

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die Weltkonjunktur hat im Sommerhalbjahr an Schwung verloren. Ausschlaggebend dafür war der starke Anstieg der Rohölnotierungen, der sich seit Anfang 2004 in mehreren Schüben vollzog. Ende Oktober wurde mit 51½ US-\$ (Sorte Brent) ein neuer historischer Höchststand erreicht.<sup>1)</sup> In den letzten Wochen haben die Rohölpreise zwar spürbar nachgegeben, sie lagen aber Mitte November immer noch deutlich über dem Durchschnitt der ersten drei Quartale und übertrafen den Stand vor Jahresfrist um 42 %. Die Verteuerung der Energie hat in den Ölverbraucherländern bei den privaten Haushalten zu spürbaren Kaufkraftverlusten geführt und bei den Unternehmen die Kostenrechnung belastet. Dadurch ist auch das Konsumklima und die Stimmungslage der Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen worden. Den wachstumsdämpfenden Effekten stehen zwar expansive Wirkungen in den Ölförderländern auf Grund steigender Exporterlöse gegenüber, per saldo überwiegen jedoch aus globaler Sicht die Bremseffekte. Die Dollar-Notierungen für Industrierohstoffe erreichten in den letzten Wochen ebenfalls einen neuen historischen Höchststand. Mitte November lagen sie um 22 % über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

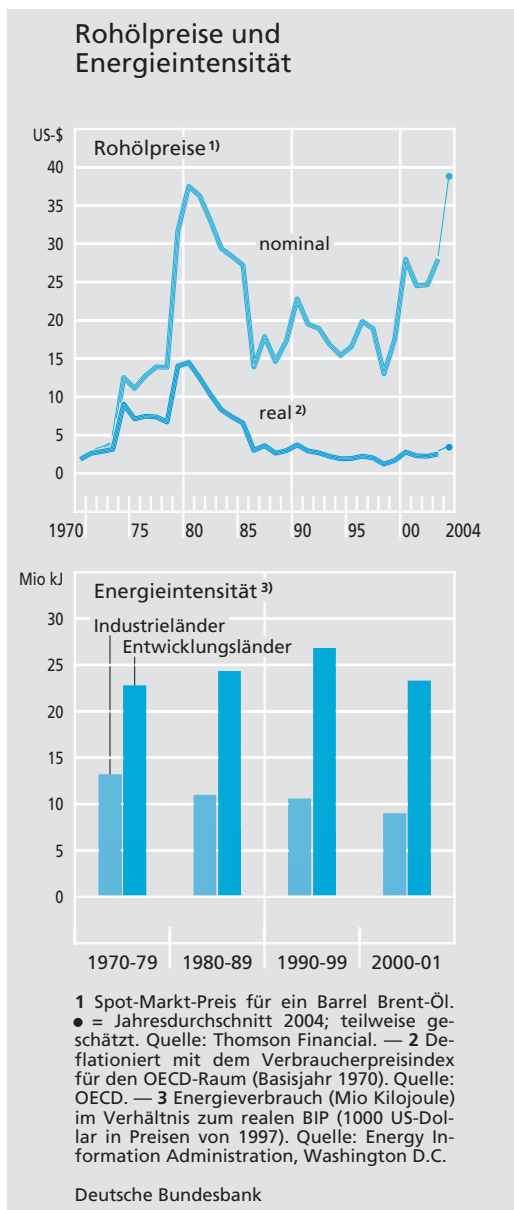
*Langsameres  
globales  
Wachstum vor  
allem auf  
Grund gestie-  
gener Ölpreise*

Die gesamtwirtschaftliche Expansion in den USA war zwar im dritten Quartal etwas stärker als im Frühjahr, konnte aber nicht mehr

*Industrie-  
länder...*

---

<sup>1</sup> Real betrachtet, das heißt unter Berücksichtigung des Anstiegs der Verbraucherpreise in den Industrieländern, lagen die Rohölnotierungen jedoch zuletzt noch deutlich unter dem Niveau von Ende der siebziger/Anfang der achtziger Jahre.



an das hohe Tempo des Winterhalbjahres 2003/2004 anschließen. In Großbritannien hat sich das Wachstum, das in der ersten Jahreshälfte noch ausgesprochen schwungvoll gewesen war, nach der Jahresmitte verlangsamt. Auch die Konjunktur im Euro-Raum konnte die relativ zügige Gangart der ersten beiden Quartale von 2004 in den Sommermonaten nicht aufrecht erhalten. Das Wachstum der japanischen Volkswirtschaft, das sich

schon im Frühjahr merklich beruhigt hatte, ist im dritten Quartal praktisch zum Stillstand gekommen. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA, in Japan, Großbritannien und im Euro-Raum insgesamt ist nach den ersten Länderschätzungen im dritten Quartal saisonbereinigt um ½ % gegenüber der Vorperiode gestiegen, verglichen mit reichlich 1% im ersten und gut ½ % im zweiten Jahresviertel. Binnen Jahresfrist legte es um 3¼ % zu.

Im Hinblick auf die Schwellenländer ist zwischen Erdöl importierenden und exportierenden Staaten zu unterscheiden. Die Öl importierenden Schwellenländer sind von den Ölpreissteigerungen in der Regel noch stärker betroffen als die Industrieländer, da sie im Durchschnitt eine höhere Energieintensität aufweisen, das heißt, für die Produktion einer BIP-Einheit mehr Energie verbrauchen, und ihre Energieerzeugung rohllastiger ist. Die Energieintensität der Schwellenländer ist im Übrigen – anders als die der Industrieländer – bis Ende der neunziger Jahre noch gestiegen; seit Anfang dieses Jahrzehnts tendiert sie aber ebenfalls nach unten. In China übertraf die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal mit gut 9 % den Stand der entsprechenden Vorjahrszeit nicht mehr so stark wie im ersten Halbjahr (+ 9¾ %). In anderen süd- und ostasiatischen Schwellenländern – für die allerdings noch keine aktuellen Angaben zum BIP-Wachstum vorliegen – dürften sich die Zuwachsraten ebenfalls verringert haben. In einigen Staaten in der Region, zum Beispiel in Thailand, sind die Regierungen dazu übergegangen, die Mineralölpreise durch staat-

*... und Rohöl importierende Schwellenländer betroffen, ...*

liche Subventionen unter das Marktniveau zu drücken.

*... dagegen  
Rohöl- und  
Rohstoffexport-  
länder im Boom*

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den wichtigen Exportländern von Rohöl und Industrierohstoffen läuft nach wie vor auf hohen Touren. Die Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS) wird 2004 nach der Herbstprognose des IWF mit 8 % die höchste Expansionsrate seit dem Boomjahr 2000 erzielen. In Lateinamerika, das insgesamt betrachtet ebenfalls von der Preishausse an den Rohöl- und Rohstoffmärkten profitiert, werde sich das Wachstum ausgehend von  $1\frac{3}{4}$  % im Jahr 2003 auf  $4\frac{1}{2}$  % erhöhen. Für die Ölförderländer im Nahen Osten wird eine BIP-Zunahme um  $5\frac{1}{2}$  % erwartet.

*Globaler BIP-  
Anstieg 2005  
schwächer*

Nach der IWF-Prognose wird das weltweite BIP 2004 mit 5 % so stark wachsen wie seit Mitte der siebziger Jahre nicht mehr. Auch am längerfristigen Durchschnitt ( $+3\frac{1}{2}$  %) gemessen, ist die Produktionszunahme als außergewöhnlich zu bezeichnen. Für 2005 rechnet der IWF allerdings mit einer Abschwächung der Expansion auf  $4\frac{1}{4}$  %. Dahinter steht eine Verlangsamung in den Industrieländern von  $3\frac{1}{2}$  % auf 3 % und in den anderen Regionen von  $6\frac{1}{2}$  % auf 6 %. Im historischen Vergleich sind auch diese Zuwachsraten immer noch beachtlich. Die Projektionen basieren zwar auf der Annahme, dass der durchschnittliche Rohölpreis der wichtigen Ölsorten im Jahresmittel 2004 und 2005 bei  $37\frac{1}{2}$  US-\$ liegen wird. Aber auch ein höheres Ölpreinsniveau, wie es sich jetzt abzeichnet, bedeutet im nächsten Jahr voraussichtlich keine so gravierende Störung des weltweiten Aufschwungs, dass dieser damit selbst in Frage

gestellt würde. Allerdings ist mit einer stärkeren Verlangsamung der Expansion zu rechnen, als noch im Sommer erwartet worden war.<sup>2)</sup>

In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass die weltweite Produktion bei beträchtlichen regionalen Wachstumsunterschieden bis in das laufende Jahr hinein mit einem Tempo zugenommen hat, das zum Teil erheblich über dem Anstieg der Produktionsmöglichkeiten lag und früher oder später zu Verspannungen geführt hätte. Eine gewisse Beruhigung der Expansion war nach den lange Zeit überaus starken Impulsen von der Geld- und Finanzpolitik ohnehin vorgezeichnet und ist durchaus positiv zu werten. Ein Einschwenken der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf den Potenzialpfad, wie jetzt in den USA und ansatzweise auch in China erkennbar, trägt im Übrigen zu einer ausgewogeneren globalen Entwicklung bei, die sich auch auf die Rohstoffmärkte beruhigend auswirken dürfte.

*Ruhigere  
globale Gang-  
art mit posi-  
tiven Aspekten*

Die Grundvoraussetzungen für ein nachhaltiges kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft sind trotz der gegenwärtigen ölpreisbedingten Belastungen weiterhin gegeben. Die Bilanzverhältnisse im Unternehmenssektor haben sich erheblich verbessert. Die Produktivität und mit ihr die Gewinne sind deutlich gestiegen. Die Stabilität der Bankensysteme hat sich verstärkt, und die Kreditqualität der Ausleihungen ist besser geworden. Die Mög-

*Nach wie  
vor gute  
Wachstums-  
bedingungen*

---

<sup>2</sup> Gewisse Anhaltspunkte hinsichtlich des Umfangs der Wachstumsabschwächung liefern Simulationen des IWF. Danach führt ein dauerhafter Anstieg des Rohölpreises um 5 US-\$ nach einem Jahr zu einem Rückgang des globalen Wachstums um 0,3 Prozentpunkte.

lichkeiten der externen Finanzierung werden nach wie vor als sehr günstig angesehen. Die Überhitzungserscheinungen an den Immobilienmärkten vor allem in angelsächsischen Ländern und in Spanien scheinen ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Darüber hinaus ist es in den Industriestaaten bisher kaum zu Zweitrundeneffekten als Reaktion auf die höheren Energiepreise gekommen, so dass sich das Preisklima nicht grundlegend verschlechtert hat.

#### Risiken

Das Hauptrisiko für die Weltkonjunktur liegt dennoch kurzfristig weiterhin in der Entwicklung der Rohölpreise. Möglicherweise ist die Elastizität des Rohölangebots geringer als derzeit allgemein angenommen. Angesichts der knappen Kapazitätsreserven und der anhaltenden Spannungen im Nahen Osten bleiben die Ölmärkte recht störanfällig und volatil. Als weiterer Risikofaktor sind die hohen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu nennen, die in letzter Zeit – vor allem vom Ölpreis getrieben – tendenziell wieder zugenommen haben. Das US-Leistungsbilanzdefizit ist jedenfalls ausgehend von seinem Zwischentief im Herbst 2003 – gemessen am BIP – um gut einen Prozentpunkt auf 5,7 % im zweiten Quartal 2004 gestiegen. Dem stehen hohe Überschüsse in Ostasien sowie die Verbesserung des außenwirtschaftlichen Saldos in Lateinamerika, der GUS und im Nahen Osten gegenüber. Diese Entwicklung haben die Akteure an den Devisenmärkten in den letzten Wochen zum Anlass genommen, ihr Anlageverhalten zu überdenken. Im Ergebnis verlor der US-Dollar deutlich an Wert.

Die Teuerung auf der Verbraucherstufe in den Industrieländern hat sich im dritten Quartal saisonbereinigt betrachtet merklich beruhigt; sie belief sich auf 0,3 % gegenüber der Vorperiode, nach 0,8 % im Frühjahr. Binnen Jahresfrist sind die Preise für Konsumgüter im Durchschnitt der Sommermonate um 2,1 % und damit etwas weniger als im zweiten Quartal (2,2 %) angehoben worden. Ohne Japan gerechnet, wo erneut ein leichter Preisrückgang verzeichnet wurde, zogen die Verbraucherpreise um 2,5 % an. Für den Oktober ist jedoch angesichts der jüngsten Preishaussage an den Ölmärkten wieder mit einer höheren Teuerungsrate zu rechnen. Nach der IWF-Prognose werden die Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt im nächsten Jahr (wie schon 2004) um 2,1 % steigen. Bei Ölnotierungen, die deutlich über dem angenommenen Niveau von 37 ½ US-\$ liegen, ist jedoch ein etwas stärkerer Preisauftrieb wahrscheinlich.

*Preise in  
den Industrie-  
ländern*

Trotz der Belastungen durch die im Verlauf von 2004 beträchtlich erhöhten Rohölpreise hat das reale BIP in den USA im dritten Quartal 2004 nach den ersten Berechnungen saison- und kalenderbereinigt mit knapp 1 % beziehungsweise einer Jahresrate von 3 ¾ % etwas kräftiger expandiert als im Frühjahr. Bei einem Potenzialwachstum von 3 ¼ % (nach den Schätzungen des IWF) nahm auch die gesamtwirtschaftliche Auslastung zu. Das BIP-Niveau vor Jahresfrist wurde um fast 4 % überschritten. Ohne die Produktionsbeeinträchtigungen durch die Hurrikane im September wäre das Ergebnis wohl noch etwas besser ausgefallen. Die stärksten Impulse kamen im Sommer vom privaten Konsum,

*USA*

der nach einer Phase schwächeren Wachstums im Vorquartal wieder um gut 1% zu legte. Besonders kräftig zogen dabei die Käufe von neuen PKW an. Bemerkenswert ist, dass der höhere Konsum bei einer nur geringen Einkommenssteigerung in starkem Maße zu Lasten der Spartätigkeit ging; sie erreichte – gemessen am verfügbaren Einkommen – mit knapp ½% im Quartal und ¼% im September einen neuen historischen Tiefstand. Die gewerblichen Investitionen expandierten um 2¾% gegenüber der Vorperiode und generierten damit ein Drittel des gesamten BIP-Wachstums. Die realen Ausgaben für neue Wohnbauten wurden ebenfalls deutlich ausgeweitet. Gebremst wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommer dadurch, dass die Läger erheblich schwächer als zuvor aufgestockt wurden. Zudem nahmen die Exporte mit saisonbereinigt 1¼% nicht mehr so kräftig zu. Dem standen allerdings geringere Importzuwächse gegenüber, mit dem Ergebnis, dass sich der reale Außenbeitrag nicht mehr so stark verschlechtert hat wie in den drei Quartalen zuvor.

Die Frühindikatoren für die USA sowie die Berichte der Federal Reserve Banken aus ihren Distrikten deuten alles in allem auf ein anhaltendes, solides Wirtschaftswachstum hin. Die Zweifel an der Nachhaltigkeit des US-Aufschwungs, die in den letzten Monaten aufgekommen waren, haben sich nach der Veröffentlichung der außerordentlich günstigen Beschäftigtenzahlen für Oktober und der kräftigen Aufwärtskorrektur für die beiden Vormonate wieder zurückgebildet. Außerhalb der Landwirtschaft wurden im Zeitraum Juli bis Oktober saisonbereinigt rund 760 000

neue Stellen geschaffen; im Durchschnitt der Monate waren knapp ½% mehr Arbeitnehmer beschäftigt als im Frühjahr und fast 1½% mehr als ein Jahr zuvor. An diesem positiven Bild ändert sich nur wenig, wenn man berücksichtigt, dass im Oktober vor allem im Baubereich vorübergehend zusätzliche Arbeitskräfte für die Beseitigung der Hurrikanschäden eingestellt wurden.

Die Inflationsrisiken werden nach wie vor als moderat angesehen. Für diese Einschätzung spricht, dass die Kernrate des Deflators für die privaten Konsumausgaben (ohne Energie und Nahrungsmittel), die in der Preisanalyse der Fed eine zentrale Rolle spielt, im Durchschnitt des dritten Quartals mit 1,4% nicht höher war als im ersten Halbjahr 2004. Der Gesamtindex der Verbraucherpreise lag jedoch um 2,7% über dem Stand vor Jahresfrist. Ausschlaggebend dafür war die starke Energieverteuerung um 10,4% seit dem Sommer 2003. Im Oktober hat sich der Vorjahrsabstand bei den Verbraucherpreisen insgesamt wegen des jüngsten Anstiegs der Rohölnotierungen auf 3,2% ausgeweitet.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan hat im dritten Quartal saisonbereinigt praktisch stagniert, nachdem sie im Frühjahr bereits mit ¼% recht schwach zugenommen hatte. Binnen Jahresfrist expandierte sie jedoch – auf Grund des kräftigen Wachstumsüberhangs aus dem Jahr 2003 und der dynamischen Entwicklung in den Wintermonaten – um nicht weniger als 4%. Die enttäuschende Entwicklung im Sommer ist allein auf den negativen Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft zurückzuführen, der sich

*Japan*

auf einen viertel Prozentpunkt des BIP belief. Die realen Exporte, die im ersten und zweiten Quartal saisonbereinigt um  $4\frac{1}{2}\%$  beziehungsweise  $3\frac{1}{2}\%$  zugenommen hatten, überschritten das Niveau der Vorperiode nur noch um  $\frac{1}{2}\%$ , während die Importe mit  $2\frac{3}{4}\%$  etwas stärker als im Frühjahr anzogen. Zudem tendierten die Investitionen des Staates erneut deutlich nach unten. Die private Inlandsnachfrage zog dagegen weiter an; im Verlauf betrachtet wuchs sie um  $\frac{1}{2}\%$ . Ausschlaggebend dafür war, dass die Konsumnachfrage der privaten Haushalte saisonbereinigt merklich ( $+1\%$ ) zulegen, was nicht zuletzt mit der in Gang gekommenen Belebung am Arbeitsmarkt zusammenhängt. Der Anstieg der Ölpreise hat zwar auch die japanischen Konsumenten belastet. Die Verbraucherpreise waren aber im Durchschnitt des dritten Quartals immer noch etwas niedriger als ein Jahr zuvor. Die japanische Notenbank geht davon aus, dass die deflationären Tendenzen im Fiskaljahr 2005/2006, das am 1. April 2005 beginnt, auslaufen werden.

#### Großbritannien

Das reale BIP in Großbritannien lag nach ersten Berechnungen im dritten Quartal saison- und kalenderbereinigt um knapp  $\frac{1}{2}\%$  über dem Niveau vom Frühjahr, als es um fast  $1\%$  expandiert hatte. Das Ergebnis der vergleichbaren Vorjahrszeit wurde um  $3\%$  übertroffen. Die Abschwächung der konjunkturellen Dynamik nach der Jahresmitte konzentrierte sich auf das Produzierende Gewerbe (ohne Bau), dessen Ausstoß um  $1\%$  geringer ausfiel als in der Vorperiode. Der Dienstleistungssektor weitete dagegen seine Produktion saisonbereinigt mit  $\frac{3}{4}\%$  fast genau so stark aus wie zuvor. Der britische Arbeitsmarkt befindet

sich weiterhin in einer guten Verfassung; die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Sommer bei  $4\frac{1}{2}\%$ , verglichen mit knapp  $5\%$  vor einem Jahr. Die Häuserpreise in Großbritannien, deren Anstieg in den letzten Jahren außerordentlich kräftig gewesen war und zunehmend als Risikofaktor für die wirtschaftliche Entwicklung angesehen wurde, sind in den zurückliegenden Monaten in der Tendenz etwas gesunken; der Halifax-Hauspreisindex überschritt aber im Oktober seinen Vorjahrsstand noch um knapp ein Fünftel. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe belief sich – gemessen am britischen HVPI – im Zeitraum Juli/Oktober lediglich auf  $1,2\%$ . Dem traditionellen Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) zufolge – der methodisch vom HVPI abweicht – stiegen die Preise um  $2,1\%$ .

In den neuen EU-Mitgliedsländern hat die konjunkturelle Entwicklung in den Sommermonaten ebenfalls an Schwung verloren. Die Industrieproduktion unterschritt im dritten Quartal saisonbereinigt das außerordentlich hohe Niveau der Vorperiode um  $1\frac{3}{4}\%$ . Dabei fallen vor allem die starken Produktionseinschränkungen der polnischen Industrie ins Gewicht. Der entsprechende Vorjahrsstand wurde in dem gesamten Länderkreis „nur“ um  $7\frac{3}{4}\%$  überschritten, nachdem sich der Zuwachs im ersten Halbjahr noch auf  $12\frac{1}{2}\%$  belaufen hatte. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote der neuen EU-Mitglieder lag im dritten Quartal bei  $14\%$  und damit um einen viertel Prozentpunkt niedriger als ein Jahr zuvor. Besonders drückend ist in dieser Staaten- gruppe das Problem der Jugendarbeitslosigkeit. Die entsprechenden Quoten bewegten

*Neue EU-  
Mitgliedsländer*

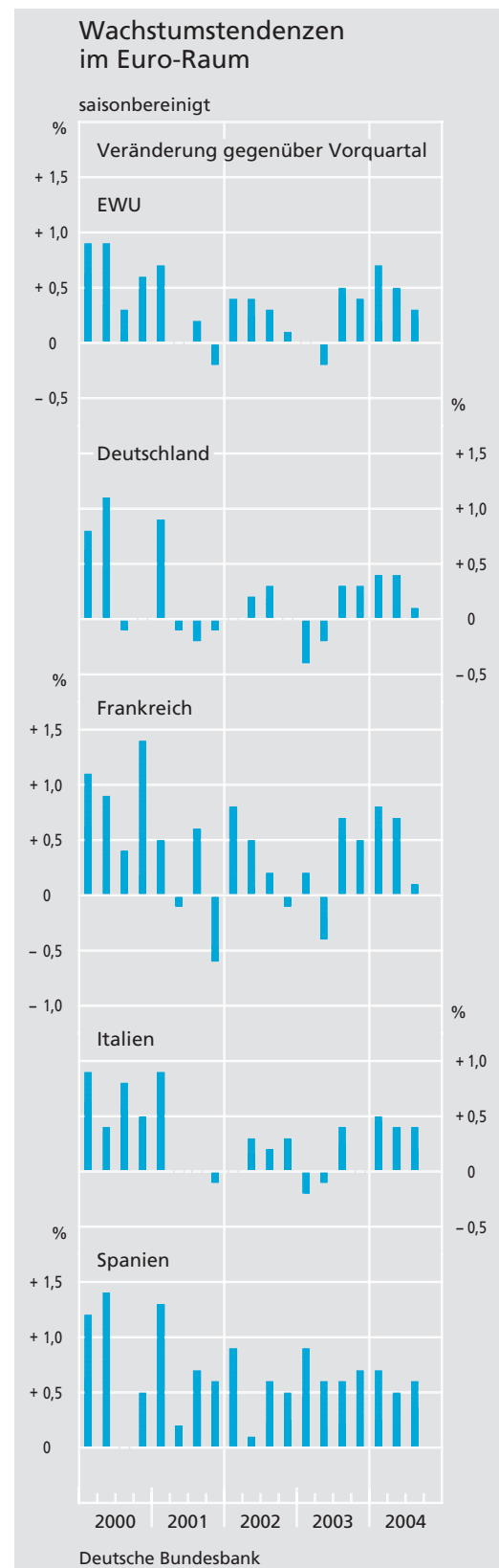
sich zuletzt in einer Spanne von 10 % auf Zypern bis zu fast 40 % in Polen.

Die Preise auf der Verbraucherstufe tendierten nach der Jahresmitte weiter kräftig nach oben. Nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse lagen sie im Durchschnitt der Monate Juli bis Oktober um 1,4 % höher als im zweiten Jahresviertel, in dem sie ebenfalls in dieser Größenordnung gestiegen waren. Die Jahresteu-erungsrate belief sich auf 4,9 %, verglichen mit 4,1% im zweiten Quartal und dem letzten Tiefstwert von 1,5 % im Frühjahr 2003. Die Unterschiede zwischen den Preissteigerungs-raten der einzelnen Länder blieben bis zuletzt sehr groß. Die Bandbreite reichte im Oktober von 2,0 % auf Zypern bis 7,2 % in Lettland.

### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Schwächeres  
BIP-Wachstum  
im Sommer*

Im Euro-Raum hat sich das Wachstum nach der ersten Schätzung (Flash Estimate) auf saisonbereinigt  $\frac{1}{4}$  % im dritten Jahresviertel verlangsamt, und zwar ausgehend von  $\frac{3}{4}$  % im ersten und  $\frac{1}{2}$  % im zweiten Quartal. Binnen Jahresfrist stieg das BIP um knapp 2 %. Zu den einzelnen Verwendungskomponenten liegen zwar noch keine Informationen vor, vieles spricht jedoch dafür, dass vor allem der Wachstumsbeitrag der realen Ausfuhr geringer ausgefallen ist. Im vierten Quartal 2004 und im ersten Jahresviertel 2005 wird die gesamtwirtschaftliche Expansionsrate nach der indikatorbasierten Kurzfristprognose der Europäischen Kommission zwischen 0,2 % und 0,6 % angesiedelt sein.





*Gedämpfte  
Industrie-  
konjunktur*

Die industrielle Erzeugung lag im dritten Quartal saisonbereinigt nur um  $\frac{1}{4}$  % über dem Stand des zweiten Quartals, in dem sie noch um 1% gewachsen war. Zu dem mäßigen Ergebnis hat insbesondere der geringere Ausstoß an Gebrauchsgütern beigetragen. Die Energieerzeugung und die Produktion von Verbrauchsgütern stagnierte auf dem Stand der Frühjahrsmonate. Dagegen zog die Herstellung von Vorleistungsgütern und Investitionsgütern weiter an. Zu der Abflachung der Industriekonjunktur im Sommer passt, dass die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe von Juli bis Oktober nur wenig gestiegen ist.<sup>3)</sup>

*Gemischter  
Ausblick*

Im Hinblick auf die Industriekonjunktur in den kommenden Monaten vermitteln die Frühindikatoren für den Euro-Raum ein eher gemischtes Bild. Die Bestelltätigkeit im auftragsorientierten verarbeitenden Gewerbe der EWU war im Juli/August ausgesprochen schwach. Die saisonbereinigten Auftragseingänge lagen dem Wert nach um  $2\frac{1}{2}$  % unter dem Niveau des zweiten Quartals. Zudem haben die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe im Oktober weiter nachgegeben. In einem gewissen Kontrast dazu steht jedoch die jüngste EU-Umfrage, die eine erneute Verbesserung des Industrievertrauens anzeigt.

*Konsumklima  
und  
Arbeitsmarkt*

Die Stimmung der Konsumenten hat sich seit Jahresbeginn nicht aufgehellt. Die geringe Kaufbereitschaft zeigt sich auch bei den realen Einzelhandelsumsätzen, die im dritten Quartal saisonbereinigt erneut rückläufig waren. Die andauernde Konsumschwäche hängt zum einen mit dem Kaufkraftverlust

durch die kräftige Ölpreissteigerung zusammen. Zum anderen belastet die nach wie vor schwierige Lage am Arbeitsmarkt den privaten Verbrauch. Die Arbeitslosigkeit nahm im Euro-Gebiet im dritten Vierteljahr zwar nicht mehr weiter zu. Insgesamt waren aber im Euro-Raum 12,7 Millionen Personen ohne Arbeit. Die Arbeitslosenquote verharrt seit Anfang 2003 bei 8,9%.

Die Verbraucherpreise stiegen im Euro-Raum in den Sommermonaten gegenüber dem zweiten Quartal saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}$  %. Damit hat sich die Teuerung gegenüber dem Frühjahr, zu dessen Beginn Steuererhöhungen wirksam geworden waren, etwas abgeflacht. Geprägt wurde die Preisentwicklung in den letzten Monaten von der starken Aufwärtsentwicklung der Rohölnotierungen. Energie insgesamt war im Sommer für die Verbraucher knapp  $6\frac{1}{2}$  % teurer als vor Jahresfrist. Demgegenüber haben sich unverarbeitete Nahrungsmittel wegen der für die Landwirtschaft relativ günstigen Witterungsbedingungen verbilligt. Die Preise für verarbeitete Nahrungs- und Genussmittel sind vor allem infolge der in verschiedenen EWU-Ländern kräftig angehobenen Steuern auf Tabakprodukte binnen Jahresfrist um  $3\frac{1}{2}$  % gestiegen. Bei den Dienstleistungen, deren Preise sich durchschnittlich um gut  $2\frac{1}{2}$  % erhöhten, wirkten sich die in Deutschland und den Niederlanden erhöhten Zuzahlungen und Leistungskürzungen im Rahmen der Reformen des Gesundheitswesens aus. Davon waren

*Verbraucher-  
preise*

---

<sup>3</sup> Wegen eines statistischen Bruchs in der Reihe zum Jahreswechsel 2003/2004 sind weiter zurückreichende Vergleiche etwa mit dem langjährigen Durchschnitt nicht aussagekräftig.



zwar auch Arzneimittel in den beiden Ländern betroffen, die zu den industriellen Waren zählen. Diese Gütergruppe verteuerte sich gleichwohl nur um knapp 1%.

Gegenüber dem Vorjahr sind die Verbraucherpreise im Euro-Raum im dritten Quartal um 2,2% gestiegen. Mit dem erneuten Anstieg der Rohölpreise zu Herbstbeginn vergrößerte sich jedoch der Vorjahrsabstand des HVPI im Oktober auf 2,4%. Die Kernrate (ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) blieb aber mit 2,0% unverändert.

## Wechselkurse

*Wieder stärkere Wechselkursausschläge an den Devisenmärkten*

In den letzten Wochen sind die Wechselkursrelationen an den internationalen Devisenmärkten wieder stärker in Bewegung gekommen, nachdem sich die Kursausschläge im Frühjahr und Sommer in relativ engen Grenzen gehalten hatten. Insbesondere der US-Dollar tendierte vor dem Hintergrund teilweise schwächerer Konjunkturdaten und der Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten leichter. Dagegen gewann der Euro gegenüber mehreren Währungen an Boden.

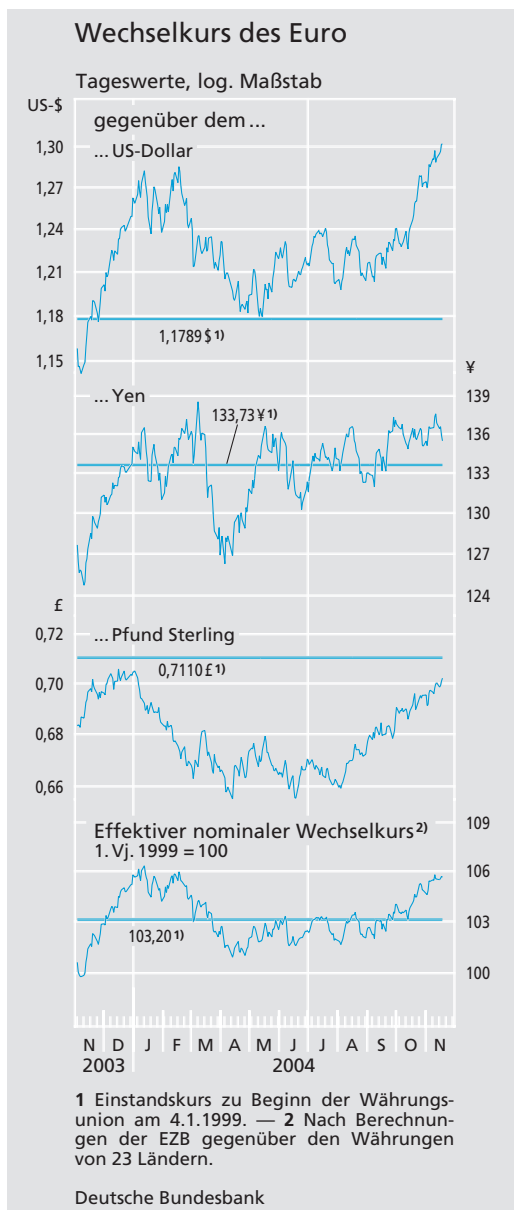
*Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...*

Hatte sich der Euro-Dollar-Wechselkurs von Mitte Mai bis Ende September überwiegend innerhalb eines Bandes von etwa 1,20 US-\$ bis 1,24 US-\$ je Euro bewegt, so festigte sich der Euro gegenüber der US-Währung in der Folgezeit. Das anhaltend hohe Defizit der USA im Außenhandel mit Waren und Dienstleistungen sowie zeitweilig ungünstige Arbeitsmarktdaten in den USA belasteten den US-Dollar. Die von den Marktteilnehmern

wahrgenommene Eintrübung der US-Wirtschaftsaussichten ging auch mit einem Rückgang des von ihnen erwarteten Tempos der geldpolitischen Straffung durch die amerikanische Notenbank einher. Zeitweise reduzierte sich dadurch der Renditevorteil langfristiger US-Staatsanleihen gegenüber entsprechenden Anleihen aus dem Euro-Raum – trotz der Anhebungen der Federal Funds Rate um jeweils 25 Basispunkte im August, September und November.

Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum ist von Devisenmarktbeobachtern zum Teil auch in Verbindung mit dem Anstieg des Ölpreises gesehen worden. Tatsächlich lässt sich für den Zeitraum zwischen August und Oktober – anders als sonst üblich – eine recht enge positive Korrelation des Euro-Dollar-Wechselkurses mit dem Ölpreis beobachten. Ein solcher Zusammenhang konnte sich angesichts des umfangreichen Defizits in der amerikanischen Leistungsbilanz einstellen, zumal dieses wegen des hohen Ölverbrauchs der USA mit steigendem Ölpreis tendenziell zunimmt. Soweit höhere Ölpreise die Wachstumsperspektiven in den USA verschlechtern, wird zudem die Finanzierung des Defizits erschwert. Wie fragil der beschriebene Zusammenhang ist, zeigt allerdings die gegenläufige Entwicklung von Euro-Dollar-Kurs und Ölpreis im November.

Im zeitlichen Umfeld der Präsidentschaftswahlen in den USA verstärkte sich der Kursauftrieb des Euro gegenüber dem US-Dollar. Mit Referenzkursen von über 1,30 US-\$ erreichte der Euro-Dollar-Kurs Mitte November



neue Höchststände. Bei Abschluss dieses Berichts wurde der Euro damit um 3 ½ % höher gehandelt als zum Jahreswechsel 2003/2004.

... gegenüber dem Yen ...

Der Euro-Yen-Kurs setzte auch im Herbst seine uneinheitliche Tendenz aus den Sommermonaten fort. Nach Meldungen über positive japanische Konjunkturdaten tendierte der Euro gegenüber dem Yen zunächst leichter. In der zweiten Septemberhälfte be-

lasteten dann aber Nachrichten über einen merklichen Rückgang des japanischen Handelsbilanzüberschusses den Yen. Vor allem das sich abschwächende japanische Exportwachstum ließ zeitweise Befürchtungen über die Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs in Japan aufkommen. Dies führte zu einer Erholung des Euro gegenüber dem Yen. Im Oktober hielten positive Konjunkturnachrichten aus Japan einerseits und Spekulationen über neuerliche Interventionen der japanischen Notenbank andererseits den Euro-Yen-Kurs in einem relativ engen Band. Zuletzt notierte der Euro bei 136 Yen und damit ½ % über seinem Kurs zum Jahreswechsel.

Gegenüber dem Pfund Sterling wertete sich der Euro in den Herbstmonaten nahezu kontinuierlich auf. Die relative Schwäche des Pfundes hängt vor allem mit der Abkühlung des lange Zeit sehr robusten britischen Wirtschaftsaufschwungs zusammen. In Verbindung mit der spürbaren Verlangsamung des Immobilienpreisanstiegs führte dies im Vereinigten Königreich zu einem Abflauen der Zinssteigerungserwartungen, was die Attraktivität von Anlagen in britischer Währung schmälerte. Daneben haben auch Meldungen über das sich weiter ausdehnende Haushaltsdefizit sowie über die sich schrittweise verschlechternde Handelsbilanz das britische Pfund belastet. Gegen Ende des Berichtszeitraums wurde der Euro mit 0,70 Pfund Sterling bewertet; er lag damit aber trotz der zuletzt erzielten Kursgewinne noch immer ½ % niedriger als am Jahresende 2003.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

Bei der Berechnung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro wird seit September

*Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro*

ein erweiterter Kreis von 23 (zuvor zwölf) wichtigen Handelspartnern berücksichtigt.<sup>4)</sup> Hinzugekommen sind die im Mai dieses Jahres der EU beigetretenen Länder sowie China. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber diesen 23 Währungen hat sich der Euro seit Mitte August per saldo um rund 2 ½ % auf-

gewertet; er liegt damit wieder auf seinem Niveau vom Jahreswechsel.

---

<sup>4</sup> Die Neuberechnung wird detailliert erläutert in: Europäische Zentralbank, Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren, Monatsbericht, September 2004, S. 78–81.