

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

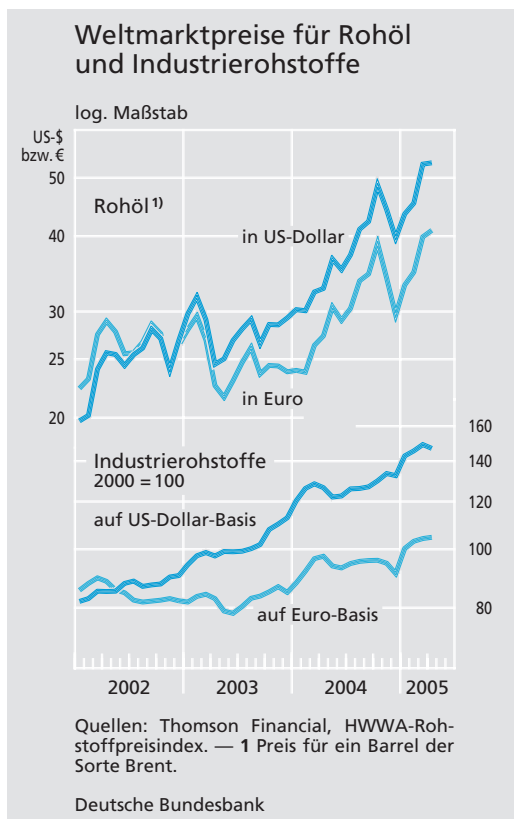
---

Die Weltwirtschaft hat zu Anfang dieses Jahres den Aufschwung mit recht hohem Expansionstempo fortgesetzt. Im Frühjahr scheint die allgemeine konjunkturelle Dynamik jedoch – den vorliegenden Frühindikatoren aus den Industrieländern zufolge – etwas nachgelassen zu haben. Ausschlaggebend dafür dürfte gewesen sein, dass sich die Rohölpreise seit Herbst 2004, von einer kurzen Entspannungsphase Ende letzten Jahres abgesehen, auf einem sehr hohen Niveau bewegt haben. Anfang April erreichten sie mit 57 US-\$ (Sorte Brent) einen neuen Höchststand; Mitte Mai lagen sie bei etwa 50 US-\$. Im Zeitraum Januar/April waren die Rohölpreise in US-Dollar damit um 55 % höher als in der entsprechenden Vorjahrszeit. In Euro gerechnet, der gegenüber dem US-Dollar binnen Jahresfrist spürbar aufgewertet hat, belief sich der Anstieg auf 47 %. Zudem zogen die Notierungen für Industrierohstoffe in den ersten vier Monaten 2005 weiter an, und zwar gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit um 17 % auf US-Dollar-Basis und um 10 % in Euro.

*Weltwirtschaft weiter auf Wachstumskurs, aber mit geringerem Schwung*

Mit der anhaltenden Hausse an den internationalen Rohstoffmärkten gehen beträchtliche Kaufkraftumschichtungen von den Verbraucherstaaten in die Lieferländer einher. Die negativen Folgen der seit Anfang 2004 insbesondere an den Ölmärkten zu beobachtenden Preisschübe für die Weltwirtschaft halten sich jedoch bisher, verglichen mit den Verwerfungen in früheren Phasen stark steigender Notierungen, noch in Grenzen. So verursachten die Ölpreiskrisen Anfang der

*Belastungen durch Ölpreishausse im Vergleich zu siebziger und achtziger Jahren geringer*



siebziger und Anfang der achtziger Jahre erhebliche Wachstumseinbußen. Zum einen nahm der Inflationsdruck in den Verbraucherländern beträchtlich zu, so dass die Geldpolitik mit restriktiven Maßnahmen gegensteuern musste. Ausschlaggebend dafür waren neben der noch höheren Energieabhängigkeit der Produktion vor allem die sich rasch aufbauenden Preis-Lohn-Spiralen. Zum anderen flossen die sprunghaft gestiegenen Einnahmen der Lieferländer damals erst mit mehr oder weniger großen Verzögerungen in Form steigender Güternachfrage oder vermehrter Kapitalexporte in die Industrieländer zurück. In dieser Übergangsperiode kam es zu einer Dämpfung der weltweiten Produktionstätigkeit (siehe dazu Erläuterungen auf S. 12 f.).

Anders als damals ist das allgemeine Preisklima in der gegenwärtigen Hausse an den Rohölmärkten vergleichsweise entspannt geblieben, da sich Zweitrundeneffekte bisher in engen Grenzen halten. Zudem scheinen nach jüngeren Analysen die Einnahmenezuwächse in den Öl exportierenden Ländern jetzt deutlich schneller für Güterkäufe im Ausland verwendet zu werden, als dies früher der Fall war. Dazu hat beigetragen, dass die Förderkapazitäten nahezu ausgeschöpft sind und deshalb die Investitionen in die Exploration neuer Vorkommen und in Förderanlagen beträchtlich ausgeweitet werden. (Die Ölpreiskrisen in den siebziger Jahren und Anfang der achtziger Jahre wurden dagegen weniger durch Kapazitätsengpässe hervorgerufen, sondern vielmehr durch die Förderpolitik der OPEC und durch Lieferstörungen infolge politischer Unruhen im Nahen Osten.) Darüber hinaus hat sich in vielen Ölexportländern infolge der in den neunziger Jahren zumeist schwachen Einnahmesituation ein Nachholbedarf etwa im Bereich der öffentlichen Infrastruktur aufgestaut, der jetzt abgebaut werden kann. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass sich auf Grund des raschen Bevölkerungswachstums vor allem im Nahen Osten viele Ölförderländer seit den siebziger Jahren von „low absorber“ zu „high absorber countries“, also zu Ländern mit einer hohen Absorptionsquote, gewandelt haben. Den Schätzungen des IWF zufolge haben die Energierohstoffe exportierenden Schwellenländer ihre realen Importe im Jahr 2004 um 13 % ausgeweitet, verglichen mit 3 ½ % im Jahr zuvor; für 2005 wird ein Anstieg um 11 ½ % erwartet. Zugleich werden auch die Leis-

tungsbilanzüberschüsse in dieser Staaten-  
gruppe voraussichtlich weiter zunehmen.

*Günstige  
Finanzierungs-  
konditionen  
und stabile  
Rahmen-  
bedingungen*

Die nach wie vor günstigen Finanzierungs-  
bedingungen an den Kapitalmärkten dürften  
ebenfalls einen wichtigen Beitrag dazu geleis-  
tet haben, dass die Weltkonjunktur die von  
den Rohstoffmärkten ausgehenden Belastun-  
gen bisher recht gut verkraftet hat. Davon  
profitiert derzeit insbesondere die Gruppe  
der lateinamerikanischen Schwellenländer in  
Form relativ niedriger Zinsaufschläge. Zu er-  
wähnen ist in diesem Zusammenhang auch,  
dass sich die Geldpolitik in den Industrie-  
ländern und in China immer noch auf einem  
akkommodierenden Kurs bewegt, wenn  
auch nicht mehr in dem Maße wie in den  
Jahren zuvor. Die süd- und ostasiatischen  
Schwellenländer sind zwar wegen der – ver-  
glichen mit den Industriestaaten – recht ho-  
hen Energieintensität der Produktion und  
ihrer starken Importabhängigkeit bei Ener-  
gierohstoffen von der Verteuerung beim  
Rohöl besonders betroffen. In dieser Region  
ist jedoch nach wie vor ein robuster Auf-  
schwung im Gange. Zudem haben sich die  
strukturellen Rahmenbedingungen seit der  
Finanzkrise Ende der neunziger Jahre deutlich  
verbessert.

*Industrie-  
produktion und  
Preisentwick-  
lung in den  
Industrie-  
ländern*

Zwischen den Industrieländern ist das Wachs-  
tum im Verlauf von 2004 unausgewogener  
geworden. Während die amerikanische und  
britische Wirtschaft auch nach der Jahres-  
mitte 2004 weiter kräftig expandierten,  
schwächte sich die Konjunktur dynamik im  
Euro-Raum und in Japan zeitweise deutlich  
ab. In beiden Wirtschaftsräumen konnten die  
geringeren Impulse aus dem Ausland nicht

von der Binnenkonjunktur aufgefangen wer-  
den. Das größere Wachstumsgefälle hat in  
Verbindung mit den höheren Rohstoff- und  
Rohölpreisen die außenwirtschaftlichen Un-  
gleichgewichte weiter verschärft. Im ersten  
Jahresviertel 2005 hat sich das Wachstum des  
Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Raum  
(und wahrscheinlich auch in Japan) zwar  
wieder verstärkt, dabei ist aber zu berücksich-  
tigen, dass dies teilweise eine Reaktion auf  
das schwache Ergebnis im Vorquartal dar-  
stellt. Die industrielle Erzeugung in den Indus-  
trielländern insgesamt lag im ersten Quartal  
2005 saisonbereinigt um 1 % über dem  
Niveau vom Herbst 2004 und um 2 % höher  
als ein Jahr zuvor. Die Teuerung auf der Ver-  
braucherstufe hat sich in den Wintermonaten  
beruhigt. Saisonbereinigt waren die Preise  
nur wenig höher als im Vorquartal. Die Vor-  
jahrsrate ist von 2,5 % im Herbst 2004  
auf durchschnittlich 2,2 % gesunken. Dabei  
spielte zum einen die zeitweilige Entspan-  
nung bei den Rohölpreisen Ende 2004 eine  
Rolle, was sich mit einer gewissen Verzöge-  
rung in den Energiepreisen auf der Ver-  
braucherstufe niedergeschlagen hat. Zum  
anderen haben Basiseffekte im Euro-Raum zu  
dem Rückgang des Preisanstiegs beigetragen.  
Ohne Japan gerechnet, das erneut einen  
leichten Preisrückgang aufwies, belief sich die  
Teuerungsrate auf 2,5 %.

Nach dem Anfang April veröffentlichten  
World Economic Outlook des IWF wird die  
Weltwirtschaft im weiteren Verlauf von 2005  
und im nächsten Jahr auf Wachstumskurs  
bleiben. Das Expansionstempo wird demzu-  
folge zwar mit jeweils knapp 4 ½ % nicht  
mehr ganz so hoch sein wie 2004, als es gut

*IWF-Prognose*

## Hat sich der Rückfluss der Öleinnahmen in die Verbraucherländer beschleunigt?

Wenn unterstellt wird, dass der Ölpreis auch für längere Zeit hoch bleiben wird, erscheint die Frage umso wichtiger, welche Auswirkungen dies auf den globalen Wachstumsprozess hat. Hierbei ist nicht zuletzt von Bedeutung, inwieweit die weltweite Nachfrage nach Gütern betroffen ist.

Auf Grund der kurzfristig relativ preisunelastischen Ölnachfrage und der eher geringen Reaktion der Exportpreise von Industrieerzeugnissen führt ein Anstieg der Ölpreise zunächst zu zusätzlichen (Netto-)Einnahmen der Förderländer: Realeinkommen wird von den Öl importierenden zu den Öl exportierenden Ländern übertragen. In dem Umfang, in dem die Gewinner der Terms-of-Trade-Veränderungen ihre Mehreinnahmen für zusätzliche Importe von Waren und Dienstleistungen verausgaben, hat der Kaufkraftentzug infolge eines Ölpreisanstiegs in den Verbraucherländern zwar eine Verringerung des realen Volkseinkommens, aber keinen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zur Folge. Allerdings gibt es Verschiebungen in der Nachfragestruktur, denn einer niedrigeren realen Inlandsnachfrage stehen dann höhere Exporte gegenüber. Erfahrungsgemäß stellen sich jedoch der Realeinkommensverlust und in dessen Gefolge der Nachfragerückgang in den Verbraucherländern nach einem starken Ölpreisanstieg rascher ein als die Ausweitung der Nachfrage durch die Ölländer.<sup>1)</sup> Das bedeutet, dass für sich betrachtet die globale Nachfrage zumindest vorübergehend sinkt.

Verschiedene Indikatoren, insbesondere das kräftige Importwachstum der Ölförderländer im vergangenen Jahr, deuten darauf hin, dass sich die Verausgabung zusätzlicher Öleinnahmen im Zeitablauf beschleunigt hat. Diese These lässt sich anhand eines strukturellen vektor-autoregressiven (SVAR) Modells, in das die Ölpreise sowie die nominalen Warenexporte und

-importe der OPEC-Länder eingehen, überprüfen.<sup>2)</sup> Die Reaktion der Aus- und Einfuhren auf einen identifizierten Ölpreisschock ist an den entsprechenden Impuls-Antwort-Folgen abzulesen. Eine Änderung im Reaktionsverhalten kann festgestellt werden, indem der gesamte verfügbare Beobachtungszeitraum (1. Vj. 1980 bis 3. Vj. 2004) in zwei Teilperioden (1. Vj. 1980 bis 4. Vj. 1990 und 1. Vj. 1991 bis 3. Vj. 2004) aufgespalten wird, die dann getrennt betrachtet werden.

Die Analyse zeigt, dass eine unerwartete Erhöhung des Ölpreises die nominalen Exporte der OPEC-Staaten unmittelbar signifikant steigert, während ihre Importe erst nach einer Verzögerung von rund drei Quartalen reagieren. Nach 14 bis 16 Quartalen büßen die kumulierten Impuls-Antwort-Folgen im Allgemeinen ihre statistische Signifikanz ein. Aus den kumulierten Impuls-Antwort-Folgen lässt sich der Wachstumsvorsprung der OPEC-Exporte gegenüber den Importen in Reaktion auf einen Ölpreisschock ableiten.

Das Schaubild auf Seite 13 zeigt diesen Vorsprung für den gesamten Handel der OPEC-Länder sowie für ihren Handel mit Deutschland jeweils getrennt nach den beiden Teilperioden. Generell übersteigt die Exportreaktion zunächst die der Importe; die Differenz weitet sich in der Regel bis ins dritte Quartal aus und nimmt anschließend kontinuierlich ab. Bemerkenswert ist, dass die Kurve für die zweite Teilperiode jeweils merklich nach unten verschoben ist, was eine Beschleunigung des Rückflusses der Öleinnahmen anzeigt. Zwölf bis 13 Quartale nach dem Ölpreisanstieg ist im späteren Zeitraum (1991 bis 2004) der kumulierte Wachstumsvorsprung der Exporte durch das Nachziehen der Importe völlig abgebaut, während die Exporte zuvor auch nach 20 Quartalen noch einen Vorsprung aufwiesen. Zudem nimmt im Fall Deutschlands die Differenz nun von Anfang an kontinu-

<sup>1</sup> Zudem wird ein Teil der höheren Einnahmen an den internationalen Finanzmärkten angelegt, was tendenziell das Zinsniveau drückt und möglicherweise die Investitionsnachfrage anregt. Doch in einem solchen Szenario dürfte es ebenfalls nur nach Verzögerungen und in Abhängigkeit von der Zinselastizität der Inlandsnachfrage eine stabilisierende Wirkung auf die reale Wertschöpfung geben. — <sup>2</sup> Die

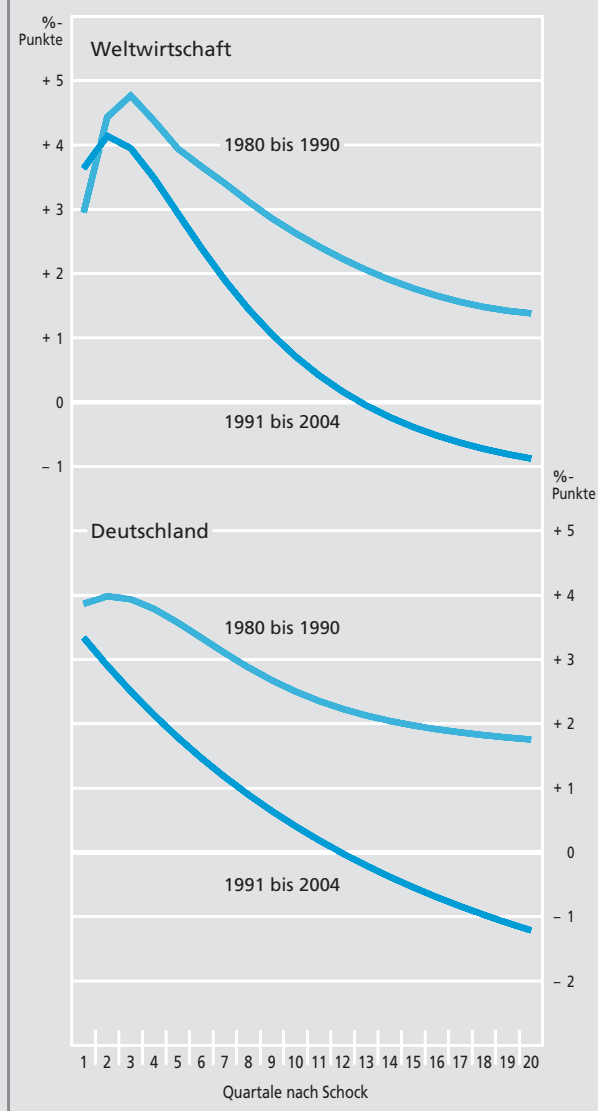
verwendeten Daten entstammen der Direction of Trade Statistics bzw. – im Fall des Ölpreises – der International Financial Statistics des IWF. Als Identifikationsschema wird eine einfache rekursive Ordnung mit der genannten – und theoretisch vorgegebenen – Reihung der Variablen gewählt, sodass der Ölpreis kontemporär nicht von den beiden anderen Größen abhängt. — <sup>3</sup> Vgl.: NIESR (2004), Oil Price Shocks

ierlich ab; die Kurve weist in den ersten Quartalen nicht länger einen „buckelförmigen“ Verlauf auf.

Diese einfache SVAR-Analyse deutet in die gleiche Richtung wie andere Studien. So hat sich nach Einschätzung des britischen Wirtschaftsforschungsinstituts National Institute for Economic and Social Research (NIESR) die Rückflussgeschwindigkeit gegenüber dem Zeitraum vor 1985 verdoppelt. Auf der Basis von Simulationen mit seinem ökonometrischen Mehr-Länder-Modell (NiGEM) gelangt das NIESR zu dem Ergebnis, dass sich nun eine Erhöhung der Öleinnahmen bereits nach vier Jahren in einem gleich hohen Anstieg der OPEC-Importe niederschlägt.<sup>3)</sup>

Ebenfalls im Rahmen von Simulationen mit dem NiGEM haben Barrell und Pomerantz (2004) die Output-Effekte eines permanenten Ölpreisanstiegs in zwei alternativen Szenarien verglichen, die sich nur durch die Geschwindigkeit der Verausgabung der Öleinnahmen unterscheiden.<sup>4)</sup> Während das eine Szenario die heutige Situation widerspiegelt, liegt dem anderen die niedrige Rückflussgeschwindigkeit der siebziger Jahre zu Grunde. Für die USA ergeben sich in beiden Szenarien fast identische Output-Effekte. Dagegen schrumpft der Output europäischer Volkswirtschaften, insbesondere der deutschen, im Falle einer langsameren Verausgabung der Öleinnahmen stärker. Die Öl exportierenden Länder beziehen nämlich deutlich mehr Importe aus Europa als aus den USA. Bei unveränderter Außenhandelsstruktur bedeutet deshalb ein Ölpreisanstieg, global betrachtet, eine Nachfrageverschiebung zu Gunsten europäischer Volkswirtschaften. Dabei spielen auch die sehr engen Handelsbeziehungen zu den Öl produzierenden GUS-Staaten – und hier vor allem zu Russland – eine wichtige Rolle.

Wachstumsdifferenzen zwischen den nominalen Exporten und Importen der OPEC-Länder nach einem Ölpreisanstieg <sup>5)</sup>

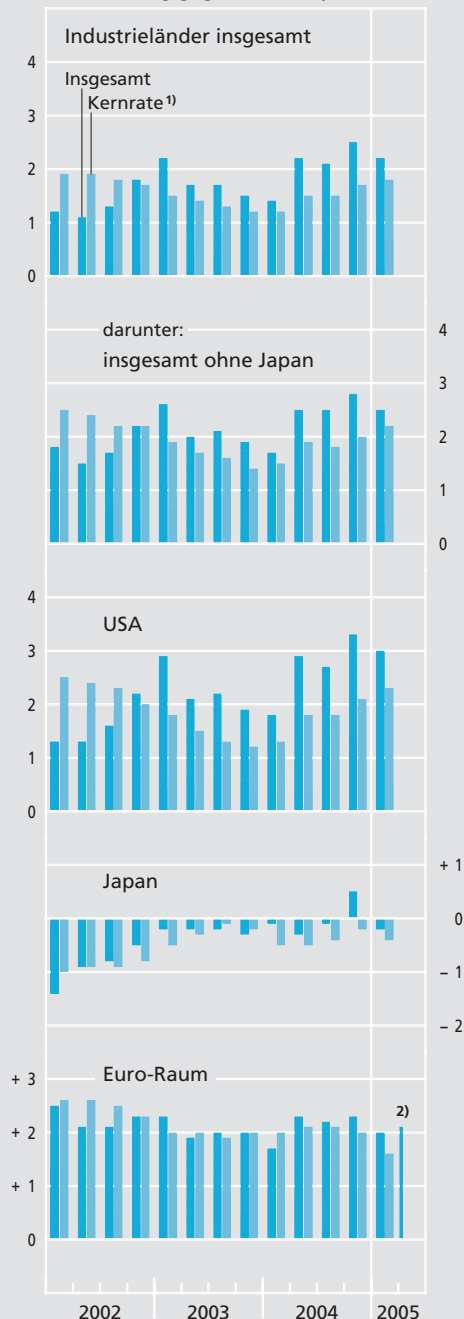


and the World Economy Today, National Institute Economic Review 189, Juli 2004, S. 14-17. — 4 Vgl.: R. Barrell und O. Pomerantz (2004), Oil Prices and the World Economy, NIESR Arbeitspapier, auch veröffentlicht in: Focus on European Economic Integration, 1/2004, OeNB, S. 152-177. — 5 Differenz zwischen den kumulierten Veränderungsrate der nominalen Exporte und Importe der OPEC-Länder gegenüber

der Welt bzw. Deutschland nach einem Ölpreisanstieg von 10%; ein positives Vorzeichen zeigt den kumulierten Wachstumsvorsprung der nominalen Exporte an.

## Verbraucherpreise in den Industrieländern

Vierteljährlich, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Nationale Statistiken, Eurostat und eigene Berechnungen. — 1 Ohne Energie und Nahrungsmittel; Euro-Raum: HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel. — 2 Eurostat Flash Estimate für April.

Deutsche Bundesbank

5 % erreicht hatte, aber weiterhin merklich über dem langfristigen Durchschnitt (1985 bis 2004) von 3 ½ % liegen. Bemerkenswert ist, dass der IWF seine Prognose für die Weltwirtschaft für 2005 seit dem Frühjahr 2004 praktisch nicht verändert hat, obwohl die seinen Vorausschätzungen zu Grunde liegenden Ölpreisannahmen binnen Jahresfrist von 27 US-\$ über 37,25 US-\$ im Herbst 2004 auf jetzt 46,50 US-\$ heraufgesetzt wurden. Dies lässt den Schluss zu, dass der globale Aufschwung robuster ist, als lange Zeit angenommen wurde. Folgt man der IWF-Prognose, so geht mit der etwas moderateren Gangart der globalen Produktion ein nicht mehr ganz so schwungvolles Welthandelswachstum einher; nach einem Plus von 10 % im Jahr 2004 werden für die Jahre 2005 und 2006 Steigerungen um jeweils 7 ½ % erwartet. Das bedeutet aber auch, dass Japan und der Euro-Raum, wo die Binnenkonjunktur noch deutliche Schwachstellen aufweist, auch künftig mit expansiven Impulsen von außen rechnen können.

Angetrieben wird die Expansion der Weltwirtschaft nach der IWF-Prognose weiterhin von den USA und China. Die beiden Länder haben allerdings auch in starkem Maße zu den bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten beigetragen, die immer wieder im Zentrum der Diskussion an den Finanzmärkten stehen, wenn es um Risikoeinschätzungen geht. Das Handelsbilanzdefizit (Waren) der USA gegenüber China belief sich im Jahr 2004 auf 162 Mrd US-\$ bei einem Gesamtdéfizit von 651 Mrd US-\$. Nicht zuletzt auf Grund der gestiegenen Ölpreise wird sich das amerikanische Leistungsbilanzdefizit

*Weiterhin  
größere Risiken*

nach der IWF-Prognose in diesem und im nächsten Jahr nochmals ausweiten, gemessen am BIP wird es aber 2006 mit 5,7 % nicht größer sein als 2004. Ein weiteres Risiko, insbesondere für hochverschuldete und ärmere Länder, stellt die erhebliche Störanfälligkeit und Volatilität der Ölmärkte dar. Nach Einschätzung des IWF könnte eine starke Erhöhung der langfristigen Zinsen in den USA zu einer weltweiten Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen führen, die möglicherweise auch die Aktien- und Immobilienmärkte in Mitleidenschaft ziehen würde.

USA

Das reale BIP in den USA ist im Zeitraum Januar bis März 2005 nach der ersten Schätzung saison- und kalenderbereinigt um  $\frac{3}{4}$  % gegenüber der Vorperiode gestiegen; dies bedeutet nur eine geringe Tempoverlangsamung gegenüber den beiden Vorquartalen. Binnen Jahresfrist belief sich der Zuwachs auf  $3 \frac{1}{2}$  %.<sup>1)</sup> Die Aussichten auf eine Fortsetzung des robusten Aufschwungs in den USA sind nach wie vor gut, auch wenn die vorliegenden Indikatoren für das zweite Jahresviertel ein gemischtes Bild vermitteln.

Im Hinblick auf die Nachfragestruktur des Wachstums in den Wintermonaten fällt auf, dass die Lagerinvestitionen mit einem viertel Prozentpunkt deutlich mehr zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung beigetragen haben als im Herbst 2004. Zudem ist der reale Außenbeitrag weiter ins Minus gerutscht; dadurch wurde das BIP-Wachstum rechnerisch um fast einen halben Prozentpunkt gedrückt. Die inländische Endnachfrage zog im ersten Quartal 2005 „nur“ noch um  $\frac{3}{4}$  % an, verglichen mit 1 % und  $1 \frac{1}{4}$  % in

### Vorausschätzungen des IWF für 2005 und 2006 \*)

Position	2003	2004	2005	2006
<b>Reales Bruttoinlandsprodukt</b>	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,0	+ 3,4	+ 2,6	+ 3,0
darunter:				
USA	+ 3,0	+ 4,4	+ 3,6	+ 3,6
Japan	+ 1,4	+ 2,6	+ 0,8	+ 1,9
EWU	+ 0,5	+ 2,0	+ 1,6	+ 2,3
<b>Verbraucherpreise 2)</b>				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 1,8	+ 2,0	+ 2,0	+ 1,9
darunter:				
USA	+ 2,3	+ 2,7	+ 2,7	+ 2,4
Japan	- 0,2	0,0	- 0,2	0,0
EWU	+ 2,1	+ 2,2	+ 1,9	+ 1,7
<b>Arbeitslosigkeit</b>	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	6,6	6,3	6,1	6,0
darunter:				
USA	6,0	5,5	5,3	5,2
Japan	5,3	4,7	4,5	4,4
EWU	8,7	8,8	8,7	8,4

\* Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2005. — 1 Einschl. Taiwan, Hongkong, Südkorea und Singapur. — 2 Verbraucherpreisindex bzw. HVPI für den Euro-Raum.

Deutsche Bundesbank

den beiden Vorquartalen. Dabei haben sich auch hier die Gewichte verschoben. Während die realen Ausgaben für neue Wohnbauten kräftiger zunahm, wuchsen die gewerblichen Investitionen – nicht zuletzt wegen der Ende 2004 ausgelaufenen Abschreibungserleichterungen – mit 1 % deutlich langsamer als zuvor. Der private Konsum expandierte um knapp 1 % und damit fast so stark wie im Herbst 2004. Dies ging jedoch bei einem recht schwachen Anstieg des nominellen verfügbaren Einkommens zu Lasten der Ersparnisbildung. Die private Sparquote fiel im ersten Quartal auf  $\frac{1}{2}$  %, verglichen mit einem Wert von  $1 \frac{1}{2}$  % in der Vorperiode, der

1 Vor allem auf Grund der deutlichen Verringerung des Handelsbilanzdefizits im März, die bei der ersten BIP-Schätzung noch nicht bekannt war, dürfte das Quartalsergebnis noch nach oben revidiert werden.

allerdings durch Sonderfaktoren beeinflusst war.

Weniger stark belastet als zuvor wurden die Budgets der privaten Haushalte von der Preisentwicklung, die im ersten Quartal etwas ruhiger verlief als im Herbst 2004. Vor allem auf Grund des geringeren Anstiegs der Energiepreise im Vorjahresvergleich ging der Anstieg des Verbraucherpreisindex um 0,3 Prozentpunkte auf 3,0 % zurück. Die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) tendierte dagegen weiter nach oben und erreichte mit 2,3 % den höchsten Wert seit dem Sommer 2002. Die Kernrate des Deflators für die privaten Konsumausgaben zeigt dagegen für die Wintermonate mit 1,6 % einen unverändert niedrigen hausgemachten Preisdruck an.<sup>2)</sup>

*Japan*

Die japanische Wirtschaft hat die Konjunkturfaute, die im Frühjahr 2004 eingesetzt hatte, nach der Jahreswende 2004/2005 überwunden. Die Industrieproduktion nahm im Durchschnitt der Monate Januar/März saisonbereinigt um 2 % zu und lag damit um 1 ½ % höher als vor einem Jahr. Die Konjunktur-signale für die Frühjahrsmonate sind jedoch überwiegend enttäuschend ausgefallen. So hat sich die Stimmung bei den Unternehmen nach der Tankan-Umfrage der japanischen Notenbank vom März 2005 wieder eingetrübt. Zudem ist das Konsumentenvertrauen im April rückläufig gewesen. Die Verbraucherpreise sind im ersten Quartal im Vorjahresvergleich erneut gesunken, und zwar um ¼ %, nachdem sie im Herbst 2004 unter dem Eindruck steigender Energie- und Nahrungsmittelpreise um ½ % angezogen hatten.

Das reale BIP in China lag im ersten Quartal 2005 um 9 ½ % über dem Stand vor Jahresfrist. Mit diesem starken Einstieg in das Jahr 2005 könnte die Prognose des IWF von 8 ½ % sogar noch übertroffen werden. Die chinesische Wirtschaft dürfte in diesem Jahr bei nach wie vor lebhafter Binnenkonjunktur auch von einer kräftigen Expansion der Textil- und Bekleidungsexporte auf Grund des Wegfalls des früheren Systems der Mengenbeschränkungen zum Jahresende 2004 profitieren. Trotz des anhaltenden Wirtschaftsbooms hat sich der Preisdruck auf der Verbraucherstufe vermindert; die Teuerungsrate lag im März „nur“ noch bei 2,7 %, nachdem sie im Sommer 2004 fast doppelt so hoch gewesen war. Dies stützt die Preisvorhersage des IWF, derzufolge die Inflationsrate von 3,9 % im Jahr 2004 auf 3,0 % in diesem Jahr zurückgehen wird.

*China*

Das reale BIP in Großbritannien ist im Winter 2005 weiter kräftig gewachsen; das Ergebnis fiel jedoch mit saison- und kalenderbereinigt ½ % nicht mehr ganz so stark aus wie Ende 2004. Das Niveau vor Jahresfrist wurde um 2 ¾ % übertroffen. Der gesamtwirtschaftliche Produktionszuwachs gegenüber dem Vorquartal wurde vom Dienstleistungssektor und vom Baugewerbe erbracht. Dagegen gab die industrielle Erzeugung nach. Über die Verwendung der Gesamtproduktion liegen zwar noch keine Angaben vor, doch scheint die private Konsumnachfrage als bisherige Haupttriebfeder der britischen Binnenkon-

*Großbritannien*

---

<sup>2</sup> Näheres zu den Gründen für die Divergenz der beiden Kernraten siehe: Deutsche Bundesbank, Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2004/2005, Monatsbericht, Februar 2005, S. 14 f.



junktur an Schwung verloren zu haben. Die Einzelhandelsumsätze nahmen im ersten Quartal preis- und saisonbereinigt nur noch um  $\frac{1}{4}\%$  gegenüber der Vorperiode zu. Zu der ruhigeren Konsumkonjunktur dürfte unter anderem der stärkere Preisauftrieb beigetragen haben. Der Anstieg des Harmonisierten Preisindex (HVPI) belief sich im Durchschnitt der Wintermonate auf  $1,7\%$ , verglichen mit  $1,4\%$  im vergangenen Herbst. Im März kam die Teuerungsrate mit  $1,9\%$  schon recht nahe an den von der Regierung gesetzten Zielwert von  $2,0\%$  heran. Gemessen am nationalen Einzelhandelspreisindex (RPIX) erreichte der Preisanstieg zuletzt  $2,4\%$ . Außerdem ist die Aufwärtsbewegung bei den Immobilienpreisen im Herbst 2004 praktisch zum Stillstand gekommen, so dass von dieser Seite kaum mehr anregende Effekte auf den Konsum ausgehen.

*Neue  
Mitgliedsländer  
der EU*

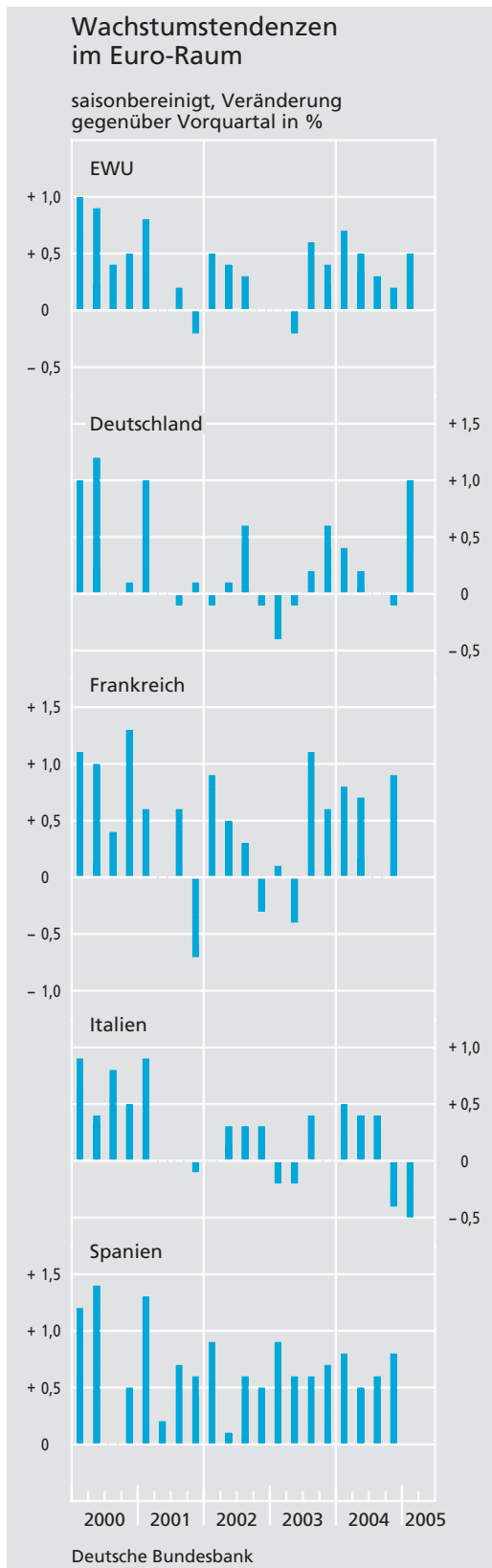
Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in den neuen EU-Mitgliedsländern (sowie in den Kandidatenländern Rumänien und Bulgarien) ist 2004 um  $5\frac{1}{2}\%$  gewachsen, verglichen mit  $2\%$  im Euro-Raum. Im Verlauf von 2004 hat aber auch hier die konjunkturelle Dynamik nachgelassen. Die Industrieproduktion expandierte im Durchschnitt der Monate Januar/Februar 2005 mit saisonbereinigt  $\frac{1}{2}\%$  nicht mehr so stark wie im Herbst 2004. Für das Jahr 2005 insgesamt und für 2006 sind nach der IWF-Prognose „nur“ noch BIP-Zuwächse von jeweils  $4\frac{1}{4}\%$  zu erwarten. Die Arbeitslosigkeit in den neuen Mitgliedsländern ging in den letzten Monaten weiter zurück und lag – gemessen an den Erwerbsspersonen – im März bei  $13\frac{1}{2}\%$ . Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe hat sich Anfang

2005 deutlich abgeschwächt. Die Vorjahrsrate belief sich im ersten Jahresviertel auf „nur“ noch  $3,3\%$ , nachdem sie im Sommer 2004 bei  $4,8\%$  und im vierten Quartal 2004 bei  $4,4\%$  gelegen hatte. Ein weiterer Rückgang dürfte im Frühjahr eintreten, da vor einem Jahr mit dem Beitritt zur EU kräftige Abgabenerhöhungen wirksam geworden worden waren, die jetzt aus der Berechnung der Teuerungsrate „herausfallen“. Die Bandbreite bei den Inflationsraten reichte im März von  $1,2\%$  in der Tschechischen Republik bis zu  $6,6\%$  in Lettland. Das insgesamt positive Konjunkturbild in den neuen Mitgliedsländern wird jedoch durch die anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizite etwas getrübt. Insgesamt betrachtet beliefen sie sich 2004 (einschl. der Kandidatenländer) auf knapp  $5\%$  des aggregierten BIP. Der IWF-Prognose zufolge ist hier im laufenden Jahr schon auf Grund der jüngsten Ölpreisentwicklung keine Besserung zu erwarten.

### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im Euro-Raum ist nach ersten Schätzungen von Eurostat im ersten Quartal 2005 saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}\%$  gegenüber dem Herbst 2004 gestiegen und hat damit den entsprechenden Vorjahrsstand um  $1\frac{1}{2}\%$  übertroffen. Die spürbare Verstärkung des Wachstums im Vergleich mit dem Ergebnis des letzten Jahresviertels 2004 ( $+\frac{1}{4}\%$ ) ist insofern bemerkenswert, als die Produktion in der Landwirtschaft und im Baugewerbe durch das außergewöhnlich kalte Winterwetter in weiten Teilen

*Stärkeres  
BIP-Wachstum  
im ersten  
Quartal*



Europas zeitweise stark beeinträchtigt wurde. Sie ist vor allem auf das höhere Wachstumstempo in Deutschland zurückzuführen, das teilweise als technische Reaktion auf den Rückgang des realen BIP in der Vorperiode zu interpretieren ist. Insgesamt scheint sich der eher moderate konjunkturelle Erholungsprozess im Euro-Raum nach der Jahreswende 2004/2005 fortgesetzt zu haben. Auch wenn noch keine weiteren Angaben über die Entstehung und Verwendung des realen BIP im Euro-Raum in den Wintermonaten vorliegen, so deutet die merkliche Zunahme der nominalen Exporte in Drittstaaten im Januar/Februar gegenüber dem Niveau des letzten Jahresviertels 2004 – bei gleichzeitiger Stagnation der Importe – darauf hin, dass wichtige Wachstumsimpulse von der Außenwirtschaft gekommen sind. Zudem war die Konsumnachfrage etwas lebhafter als zuvor; jedenfalls haben die realen Einzelhandelsumsätze im Dreimonatsdurchschnitt Januar/März das Niveau des schwachen Vorquartals saisonbereinigt um ½ % übertroffen.

Das höhere BIP-Wachstum im ersten Quartal 2005 ging mit einer lebhafteren Produktions-tätigkeit in der Industrie einher. Die Erzeugung nahm hier im Januar/Februar saisonbereinigt wieder leicht (¼ %) zu, nachdem sie im letzten Quartal 2004 noch rückläufig gewesen war. Das entsprechende Vorjahrs-niveau übertraf sie Anfang 2005 um 1 ¼ %. Getragen wurde das Wachstum der Industrie-produktion im Verlauf betrachtet von einem höheren Ausstoß an Vorleistungs- und Konsumgütern sowie dem kräftigen Anstieg der Energieerzeugung, der vor allem auf das kalte Winterwetter im Februar zurückzuführen ist.

*Industrie-  
konjunktur  
günstiger*

Die Produktion von Investitionsgütern und Gebrauchsgütern stagnierte dagegen auf dem Stand der Herbstmonate. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie lag jedoch im April nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse um einen Prozentpunkt unter dem Januarstand und damit so niedrig wie zuletzt im Sommer 2003.

*Schwache  
Konjunktur-  
signale zum  
Frühjahrs-  
beginn*

In den letzten Monaten hat sich die Konjunktur im Euro-Raum allerdings wieder eingetrübt. Das Industrier Vertrauen ist im März/April merklich gesunken. Es lag damit erneut unter seinem langjährigen Durchschnitt. Der positive Saldo der Exporterwartungen hat sich seit Oktober halbiert. Der Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe tendierte in den beiden ersten Monaten des Jahres ebenfalls deutlich nach unten. Dabei ist freilich zu berücksichtigen, dass das Vergleichsniveau vom Herbst 2004 durch Großaufträge an die Luftfahrtindustrie beeinflusst war. Die Stimmung der Konsumenten hat sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert.

*Arbeitsmarkt*

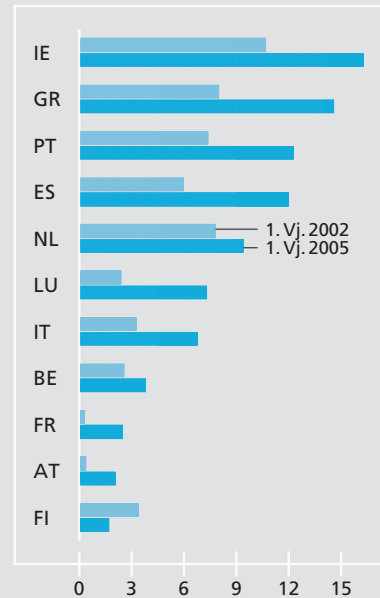
Die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum stieg nach der Jahreswende 2004/2005, auch unter dem Einfluss des im Februar einsetzenden außerordentlich kalten Winterwetters, wieder etwas an. Den vorläufigen Angaben von Eurostat zufolge waren im Durchschnitt des ersten Vierteljahres 2005 saisonbereinigt 12,75 Millionen Personen ohne Erwerbsarbeit. Im Vergleich zum Vorjahr errechnet sich daraus eine Zunahme um 1/2 %. Die standardisierte Arbeitslosenquote verharrte bei 8,8 %.

*Verbraucher-  
preise*

Der Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Gebiet hat sich Anfang 2005 abgeschwächt.

### Teuerungsgefälle\*) gegenüber Deutschland

saisonbereinigt, in Prozentpunkten



\* Relative Veränderung des HVPI 1. Vj. 2002 bzw. 1. Vj. 2005 gegenüber dem 1. Vj. 1999.

Deutsche Bundesbank

Nach Ausschaltung der saisonüblichen Bewegungen und auf Jahresrate hochgerechnet belief er sich im Durchschnitt der ersten drei Monate auf knapp 1 1/2 %, verglichen mit 2 % im letzten Quartal 2004. Wesentlich für das Nachlassen des Preisauftriebs war zum einen die zeitweise ruhigere Entwicklung der Rohölnotierungen. Zum anderen nahm auch die Teuerung in den Kernkomponenten ab. Die Preise für Dienstleistungen stiegen weniger stark als in den Vormonaten, Ver- und Gebrauchsgüter (ohne Energie) verbilligten sich sogar etwas. Dabei spielte eine Rolle, dass der Schlussverkaufseffekt im Januar/Februar etwas stärker war als in den Jahren zuvor. Für den HVPI insgesamt verringerte sich der Vorjahrsabstand von 2,3 % im Schlussquartal 2004 auf nunmehr 2,0 %.

April betrug der Preisanstieg den vorläufigen Ergebnissen zufolge 2,1 %.

Die Spreizung der Teuerungsraten im Euro-Währungsgebiet ist weiter zurückgegangen und bewegte sich im ersten Quartal 2005 – gemessen am Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre – auf einem vergleichsweise niedrigen Stand. An der Rangordnung der Länder in Bezug auf die Preisstabilität hat sich seit dem Beginn der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 aber wenig geändert. Insgesamt betrachtet war Deutschland, trotz erheblicher administrierter Preisanhebungen, das preisstabilste Land im Euro-Währungsgebiet. Bemerkenswert ist auch, dass nur die Niederlande und Finnland das bis 2003 aufgebaute Teuerungsgefälle gegenüber Deutschland danach wieder etwas vermindern konnten, wozu im Fall Finnlands die Reduktion der Alkoholsteuer im vergangenen Jahr maßgeblich beigetragen hat.

## Wechselkurse

*Aktuelle  
Tendenzen am  
Devisenmarkt*

Der Devisenmarkt stand im Frühjahr 2005 im Spannungsfeld zwischen der weiteren geldpolitischen Straffung in den USA und der fortdauernden Diskussion über die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Besonders ausgeprägt schlugen sich die wechselnden Einflüsse in der Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses nieder.

*Wechselkurs-  
entwicklung  
des Euro  
gegenüber dem  
US-Dollar, ...*

Während die Marktteilnehmer Anfang des Jahres die außenwirtschaftliche Situation der USA etwas entspannter zu beurteilen schienen, wozu ein optimistischer Ausblick der Federal Reserve sowie die Ankündigung von

Ausgabenkürzungen der US-Regierung beitrugen, wurde diese Einschätzung Mitte Februar teilweise wieder relativiert. Zwar war das amerikanische Handelsbilanzdefizit im Dezember überraschend stark gesunken. Dies lag jedoch vor allem an dem seinerzeit niedrigeren Ölpreis und dem deshalb geringeren Importwert. Maßgeblich geprägt hat die Marktentwicklung vielmehr die gleichzeitig aufgekommene Diskussion um möglicherweise zusätzlich auf den US-Haushalt zukommende Belastungen, etwa auf Grund von Militärausgaben, die den anhaltend hohen Finanzierungsbedarf der USA und die damit verbundenen außenwirtschaftlichen Risiken erneut ins Blickfeld der Marktteilnehmer rückte.

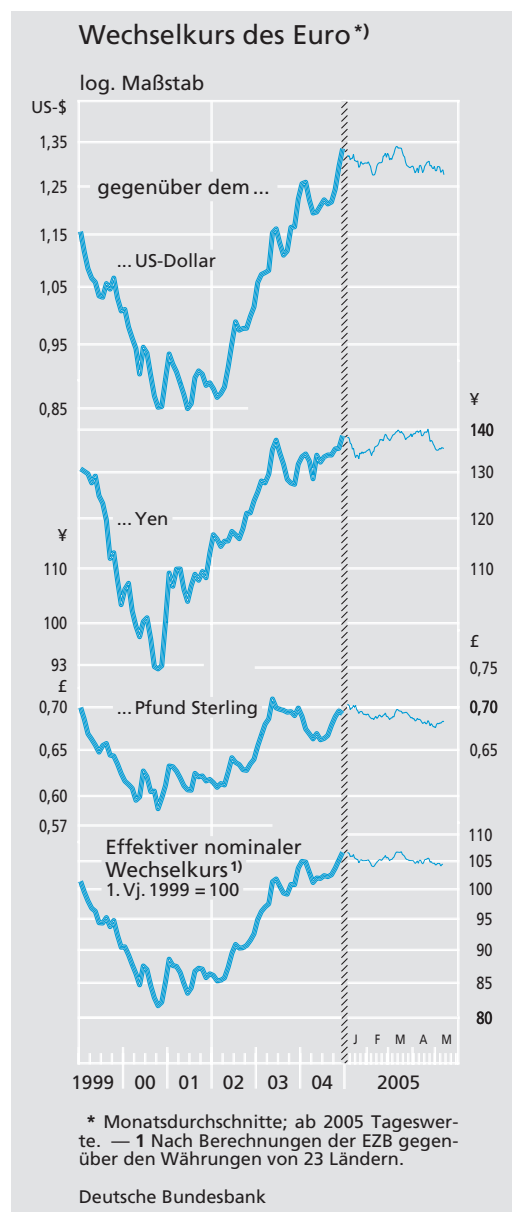
Die resultierende Abschwächung des US-Dollar wurde noch durch Nachrichten über eine zunehmende Diversifizierung der vornehmlich in US-Dollar gehaltenen Devisenreserven einiger asiatischer Notenbanken verstärkt. Hohe Devisenmarktinterventionen von Notenbanken in Asien hatten in den letzten Jahren deren Bestände an US-Dollar-Reserven erheblich anschwellen lassen und auf diese Weise maßgeblich zur Deckung des höheren amerikanischen Finanzbedarfs beigetragen. Auch wenn diese Notenbanken ihre Währungsreserven nicht mit Gewinnerzielungsabsicht, sondern in der Regel zur Wechselkursstabilisierung aufstockten, sind eventuelle Bewertungsverluste letztlich von den betroffenen Volkswirtschaften zu tragen. An den Märkten entstand daher die Befürchtung, dass dadurch motivierte Diversifizierungsbestrebungen einzelner Zentralbanken andere zu ähnlichen Schritten veranlassen

könnten, was den Kurs des US-Dollar noch zusätzlich beeinträchtigen würde. Trotz der Verlautbarungen mehrerer asiatischer Zentralbanken, denen zufolge keine Dollar-Verkäufe geplant seien, stieg der Euro bis Mitte März auf 1,34 US-\$. Er erreichte damit fast wieder seinen Höchststand von Ende Dezember 2004.

Meldungen über ausgesprochen hohe Netto-Kapitalzuflüsse in die USA nahmen dann allerdings Druck vom US-Dollar. Gute amerikanische Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten sowie eine mit Warnungen vor einem sich aufbauenden Inflationsdruck verbundene weitere Zinsanhebung der amerikanischen Notenbank vermittelten das Bild eines soliden Aufschwungs jenseits des Atlantiks und lenkten die Aufmerksamkeit erneut auf den sich ausweitenden Renditevorsprung gegenüber dem Euro-Raum, der tendenziell weitere Kapitalimporte der USA induziert. In der Folge wertete sich der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder ab. Hierzu trugen auch teilweise enttäuschende Konjunkturdaten von dieser Seite des Atlantiks bei, so etwa der Rückgang des Ifo-Index, sowie die den Euro tendenziell belastende Schwächung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Der Euro lag bei Abschluss dieses Berichts mit 1,28 US-\$ fast 6 1/2 % unter seinem Höchststand vom Jahresende 2004.

... gegenüber dem Yen...

Der Euro-Yen-Kurs bewegte sich im Frühjahr lange überwiegend in einem verhältnismäßig engen Band zwischen 137 Yen und 140 Yen pro Euro. Die mangelnde Kursphantasie mag zum Teil dem Umstand zuzuschreiben sein, dass die japanische Konjunktur in den zurück-



liegenden Monaten ein ebenso gemischtes Bild vermittelte wie die der EWU. Insbesondere Nachrichten über den Rückgang des japanischen Handelsbilanzüberschusses wurden als zusätzliches Risiko für die bisher vom Export wesentlich gestützte japanische Wirtschaft angesehen. Zum Teil jedoch stand der Yen auch unter dem Einfluss von Mutmaßungen über etwaige Änderungen des chinesischen Währungssystems. So sackte der Euro

gegenüber dem Yen ab, als sich Ende April die Spekulationen über eine baldige Aufwertung oder Flexibilisierung des Renminbi verdichteten, weil die Märkte davon ausgingen, dass in diesem Fall auch in anderen asiatischen Ländern wie Japan die politischen Widerstände gegenüber einer Aufwertung der eigenen Währung abnehmen. Zuletzt notierte der Euro deshalb nur noch bei 136 Yen und damit knapp 4 % unter seinem Höchststand zum Jahreswechsel.

*... und gegenüber dem Pfund Sterling*

Während der Euro zum Pfund Sterling – nach einer Schwächephase zu Jahresbeginn – bis Mitte März zulegen konnte, verzeichnete er anschließend Kursverluste. Wie so oft reflektierte der Euro-Pfund-Kurs die Euro-Dollar-Kursentwicklung. Außerdem spielte eine Rolle, dass sich die anfängliche Erwartung, es könnte im Vereinigten Königreich zu einer Zinssenkung kommen, im Laufe des Frühjahrs vorübergehend in eine Zinssteigerungserwartung umkehrte. Zuletzt gewann der Euro angesichts erneut aufkommender Unsicherheit über die britische Konjunktur gegenüber dem Pfund Sterling wieder etwas an Boden. Bei Abschluss dieses Berichts lag er mit 0,68 Pfund in etwa auf dem Niveau von Mitte Februar.

Anfang Mai wurden mit Lettland, Malta und Zypern drei neue EU-Länder in den Wechselkursmechanismus II (WKM II) aufgenommen. Die Leitkurse für einen Euro wurden mit 0,702804 lettischen Lat, 0,429300 maltesischen Lira und 0,585274 Zypern-Pfund festgelegt. Die Wechselkurse dürfen um höchstens  $\pm 15\%$  um diese Leitkurse schwanken. Lettland hat sich einseitig verpflichtet, eine geringere Schwankungsmarge von 1% einzuhalten. Malta gibt mit dem Beitritt zum WKM II die bisher praktizierte Fixierung gegenüber einem Währungskorb auf. Es hat sich unilateral darauf festgelegt, den Kurs seiner Währung in Zukunft am Leitkurs zu halten.

*Neue Mitglieder im WKM II*

Vor allem die Kursentwicklung gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling bewirkte, dass sich der Euro auch im Durchschnitt gegenüber den Währungen von 23 Handelspartnern, zu denen auch die neuen WKM II-Mitglieder zählen, bis Mitte März aufwertete, danach aber wieder an Wert verlor. Er lag zuletzt fast 4% unter seinem Höchststand vom Ende des letzten Jahres. Im Ergebnis wurden damit die Wettbewerbseinbußen wieder ausgeglichen, die Anbieter aus dem Euro-Raum durch die Kursentwicklung im vergangenen Jahr hatten hinnehmen müssen.

*Effektiver Wechselkurs des Euro*