

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die globale Konjunkturbelebung hat sich in den letzten Monaten zügig fortgesetzt und ist in einen recht robusten Aufschwung auf verbreiterter Basis eingemündet. Im Zentrum stehen dabei weiterhin die USA und die ost-asiatischen Schwellenländer. Der zyklischen Aufwärtsbewegung der Weltwirtschaft kam außerdem zugute, dass die japanische Wirtschaft, soweit anhand der vorliegenden Konjunkturdaten erkennbar, im Herbst weiter expandierte. Der Euro-Raum behielt den im Sommer eingeschlagenen moderaten Erholungskurs bei. Der Wachstumsrückstand gegenüber den USA ist aber nach wie vor erheblich und wird sich nach den Prognosen der internationalen Institutionen auch im laufenden Jahr kaum vermindern. Die mittel- und osteuropäischen Reformländer haben ihr Expansionstempo ausgehend von einem zuvor schon recht hohen Niveau noch verstärkt. Die Volkswirtschaften in Lateinamerika, die nicht zuletzt von der anziehenden Rohstoffnachfrage und den damit einhergehenden deutlich höheren Preisen profitieren, scheinen die konjunkturelle Talsohle ebenfalls durchschritten zu haben. In den meisten dieser Länder besteht jedoch nach wie vor eine erhebliche finanzielle Verwundbarkeit und damit auch eine zyklische Rückschlagsgefahr.

*Weltwirtschaft  
im Aufschwung*

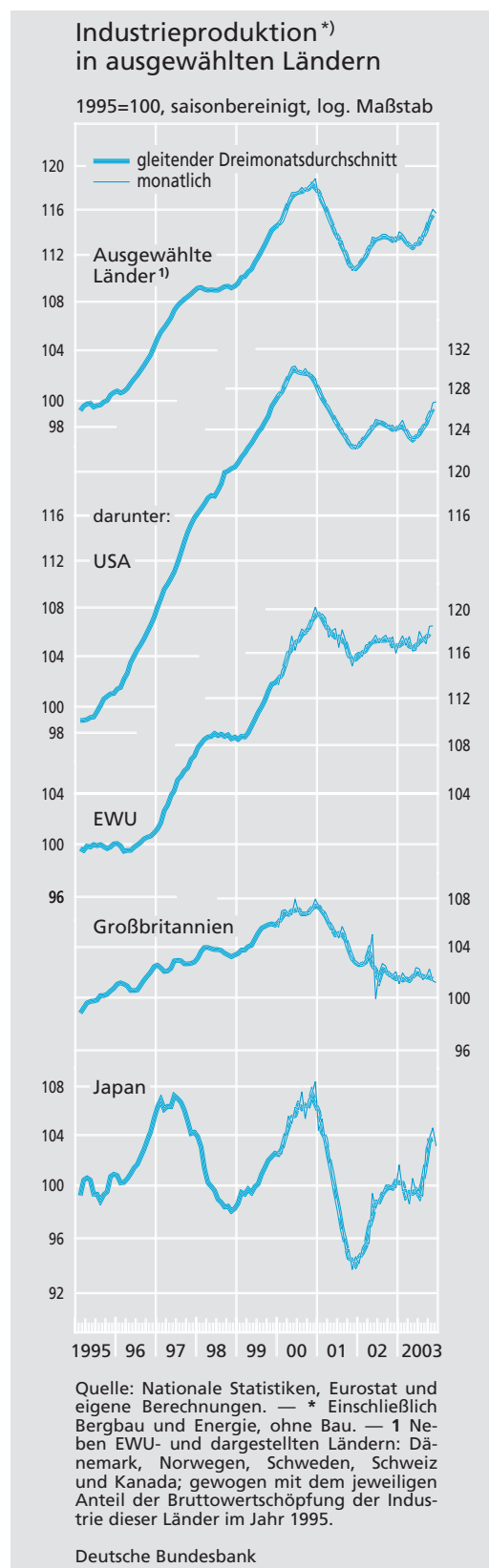
Die rasche Gangart der Weltkonjunktur wurde in den letzten Monaten durch anhaltend günstige finanzielle Rahmenbedingungen gefördert. Getragen von steigenden Unternehmensgewinnen und einem zunehmenden „Risikoappetit“ zogen die Aktienkurse international weiter an, so dass sich für viele

Unternehmen die Spielräume zur Beschaffung von neuem Eigenkapital spürbar verbessert haben. Außerdem blieben die Kosten der Fremdfinanzierung niedrig. Die recht kräftige Abwertung des US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen hat den Aufschwungprozess sowohl global betrachtet als auch aus der Sicht der betroffenen Länder bisher kaum gestört. An den Rohölmärkten lagen allerdings die US-Dollar-Notierungen in den letzten Wochen fast wieder auf dem hohen, durch den drohenden Irakkrieg beeinflussten Vorjahresniveau. Derzeit sind aber von den hohen Ölpreisen in erster Linie der Dollar-Raum und die Länder mit einer festen Dollar-Bindung betroffen. In Euro umgerechnet waren sie Anfang Februar um rund ein Fünftel niedriger als vor Jahresfrist.

Industrie-  
produktion  
und Preise  
im vierten  
Quartal

Die industrielle Erzeugung in den Industrieländern nahm im vierten Quartal saisonbereinigt um schätzungsweise 1¾ % gegenüber den Sommermonaten zu und übertraf mit der gleichen Rate auch den Stand vom Herbst 2002. Im Jahresdurchschnitt 2003 expandierte sie um ¾ %, nachdem es in den beiden Vorjahren zu einem Rückgang um insgesamt 3½ % gekommen war. Die Preisentwicklung in den Industrieländern verlief in den letzten Monaten weiterhin in ruhigen Bahnen. Die durchschnittliche Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe war im November/Dezember 2003 mit 1,4 % so niedrig wie seit dem Sommer 2002 nicht mehr. Ohne Japan gerechnet, das immer noch einen leichten Preisrückgang aufweist, belief sich der Anstieg auf 1,9 %.

Im Kreis der Schwellenländer ist die chinesische Wirtschaft besonders dynamisch ge-



wachsen. Vermehrt wird bereits die Besorgnis geäußert, dass es zu einer Überhitzung der Konjunktur kommen könnte. Im letzten Jahresviertel 2003 lag das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) nach den Angaben der amtlichen Statistik um 10 % über dem Niveau vom Herbst 2002. Im Jahresdurchschnitt belief sich der Anstieg auf 9 %. Dabei nahmen die Anlageinvestitionen um nicht weniger als ein Fünftel zu. Bemerkenswert ist auch die anhaltend starke Expansion des Außenhandels, die sehr eindrucksvoll belegt, dass sich China zu einem neuen wirtschaftlichen Gravitationszentrum in Ostasien entwickelt. Im Durchschnitt der letzten zehn Jahre ist das reale BIP in China um  $8\frac{3}{4}$  % gewachsen, gegenüber  $3\frac{1}{4}$  % in den USA und 2 % im Euro-Raum. Wenn es künftig bei diesem Wachstumsunterschied bleiben würde, könnte China bereits im Jahr 2013 eine höhere gesamtwirtschaftliche Produktion – bewertet auf der Basis von Kaufkraftparitäten, durch die den Unterschieden im Preisniveau zwischen den Ländern Rechnung getragen wird – als selbst die USA erzielen.<sup>1</sup> Allerdings würde auch dann das chinesische Pro-Kopf-Einkommen wegen der weitaus größeren Bevölkerung, auf die sich das gesamte Produktionsvolumen verteilt, gerade bei einem Fünftel des US-Niveaus liegen.

Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in den USA ist im letzten Jahresviertel 2003 nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um 1 % gestiegen. Damit wurde der Stand von Ende 2002 um  $4\frac{1}{4}$  % übertroffen. Im Gesamtjahr 2003 hat das reale BIP um gut 3 % expandiert; dies war die höchste Steigerungsrate seit dem letzten Boomjahr 2000.

Den stärksten Wachstumsbeitrag lieferte im vierten Quartal erneut der Private Verbrauch, der das auf Grund von Sondereinflüssen sehr hohe Niveau vom Sommer saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}$  % übertraf. Dies ging jedoch zu Lasten der privaten Sparquote, die um drei viertel Prozentpunkte auf 1,5 % zurückging. Die gewerblichen Anlageinvestitionen wuchsen saisonbereinigt um  $1\frac{3}{4}$  % gegenüber dem dritten Quartal und um  $6\frac{1}{2}$  % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit. Vom privaten Wohnungsbau gingen ebenfalls expansive Impulse aus. Binnen Jahresfrist expandierten die realen Ausgaben in neue Wohnbauten um 10 %; seit Ende 2001 haben sie um fast ein Fünftel zugenommen. Die Vorräte wurden im vierten Quartal wieder aufgestockt, nachdem sie im Sommer noch abgebaut worden waren.

Neben dem Privaten Verbrauch bildete im letzten Jahresviertel die reale Ausfuhr die wichtigste Wachstumsstütze. Saisonbereinigt expandierte sie um  $4\frac{1}{2}$  % (in VGR-Abgrenzung). Besonders kräftige Zuwächse beim Warenexport wurden mit den ostasiatischen Schwellenländern und den mittel- und osteuropäischen Reformländern erzielt. Da die Importe mit  $2\frac{3}{4}$  % erneut langsamer wuchsen, setzte sich die im Sommer eingeleitete Verbesserung des realen Außenbeitrags fort. Beim Außenbeitrag in nominaler Rechnung ergibt sich ein ähnliches Bild. Dies spricht dafür, dass sich auch das Minus in der Leistungsbilanz im vierten Quartal, für das noch keine Angaben vorliegen, erneut leicht verringert

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch: A. Maddison, *Chinese Economic Performance in the Long Run*, OECD Development Centre Studies, 1998, S. 96 f.

hat. Somit scheint die Reduzierung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts – ausgelöst durch die Abwertung des US-Dollar – bereits in Gang gekommen zu sein. Die Kehrseite für die Länder, die in konjunktureller Hinsicht am Schlepptau der USA hängen, ist jedoch, dass die reale Netto-Nachfrage der amerikanischen Wirtschaft nach Gütern und Diensten aus der übrigen Welt im zweiten Halbjahr 2003 erstmals seit längerem saisonbereinigt rückläufig war.

Das kräftige Wirtschaftswachstum in den USA im vierten Quartal ging – wie schon in den Quartalen zuvor – mit hohen Produktivitätszuwächsen einher. Dementsprechend nahm die Beschäftigung (außerhalb der Landwirtschaft) saisonbereinigt nur wenig zu. Im Januar wurden jedoch wieder mehr Stellen geschaffen als in den Herbstmonaten. Die Arbeitslosenquote war zuletzt nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse mit 5,6 % um einen halben Prozentpunkt niedriger als im September. Die Preisentwicklung in den USA blieb in den letzten Monaten moderat. Im Dezember lag die Teuerungsrate auf der Verbaucherstufe bei 1,9 %; im Jahresdurchschnitt waren es wegen des kräftigen Preisanstiegs im ersten Quartal 2,3 %. Ein noch deutlicher günstigeres Bild vermittelt der von der amerikanischen Notenbank stark beachtete Deflator für den Privaten Verbrauch (ohne Energie und Nahrungsmittel), der im Dezember nur um 0,7 % höher war als vor einem Jahr.

*Japan*

Die industrielle Erzeugung in Japan wuchs im vierten Quartal saisonbereinigt um 3 ½ % gegenüber der Vorperiode und um 3 ¾ % binnen Jahresfrist. Im Jahresdurchschnitt ex-

pandierete sie um 3 %, womit der starke Rückgang in den beiden Vorjahren aber noch nicht einmal zur Hälfte wettgemacht wurde. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung dürfte im letzten Jahresviertel 2003, für das noch keine Angaben vorliegen, ebenfalls spürbar gewachsen sein. Wesentliche Impulse erhielt die Konjunktur in Japan erneut von der rasch expandierenden Auslandsnachfrage. Bemerkenswert dabei ist, dass in den ersten elf Monaten des Jahres 2003 vier Fünftel des gesamten Zuwachses bei den nominalen Warenexporten im Handel mit China (einschl. Hongkong) erzielt wurden. Mit der hohen Ausfuhrdynamik konnte die Binnenwirtschaft erneut nicht mithalten. Die lebhaftere inländische Nachfrage nach Ausrüstungsgütern deutet zwar auf eine anhaltende Zunahme der gewerblichen Investitionen hin. Dem standen aber unverändert schwache Wohnungsbauaktivitäten und rückläufige staatliche Investitionen gegenüber. Außerdem stagnierte die Konsumnachfrage im vierten Quartal – gemessen an den Einzelhandelsumsätzen – auf dem gedrückten Stand der Vorperiode. In den letzten Monaten haben sich jedoch die Voraussetzungen für eine moderate Belebung der Verbrauchskonjunktur verbessert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist im Dezember um 0,3 Prozentpunkte auf 4,9 % gesunken, und der Rückgang der Arbeitnehmerinkommen läuft allmählich aus. Die Verbraucherpreise lagen um die Jahreswende 2003/2004 um 0,5 % unter dem entsprechenden Vorjahrsniveau. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ein Teil des Preisrückgangs mit der aufwertungsbedingten Verbesserung der Terms of Trade zusammenhängt.

#### Großbritannien

Die britische Wirtschaft ist nach ersten Berechnungen im vierten Quartal saison- und kalenderbereinigt um knapp 1 % gegenüber der Vorperiode gewachsen. Der Anstieg binnen Jahresfrist fiel mit 2 ½ % so stark aus wie seit Anfang 2001 nicht mehr. Im Jahresdurchschnitt 2003 nahm das reale BIP um gut 2 % zu. Damit dürfte Großbritannien innerhalb der EU nach den Aufholländern Griechenland und Spanien am besten abgeschnitten haben. Angetrieben wurde das Wachstum der britischen Wirtschaft erneut vom Dienstleistungssektor, während die Industrie saisonbereinigt ¼ % weniger produzierte als im Sommer. Auf der Nachfrageseite behielt der Private Verbrauch seine Rolle als Konjunkturmotor bei. Die Einzelhandelsumsätze legten im vierten Quartal saisonbereinigt gegenüber den Sommermonaten um 1 ½ % zu und übertrafen den Vorjahrsstand um 3 ½ %. Der Verbrauchskonjunktur kam neben der guten Arbeitsmarktlage auch das ruhige Preisklima zugute. Die Teuerungsrate in der Abgrenzung des HVPI, der nun auch dem britischen Stabilitätsziel von 2 % zu Grunde liegt, belief sich zuletzt auf 1,3 %. Im Jahresdurchschnitt 2003 waren es 1,4 %. Der nationale Index (RPIX), der methodisch vom HVPI abweicht und das selbstgenutzte Wohneigentum einschließt, lag im Dezember bei 2,6 %.

#### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

#### *BIP-Wachstum im Herbst 2003*

Das reale BIP ist im Euro-Raum nach der ersten Schätzung („Flash Estimate“) im vierten Quartal 2003 saisonbereinigt um ¼ % gestiegen; es übertraf den Stand vor Jahresfrist um

½ %. Wegen des schwachen Starts Anfang 2003 und der bis zur Jahresmitte anhaltenden Stagnation fiel das jahresdurchschnittliche Wachstum mit knapp ½ % allerdings so schwach aus wie seit 1993 nicht mehr. Auch wenn nähere Informationen zu den einzelnen Verwendungskomponenten noch nicht verfügbar sind, so dürfte das BIP-Wachstum Ende 2003 von der Inlandsnachfrage getragen worden sein. Die bis November vorliegenden Zahlungsbilanzangaben sprechen dafür, dass die Importe in der VGR-Abgrenzung im vierten Quartal preis- und saisonbereinigt stärker als die Exporte gestiegen sind und der reale Außenbeitrag daher rückläufig war.

In der sektoralen Betrachtung erhielt die zyklische Belebung im Euro-Raum wichtige Impulse von der Industrie, deren Produktion im Oktober/November saisonbereinigt um knapp 1 % gegenüber dem dritten Quartal expandierte. Dieser Befund wird von dem neuen Index des Auftragseingangs bestätigt, der im November 2003 erstmals veröffentlicht wurde (siehe Erläuterungen auf S. 16 f.). Danach haben im Oktober/November die wertmäßigen Bestellungen im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Raums saisonbereinigt um 2 ½ % gegenüber dem Sommerquartal zugenommen. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe dürfte in den Herbstmonaten nach Ausschaltung der jahreszeitüblichen Schwankungen ebenfalls gestiegen sein. Der Rückgang, den die aktuelle EU-Umfrage für den Januar gegenüber dem Oktober ausweist, beruht auf einem statistischen Bruch in der entsprechenden Reihe

*Anziehende  
Industrie-  
konjunktur*

für Frankreich und ist deshalb mit Vorsicht zu interpretieren.<sup>2)</sup>

*EU-Umfrage*

Für eine Fortsetzung der zyklischen Erholung in der Industrie im Euro-Raum spricht unter anderem, dass das im Rahmen der EU-Umfrage ermittelte Vertrauen in der Industrie im Januar saisonbereinigt wieder gestiegen ist, nachdem es sich im Dezember etwas abgeschwächt hatte. Ausschlaggebend dafür waren deutlich günstigere Produktionserwartungen, während die Einschätzung des Auftragsbestandes und der Vorräte unverändert blieb. In diesem Zusammenhang ist auch bemerkenswert, dass – nach den vor kurzem veröffentlichten Ergebnissen des EU-Investitionstests vom Oktober/November 2003 – die Industrieunternehmen im Euro-Raum für 2004 eine Ausweitung ihrer Investitionsbudgets um preisbereinigt 2 % planen. In den Jahren 2002/2003 wurden die realen Ausgaben für neue Ausrüstungen und Bauten nach dem Investitionstest noch um insgesamt 12 % eingeschränkt. Der Indikator für das Konsumentenvertrauen verharrte im Januar auf dem niedrigen Niveau der beiden Vormonate. Dabei spielte eine Rolle, dass die privaten Haushalte ihre finanziellen Perspektiven weiterhin recht skeptisch beurteilen.

*Arbeitsmarkt*

Die Arbeitslosigkeit im Euro-Gebiet hat in den letzten drei Monaten des Jahres 2003 kaum noch zugenommen. Saisonbereinigt war die standardisierte Arbeitslosenquote mit 8,8 % ebenso hoch wie in den beiden Quartalen zuvor. Das waren zwar nur 0,2 Prozentpunkte mehr als im Vorjahr. Der zyklische Tiefpunkt, der im Frühjahr 2001 mit 8,0 % erreicht worden war, wurde allerdings deutlich überschrit-

ten. Die zuletzt recht stabile Arbeitsmarktlage in der EWU hängt unter anderen mit arbeitsmarktpolitischen Reformen in Deutschland und Italien zusammen.

Die Verbraucherpreise sind im letzten Jahresviertel 2003 saisonbereinigt mit 0,5 % ähnlich stark gestiegen wie im dritten Vierteljahr. Auf ein Jahr hochgerechnet entspricht dies einer Rate von rund 2 %. Der Vorjahrsabstand belief sich ebenfalls auf 2 %; ohne die volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gerechnet ergibt sich das gleiche Ergebnis. Damit hat sich die Teuerung auf der Verbraucherstufe im Euro-Gebiet am Jahresende 2003 an der Obergrenze der Preisnorm stabilisiert, wie sie vom Europäischen System der Zentralbanken festgelegt worden ist. Unter den wichtigen Komponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex verteuerten sich zuletzt verarbeitete Lebensmittel – vor allem auf Grund einer weiteren kräftigen Tabaksteuererhöhung in Frankreich – saisonbereinigt am stärksten. Auch die Preise von unverarbeiteten Nahrungsmitteln stiegen wegen der Nachwirkungen des heißen und trockenen Sommerwetters weiter kräftig an. Hingegen gab es nur wenig Bewegung bei den Preisen für gewerbliche Waren; Energie wurde sogar etwas preiswerter. Bei Dienstleistungen verharrte die Teuerung auf dem Stand der beiden Vorquartale.

*Verbraucherpreise*

---

<sup>2</sup> Nach den Angaben der Europäischen Kommission wurde mit Wirkung vom ersten Quartal 2004 die vierteljährliche Erhebung der Kapazitätsauslastung in Frankreich an das harmonisierte EU-Programm angeglichen. Dies hat zu einem statistischen Bruch in der Reihe für Frankreich geführt, der sich auch in den aggregierten Reihen für die EU und den Euro-Raum niedergeschlagen hat.

## Der neue Index des Auftragseingangs für den Euro-Raum und die EU

Ende November 2003 hat Eurostat erstmals einen Index des Auftragseingangs in der Industrie des Euro-Raums und der EU insgesamt veröffentlicht.<sup>1)</sup> Für den Euro-Raum reichen die monatlichen Angaben zurück bis Januar 1996 und für die EU-15 bis Januar 1998. Damit ist die europäische Konjunkturstatistik um einen wichtigen Nachfrageindikator erweitert worden. In Deutschland wird der Auftragseingang in der Industrie bereits seit 1977 im Rahmen des Monatsberichts für Betriebe im Verarbeitenden Gewerbe statistisch erfasst.

Der von Eurostat konzipierte Index des Auftragseingangs bildet den Wert der im Berichtsmonat eingegangenen Bestellungen industrieller Erzeugnisse im Verhältnis zum Monatsdurchschnitt des Basisjahres (zurzeit das Jahr 2000) ab. In den Auftragseingängen werden auch die zur Produktion gehörenden Dienstleistungen, wie Montagen und Instandhaltungen, berücksichtigt. In die Indexberechnung gehen allerdings nur die Wirtschaftszweige ein, in denen die Auftragsfertigung von Bedeutung ist. Dieser von Eurostat als „auftragsorientiertes verarbeitendes Gewerbe“ bezeichnete Bereich umfasst 62,6 % des Gesamtumsatzes des Verarbeitenden Gewerbes im Euro-Raum und 62,9 % in der EU-15.<sup>2)</sup> Dabei geht der Fahrzeugbau mit dem größten Gewicht (22 % im Euro-Raum) in den Index ein, gefolgt vom Wirtschaftszweig „Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten, Elektrotechnik etc.“ mit 19 % sowie der Metallerzeugung und der Chemie mit jeweils 17 %. Nicht enthalten sind zum Beispiel der Bergbau und das Ernährungsgewerbe, in denen kaum auftragsorientiert produziert wird.

Zurzeit stützt sich die Indexberechnung auf die Daten aus neun EU-Ländern beziehungsweise acht EWU-Ländern. Griechenland und Irland liefern gegenwärtig keine Daten über Auftragseingänge; Österreich wird ab März 2004 die entsprechenden Angaben bereitstellen. Die Auftragseingangszahlen aus Großbritannien, Schweden und der Niederlande liegen zwar vor, sie enthalten aber noch die Stornierungen, was der Verordnung der Kommission widerspricht. Diese Daten werden aus Gründen der statistischen Konsistenz bei der Berechnung der Aggregate für die EU und die EWU nicht berücksichtigt. Im Basisjahr 2000 entfielen im Euro-Raum 35,8 % der Auftragseingänge auf Deutschland, 20,8 % auf Frankreich und 17,9 % auf Italien.

Die Mitgliedstaaten liefern Ursprungswerte, die von Eurostat zu den Gesamtgrößen für die EU-15 beziehungsweise den Euro-Raum aggregiert und dann einer gesonderten Saisonbereinigung (mit dem Verfahren TRAMO/SEATS) unterzogen werden. Deutschland liefert auch saisonbereinigte Daten. Daher können die saisonbereinigten Zuwachsraten für den Euro-Raum beziehungsweise die EU-15 von den gewogenen Wachstumsraten der Mitgliedsländer abweichen. Die Gewichte und das Basisjahr werden alle fünf Jahre angepasst. Die aggregierten Angaben zum Auftragseingang werden etwa sieben Wochen nach dem Ende des Berichtsmonats veröffentlicht.

Anders als die deutsche Auftragseingangsstatistik lässt die neue Statistik für die EU-15 und den Euro-Raum jedoch keine Aufgliederung zwischen Inlands- und Auslandsaufträgen zu. Außerdem werden die Auftragsein-

<sup>1</sup> Vgl.: Eurostat, Euro-Indikatoren, Pressemitteilung 135/2003, 26. November 2003. — <sup>2</sup> Das Hauptaggregat „auftragsorientiertes verarbeitendes Gewerbe“ erfasst gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1165/98

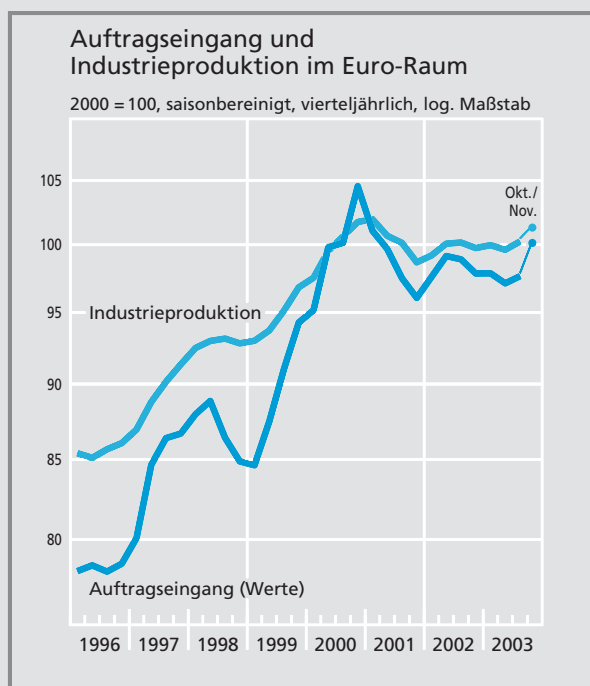
des Rates vom 19. Mai 1998 die NACE-Abteilungen 17, 18, 21, 24 und 27 bis 35. — <sup>3</sup> Die Preisbereinigung der Exporte etwa im Rahmen der

gänge nur als Werte ausgewiesen, eine Volumenreihe liegt nicht vor. Dies ist darauf zurückzuführen, dass in den meisten Nachbarländern nur Erzeugerpreise für den Inlandsabsatz statistisch ermittelt werden, nicht aber Erzeugerpreise für den Auslandsabsatz, so genannte Ausführpreise.<sup>3)</sup>

Angaben zum Auftragseingang werden häufig als Frühindikator für die Produktion oder die Umsatzentwicklung herangezogen. Der neue Indikator gibt jedoch – wie Untersuchungen zeigen – keinen exakten Aufschluss darüber, in welchem Ausmaß und zu welchem Zeitpunkt sich die Auftragseingänge in der Produktion und im Umsatz des Verarbeitenden Gewerbes niederschlagen. Dies könnte mit variierenden Zeitabständen zwischen Auftrag, Produktion und Abrechnung auch innerhalb desselben Wirtschaftszweigs zusammenhängen. Hinzu kommen die oftmals unscharfe Trennung bei der Beantwortung von Fragebögen zwischen Verkäufen vom Lager, die dem Umsatz zuzurechnen sind, und den Auftragseingängen sowie die Parallelität von auftragsbasierter Produktion und laufender (demnach nicht auftragsbasierter) Produktion in einigen Unternehmen.

Auf der Basis der vorliegenden Monatsdaten zeigt sich nur eine schwach ausgeprägte Vorlaufeigenschaft der Auftragseingänge im Hinblick auf die Produktion. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Auftragseingangsindex nur das auftragsorientierte Verarbeitende Gewerbe erfasst, während sich der Produktionsindex auf das gesamte Verarbeitende Gewerbe bezieht. Der Korrelationskoeffizient fällt – bezogen auf die Veränderungen der logarithmierten saisonbereinigten

Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erfolgt in diesen Ländern anhand der Durchschnittswerte im Außenhandel.

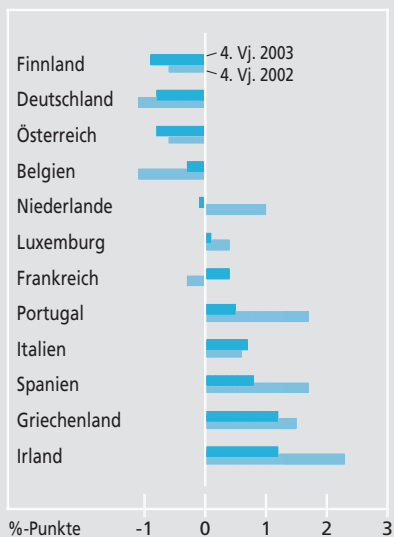


Monatswerte für den Euro-Raum – mit 0,7 am höchsten für die kontemporäre Beziehung beider Größen aus. Er liegt nur unwesentlich höher, wenn man Quartalswerte anstatt der Monatswerte heranzieht, um die Ausgangsdaten stärker zu glätten. Allerdings scheinen die beiden Datenreihen einen gemeinsamen längerfristigen Trend aufzuweisen, der durch die Entwicklung des Auftragseingangs bestimmt wird.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der neue Index des Auftragseingangs – auch wenn seine Vorlaufeigenschaften begrenzt sind – nützliche Zusatzinformationen für die laufende Konjunkturanalyse in der EU und im Euro-Raum liefern kann.



### Inflationsdifferenzen im Euro-Raum\*)



\* Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex 4. Vj. 2003 gegenüber dem 4. Vj. 2002 bzw. 4. Vj. 2002 gegenüber dem 4. Vj. 2001; Abweichung der nationalen Inflationsrate vom EWU-Durchschnitt.

Deutsche Bundesbank

Im Januar 2004 sind die Verbraucherpreise im Euro-Raum – dem so genannten Flash Estimate von Eurostat zufolge – im Vorjahrsvergleich um 2,0 % gestiegen. Ohne die Preiseffekte der Gesundheitsreform in Deutschland wäre die EWU-Teuerungsrate um schätzungsweise 0,2 Prozentpunkte niedriger ausgefallen.

Die Streuung der Teuerungsrate im Euro-Gebiet hat sich weiter vermindert. Der Abstand zwischen dem Land mit der geringsten Teuerungsrate und den Ländern mit der höchsten Rate verringerte sich von fast drei Prozentpunkten im dritten Vierteljahr auf rund zwei Prozentpunkte im Schlussquartal vergangenen Jahres. Anfang 2003 hatte die Spannweite noch knapp 3 ½ Prozentpunkte betragen. Diesen Rückgang der Inflationsdi-

vergenz zeigen auch andere Streuungsmaße wie beispielsweise die Standardabweichung. Wesentlich für die Konvergenz der Preisentwicklung im Euro-Gebiet war die Dämpfung des Preisauftriebs in einigen Mitgliedsländern, die zuvor eine überdurchschnittliche Teuerungsrate aufgewiesen hatten. So sank die Teuerungsrate in Portugal und in den Niederlanden binnen Jahresfrist um nicht weniger als 1,5 Prozentpunkte. In Irland waren es 1,4 und in Spanien 1,2 Prozentpunkte. Demgegenüber ist die Teuerungsrate in Deutschland unverändert geblieben; in Frankreich ist sie – wegen der Tabaksteuererhebung im Jahr 2003 – jedoch um 0,4 Prozentpunkte gestiegen.

### Wechselkurse

Das Geschehen an den Devisenmärkten zur Jahreswende 2003/2004 war geprägt von kräftigen Wechselkursschwankungen. Angesichts erneut aufkommender Zweifel über die Finanzierbarkeit des hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizits stand dabei der US-Dollar über weite Strecken unter Abwertungsdruck. Zugleich gewann der Euro – neben anderen Währungen – wiederum deutlich an Boden. Eine gewisse Gegenbewegung im Verhältnis des Euro zum US-Dollar setzte Mitte Januar 2004 ein, als mehrere EZB-Ratsmitglieder ihre Besorgnis über die starken Kursausschläge zum Ausdruck brachten.

Der Aufwertungsschub des Euro gegenüber dem US-Dollar begann in der zweiten Novemberwoche und bestand ohne größere Unterbrechung über zwei Monate hinweg fort.

*Starke  
Kursausschläge  
an den Devisen-  
märkten*

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

*Inflations-  
divergenzen*

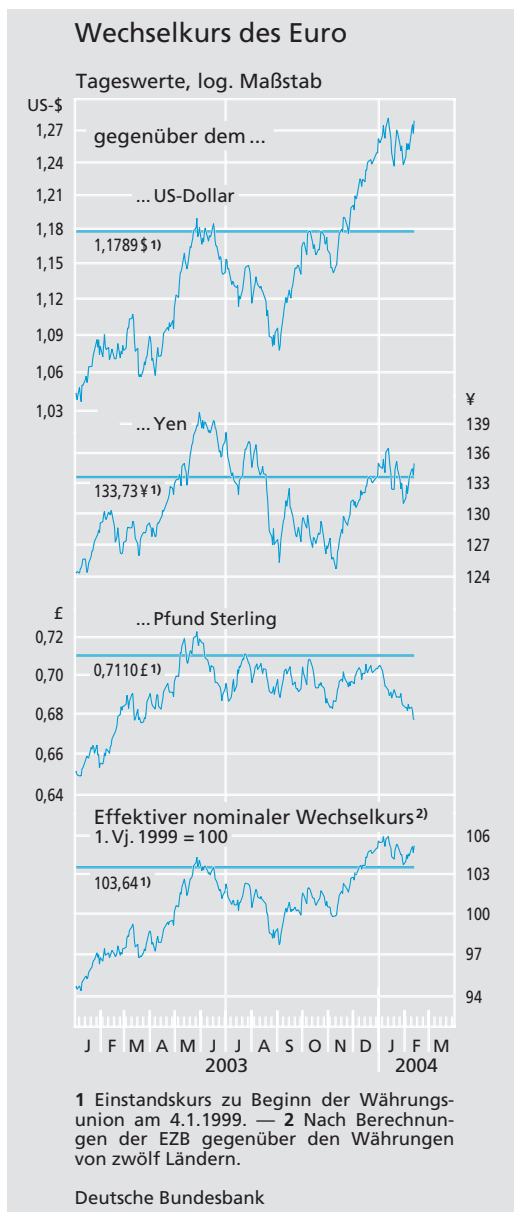
Offenbar ließen seinerzeit veröffentlichte Daten, wonach die Netto-Kapitalimporte durch langfristige Wertpapiertransaktionen im September auf weniger als ein Zehntel des Vormonatswertes gesunken waren, an den Märkten die Befürchtung aufkommen, dass sich die internationalen Kapitalanleger von den USA abwenden könnten. Solche Sorgen konnten auch deshalb entstehen, weil wegen des amerikanischen Wachstumsvorsprungs und des hohen Haushaltsdefizits keine nachhaltige Entlastung der amerikanischen Leistungsbilanz abzusehen war. Sie gewannen im Dezember neue Nahrung, als die Netto-Kapitalimporte im Wertpapierverkehr für Oktober erneut weit unter ihrem Durchschnittswert der vorangegangenen Monate geblieben waren.

Zu der Dollar-Schwäche gegenüber dem Euro trug auch bei, dass die Rendite von Staatsanleihen mit langer Laufzeit im Euro-Währungsgebiet seit Mitte November wieder spürbar diejenige in den USA überstieg. Die Zinsdifferenz am kurzen Ende spricht ohnehin seit fast drei Jahren für den Euro. Schließlich mehrten sich in dieser Zeit die Nachrichten, die auf einen sich festigenden Aufschwung in den Ländern des Euro-Raums hindeuteten und daher dem Euro einen zusätzlichen Bonus verschafften. Der Kursanstieg der Gemeinschaftswährung förderte an den Märkten die Erwartung auf weitere Kursgewinne, so dass sich schließlich eine Eigendynamik entwickelte, die den Euro im Dezember und Anfang Januar auf immer neue Höchststände seit Beginn der Währungsunion klettern ließ.

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs Mitte Januar 2004 seinen bisher höchsten Stand von über 1,28 US-\$ erreicht hatte (dies entsprach einem Dollar-DM-Kurs von etwa 1,52 DM je US-Dollar, der letztmals im November 1996 verzeichnet worden war), kam es zu einer Kurskorrektur. Offenbar setzte sich an den Märkten zeitweilig eine niedrigere Bewertung durch, als von offizieller Seite eine übergroße Wechselkursvolatilität mehrfach als unerwünscht bezeichnet wurde. Hinzu kamen anhaltend positive Wirtschaftsnachrichten aus den USA, die die amerikanische Notenbank zu einer Modifikation ihrer geldpolitischen Einschätzung veranlassten. Bei Abschluss des Berichts notierte der Euro allerdings wieder bei 1,28 US-\$. Er übertraf damit seinen Einstiegskurs um 9 % und den Durchschnittswert des Jahres 2003 um 13 %.

Weitgehend parallel zum US-Dollar gewann der Euro seit November auch gegenüber dem Yen an Wert. Zwar gab es in dieser Zeit Anzeichen für eine Verbesserung der Konjunkturperspektiven in Japan, die den Yen stützten. Die Währungsbehörden Japans stemmten sich jedoch immer wieder – wenngleich letztlich mit nur begrenztem Erfolg – mit massiven Devisenmarktinterventionen gegen den Aufwertungsdruck des Yen gegenüber dem US-Dollar und wälzten damit einen Teil der Anpassungslast auf den Euro ab. Alles in allem stiegen die japanischen Devisenreserven von Ende Oktober bis Ende Januar schätzungsweise um über 100 Mrd US-\$. Der finanzielle Rahmen, der für solche Interventionen zur Verfügung steht, ist darüber hinaus im Dezember 2003 deutlich erweitert worden, was von den Märkten als Signal für einen anhal-

*... gegenüber dem Yen ...*



tenden Widerstand gegen eine Aufwertung des Yen interpretiert wurde. Trotz der Euro-Aufwertung blieb der Euro-Yen-Kurs bisher unter seinem Höchststand vom Mai letzten Jahres und notierte zuletzt mit 135 Yen 1% höher als zu Beginn der Währungsunion.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

Gemessen an den Kursbewegungen zum US-Dollar und zum Yen hielten sich die Ausschläge des Euro gegenüber dem britischen

Pfund in vergleichsweise engen Grenzen. Nach einer Phase der Euro-Stärke im November und Anfang Dezember schwächte sich der Euro-Pfund-Kurs insbesondere seit dem Jahreswechsel wieder ab. Die relative Stärke des Pfund Sterling – auch gegenüber anderen wichtigen Währungen – steht im Einklang mit den günstigen Konjunkturaussichten der britischen Wirtschaft, die letztlich auch zu der Zinserhöhung der Bank of England im Februar geführt haben. Zum Ende des Berichtszeitraums wurden 0,68 Pfund Sterling für einen Euro gezahlt; dies waren rund 5% weniger als zum Start der Währungsunion 1999.

Unter dem Einfluss der Kursentwicklung zum US-Dollar und Yen hat der Euro auch im gewogenen Durchschnitt gegenüber den zwölf wichtigsten Handelspartnern seit Mitte November 2003 zunächst merklich an Wert gewonnen. Seit Mitte Januar musste er aber einen Teil der Kursgewinne wieder abgeben. Bei Abschluss des Berichts lag er etwa 2% höher als zu Beginn der Währungsunion; er übertraf damit aber den Durchschnittsstand des Jahres 2003 um 5%.

*Effektiver Wechselkurs des Euro*

Die Aufwertung des Euro verbessert auf der einen Seite die Terms of Trade des Euro-Raums, was den Kosten- und Preisdruck in der Währungsunion verringert und damit – neben vielen anderen Faktoren – niedrige Notenbankzinsen ermöglicht. Auf der anderen Seite bringt der über die letzten zwei Jahre gestiegene Euro-Kurs eine Belastung für die Exportwirtschaft des gemeinsamen Währungsraumes mit sich, zumal der reale effektive Wechselkurs des Euro, bei dessen Berech-

*Auswirkungen des Euro-Anstiegs*

nung die unterschiedlichen Preissteigerungsraten im Euro-Raum und in den Partnerländern berücksichtigt werden, inzwischen über seinem langfristigen Durchschnitt seit Beginn der neunziger Jahre liegt. Aus deutscher Sicht stellt sich die Wettbewerbssituation aber etwas vorteilhafter dar, weil die vergleichs-

weise günstige Kosten- und Preisentwicklung Deutschlands innerhalb des Euro-Raums den heimischen Anbietern einen gewissen Ausgleich für die Wettbewerbseinbußen gegenüber Unternehmen aus Drittländern bietet (siehe S. 52 ff.).