Erwartungen zum realen BIP-Wachstum in fünf Jahren dürften die längerfristigen Erwartungen für das Potenzialwachstum widerspiegeln, da im Allgemeinen von einer Konvergenz beider Größen auf längere Sicht ausgegangen werden kann. Auch legt einer SPF-Sonderumfrage zufolge die Mehrheit der Umfrageteilnehmer bei den Angaben zu den längerfristigen Erwartungen für das reale BIP-Wachstum die eigene Einschätzung für die Potenzialwachstumsrate zugrunde. Vgl.: Europäische Zentralbank, Fünfzehn Jahre Survey of Professional Forecasters der EZB, Monatsbericht, Januar 2014, S. 59 ff.

eine Rolle, dass sich Energie vor Jahresfrist stark verteuert hatte und die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel wegen der damals besonders widrigen Witterungsbedingungen kräftig gestiegen waren.

Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel lag im Mittel des ersten Vierteljahres bei 1,0% und war damit etwas höher als im Herbst 2017. Dabei reichte die Spannweite von 0,0% in Zypern bis 2,1% in Österreich. Die Kernrate in Deutschland übertraf mit 1,3% den Durchschnitt der übrigen Euroraum-Länder um 0,3 Prozentpunkte, was recht gut mit der zyklischen Position Deutschlands korrespondiert.

Im April zogen die Verbraucherpreise vor allem wegen Energie und Nahrungsmitteln weiter leicht an. Gegenüber dem Vorjahr schwächte sich der Anstieg der Verbraucherpreise trotzdem etwas auf 1,2% ab. Dies lag vor allem an den Preisen für Reisedienstleistungen, die im letzten Jahr aufgrund des späteren Ostertermins

deutlich stärker gestiegen waren als am aktuellen Rand. Entsprechend sank die Vorjahresrate des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im April spürbar um 0,3 Prozentpunkte auf 0,7%.

Im zweiten Quartal dürfte sich der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum mit ähnlichem Tempo wie im Winterquartal fortsetzen. Nach einer spürbaren Korrektur ist die Stimmung in Unternehmen und unter Konsumenten immer noch gut. Die Binnenwirtschaft dürfte nach wie vor von der Besserung auf dem Arbeitsmarkt und den günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren, während die Exportwirtschaft weiterhin am globalen Konjunkturaufschwung teilhaben sollte. Wenngleich die zugrunde liegenden Expansionskräfte intakt bleiben, könnte das gesamtwirtschaftliche Wachstum jedoch nicht mehr an die sehr hohen Raten aus dem vergangenen Jahr heranreichen. Dafür spricht auch der nur moderat steigende Potenzialpfad der Wirtschaft im Euroraum (siehe auch Erläuterungen auf S. 18 f.).

Wohl erneut moderates Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal

Kernrate in Deutschland weiterhin oberhalb der Rate des Euroraums

Im April weiterer leichter Anstieg der Verbraucherpreise