

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Weltwirtschaft dürfte in den Wintermonaten die Talsohle durchschritten haben. Eingeleitet wurde die konjunkturelle Besserung von der amerikanischen Wirtschaft. Inzwischen mehrten sich auch im Euro-Raum die Anzeichen für eine zyklische Belebung. Erhebliche Anstöße erhielt die Weltkonjunktur von der Wirtschaftspolitik. Insbesondere die Notenbanken in den USA und in Westeuropa haben im Laufe des vergangenen Jahres die Leitzinsen kräftig gesenkt. Die US-Regierung ist zudem auf einen ausgeprägten expansiven finanzpolitischen Kurs eingeschwenkt. Im Euro-Raum wurde die Konjunktur durch das Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren gestützt.

*Globale
Konjunktur-
schwäche
überwunden*

Die zyklische Aufwärtstendenz in den meisten Industrie- und Schwellenländern wird sich 2002 aber noch kaum in nennenswert höheren jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten niederschlagen. Der jüngsten Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge werden unter den größeren Industriestaaten nur die USA und Kanada mit 2,3 % beziehungsweise 2,5 % deutlich bessere Ergebnisse erzielen als im Vorjahr (1,2 % und 1,5 %). Der Euro-Raum und Großbritannien dürften danach mit 1,4 % beziehungsweise 2,0 % etwa so wie im Jahr 2001 abschneiden, als Produktionssteigerungen von 1,5 % und 2,2 % erreicht worden waren. Erst 2003 werden hier die jährlichen Wachstumsraten nach Einschätzung des IWF mit jeweils knapp 3 % erheblich höher liegen. Für Japan wird für 2002 allerdings ein weiterer leichter Rück-

IWF-Prognose

gang des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) erwartet.

Das globale BIP ist nach den Berechnungen des IWF im Jahr 2001 um 2,5 % gestiegen. Damit konnte die im Dezember noch prognostizierte weltweite Rezession, die nach dem Verständnis des IWF-Stabs bei einem Wachstum von weniger als 2,5 % gegeben ist, knapp vermieden werden. Dies war gleichwohl das schwächste Ergebnis seit 1993, als sich die Veränderungsrate auf 2,2 % belaufen hatte. In diesem Jahr wird sich die Weltproduktion – dem World Economic Outlook vom April 2002 zufolge – um 2,8 % und im Jahr 2003 um 4,0 % erhöhen. Der reale Welthandel ist 2001 erstmals seit Beginn dieser Zeitreihe leicht geschrumpft, nachdem er im Jahr 2000 noch um 12 ½ % expandiert hatte. Im Gefolge der allgemeinen Konjunkturerholung wird voraussichtlich auch der grenzüberschreitende Handel mit Gütern und Diensten wieder wachsen. Der Stab des IWF erwartet für 2002 ein Plus von 2 ½ % und für 2003 einen Anstieg um 6 ½ %.

Risiken

Ein beachtliches Risiko für den globalen Konjunkturaufschwung stellt das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit dar, das zuletzt wieder spürbar gewachsen ist. In diesem Zusammenhang sind auch die zunehmenden protektionistischen Tendenzen in den USA zu sehen, die bei entsprechenden Gegenmaßnahmen der Handelspartner die weltweite Erholung erheblich stören könnten. Die Zuspitzung der Krise im Nahen Osten stellt ebenfalls eine Gefahr für die Weltwirtschaft dar. Die internationalen Rohölpreise hatten sich – ausgehend von ihrem letzten Tiefpunkt Mitte

Vorausschätzungen des IWF für 2002 und 2003 *)

Position	2000	2001	2002	2003
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 3,9	+ 1,2	+ 1,7	+ 3,0
darunter:				
USA	+ 4,1	+ 1,2	+ 2,3	+ 3,4
Japan	+ 2,2	- 0,4	- 1,0	+ 0,8
EWU	+ 3,4	+ 1,5	+ 1,4	+ 2,9
Verbraucherpreise 2)	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,3	+ 2,2	+ 1,3	+ 1,8
darunter:				
USA	+ 3,4	+ 2,8	+ 1,4	+ 2,4
Japan	- 0,8	- 0,7	- 1,1	- 0,5
EWU	+ 2,4	+ 2,6	+ 1,9	+ 1,6
Arbeitslosigkeit	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	5,9	6,0	6,4	6,2
darunter:				
USA	4,0	4,8	5,5	5,3
Japan	4,7	5,0	5,8	5,7
EWU	8,8	8,3	8,5	8,2

Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2002. — 1 Einschl. China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Preisindex für die Lebenshaltung bzw. HVPI für den Euro-Raum.

Deutsche Bundesbank

Januar 2002 – bis Anfang April um rund 40 % erhöht. Seitdem haben sie zwar zeitweise wieder etwas nachgegeben, ein erneuter Rückschlag ist jedoch nicht auszuschließen, solange die politischen Unruhen in dieser Region anhalten.

Die amerikanische Wirtschaft war nicht zuletzt auf Grund von Sondereinflüssen bereits im vierten Quartal 2001, saisonbereinigt betrachtet, überraschend kräftig gewachsen und hatte damit ihre Startposition für 2002 erheblich verbessern können. Im ersten Viertel dieses Jahres zog das Expansionstempo sogar spürbar an. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm nach vorläufigen Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um 1 ½ % gegenüber der Vorperiode und der entsprechenden Vorjahrszeit zu. Dazu hat maßgeb-

USA

Wachstum des realen BIP...

lich beigetragen, dass die Lager bei weitem nicht mehr so stark wie im Herbst 2001 abgebaut wurden.

... und
wichtiger
Nachfrage-
komponenten
im ersten
Quartal 2002

Die private Endnachfrage nahm dagegen mit saisonbereinigt etwas über ½ % schwächer zu als im letzten Jahresviertel 2001. Damals hatten die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen der Autohersteller die Käufe langlebiger Güter in die Höhe getrieben. Dem folgte nun ein Rückgang um 2 %. Der private Konsum insgesamt zog aber dank einer sehr lebhaften Nachfrage nach Verbrauchsgütern um 1 % an und lag damit um knapp 3 ½ % über dem Stand vor Jahresfrist. Gleichzeitig erhöhte sich die saisonbereinigte Sparquote der privaten Haushalte – ausgehend von dem sehr niedrigen Niveau im letzten Quartal 2001 – um reichlich eineinhalb Prozentpunkte auf 2,1%. Ausschlaggebend dafür war, dass das verfügbare Einkommen vor allem auf Grund der zum 1. Januar 2002 wirksam gewordenen Steuersenkung, die im Rahmen des Mitte 2001 verabschiedeten Steuerreformpakets beschlossen worden war, saisonbereinigt um gut 2 ½ % gegenüber der Vorperiode wuchs.

Die Wohnungsbauinvestitionen übertrafen das gedrückte Niveau des Vorquartals um saisonbereinigt 4 %. Dies hing jedoch nicht nur mit den günstigen Finanzierungsbedingungen, sondern auch mit der außergewöhnlich milden Witterung in weiten Teilen des Landes nach der Jahreswende 2001/2002 zusammen. Dagegen hielt bei den gewerblichen Investitionen der Abwärtstrend an, der im Frühjahr 2001 eingesetzt hatte; sie gaben um 1 ½ % gegenüber der Vorperiode nach und

waren um 10 ½ % niedriger als vor einem Jahr. Die realen Exporte nahmen saisonbereinigt erstmals seit Sommer 2000 wieder zu, und zwar um gut 1 ½ %. Erheblich stärker, nämlich um gut 3 ½ %, expandierten die Importe. Das Minus beim realen Außenbeitrag erreichte deshalb einen neuen Rekordwert.

Das kräftige Wachstum in den USA im ersten Quartal darf jedoch nicht den Blick auf die nach wie vor bestehenden Schwachpunkte der US-Konjunktur verstellen. Diese könnten im weiteren Verlauf des Jahres stärker zum Vorschein kommen, wenn die derzeit kräftigen lagerzyklischen Impulse voraussichtlich wieder an Einfluss verlieren. (Nach den bisher vorliegenden Informationen dürfte das BIP-Wachstum bereits im zweiten Jahresviertel merklich niedriger ausfallen als zuvor.) An erster Stelle ist hier die gewerbliche Investitionstätigkeit zu nennen, bei der noch keine durchgreifende Wende zum Besseren erkennbar ist. Ausschlaggebend dafür dürfte die sehr starke Unterauslastung der Produktionskapazitäten in der Industrie sein, die – trotz des seit Anfang 2002 wieder steigenden Nutzungsgrads – zuletzt so niedrig war wie im September 2001 und davor im Juni 1983. In manchen Bereichen der Wirtschaft scheinen auch noch Überkapazitäten vorhanden zu sein, die abgebaut werden müssen, weil sie ökonomisch nicht mehr nutzbar sind. Zudem könnte die hohe Verschuldung im Unternehmenssektor die Investitionsdynamik bremsen.

Die Schubkraft des privaten Verbrauchs darf ebenfalls nicht überschätzt werden. Die Konsumkonjunktur hat sich im vergangenen Jahr relativ wenig abgeschwächt, so dass von die-

Schwachstellen der US-Konjunktur

ser Seite kurzfristig nur geringe zusätzliche Impulse etwa wegen eines größeren Nachholbedarfs zu erwarten sind. Auch an den Finanzmärkten ist die weitere Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft zuletzt etwas vorsichtiger beurteilt worden. Dies hat sich in tendenziell nachgebenden Aktienkursen und einer schwächeren Bewertung des US-Dollar gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner bemerkbar gemacht.

*Arbeitsmarkt
und Preise in
den USA*

Die Belebung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Winterhalbjahr 2001/2002 hat sich am Arbeitsmarkt noch nicht spürbar ausgewirkt. Die Zahl der Erwerbstätigen lag in den ersten vier Monaten saisonbereinigt um 0,3 % niedriger als im letzten Quartal 2001, in dem sie um 0,4 % gesunken war. Die Arbeitslosenquote ging zwar im Januar und Februar merklich zurück, zog dann aber – nicht zuletzt auf Grund einer gesetzlichen Ausweitung des Empfängerkreises von Arbeitslosenunterstützung – wieder bis auf 6,0 % im April an und erreichte damit den höchsten Stand seit August 1994. Das Preisklima blieb trotz des kräftigen Anstiegs der Energiepreise im März/April bis zuletzt entspannt. Im Durchschnitt der ersten vier Monate 2002 waren die Verbraucherpreise nur um 1,3 % höher als ein Jahr zuvor; die Kernrate, das heißt ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet, belief sich jedoch auf 2,5 %.

*Ostasiatische
Schwellen-
länder*

Auf Grund der engen Lieferbeziehungen zu den USA haben die ostasiatischen Schwellenländer inzwischen die deutliche Konjunkturschwäche, in die sie 2001 geraten waren, überwunden. Dabei hat die lebhaftere Nach-

frage nach IT-Produkten eine maßgebliche Rolle gespielt. Erhebliche expansive Impulse aus den USA erhält derzeit auch die mexikanische Wirtschaft, die etwa neun Zehntel ihrer Ausfuhr in das Nachbarland liefert. In den übrigen Ländern Lateinamerikas kommt die zyklische Erholung merklich langsamer voran. Dies dürfte unter anderem daran liegen, dass im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise in Argentinien und der politischen Turbulenzen in anderen Ländern die Risiken für diese Region von den Investoren wieder höher eingestuft werden, als es zuvor der Fall war. In Argentinien, dessen Wirtschaft sich derzeit auf einem ausgeprägten Kontraktionskurs befindet, ist kurzfristig nicht mit einer Wende zum Besseren zu rechnen. In den mittel- und osteuropäischen Reformländern kühlte sich die Konjunktur im vergangenen Jahr nur vergleichsweise wenig ab. Das Expansionstempo wird sich in diesem Jahr wohl merklich erhöhen. Dazu dürfte auch die voraussichtlich steigende Nachfrage aus Westeuropa beitragen.

Lateinamerika

*Mittel- und ost-
europäische
Reformländer*

Die japanischen Unternehmen konnten in den letzten Monaten wieder höhere Auslandsaufträge verbuchen. Außerdem hat sich die Lageranpassung verlangsamt. Die gesamtwirtschaftliche Kontraktionstendenz scheint deshalb allmählich auszulaufen. Im ersten Quartal 2002 blieb die inländische Endnachfrage jedoch schwach. Der private Verbrauch wurde vor allem durch die Verschlechterung der Arbeitsmarktlage und der Einkommenssituation negativ beeinflusst. Die gewerblichen Investitionen befinden sich weiterhin auf Talfahrt, weil hohe Überkapazitäten, sinkende Gewinne und eine zurückhaltende

Japan

Kreditvergabe der Banken die Investitionsneigung dämpften und die Finanzierungsmöglichkeiten einengten. Auch bei den öffentlichen Investitionen hielt der Rückgang an. Dank der höheren Exporte nahm jedoch die Industrieproduktion im ersten Jahresviertel saisonbereinigt erstmals seit langem wieder merklich (+ ¾ %) zu, so dass sich auch der Abstand zur entsprechenden Vorjahrszeit auf – 11 % verringerte. Der Rückgang des Preisniveaus hat sich saisonbereinigt – nach einer kurzen, durch höhere Energiepreise bedingten Unterbrechung im März – im April fortgesetzt. Die Preise auf der Verbraucherstufe waren zuletzt um 1,2 % niedriger als vor Jahresfrist. Die deflatorischen Tendenzen dauerten also an.

Großbritannien

Die britische Wirtschaft ist im Verlauf des Winterhalbjahrs 2001/2002 kaum noch gewachsen. Die im Herbst 2001 eingetretene Stagnation des realen BIP hielt nach ersten Schätzungen in den Wintermonaten 2002 praktisch an. Im Vorjahrsvergleich wurde im ersten Quartal 2002 aber noch ein Zuwachs von 1 % erzielt. Dabei ging die Industrieproduktion saisonbereinigt weiter kräftig zurück, während die Wertschöpfung des Dienstleistungssektors um ½ % expandierte. Gestützt wurde die britische Konjunktur erneut von der privaten Konsumnachfrage, die – gemessen an den Einzelhandelsumsätzen – im ersten Jahresviertel saisonbereinigt um 1 % höher war als in den drei Monaten zuvor und um 5 ½ % über dem Niveau der entsprechenden Vorjahrszeit lag. Recht kräftig dürften auch die Staatsausgaben gestiegen sein. Die Regierung hat die Budgets zur Verbesserung der öffentlichen Infrastruktur erheblich auf-

gestockt. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe hat sich im März auf Grund der höheren Preise für Energie und Dienstleistungen verstärkt; ohne Hypothekenzinsen betrachtet lag die Vorjahrsrate bei 2,3 %, nach 2,2 % im Februar.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das reale BIP im Euro-Raum ist im vierten Quartal 2001 saisonbereinigt erstmals seit Anfang 1993 gegenüber der Vorperiode gesunken, und zwar um ¼ %. Das entsprechende Vorjahrsergebnis wurde nur noch um ½ % überschritten. In den zurückliegenden Wintermonaten, für die noch keine VGR-Angaben vorliegen, scheint die Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung aber nicht angehalten zu haben. So ist die industrielle Erzeugung im ersten Quartal um ½ % höher gewesen als im letzten Jahresviertel 2001; im Vorjahrsvergleich hat sich der Rückgang auf 3 % vermindert. Die Kapazitätsauslastung im Euro-Raum ist nach der Jahreswende 2001/2002 weiter gesunken.

Die Verbesserung des Vertrauens in der Industrie, die im Zeitraum Dezember 2001 bis März 2002 recht kräftig ausgefallen war, hat sich im April nicht fortgesetzt. Bei den einzelnen Komponenten dieses Indikators stand den günstigeren Produktionserwartungen und den Fortschritten bei der Lageranpassung zuletzt eine schlechtere Einschätzung der Auftragslage gegenüber. Das Konsumentenvertrauen hat sich im April sogar leicht eingetrübt. Die privaten Haushalte stuf-

*BIP-Rückgang
im Herbst
2001, aber...*

*... Industrie-
produktion am
Jahresanfang
wieder nach
oben gerichtet*

*Stimmung
zuletzt
unverändert*

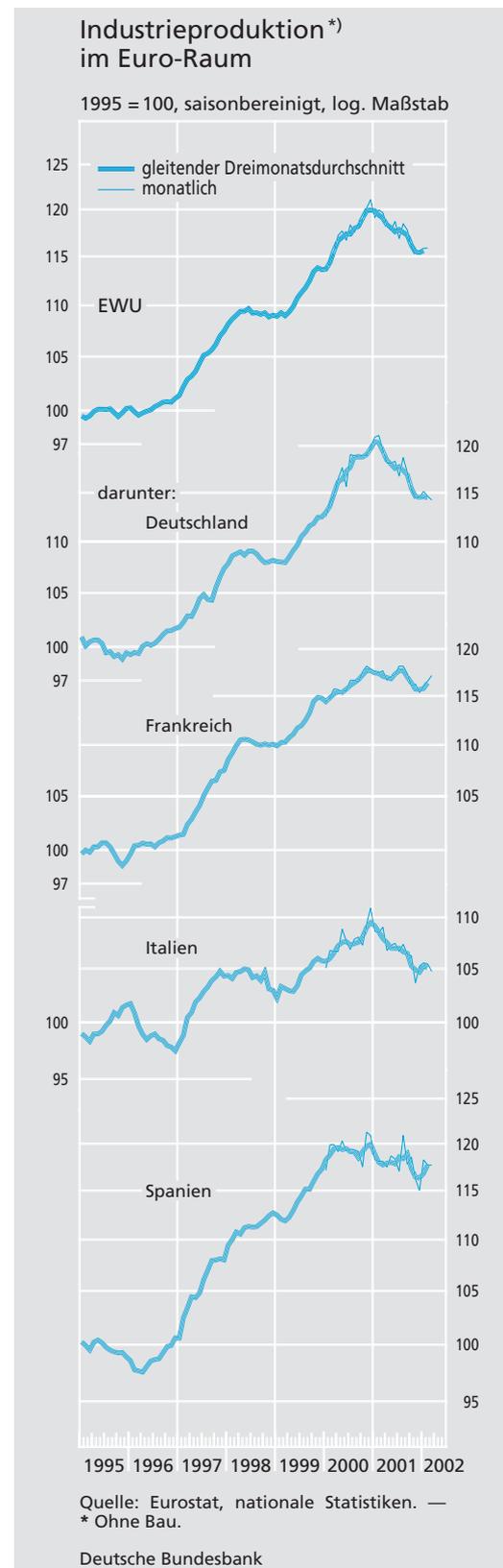
ten sowohl ihre finanzielle Situation in den nächsten zwölf Monaten als auch die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung ungünstiger ein als noch im März.

Wachstums-
gefälle
zwischen
USA und
Euro-Raum

Wegen der schwachen Startposition am Anfang dieses Jahres wird das jahresdurchschnittliche Wachstum im Euro-Raum – nach der bereits erwähnten IWF-Prognose – mit 1,4 % etwas niedriger ausfallen als 2001. Der Euro-Raum wird deshalb den im vergangenen Jahr erzielten Wachstumsvorsprung gegenüber den USA voraussichtlich wieder verlieren. Über den gesamten Zeitraum 1996 bis 2001 ist das amerikanische BIP um durchschnittlich 3 ½ % gestiegen, verglichen mit 2 ½ % im Euro-Raum. Unter Wohlstandsaspekten ist es jedoch empfehlenswert, den Werteverzehr beim Kapitalstock, das heißt die Abschreibungen, aus dem BIP herauszurechnen und die Unterschiede in der Bevölkerungsentwicklung in einen solchen Ländervergleich einzubeziehen. Das sich dann ergebende reale Nettoinlandsprodukt pro Kopf, das als grobes Einkommensmaß dienen kann, nahm in den USA im Durchschnitt der Jahre 1996 bis 2001 um 2 ¼ % pro Jahr und damit „nur“ noch um gut einen viertel Prozentpunkt stärker zu als in den EWU-Ländern (näheres dazu siehe Exkurs auf S. 35 ff.).

Schwacher
Arbeitsmarkt

Die Lage am Arbeitsmarkt in den Ländern der EWU hat sich zum Jahresbeginn 2002 weiter eingetrübt. So dürfte die Beschäftigung insgesamt zwar bis zuletzt noch leicht zugenommen haben, der Anstieg fiel aber geringer aus als in der vergleichbaren Vorjahrszeit. Im vierten Quartal, über das die statistischen Angaben gegenwärtig nicht hinausreichen, lag die



Jahreszuwachsrate erstmals seit gut vier Jahren wieder unter 1%. Ausschlaggebend dafür war, dass in der Industrie und in der Bauwirtschaft das Beschäftigungsniveau des Vorjahres bereits erkennbar unterschritten wurde. Der Arbeitskräfteabbau dürfte in diesen beiden Wirtschaftsbereichen auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres angehalten haben. Die Zahl der Arbeitslosen tendiert seit April 2001 leicht nach oben. Im gesamten EWU-Raum waren im März rund 11,5 Millionen Personen arbeitslos, das waren 1¼% mehr als im letzten Tiefpunkt elf Monate zuvor. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote liegt seit Oktober 2001 unverändert bei 8,4%.

*Preis-
entwicklung
zuletzt wieder
günstiger*

Der Preisanstieg im Euro-Währungsraum hat sich in jüngster Zeit verlangsamt. Gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex verringerte sich die Teuerung im Vorjahresvergleich im April auf 2,4%, nach 2,7% im Januar. Zum Jahresbeginn hatte unter anderem der starke Wintereinbruch, der auch die Mittelmeerländer erfasst hatte, zu einem kräftigen Preisschub bei Nahrungsmitteln geführt. Danach haben sich die Preise wieder normalisiert. Die Entlastung wurde in der Vorjahresrate umso stärker spürbar, als im Frühjahr 2001 die Tierkrisen sowie eine Schlechtwetterperiode die Nahrungsmittelpreise deutlich in die Höhe getrieben hatten. Ein günstiger Basiseffekt trug auch im Energiebereich dazu bei, dass sich die preistreibenden Wirkungen der jüngsten Verteuerung von Heizöl und Benzin, die vor allem von den gestiegenen Weltmarktnotierungen für Rohöl verursacht wurde, in Grenzen hielten. Im Frühjahr 2001 war es nämlich ebenfalls zu deutlichen

Preisanhebungen im Energiebereich gekommen. Bei den gewerblichen Waren und bei den Dienstleistungen haben sich die Teuerungstendenzen etwas verstärkt. Für Güter aus der Industrie mussten die Verbraucher in den ersten vier Monaten dieses Jahres 1,8% mehr bezahlen als zwölf Monate zuvor, bei den Dienstleistungen beliefen sich die Preissteigerungen auf 3,1%.

Die regionale Streuung der Inflationsraten blieb auch in den ersten Monaten des Jahres 2002 hoch. Weit über dem EWU-Durchschnitt lag der Preisanstieg wiederum in Irland, Griechenland und den Niederlanden. Vergleichsweise niedrige Teuerungsraten verzeichneten erneut Deutschland, Frankreich, Österreich und Luxemburg.

*Nach wie
vor starke
Divergenzen im
Euro-Raum*

Leistungsbilanz und Wechselkurse

Der Außenhandel des Euro-Gebiets stand auch zu Anfang dieses Jahres noch unter dem Einfluss der weltwirtschaftlichen Schwächetendenzen, die bis zum Ende des vergangenen Jahres die Entwicklung bestimmt hatten. In den ersten beiden Monaten von 2002 reichten die Ausfuhrumsätze des Euro-Gebiets in Drittländer (saisonbereinigt) nur knapp an den Vergleichswert der Vorperiode heran. Die Wareneinfuhren blieben sogar noch um gut 1% hinter dem Wert für die letzten beiden Monate des Vorjahres zurück. Per saldo ist der Überschuss in der Handelsbilanz des Euro-Raums dadurch im Januar und Februar dieses Jahres mit (saisonbereinigt) 21½ Mrd € um 1½ Mrd € höher ausgefallen als in den vorangegangenen beiden

*Außenhandel
und Leistungs-
bilanz*

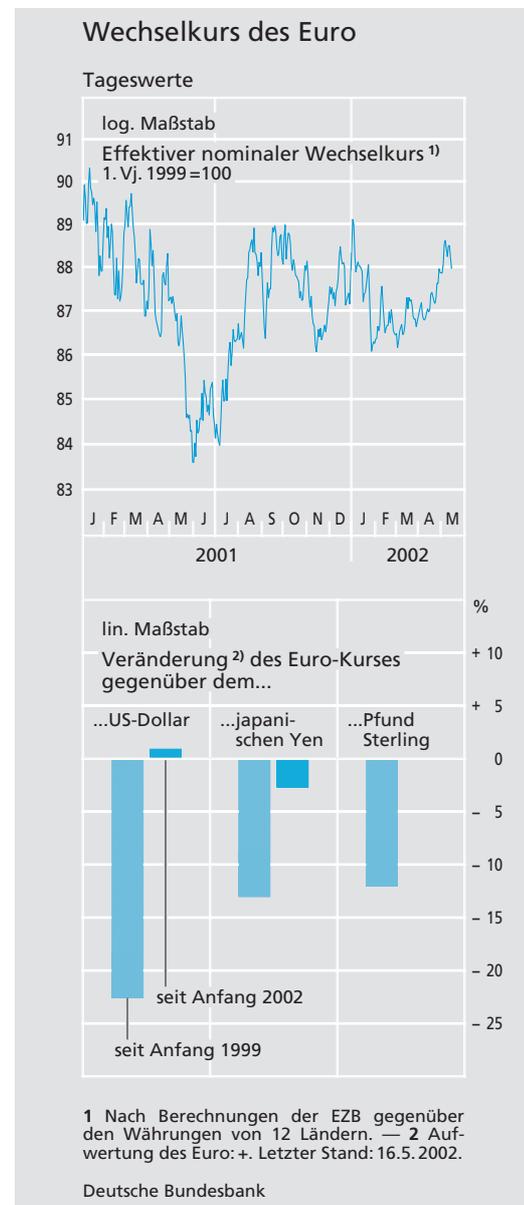
Monaten. Gleichzeitig stieg allerdings auch das Defizit im Bereich der unsichtbaren Leistungstransaktionen um etwa den gleichen Betrag, so dass die gesamte Leistungsbilanz im Januar/Februar mit einem gegenüber der Vorperiode unveränderten Überschuss von 8 Mrd € abschloss.

Wechselkurs-
entwicklung

Die Kursentwicklung des Euro war in den ersten Monaten dieses Jahres von wiederholten Stimmungsschwankungen an den Devisenmärkten gekennzeichnet. Zu größeren Verschiebungen im Kursgefüge ist es dadurch allerdings nicht gekommen. Nachdem sich der Euro im Anschluss an die reibungslose Bargeldeinführung zu Beginn des Jahres spürbar befestigt hatte, geriet er schon kurz darauf erneut unter Druck. Dabei musste die europäische Gemeinschaftswährung insbesondere gegenüber dem US-Dollar einen großen Teil der zuvor erzielten Wertzuwächse wieder abgeben, während sie sich gegenüber den übrigen Währungen vergleichsweise gut behaupten konnte. Seit Mitte April hat der Euro aber auch gegenüber dem US-Dollar wieder deutlich an Boden gewonnen.

US-Dollar

Nach Euro-Notierungen von gut 0,90 US-\$ zum Jahresbeginn, war der Kurs bis Ende Januar auf rund 0,86 US-\$ gefallen. Auch andere wichtige Währungen gaben gegenüber dem US-Dollar deutlich nach. In dieser Zeit wurde bekannt, dass die US-Wirtschaft im vierten Quartal letzten Jahres wieder positive Wachstumszahlen zu verzeichnen hatte. Vor dem Hintergrund widersprüchlicher Signale einzelner Frühindikatoren und häufig wechselnder Einschätzungen hinsichtlich der Aussichten für die US-Konjunktur änderte



sich die Entwicklungsrichtung am Devisenmarkt in der Folgezeit jedoch mehrfach. So ist der US-Dollar in der ersten Märzhälfte nach der Warnung der amerikanischen Federal Reserve vor den Problemen des anhaltend hohen US-Leistungsbilanzdefizits unter Druck geraten. In der zweiten Märzhälfte schwenkte die Stimmungslage aber erneut zu Gunsten des US-Dollar um, als die Wachstumsrate für das US-BIP im vierten Quartal letzten Jahres

nach oben revidiert wurde und neue Zahlen zum Konsumentenvertrauen die Lage der US-Wirtschaft in einem unerwartet günstigen Licht erscheinen ließen. Erst Mitte April setzte eine nachhaltigere Korrektur des Euro-Dollar-Kurses ein, nachdem sich die Einschätzung am Markt verbreitet hatte, dass die Erholung der US-Wirtschaft doch langsamer als erwartet erfolgen würde, während die Prognosen für den Euro-Raum nach wie vor von einer deutlichen Belebung des Wirtschaftswachstums im weiteren Jahresverlauf ausgingen. Zuletzt notierte der Euro bei rund 0,91 US-\$ und damit bereits etwas höher als zu Jahresbeginn.

Yen

Gegenüber dem japanischen Yen hat der Euro im Berichtszeitraum ebenfalls zeitweilig an Boden verloren, zuletzt aber wieder etwas zugelegt. Die Aufwertung des Yen, die im Übrigen auch gegenüber dem US-Dollar zu beobachten war, stand jedoch in einem gewissen Widerspruch zu der weiterhin unsicheren Wirtschaftslage Japans. Eine entscheidende Rolle dürfte dabei die Repatriierung umfangreicher Mittel aus dem Ausland durch japanische Finanzinstitute kurz vor dem Ende des japanischen Fiskaljahres gespielt haben. Allerdings hat sich das Bild in den letzten Wochen wieder zu Gunsten des Euro verschoben, nachdem bekannt geworden war, dass das japanische Wirtschaftswachstum im vierten Quartal letzten Jahres niedriger als erwartet ausgefallen ist. Zuletzt notierte der Euro mit gut 116 Yen aber immer noch knapp 3 % unter dem Kurs von Anfang des Jahres.

Pfund Sterling

Gegenüber dem britischen Pfund Sterling bewegte sich der Euro dagegen über den

gesamten Betrachtungszeitraum hinweg in einem recht engen Band zwischen knapp 0,63 und rund 0,61 Pfund Sterling. In weitgehendem Gleichlauf mit der Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses wertete sich das britische Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar im Januar spürbar ab und konnte in der Folgezeit die Wertverluste wieder wett machen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei knapp 0,63 Pfund Sterling.

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets hat sich der Euro seit Anfang dieses Jahres nur wenig verändert. Vor dem Hintergrund recht ähnlicher Inflationsraten in den Industrieländern wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Teilnehmerländer damit auch weiterhin von der Wechselkursseite gestützt. Auf Dauer kann die Wirtschaft im Euro-Gebiet aber nicht auf den Fortbestand der daraus erwachsenen Vorteile vertrauen. Für die künftige Entwicklung kommt es deshalb vor allem darauf an, die Risiken auf der Kostenseite unter Kontrolle zu halten, die sich hinsichtlich der Lohnentwicklung und dem erneuten Anstieg der Ölpreise am Weltmarkt abzeichnen.

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Der EZB-Rat setzte in den Frühjahrsmonaten seine Zinspolitik der ruhigen Hand fort und beließ die Leitzinsen des Eurosystems unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 3,25 % aus-

*Zinssätze des
Eurosystems
unverändert*

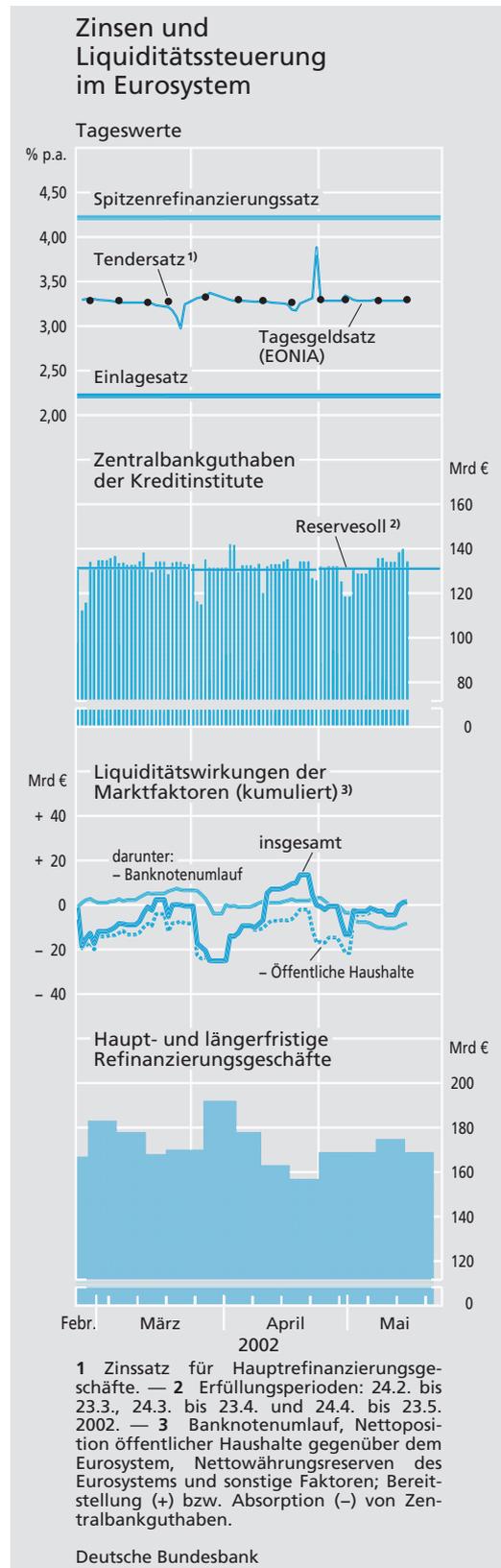
geschrieben; die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen weiterhin 4,25 % beziehungsweise 2,25 %. Für eine Geradeausfahrt in der Zinspolitik sprachen sowohl die monetäre als auch die gesamtwirtschaftliche Lage. Das vergleichsweise hohe Geldmengenwachstum hat sich seit der Jahreswende verlangsamt, und die Abschwächung des Kreditwachstums setzte sich fort, so dass die monetäre Entwicklung nicht auf Risiken für die Preisstabilität hinwies. Der Rückgang der laufenden Inflationsrate fiel auf Grund von temporären Einflüssen zwar niedriger aus als erwartet. Doch blieb der Inflationsdruck auch im Rahmen der zweiten Säule der EZB-Strategie trotz der sich abzeichnenden Konjunkturerholung begrenzt. Risiken für die Zukunft bestehen hier allerdings auf Seiten der Löhne und der Ölpreise.

*Zinsstruktur
am Geldmarkt
steiler*

Vor dem Hintergrund des stabilen Mindestbietungssatzes bei den Haupttendern notierten Tagesgeld (EONIA) und die sehr kurzfristigen Termingeldzinsen insgesamt wenig verändert. Die längerfristigen Terminalsätze sind dagegen trotz eines vorübergehenden Rückgangs im April im Ergebnis deutlich gestiegen. Mitte Mai lagen sie um 30 bis 40 Basispunkte über ihrem Niveau von Mitte Februar. Die Zinsstruktur am Geldmarkt ist somit nochmals steiler geworden. Danach rechnen die Marktteilnehmer mit einer Erhöhung der Leitzinsen des Eurosystems im Jahresverlauf.

*Liquiditäts-
steuerung
über Haupt-
refinanzie-
rungsgeschäfte*

Die laufende Geldmarktsteuerung erfolgte im Berichtszeitraum ausschließlich durch den Einsatz von Haupttendern. Die im Januar stark auseinander gelaufenen Haupttender-



Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2002		
	24. Febr. bis 23. März	24. März bis 23. April	24. Febr. bis 23. April
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 22,9	- 2,6	+ 20,3
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 4,6	- 1,7	- 6,3
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	+ 0,7	+ 8,7	+ 9,4
4. Sonstige Faktoren 2)	- 6,6	- 3,5	- 10,1
Insgesamt	+ 12,4	+ 0,9	+ 13,3
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 12,7	- 1,9	- 14,6
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 0,0	- 0,0	± 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,0	- 0,1	- 0,1
Insgesamt	- 12,7	- 1,8	- 14,5
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,5	- 0,9	- 1,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,5	+ 0,7	+ 1,2
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	114,6	112,7	112,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	60,0	60,0
Sonstige Geschäfte	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	0,4	0,4
Einlagefazilität	0,1	0,2	0,2

* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 1 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 2 Einschließlich in Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen). — 3 Bestände im Durchschnitt der betrachteten bzw. letzten Erfüllungsperiode.

Deutsche Bundesbank

volumina haben sich inzwischen wieder angeglichen. Bei ihrer Bemessung hatte das Eurosystem insbesondere darauf zu achten, dass die Liquiditätseffekte aus den starken Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – vor allem Ende Februar, Anfang April und zur Monatswende Mai – zeitnah ausgeglichen wurden. Auch musste der Mittelzufluss infolge der Ausschüttung des dem Bund zustehenden Anteils am Bundesbankgewinn für das Geschäftsjahr 2001 am 11. April in Höhe von 11,2 Mrd € neutralisiert werden. Der Banknotenumlauf, dessen Liquiditätswirkungen in den ersten Wochen nach der Euro-Bargeldeinführung schwer vorherzusagen waren, stellte für die Liquiditätssteuerung im Berichtszeitraum dagegen keine größere Herausforderung mehr dar. Der Tagesgeldsatz wich nur zum Ende der Reserveerfüllungsperioden und wie üblich am Monats- beziehungsweise Quartalsultimo stärker vom Haupttendersatz ab. Insbesondere am Reserveultimo der Erfüllungsperiode März/April stieg der EONIA deutlich an, und die Kreditinstitute griffen im Rahmen ihrer abschließenden Reservedispositionen vorübergehend in größerem Umfang auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurück.

Von Februar bis April sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel im Betrag von 13,3 Mrd € zugeflossen (vgl. nebenstehende Tabelle). Hierin spiegelten sich vorrangig der anhaltende Rückfluss der national denominierten Banknoten und die Gewinnausschüttung der Bundesbank wider. Expansiv wirkte auch der Rückgang des Mindestreservesolls um 1,2 Mrd €. Entsprechend reduzierte das

Rückgang des Liquiditätsbedarfs

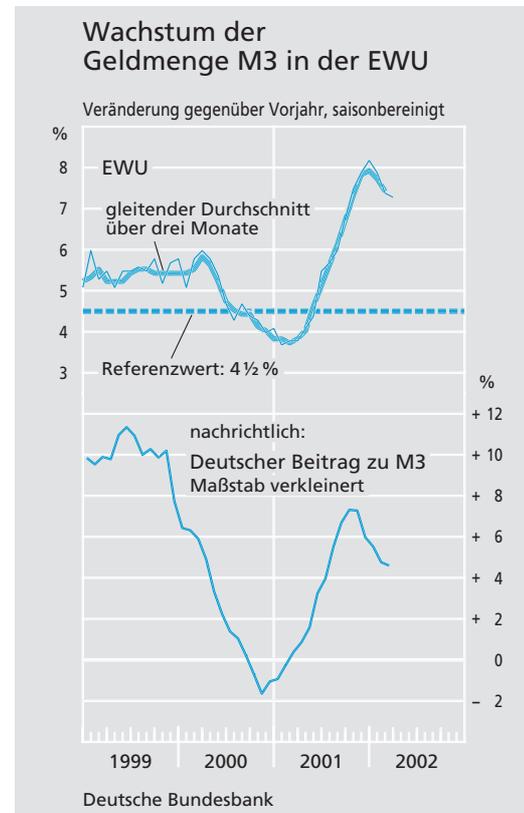
Eurosystem das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Berichtszeitraum um 14,6 Mrd € auf durchschnittlich 112,7 Mrd €. Die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten blieb insgesamt betrachtet gering.

*Erkennbare
Beruhigung der
monetären
Expansion*

Das im vergangenen Jahr sehr starke Geldmengenwachstum hat sich in den ersten Monaten dieses Jahres erkennbar abgeschwächt. Im ersten Vierteljahr 2002 weitete sich das breit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 nur noch mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 2 ½ % aus, verglichen mit knapp 9 ½ % im zweiten Halbjahr 2001. Der deutsche Beitrag zu M3 expandierte ähnlich mäßig wie das EWU-Aggregat. Trotz der deutlichen Wachstumsverlangsamung übertraf M3 Ende März seinen Vorjahrsstand noch immer um 7,3 %. Der Abbau der im Zusammenhang mit der hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten im vorigen Jahr stark ausgeweiteten Liquiditätshaltung in der Wirtschaft kommt also nur langsam voran. Zwar dürften von dieser „Überschussliquidität“ weiterhin keine Inflationsgefahren ausgehen. Sollte sie jedoch auch bei einer vorankommenden wirtschaftlichen Erholung und einer Verschlechterung der Preisperspektiven im Euro-Währungsgebiet anhalten, wird diese Einschätzung überprüft werden müssen.

*Komponenten
der Geldmenge*

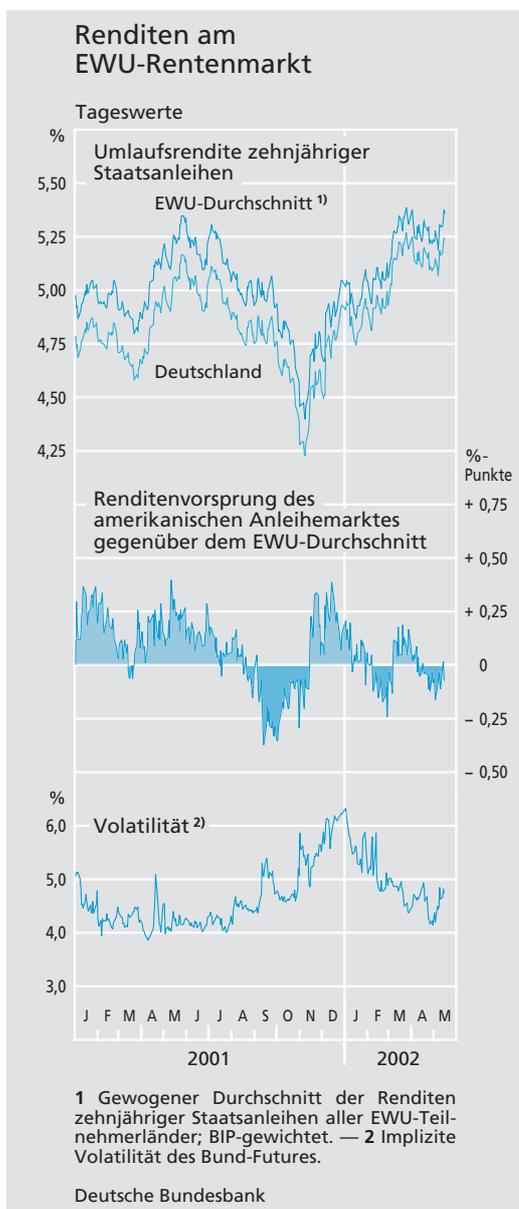
Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 ist der Bargeldumlauf im ersten Quartal 2002 spürbar gestiegen, ohne aber seinen Einbruch im Vorfeld der Euro-Bargeld-einführung auch nur annähernd ausgleichen zu können. Die Aufstockung der Bargeldbestände dürfte auch zu Lasten der täglich fälligen Einlagen erfolgt sein, die im Berichts-



zeitraum in saisonbereinigter Betrachtung erstmals seit Mitte 2000 wieder zurückgegangen sind. Im Ergebnis nahm die Geldmenge M1 im ersten Vierteljahr gleichwohl etwas zu; Ende März übertraf sie ihren Vorjahrsstand um 5,8 %. Die sonstigen kurzfristigen Bankeinlagen wurden im ersten Quartal erneut stark dotiert. Dabei waren vor allem die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten gefragt. Auch die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu zwei Jahren konnten erneut zulegen, aber weniger als in den vorherigen Quartalen. Dagegen sind die marktfähigen Finanzinstrumente nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen zurückgegangen.

Die Kreditgewährung an den privaten Sektor hat sich im Berichtszeitraum weiter abge-

*Bilanz-
gegenposten*



schwächt. Ende März übertrafen die Ausleihungen der MFIs an Unternehmen und private Haushalte im Euro-Währungsgebiet ihren Vorjahrsstand um 5,4 %, nach 6,7 % Ende Dezember. Mit einer Zunahme um 3,2 Mrd € fiel die Vergabe von Wertpapierkrediten an den privaten Sektor besonders niedrig aus, wozu Sonderverhältnisse bei einer deutschen Bank beigetragen haben. Die Vergabe von Buchkrediten hielt sich etwas besser. Sie stie-

gen von Januar bis März mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 5 ½ %, nach knapp 5 % im vierten Quartal 2001. Die Kredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte wurden jahreszeitlich bedingt deutlich aufgestockt. Das längerfristige Mittelaufkommen bei MFIs im Euro-Raum war im Berichtszeitraum erneut recht mäßig. Ohne Kapital und Rücklagen gerechnet war die Geldkapitalbildung Ende März nur um 3,5 % höher als vor Jahresfrist. Mittelabflüsse in das EWU-Ausland dürften die monetäre Expansion im ersten Vierteljahr 2002 tendenziell gedämpft haben. Nach den starken Zuflüssen im Wertpapierverkehr im zweiten Halbjahr 2001 haben sich mittlerweile die Zahlungsströme wieder umgekehrt.

Am Kapitalmarkt im Euro-Währungsgebiet hielt der im Spätherbst 2001 einsetzende Zinsanstieg bis Ende März an. Er wurde insbesondere von der Zuversicht der Anleger auf eine baldige konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft getragen. Hinzu traten leicht höhere Inflationserwartungen. Aufkommende Zweifel über die Nachhaltigkeit des Wirtschaftsaufschwungs ließen die Renditen im April wieder etwas abbröckeln. Gleichzeitig nahm die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Zinsentwicklung am Anleihemarkt ab. Verstärkte Besorgnisse über künftige Preisrisiken und die damit verbundenen Zinsperspektiven führten dann Anfang Mai zu einem erneuten Zinsanstieg. Im Durchschnitt der EWU-Länder betragen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen zuletzt 5 ½ % und damit knapp einen Drittel Prozentpunkt mehr als Mitte Februar.

*Kapitalmarkt-
zinsen
gestiegen*

*Abstand von
Geld- und
Kapitalmarkt-
sätzen weiter
vergrößert*

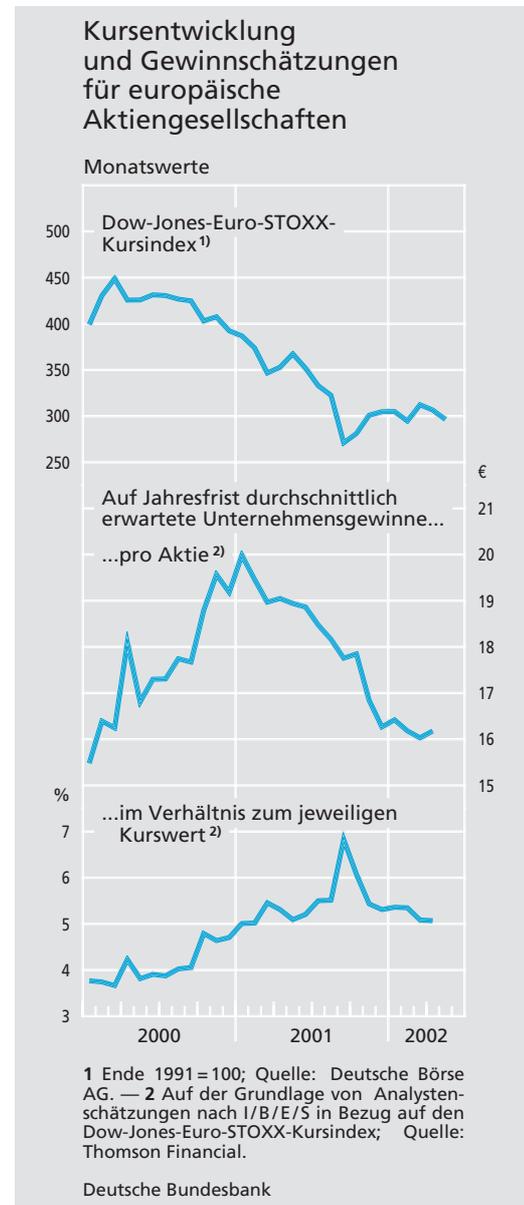
Das Zinsgefälle zwischen Kapital- und Geldmarkt fächerte sich im Berichtszeitraum weiter leicht auf, und zwar von 172 Basispunkten Mitte Februar auf zuletzt 186 Basispunkte. Bei wenig veränderten kurzfristigen Geldmarktzinsen ist die Zinsstruktur im Euro-Währungsgebiet insbesondere am kurzen Laufzeitende steiler geworden. Dies spiegelt einerseits die Aussicht auf einen bevorstehenden Konjunkturaufschwung wider, andererseits jedoch auch die etwas eingetrübten Preisperspektiven und die Annahme höherer Notenbankzinsen.

*Erneut leichter
Zinsvorsprung
der EWU
gegenüber USA*

Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries lagen Mitte Februar um rund zehn Basispunkte unter den Notierungen vergleichbarer Staatsanleihen aus EWU-Ländern. Danach zogen sie, beflügelt durch optimistische Einschätzungen der amerikanischen Konjunktur, etwas stärker an als die Renditen im Euro-Raum. Infolgedessen baute sich der Zinsnachteil zehnjähriger US-Staatsanleihen vorübergehend ab. Wegen der in jüngster Zeit wieder etwas verhalteneren Einschätzung der Wachstumsaussichten waren die Renditen von US-Treasuries Mitte Mai erneut um fünf Basispunkte niedriger als die europäischer Staatsanleihen.

*Risikoprämien
für nicht
erstklassige
Unternehmens-
anleihen*

Bei Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität setzte sich im Euro-Währungsgebiet der Rückgang der insbesondere im letzten Herbst stark ausgeweiteten Spreads vor dem Hintergrund der erwarteten konjunkturellen Erholung zunächst fort. Bei zuletzt wieder skeptischeren Wachstumserwartungen überstiegen diese Renditenaufschläge allerdings sogar ihr Niveau von Mitte Februar, so dass sich die Einschätzung der Bonität dieser Un-



ternehmen im Ergebnis nicht verbessert hat. Der durchschnittliche Renditenaufschlag solcher Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen lag Mitte Mai um 20 Basispunkte über dem Wert zu Beginn der Berichtsperiode.¹⁾

1 Quelle: Merrill-Lynch-Index für Unternehmensanleihen der Bonitätsklasse BBB.

*Seitwärts-
bewegung der
Aktienkurse*

An den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet waren die Notierungen – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex – bei Abschluss dieses Berichts 2% höher als Mitte Februar. Die Kurse zogen zunächst deutlich an, als die Marktteilnehmer in Anbetracht positiver konjunktureller Frühindikatoren zunehmend von einer raschen und kräftigen Erholung der Weltwirtschaft ausgingen. Im weiteren Verlauf fielen sie dann wieder zurück. Im Ergebnis lagen die Börsennotierungen europäischer Unternehmen Mitte Mai im Durchschnitt um über ein Drittel unter ihren historischen Höchstständen vom März 2000.

*TMT-Werte
unter Druck*

Ähnlich wie am Rentenmarkt, folgte auch am Aktienmarkt die Kursentwicklung weitgehend der in Amerika. Auch dort verstärkte sich zunächst die konjunkturelle Zuversicht der Anleger, wenngleich diese durch teilweise enttäuschende Firmenberichte und Gewinnprognosen nicht unbedingt bestätigt wurde. Dies gilt insbesondere für den Technologie-sektor. Letztlich fielen die Notierungen in den USA etwas. Auch im Euro-Währungsgebiet gerieten insbesondere Aktien aus dem Technologie-, Telekommunikations- und Medien-

bereich (TMT) nach einigen enttäuschten Gewinnerwartungen spürbar unter Druck, während sich konjunkturabhängige Werte aus den Konsum- und Investitionsgüterbranchen sowie Finanztitel verhältnismäßig gut behaupten konnten.

Die allgemein erwartete Konjunkturerholung hat bei den Analysten zu einer Stabilisierung der prognostizierten Unternehmensgewinne geführt. Die durchschnittlich auf Jahresfrist erwarteten Gewinne für die im Dow-Jones-Euro-STOXX enthaltenen Aktiengesellschaften,²⁾ die im Februar 2002 annähernd 18% unter ihrem Vorjahrswert lagen, wurden nicht weiter zurückgenommen, die langfristigen Gewinnwachstumsersparungen sogar leicht auf Raten von über 12 ½% pro Jahr angehoben. Die noch immer sehr hohe Standardabweichung der Prognosewerte zeigt allerdings, dass unter den Analysten aber nach wie vor Unsicherheit über die weitere Ertragsentwicklung der börsennotierten Unternehmen besteht.

*Gewinn-
schätzungen
auf niedrigerem
Niveau
stabilisiert*

²⁾ Analystenschätzungen nach Angaben von I/B/E/S; Quelle: Thomson Financial.