

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Schwäche der Weltkonjunktur hielt auch im Schlussquartal 2001 an. Die Industrieproduktion ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erneut gesunken, und die Arbeitslosigkeit nahm vielerorts weiter zu. Allerdings gibt es inzwischen auch Anzeichen für eine allmähliche Stabilisierung der globalen Wirtschaftslage. In den beiden größten Wirtschaftsregionen, Nordamerika und Westeuropa, haben sich die Erwartungskomponenten wichtiger Stimmungsindikatoren zuletzt merklich aufgehellt. In den USA tendierten die Auftragseingänge bei dauerhaften Gütern im Dezember 2001 nach oben. Die Aktienmärkte haben sich seit dem Tiefstand, den sie im September unmittelbar nach den Terroranschlägen erreicht hatten, ebenfalls sichtlich erholt; sie blieben aber bis zuletzt recht störanfällig. Dazu haben einige spektakuläre Zusammenbrüche amerikanischer Unternehmen maßgeblich beigetragen.

*Erste Signale
für globale
Konjunktur-
stabilisierung*

In den USA ist die gesamtwirtschaftliche Produktion nach den ersten Berechnungen im Herbst 2001 – anders als allgemein erwartet – nicht mehr gesunken. Dieses Ergebnis wurde jedoch sehr stark durch Sonderfaktoren beeinflusst, auf die im Folgenden noch näher eingegangen wird. Die kontraktiven Tendenzen scheinen aber inzwischen ausgelaufen zu sein. Im Euro-Raum, für den noch keine entsprechend zeitnahen BIP-Angaben vorliegen, hat sich die industrielle Erzeugung im Dezember nach kräftigen Rückgängen in den beiden Vormonaten wieder gefangen. Außerdem hat sich die Konsumnachfrage der privaten Haushalte bisher auf beiden Seiten

des Nordatlantiks recht gut gehalten, in manchen Ländern ist sie sogar merklich gewachsen. Dies ist angesichts der Vermögensverluste, die mit den Kurskorrekturen an den Börsen seit dem Frühjahr 2000 einhergingen, und der zumeist spürbar gestiegenen Arbeitslosenzahlen bemerkenswert.

Rahmen-
bedingungen
verbessert, ...

In den vergangenen Monaten haben sich zudem wichtige Voraussetzungen für eine zyklische Erholung erheblich verbessert: Die Stabilisierung der Ölpreise auf einem relativ niedrigen Niveau stärkt die Kaufkraft der Verbraucher und entlastet die Kostenrechnung der Unternehmen. Der Lagerabbau ist weiter vorangekommen. Die Zinsen sind sowohl in Nordamerika als auch in Westeuropa relativ niedrig, obgleich die Kapitalmarktrenditen in Erwartung einer konjunkturellen Wende anzogen. In den USA gehen zudem von der Finanzpolitik konjunkturanregende Wirkungen aus. Neben der im Jahr 2001 eingeleiteten Steuerreform sind hier die Maßnahmen zur Unterstützung der durch die Terroranschläge vom 11. September am meisten betroffenen Wirtschaftszweige sowie zur Verstärkung der inneren und äußeren Sicherheit zu nennen. Die Finanzpolitik im Euro-Raum, die noch erheblichen Konsolidierungserfordernissen Rechnung tragen muss, stabilisiert die Konjunktur dadurch, dass konjunkturbedingte Haushaltsdefizite hingenommen werden. Darüber hinaus werden die politischen Risiken, die das allgemeine Wirtschaftsklima auf Grund der Ereignisse am 11. September 2001 stark belastet hatten, inzwischen deutlich geringer eingeschätzt. Insgesamt betrachtet stützen somit eine Reihe von Konjunkturindikatoren sowie die günstigeren

Vorausschätzungen des IWF für 2002 *)

| Position | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------------|--|-------|-------|-------|
| Reales Bruttoinlandsprodukt | Veränderung gegenüber Vorjahr in % | | | |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1) | + 3,3 | + 3,9 | + 1,1 | + 0,8 |
| darunter: | | | | |
| USA | + 4,1 | + 4,1 | + 1,1 | + 0,7 |
| Japan | + 0,7 | + 2,2 | - 0,4 | - 1,0 |
| EWU | + 2,6 | + 3,4 | + 1,5 | + 1,2 |
| Verbraucherpreise 2) | Veränderung gegenüber Vorjahr in % | | | |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1) | + 1,4 | + 2,3 | + 2,3 | + 1,3 |
| darunter: | | | | |
| USA | + 2,2 | + 3,4 | + 2,8 | + 1,6 |
| Japan | - 0,3 | - 0,8 | - 0,7 | - 1,0 |
| EWU | + 1,1 | + 2,4 | + 2,7 | + 1,4 |
| Arbeitslosigkeit | Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen | | | |
| Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1) | 6,4 | 5,8 | 6,0 | 6,6 |
| darunter: | | | | |
| USA | 4,2 | 4,0 | 4,8 | 6,0 |
| Japan | 4,7 | 4,7 | 5,0 | 5,7 |
| EWU | 10,0 | 8,9 | 8,5 | 8,6 |

* Quelle: IWF, World Economic Outlook – Special Issue, Dezember 2001; Angaben für 2001 teilweise vom IWF geschätzt. — 1 Einschließlich China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Preisindex für die Lebenshaltung.

Deutsche Bundesbank

Rahmenbedingungen das herrschende Prognosebild, demzufolge im Frühjahr die expansiven Kräfte wieder die Oberhand gewinnen werden. Dies dürfte sich jedoch – vor allem wegen des niedrigen Produktionsniveaus Ende 2001 – in der jahresdurchschnittlichen Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) für 2002 noch nicht spürbar niederschlagen. Nach der Vorhersage des Internationalen Währungsfonds (IWF) vom Dezember wird das Wachstum der Weltwirtschaft mit 2,4% nicht höher ausfallen als 2001, und das Expansionstempo des realen Welthandels wird sich nur auf 2,2% verstärken.

Die erkennbaren positiven Signale dürfen den Blick auf die nach wie vor bestehenden Risiken nicht verstellen. Dies betrifft vor allem den Unternehmenssektor. So lässt sich wei-

... aber nach
wie vor
erhebliche
Risiken

terhin schwer einschätzen, inwieweit die Überkapazitäten, die in der Boomphase Ende der neunziger Jahre, vor allem in der amerikanischen Informations- und Kommunikationsgüterindustrie, geschaffen worden waren, bereits abgebaut worden sind beziehungsweise noch ökonomisch genutzt werden können. Eine dauerhaft hohe beziehungsweise steigende Nettoinvestitionsquote ist nur zu erwarten, wenn die Wirtschaft einem steileren Wachstumspfad folgt oder sich einer höheren Trendrate anpasst. Damit hängt eng zusammen, welchen Stellenwert die „New Economy“ in der amerikanischen Wirtschaft, aber auch in den Volkswirtschaften der übrigen Welt in Zukunft einnehmen wird. Sollte sich herausstellen, dass die hohen Erwartungen in die „New Economy“, die Ende der neunziger Jahre aufgekommen waren, weiter nach unten korrigiert werden müssen und der investitionsstimulierende Rückgang der relativen Preise für Kapitalgüter nachlässt, könnte sich die Investitionsneigung der gewerblichen Wirtschaft trotz zum Teil massiver monetärer Impulse weniger rasch und weniger stark beleben als von vielen Prognostikern derzeit erwartet wird.

*Problemländer
Argentinien
und ...*

Darüber hinaus gibt es erhebliche „Schwachstellen“ in der Weltwirtschaft. Die argentinische Wirtschaft befindet sich in einem von der Finanzkrise ausgelösten starken Kontraktionsprozess, dessen Ende noch nicht abzusehen ist. Aus heutiger Sicht scheinen jedoch die Ansteckungsgefahren für die Schwellenländer im Allgemeinen und die Nachbarstaaten in Lateinamerika im Besonderen begrenzt zu sein. Dafür spricht unter anderem, dass diese Krise ganz überwiegend „hausge-

macht“ ist und sich schon seit längerem abzeichnete. Auf die Einstellung des Schuldendienstes durch die argentinische Regierung haben die Finanzmärkte besonnen reagiert.

Große Sorgen bereitet der anhaltend kritische Zustand der japanischen Wirtschaft, die mit einem angeschlagenen Finanzsystem, einer übermäßigen Staatsverschuldung und deflationistischen Tendenzen zu kämpfen hat. Auch wenn eine weitere Destabilisierung vermieden werden kann, wird Japan voraussichtlich keinen Beitrag zur Belebung der globalen Konjunktur liefern, sondern die wirtschaftliche Expansion, insbesondere in Ostasien, in diesem Jahr erneut bremsen. Nach der IWF-Prognose wird die gesamtwirtschaftliche Produktion 2002 um 1% und damit noch stärker schrumpfen als im vergangenen Jahr ($- \frac{1}{2} \%$).

... Japan

Das reale BIP in Japan ist im dritten Quartal 2001 saisonbereinigt nochmals gesunken und lag um jeweils $\frac{1}{2} \%$ unter dem Stand der Vorperiode sowie der entsprechenden Vorjahrszeit. Im letzten Jahresviertel scheint sich die ungünstige gesamtwirtschaftliche Entwicklung fortgesetzt zu haben. Die industrielle Erzeugung gab saisonbereinigt um $2 \frac{1}{2} \%$ nach; binnen Jahresfrist ist sie damit um nicht weniger als $12 \frac{1}{2} \%$ gesunken. Die Zahl der Arbeitslosen ist in den letzten Monaten kräftig gestiegen, und die Arbeitslosenquote hat mit saisonbereinigt 5,6% im Dezember einen neuen Höchstwert erreicht. Die Nachfrageschwäche hat inzwischen alle Komponenten der Inlandsnachfrage erfasst; selbst die öffentlichen Investitionen, die in den neunziger Jahren zeitweise kräftig mit dem Ziel der Konjunkturstabilisierung ausgeweitet worden wa-

ren, tendierten im Herbst 2001 nach unten. Die realen Exporte sind im Oktober/November zwar, im Verlauf betrachtet, gestiegen. Diese Erholung hing aber zum Teil mit dem – im Folgenden noch näher erläuterten – kurzlebigen Hoch auf dem amerikanischen Automarkt zusammen und dürfte kaum von Dauer sein.

Die Preise auf der Verbraucherstufe waren im Januar 1,5 % niedriger als ein Jahr zuvor; seit Herbst 1998 sind sie um rund 3 % zurückgegangen. Dadurch wird zwar, für sich betrachtet, die reale Kaufkraft der Verbraucher gestärkt, aus gesamtwirtschaftlichem Blickwinkel fallen die Nachteile des zunehmenden Deflationsdrucks jedoch weitaus stärker ins Gewicht, vor allem, weil der Kaufattentismus genährt wird, die reale Schuldenlast wächst und die realen Faktorpreise steigen. Fraglich ist, ob dieser Prozess durch die jüngste Abwertung des Yen, die voraussichtlich zu höheren Importpreisen führen wird, gestoppt werden kann. Die japanischen Konjunkturoffnungen richten sich aus den genannten Gründen sehr weitgehend auf eine rasche und kräftige Erholung der Weltwirtschaft und insbesondere der US-Wirtschaft.

Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in den USA hat nach ersten Berechnungen im vierten Quartal saison- und kalenderbereinigt stagniert und hielt sich damit auf dem entsprechenden Vorjahrsniveau. Im Durchschnitt des Jahres 2001 ist die amerikanische Wirtschaft um 1,1% gewachsen, verglichen mit jeweils 4,1% in den beiden Vorjahren. Die Entwicklung des realen BIP im Herbst 2001 reflektiert jedoch auf Grund verschiedener expansiv wirkender Sonderfaktoren nicht die

konjunkturelle Grundtendenz, die zunächst noch nach unten gerichtet war. Hier sind vor allem die zeitliche Verschiebung größerer Anschaffungen nach den Ereignissen vom 11. September sowie die Ankurbelung der Autoverkäufe durch zeitweise sehr günstige Finanzierungskonditionen der großen Hersteller und der Händler zu nennen. Dies hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die privaten Haushalte im vierten Quartal preis- und saisonbereinigt 8 ½ % mehr für langlebige Güter ausgaben als in den Sommermonaten, in denen die Nachfrage nur wenig gestiegen war. Dadurch hat sich das Wachstum des privaten Konsums auf saisonbereinigt knapp 1 ½ % verstärkt. Dieser Impuls wird allerdings im laufenden Quartal dieses Jahres entfallen beziehungsweise wegen des zu erwartenden Nachfragelochs auf dem Automarkt möglicherweise sogar ins Negative umschlagen. Mit dem kräftigen Konsumwachstum ging ein Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte auf ½ % einher. Die realen Staatsausgaben, die saisonbereinigt um reichlich 2 % ausgeweitet wurden, haben ebenfalls die inländische Nachfrage gestützt. Dahinter stehen vor allem deutlich höhere Ausgaben für die innere und äußere Sicherheit, in denen sich auch schon ein Teil der Kosten des Militäreinsatzes in Zentralasien niedergeschlagen haben dürfte. Wie von der Regierung angekündigt, werden die Staatsausgaben auch in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen.

Insgesamt spricht vieles dafür, dass die konjunkturelle Schwäche im Herbst zunächst noch andauerte; erst gegen Jahresende scheint sich die Stimmung in der Wirtschaft wieder verbessert zu haben. Der Rückgang

*US-BIP im
Herbst 2001
durch Sonder-
faktoren
beeinflusst*

der gewerblichen Ausrüstungen hat sich im vierten Quartal saisonbereinigt auf 3 ½ % verstärkt und belief sich im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit auf mehr als 9 %. Zudem sind die Investitionen in neue Wohnbauten saisonbereinigt gesunken. Der Lagerabbau fiel im letzten Jahresviertel 2001 besonders kräftig aus, was vor allem mit den erwähnten Verkaufsaktionen der Autohersteller zusammenhing. Die realen Exporte nahmen ebenfalls ab, wenn auch nicht mehr so stark wie im Sommer. Bei den Importen hat sich die rückläufige Tendenz noch mehr abgeflacht, so dass der reale Außenbeitrag deutlicher als im Vorquartal ins Minus gerutscht ist.

*Arbeitsmarkt
und Preise in
den USA*

Ein gemischtes Bild bietet zurzeit der amerikanische Arbeitsmarkt. Die Zahl der Erwerbstätigen ist im Januar 2002 erneut gesunken und lag um 1,8 % unter dem Stand zur Jahreswende 2000/2001, der den zyklischen Höhepunkt markiert. Trotz des Stellenabbaus hat sich die saisonbereinigte Arbeitslosenquote im Januar um 0,2 Prozentpunkte auf 5,6 % vermindert, da die Zahl der Erwerbspersonen deutlich niedriger ausfiel als im Dezember. Die Teuerungsrate verringerte sich binnen Jahresfrist von 3,7 % im Januar 2001 auf 1,6 % im Dezember. Dazu hat der Rückgang der Notierungen an den Rohölmärkten ganz entscheidend beigetragen. Die Kerninflationrate, welche die Preisbewegung ohne Energie und Nahrungsmittel abbildet, lag im Dezember mit 2,7 % etwa auf dem gleichen Niveau wie am Jahresanfang 2001, und damit noch höher als in den Hochkonjunkturjahren 1997 bis 2000.

Unter den G7-Staaten hat Großbritannien im Jahr 2001 mit 2,4 % das höchste Wirtschaftswachstum erzielt. Dabei stand dem deutlichen Produktionsrückgang in der Industrie ein dynamisch expandierender Dienstleistungssektor gegenüber. Bemerkenswert ist auch, dass die britische Wirtschaft in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres noch mit einem relativ hohen Tempo expandierte, als die Konjunktur in wichtigen Partnerländern schon spürbar zur Schwäche neigte. Im letzten Jahresviertel wuchs das reale BIP nach ersten Berechnungen allerdings nur noch um ¼ % gegenüber dem Vorquartal, weil die Rezession im Produzierenden Gewerbe stärker als zuvor auf das gesamtwirtschaftliche Ergebnis durchschlug. Die Industrieproduktion hat seit dem Höchststand im August 2000 um 6 % abgenommen. In den Herbstmonaten ist erstmals seit Anfang 1993 auch die Zahl der Arbeitslosen wieder gestiegen. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag mit 5,2 % aber im internationalen Vergleich immer noch recht niedrig. Trotz der Eintrübung am Arbeitsmarkt blieb die Konsumkonjunktur bis zuletzt ausgesprochen lebhaft. Ausschlaggebend dafür dürften die anhaltenden Wertsteigerungen bei Wohnimmobilien und die gesunkenen Schuldendienstverpflichtungen der Hauseigentümer auf Grund rückläufiger Hypothekenzinsen sein. Die Einzelhandelsumsätze lagen im Zeitraum Oktober/Dezember um nicht weniger als 6 ½ % über dem Stand vor Jahresfrist. Der Verbraucherpreisanstieg (ohne Hypothekenzinsen) hat sich von 1,9 % im Dezember auf 2,6 % im Januar verstärkt. Dies ist unter anderem auf die witterungsbedingt kräftige

Großbritannien

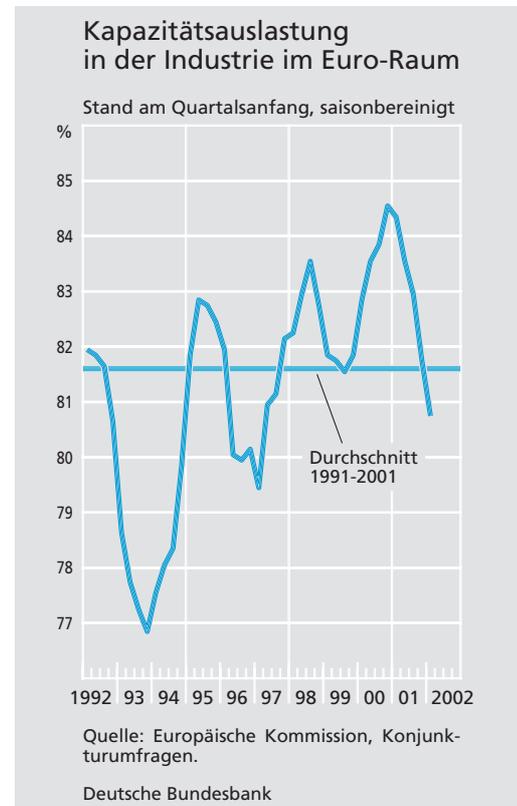
Verteuerung von Nahrungsmitteln zurückzuführen.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Anhaltende
Konjunkturschwäche nach
der Jahresmitte
2001, ...*

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum hat im dritten Quartal letzten Jahres – wie schon im Frühjahr – saisonbereinigt praktisch stagniert. Im Vorjahrsvergleich ist die Zuwachsrates auf 1,4% zurückgegangen. Vor allem die Binnenkonjunktur hat sich in den Sommermonaten weiter abgekühlt. Dazu trug maßgeblich bei, dass der private Konsum, der im ersten Halbjahr noch merklich zugenommen hatte, kaum noch expandierte und der Lagerabbau wieder stärker vorangetrieben wurde. Die schwache Inlandsnachfrage zog auch den Importbedarf an Gütern und Diensten nach unten. Im Vergleich dazu gingen die Exporte in dieser Zeit nur wenig zurück. Die positive Veränderung des Außenbeitrags hat das BIP-Wachstum im dritten Quartal also gestützt und den gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad stabilisiert.¹⁾

Die konjunkturelle Abkühlung im Euro-Raum hat sich im Herbst 2001 – nach den bisher verfügbaren Informationen – fortgesetzt. Die industrielle Erzeugung ging im Zeitraum Oktober/Dezember weiter zurück; sie unterschritt den Stand des dritten Quartals um saisonbereinigt 1,7% und das Niveau vor Jahresfrist um 3,7%. In dieses Bild passt, dass auch die Auslastung in der Industrie zwischen Oktober 2001 und Januar 2002 nochmals rückläufig war. Der Nutzungsgrad lag zuletzt so niedrig wie seit Anfang 1997 nicht mehr



und unterschritt auch seinen langjährigen Durchschnitt. Die Produktionskapazitäten in der Industrie waren gleichwohl noch erheblich besser ausgelastet als in den zyklischen Schwächephasen 1992/93 sowie 1996/97. In den letzten Monaten des vergangenen Jahres hat die konjunkturelle Flaute erstmals deutlichere Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Dezember saisonbereinigt mit 8,5% um 0,1 Prozentpunkte höher als im Sommer. Im Durchschnitt des Jahres 2001 waren 8,5% der Erwerbspersonen im Euro-Raum arbeitslos, verglichen mit 8,9% im Jahr davor.

¹ Hierbei ist zu beachten, dass die Exporte und Importe in der VGR-Abgrenzung auch den grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr zwischen den EWU-Ländern enthalten.

... zuletzt aber
Anzeichen für
Stimmungs-
umschwung

Seit der Jahreswende 2001/2002 gibt es auch im Euro-Raum positive Konjunktursignale. So hat sich der Indikator für das Industrietrauen im Januar – nach einem leichten Plus im Dezember – deutlich verbessert. Zudem wurde der Auftragseingang nicht mehr so ungünstig beurteilt wie noch im Oktober, und die Exporterwartungen haben sich ebenfalls aufgehellt. Die Stimmung der Konsumenten scheint sich auf dem gedrückten Niveau vom Herbst stabilisiert zu haben.

Preise

Die Verbraucherpreise sind, nach Ausschaltung der saisonüblichen Bewegungen, im letzten Jahresviertel 2001 gegenüber den Sommermonaten nur mit einer hochgerechneten Jahresrate von rund 1% gestiegen. Dies war erheblich weniger als in den Quartalen zuvor. Der Zwölfmonatsabstand belief sich aber noch auf 2,2%. Maßgeblich für die niedrigere Gesamtrate waren Preissenkungen bei Energieträgern sowie eine nachlassende Teuerung bei Lebensmitteln. Hingegen haben sich die Preise für Gewerbliche Waren (ohne Energie) und Dienstleistungen etwas ungünstiger als im dritten Quartal entwickelt. Deshalb ist die Teuerungsrate ohne die volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel im Herbst nochmals leicht auf 2,4% gestiegen. Im Durchschnitt des Jahres 2001 lag der Harmonisierte Verbraucherpreisindex um 2,6% höher als ein Jahr zuvor; ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet waren es 2,2%.

Im Januar dieses Jahres hat sich der Preisanstieg – nach ersten, noch vorläufigen Schätzungen des Statistischen Amtes der EU („Flash estimate“) – gegenüber Dezember

um 0,4 Prozentpunkte auf 2,5% verstärkt. Dazu haben vor allem Anhebungen von Steuern und administrierten Preisen in einigen Mitgliedsländern und höhere Preise für Obst und Gemüse auf Grund der schlechten Witterung in den südlichen Ländern des Euro-Raums maßgeblich beigetragen. Dagegen scheint die Umstellung auf den Euro nach den bisherigen Erkenntnissen nur einen begrenzten Einfluss auf das Preisniveau in der EWU ausgeübt zu haben.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Das ungünstige weltwirtschaftliche Umfeld und die fühlbare Abschwächung der Binnen- nachfrage haben im Herbst des vergangenen Jahres die Umsätze im Außenhandel des Euro-Währungsgebiets in beide Richtungen deutlich gedämpft. Während sich die Ausfuhr- tätigkeit bis in den Sommer hinein kaum verändert hatte, sind die Exporte aus dem Euro-Raum seitdem stark zurückgegangen; in den letzten drei Monaten, für die entsprechende Angaben vorliegen (September/ November 2001), blieben sie dem Wert nach und saisonbereinigt gerechnet um 3½% unter dem Ergebnis für den vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Noch stärker ist in derselben Periode der Wert der Einfuhren gesunken (um mehr als 6%), was zum Teil jedoch auf niedrigere Einfuhrpreise, insbesondere im Bereich der Energierohstoffe, zurückzuführen sein dürfte. Der Ausfuhrüberschuss des Euro-Währungsgebiets hat sich daher trotz der fühlbaren Exportabschwächung in den Herbstmonaten weiter erhöht; in der

Außenhandel

Zeit von September bis November 2001 schloss die EWU-Handelsbilanz in saisonbereinigter Rechnung mit einem Überschuss von 23 Mrd €. Das waren knapp 6 Mrd € mehr als im vorangegangenen Dreimonatszeitraum (Juni/August 2001).

Leistungsbilanz

Dadurch verbesserte sich auch die Leistungsbilanz der EWU, zumal die Netto-Ausgaben im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit 18 ½ Mrd € um 4 ½ Mrd € niedriger als in der Vorperiode ausfielen. Insgesamt ergab sich von September bis November ein Überschuss von 4 ½ Mrd €, nach einem Defizit von 5 ½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten.

Wechselkursentwicklung

Die Position des Euro an den Devisenmärkten hat sich in den letzten Monaten des vergangenen Jahres und nach der Jahreswende im Ergebnis nur wenig verändert. Nach zeitweiligen Phasen der Befestigung, wie zuletzt im Anschluss an die reibungslose Bargeldeinführung Anfang des Jahres, musste er jeweils kurz darauf die Zugewinne wieder abgeben. Im Blickpunkt der Märkte stand dabei wie üblich das Verhältnis zum US-Dollar. Nachdem sich die Unsicherheit an den Märkten, die durch die Terroranschläge am 11. September ausgelöst worden war, wieder etwas gelegt hatte, schwankte der Euro gegenüber dem US-Dollar bis Mitte Januar in einem relativ engen Band zwischen 0,88 US-\$ und 0,91 US-\$. In den Kursbewegungen kamen vor allem die wechselnden Markteinschätzungen hinsichtlich der Konjunkturaussichten für die USA zum Ausdruck. Zeitweilig gab das Vertrauen auf eine schnelle Erholung der US-Wirtschaft dem US-Dollar Auftrieb. Dies

US-Dollar

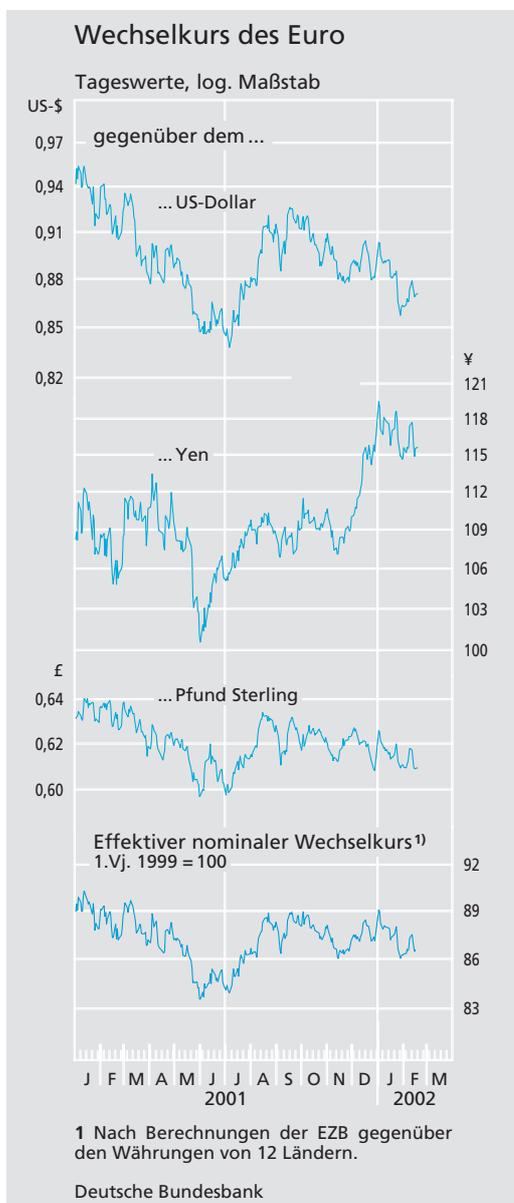
gilt auch für die Zinssenkung der Federal Reserve Anfang November. Dagegen schwächte sich der US-Dollar Ende November wieder ab, nachdem neue Zahlen die Lage der US-Wirtschaft wieder in einem etwas ungünstigeren Licht erscheinen ließen. Zum Jahresende schwenkte die Stimmungslage erneut zu Gunsten des US-Dollar um, als sich nach der Veröffentlichung unerwartet positiver Frühindikatoren für die US-Konjunktur zunehmend die Einschätzung durchsetzte, dass in den USA die wirtschaftliche Talsohle nun erreicht ist. Angesichts der reibungslosen Bargeldumstellung machte der Euro nach dem Jahresende die vorangegangenen Kursverluste vorübergehend zwar wieder wett. Aber bereits in der zweiten Januarhälfte verlor er erneut deutlich an Boden. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,87 US-\$.

Ein gewisses Gegengewicht bildeten die Kursgewinne des Euro gegenüber dem japanischen Yen, der im Berichtszeitraum gegenüber allen wichtigen Währungen drastisch an Wert verlor, nachdem bekannt wurde, dass die rezessiven Tendenzen in der japanischen Wirtschaft im dritten Quartal des vergangenen Jahres angehalten hatten. Die schwindenden Aussichten auf eine baldige Wiederbelebung des wirtschaftlichen Wachstums haben in der Folgezeit zu weiteren Kursverlusten des Yen beigetragen. Erst gegen Ende Januar hat sich der Yen gegenüber dem Euro wieder etwas befestigt; zuletzt notierte er bei knapp 116 Yen.

Yen

Im Gegensatz zur Entwicklung des Euro-Yen-Kurses bewegte sich der Euro gegenüber dem Pfund Sterling im Berichtszeitraum in

Pfund Sterling



recht engen Grenzen zwischen 0,61 Pfund Sterling und 0,63 Pfund Sterling. Im November und Dezember wertete sich die Gemeinschaftswährung vorübergehend gegenüber dem britischen Pfund auf, nachdem Anfang November Daten über den unerwartet starken Rückgang der britischen Industrieproduktion veröffentlicht worden waren und die anstehende Bargeldeinführung des Euro Spekulationen über eine baldige Teilnahme des Ver-

einigten Königreichs an der Europäischen Währungsunion ausgelöst hatten. Nach der Veröffentlichung neuerer Daten über das vergleichsweise robuste Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich verlor der Euro gegenüber dem britischen Pfund im Januar aber wieder an Wert. Bei Abschluss des Berichts lag der Kurs des Euro bei 0,61 Pfund Sterling.

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets haben sich die Kursveränderungen in den letzten Monaten weitgehend ausgeglichen. Zuletzt lag der effektive Wechselkurs des Euro nur knapp unter dem Stand von Anfang September vor den Terroranschlägen. Im Hinblick auf den Wachstumseinbruch, der außerhalb des Euro-Gebiets wesentlich schärfer ausgefallen ist als innerhalb, mag das etwas überraschen. Es zeigt aber aufs Neue, dass es weniger die jeweils aktuelle wirtschaftliche Lage ist, von der sich die Teilnehmer an den Devisenmärkten leiten lassen, sondern die subjektiven Erwartungen und Perspektiven für die künftigen Ertrags- und Wachstumschancen der jeweiligen Wirtschaftsregionen entscheidend sind. Skepsis hinsichtlich der Anpassungsfähigkeit und Leistungskraft der Euro-Länder prägt offenbar nach wie vor das Bild der Anleger. Die Teilnehmerstaaten des Euro-Gebiets könnten das Vertrauen der Anleger in die wirtschaftliche Zukunft des Euro-Gebiets dadurch stärken, dass sie die notwendigen wachstumsfreundlichen Strukturreformen trotz der konjunkturellen Abschwächung in überzeugender Weise fortführen oder in Angriff nehmen. Dies dürfte dem

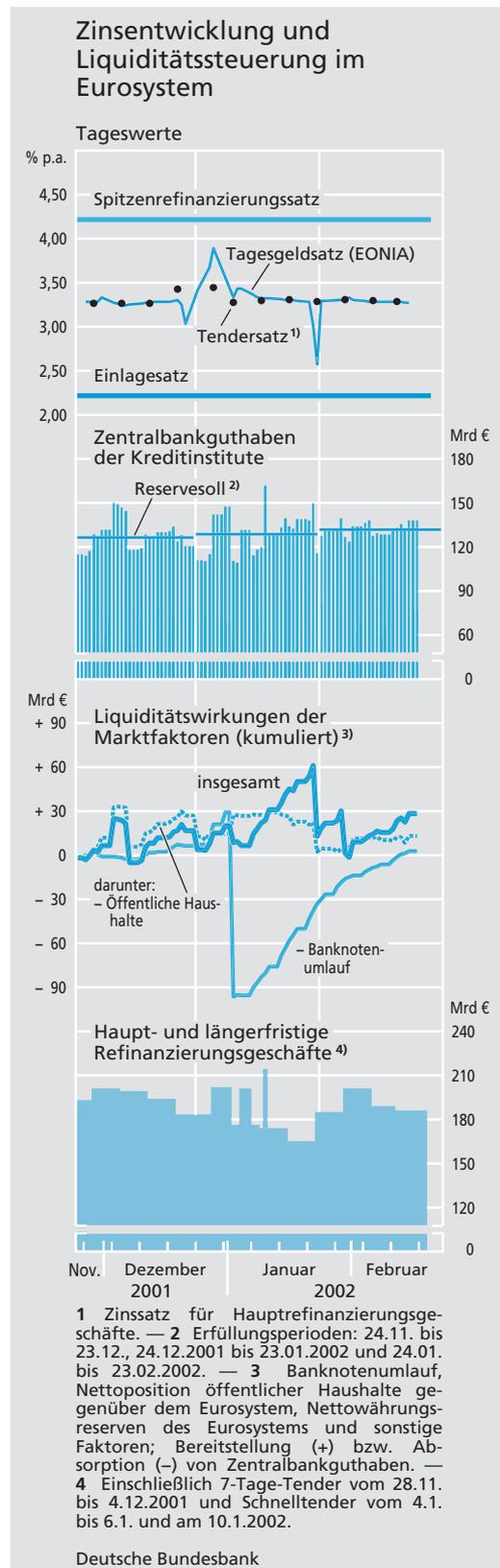
Effektiver Wechselkurs des Euro

Wachstum der EWU-Länder eine wichtige Stütze geben, zumal das jetzige Kursniveau des Euro relativ niedrig ist.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Zinssätze des
Eurosystems
unverändert

Der EZB-Rat verfolgte in den vergangenen Monaten eine Zinspolitik der ruhigen Hand. Seit der letzten Zinssenkung vom 8. November vergangenen Jahres betragen die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität unverändert 4,25 % beziehungsweise 2,25 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden seitdem durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 3,25 % abgeschlossen. Sowohl die monetäre als auch die gesamtwirtschaftliche Lage sprachen für unveränderte Notenbankzinsen. Das Geldmengenwachstum war in den vergangenen Monaten zwar kräftig, hierin spiegelte sich aber – vor dem Hintergrund eines von großer Unsicherheit gekennzeichneten wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds – eine besonders ausgeprägte und voraussichtlich vorübergehende Liquiditätspräferenz der Anleger wider. Die kräftige Geldmengenexpansion dürfte im Augenblick keine besonderen inflatorischen Gefahren anzeigen. Allerdings wird die monetäre Entwicklung in den kommenden Monaten eine gründliche Analyse erfordern. Die Konjunkturschwäche im Euro-Raum hielt an, doch gab es erste Anzeichen für eine allmähliche Erholung der Wirtschaftstätigkeit. Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung sollten damit nicht einhergehen. Vielmehr dürfte sich der trendmäßige Rückgang der Inflationsraten



– wenn auch unter kurzzeitigen Schwankungen – im laufenden Jahr fortsetzen. Auch auf mittlere Sicht bleiben die Preisperspektiven bei anhaltender Lohnzurückhaltung günstig.

*Zinsstruktur am
Geldmarkt*

Die Terminalsätze im kürzerfristigen Bereich des Geldmarkts haben sich seit Mitte November nur wenig verändert. Die längerfristigen Notierungen hingegen sind nach der Jahreswende um etwa 20 Basispunkte gestiegen. Die im Spätherbst noch flache Zinsstruktur am Geldmarkt ist seit Januar leicht aufwärts gerichtet. Danach rechnen die Marktteilnehmer auf mittlere Sicht nicht mehr mit weiteren Zinssenkungen.

*Flexible
Geldmarkt-
steuerung bei
Euro-Bargeld-
einführung*

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems hatte über die Jahreswende insbesondere den enormen und beispiellosen Auswirkungen der Euro-Bargeldeinführung auf die Bankenliquidität Rechnung zu tragen. Der zum Jahresende sich beschleunigende Abbau des Banknotenumlaufs war noch recht verlässlich vorhersehbar, und die davon ausgehenden Liquiditätseffekte konnten allein durch eine entsprechende Anpassung der Haupttender zeitnah ausgeglichen werden. Dagegen war die Entwicklung des Notenumlaufs ab Januar dieses Jahres in seinem Ausmaß und seinem zeitlichen Profil kurzfristig kaum zu prognostizieren. Als sich auf Grund eines unerwartet hohen Banknotenumlaufs Liquiditätsverknappungen abzeichneten, hat das Eurosystem am 4. und 10. Januar liquiditätszuführende Zinsschnelltender mit drei beziehungsweise eintägiger Laufzeit abgeschlossen, um den Kreditinstituten eine vergleichsweise stetige Reserveverfüllung zu ermöglichen und die Volatilität des Tagesgeld-

satzes zu begrenzen. Bei der Dimensionierung der Haupttender hatte das Eurosystem zudem zu berücksichtigen, dass die Belastung der Kreditinstitute mit dem Gegenwert des ihnen bis Ende 2001 vorab bereitgestellten Euro-Bargelds verzögert – und zwar zu je einem Drittel am 2., 23. und 30. Januar – erfolgte. Den am 2. Januar in die Ausweise der Zentralbanken des Eurosystems mit aufgenommenen, aber noch nicht in Rechnung gestellten Euro-Banknoten standen bis zu ihrer vollständigen Belastung Ende Januar entsprechend bemessene, unverzinsliche Kredite des Eurosystems an die Banken gegenüber. Die Haupttender-Volumina sind im Januar abermals stark auseinander gelaufen. Nach einer ähnlichen Entwicklung im November infolge einer spekulativ bedingten Unterbietung hatte das Eurosystem zur Wiederangleichung der Zuteilungsbeträge per 28. November zeitgleich mit dem regulären Haupttender eine auf sieben Tage befristete sonstige Refinanzierungsoperation abgeschlossen. Der Abstand des Tagesgeldsatzes und der marginalen Zuteilungssätze zum Mindestbietungssatz weitete sich im Januar auf Grund der unsicheren Liquiditätsentwicklung zwar vorübergehend aus, größere Ausschläge des EONIA blieben aber auf das Ende der Erfüllungsperioden und wie üblich auf den Jahresultimo beschränkt.

Von November bis Januar sind den Kreditinstituten durch die liquiditätsbestimmenden autonomen Faktoren Mittel in Höhe von 13,9 Mrd € zugeflossen (vgl. Tabelle auf S. 17). Hierin spiegelt sich zum einen der Rückgang der national denominierten Banknoten und die verzögerte Belastung der

*Rückgang des
Liquiditäts-
bedarfs*

Kreditinstitute mit dem vorab bereitgestellten Euro-Bargeld wider, zum anderen wirkte die Verringerung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem expansiv. Das Mindestreservesoll hingegen stieg um 2,6 Mrd €. Auf Grund des gesunkenen Liquiditätsbedarfs hat das Eurosystem das Volumen der Offenmarktgeschäfte im Berichtszeitraum per saldo reduziert.

Anhaltend
hohes
Geldmengen-
wachstum

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet expandierte im vierten Quartal 2001 insgesamt ähnlich kräftig wie im dritten, als sich ihr Wachstum auch auf Grund der Ereignisse des 11. September weiter verstärkt hatte; im Dezember fiel ihr Anstieg infolge eines stark gesunkenen Bargeldumlaufs allerdings recht verhalten aus. Die Geldmengenentwicklung war im letzten Vierteljahr 2001 erneut vor allem von Portfoliodispositionen geprägt. Niedrige Zinsen sowie die noch immer recht hohe Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten begünstigten weiterhin ein „Parken“ von Mitteln in liquiden und sicheren Anlageformen. Am Jahresende übertraf M3 (korrigiert um die von EWU-Ausländern gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente) seinen Vorjahrsstand um 8,0 %, verglichen mit 6,8 % Ende September. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten belief sich im Zeitraum von Oktober bis Dezember auf 7,8 %, gegenüber 6,2 % von Juli bis September. Angesichts der genannten Portfolioeinflüsse lässt das hohe Geldmengenwachstum nicht auf zukünftige Inflationsgefahren schließen. Dafür spricht auch die sich weiter abschwächende Kreditgewährung. Allerdings muss die laufende

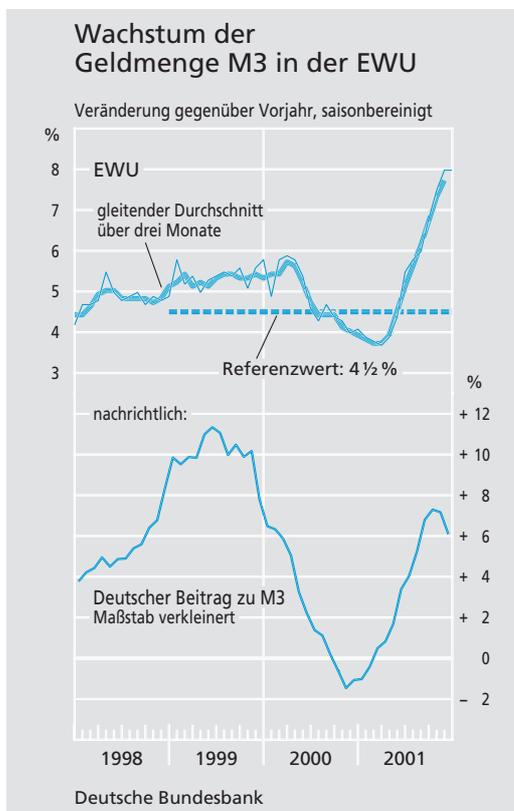
Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; berechnet auf der Basis von
Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

| Position | 2001/2002 | | |
|---|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| | 24. Nov. bis 23. Dez. | 24. Dez. bis 23. Jan. | 24. Nov. bis 23. Jan. |
| I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch | | | |
| 1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -) | + 13,3 | - 46,3 | - 33,0 |
| 2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -) | + 2,6 | + 5,2 | + 7,8 |
| 3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1) | - 1,3 | + 1,5 | + 0,2 |
| 4. Sonstige Faktoren 2) | - 16,2 | + 55,1 | + 38,9 |
| Insgesamt | - 1,6 | + 15,5 | + 13,9 |
| II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems | | | |
| 1. Offenmarktgeschäfte | | | |
| a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte | - 9,8 | - 4,0 | - 13,8 |
| b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte | ± 0,0 | - 0,0 | - 0,0 |
| c) Sonstige Geschäfte | + 12,4 | - 8,7 | + 3,7 |
| 2. Ständige Fazilitäten | | | |
| a) Spitzenrefinanzierungsfazilität | + 0,3 | - 0,1 | + 0,2 |
| b) Einlagefazilität (Zunahme: -) | - 0,5 | + 0,2 | - 0,3 |
| Insgesamt | + 2,4 | - 12,6 | - 10,2 |
| III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.) | + 0,7 | + 3,0 | + 3,7 |
| IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -) | - 0,3 | - 2,3 | - 2,6 |
| Nachrichtlich: 3) | | | |
| Hauptrefinanzierungsgeschäfte | 122,5 | 118,5 | 118,5 |
| Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte | 60,0 | 60,0 | 60,0 |
| Sonstige Geschäfte | 12,4 | 3,7 | 3,7 |
| Spitzenrefinanzierungsfazilität | 0,5 | 0,4 | 0,4 |
| Einlagefazilität | 0,8 | 0,6 | 0,6 |

* 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



monetäre Entwicklung in Zukunft sorgfältig beobachtet werden.

*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 ist der Bargeldumlauf im vierten Quartal geradezu eingebrochen. Im Vorfeld der bevorstehenden Euro-Bargeldeinführung verringerte er sich gegenüber Ende September um 68,7 Mrd € oder gut 22 %. Dabei dürften vielfach Bargeldbestände in die täglich fälligen Einlagen umgeschichtet worden sein, die mit 148,7 Mrd € stark stiegen. Im Ergebnis nahm die Geldmenge M1 in saisonbereinigter Betrachtungsweise gleichwohl nur leicht zu; Ende Dezember überschritt sie ihren Vorjahrsstand um 5,0 %. Die sonstigen kurzfristigen Bankeinlagen sind im Berichtszeitraum erneut stark gewachsen. Angesichts der sinkenden Zinsen kam es dabei zu einer

Gewichtsverlagerung von den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren zu den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die daneben wohl auch vom Bargeldrückgang profitierten. Unter den ebenfalls spürbar gestiegenen marktfähigen Finanzinstrumenten konnten im vierten Quartal vor allem die Geldmarktfondszertifikate merklich zulegen; Geldmarktpapiere und kurzlaufende Bankschuldverschreibungen wurden hingegen per saldo kaum abgesetzt.

Die Kreditgewährung an den privaten Sektor hat sich zum Jahresende hin weiter abgeschwächt. Die Ausleihungen der MFIs an die privaten Haushalte und Unternehmen lagen Ende Dezember um 6,7 % über ihrem Vorjahrsstand, nach 7,1 % Ende September. Entscheidend hierfür war, dass die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor wegen der mäßigen Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum erneut nachließ. Von Oktober bis Dezember stiegen die Direktausleihungen mit einer Jahresrate von gut 4 1/2 %, verglichen mit 5 1/2 % von Juli bis September. Die Kredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte wurden im vierten Quartal lediglich im saisonüblichen Rahmen aufgestockt. Durch umfangreiche Mittelzuflüsse aus dem EWU-Ausland, insbesondere im Wertpapierbereich, wurde die monetäre Expansion im letzten Vierteljahr 2001 dagegen weiterhin gefördert. In die gleiche Richtung wirkte die geringe Bereitschaft inländischer Anleger zur längerfristigen Geldvermögensbildung. Ohne Kapital und Rücklagen gerechnet hat das Geldkapital bei MFIs im vergangenen Jahr nur um 3,5 % zugenommen.

*Bilanz-
gegenposten*

*Deutscher
Beitrag*

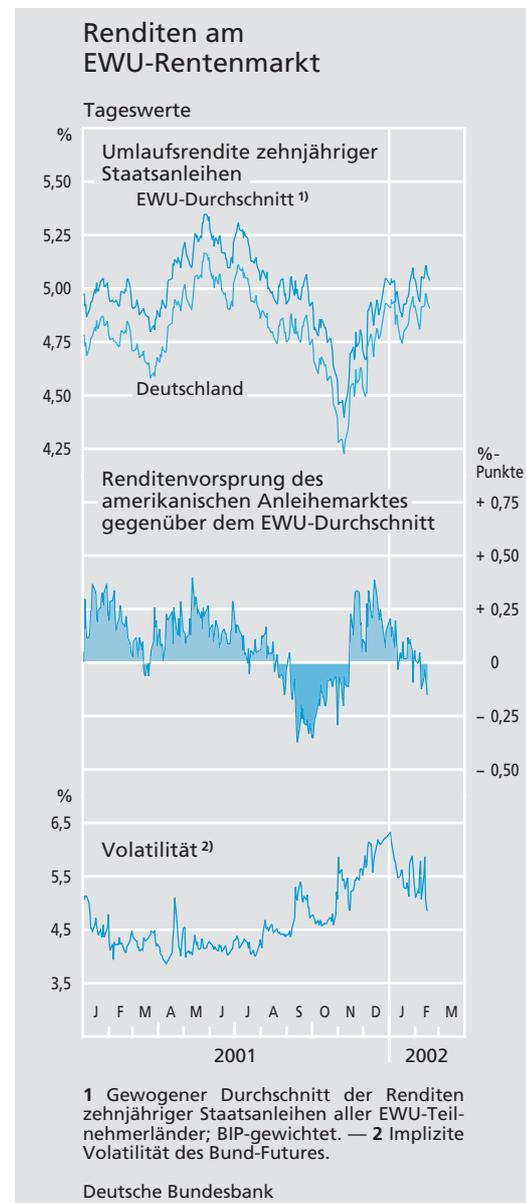
Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist nach dem hohen Wachstum im vorangegangenen Jahresverlauf im letzten Vierteljahr 2001 saisonbereinigt zurückgegangen. Dem starken Abbau des Bargeldumlaufs stand keine entsprechende Zunahme der anderen Geldmengenkompenten gegenüber. Die täglich fälligen Einlagen sind zwar recht kräftig gestiegen. Ähnliches gilt für die marktfähigen Finanzinstrumente dank einer regen Nachfrage nach inländischen Geldmarktfondszertifikaten. Die anderen kurzfristigen Einlagen stagnierten aber insgesamt betrachtet. Im gesamten Jahr ist der deutsche Beitrag zu M3 um 6,1% gewachsen.

*Kapitalmarkt-
zinsen
gestiegen*

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind seit dem Spätherbst gestiegen. Sie folgten weitgehend dem amerikanischen Zinstrend. Im Durchschnitt der EWU-Länder betragen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen Mitte Februar etwas mehr als 5%. Sie lagen damit über einen viertel Prozentpunkt höher als Mitte November (4¾%). Der Renditeanstieg am europäischen Anleihemarkt wurde vor allem von der Erwartung einer baldigen Aufhellung der Konjunkturaussichten getragen, die nach den Terroranschlägen in den USA stark eingetrübt waren. Zugleich waren die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer – ersichtlich aus Expertenbefragungen und inflationsindexierten Anleihen – unverändert moderat.

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

Das Zinsgefälle zwischen Kapital- und Geldmarkt weitete sich im Berichtszeitraum von 134 Basispunkten auf zuletzt 169 Basispunkte aus. Infolge der Zinssenkung der EZB



vom 8. November und der höheren Kapitalmarktrenditen ist dieser Abstand im Euro-Währungsgebiet deutlich größer geworden. Auch wenn sich die Erwartungen einer konjunkturellen Wende an den Finanzmärkten mehrten, blieben die Unsicherheiten über den Beginn und das Ausmaß der wirtschaftlichen Erholung und damit der weiteren Kursentwicklung von Rentenwerten doch relativ hoch. Dies äußerte sich in einer spürbar ge-



stiegenen impliziten Volatilität von Optionen auf den Terminkontrakt langfristiger Bundesanleihen. Zuletzt nahm diese Volatilität jedoch wieder etwas ab.

Die Renditen von zehnjährigen Staatsanleihen aus EWU-Ländern hatten Anfang November 2001 einen Jahrestiefstand bei unter 4½ % erreicht, die von vergleichbaren US-Treasuries sogar bei 4¼ %. Seitdem entwickelten sie

sich weitgehend gleichgerichtet. Nach der Zinssenkung der Federal Reserve am 11. Dezember zogen die US-Renditen in der Hoffnung auf eine baldige Erholung der amerikanischen Volkswirtschaft leicht an. Die Renditen europäischer Staatsanleihen folgten diesem Anstieg aber nur bedingt, so dass sich der leichte Zinsnachteil der amerikanischen Schuldtitel zwischenzeitlich in einen Renditenaufschlag der US-Treasuries von bis zu einem Drittel Prozentpunkt umwandelte. Zuletzt rentierten europäische Staatsanleihen aber wieder geringfügig höher (zwölf Basispunkte) als amerikanische Titel.

Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität²⁾, die im September 2001 stark zugenommen hatten, bildeten sich in den Wintermonaten allmählich zurück. Vorübergehend unterbrochen wurde dieser Prozess allerdings von aufkommenden Bedenken über die Bilanzierungspraktiken gerade größerer multinationaler Konzerne. Zuletzt waren die entsprechenden Renditenaufschläge gegenüber Bundesanleihen mit gut 1¾ Prozentpunkten fast einen halben Prozentpunkt niedriger als Mitte November.

An den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet veränderte sich das allgemeine Kursniveau in den letzten Monaten bei verhältnismäßig geringen Schwankungen im Ergebnis nur wenig. Bei Abschluss dieses Berichts Mitte Februar war der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex etwas niedriger als Mitte November (-3 %). Damit konnten die Notierungen zwar ihre deutlichen Gewinne seit

Rückläufige Risikoprämien für nicht erstklassige Unternehmensanleihen

Stabilisierung der Aktiennotierungen

2 Unternehmensschuldverschreibungen mit einer Bewertung von BBB durch Standard & Poor's.

Überwiegend Zinsvorsprung der USA gegenüber EWU

Ende September halten. Die vorangegangenen Verluste, die bereits vor dem Einbruch infolge der Terrorattentate vom 11. September auftraten, konnten sie jedoch bei weitem nicht wett machen. Der oben genannte marktweite Index für das Euro-Währungsgebiet fiel im Gesamtjahr 2001 vielmehr um insgesamt rund 20 %. Ihren historischen Höchststand im März 2000 unterschritten die Börsennotierungen europäischer Unternehmen Mitte Februar um mehr als ein Drittel.

*Kurs-
unsicherheit
rückläufig*

Die europäischen Börsen folgten über den gesamten Berichtszeitraum in hohem Maße dem Trend des amerikanischen Aktienmarkts. Dort tendierten die Notierungen angesichts von Besorgnissen über die Unternehmensbilanzen einerseits und sich festigenden Erwartungen auf eine Konjunkturerholung andererseits ebenfalls seitwärts. Einhergehend mit der Stabilisierung der Aktienkurse verringerte sich auch die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung ein wenig. Die implizite Volatilität von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex fiel deutlich unter die sehr hohen Werte, die nach dem Einbruch im September erreicht worden waren, hielt sich aber weiter

merklich über dem in der ersten Jahreshälfte 2001 üblichen Niveau.

Die Kursentwicklung an den Aktienmärkten in der EWU wurde im Berichtszeitraum nur bedingt von fundamentalen Faktoren getragen. Das allgemeine Bewertungsniveau ist zwar nach wie vor niedriger als in den vergangenen Jahren, doch wurden die von Analysten durchschnittlich auf Jahresfrist erwarteten Gewinne für die im Dow-Jones-Euro-STOXX enthaltenen Aktiengesellschaften³⁾ in den Wintermonaten erneut spürbar zurückgenommen. Die gestiegene Streuung der einzelnen Analystenschätzungen offenbart zudem eine höhere Unsicherheit über die weiteren Ertragsperspektiven der börsennotierten Unternehmen. Außerdem erwarten Experten nicht nur für die nächsten Monate, sondern auch auf längere Frist nun ein deutlich geringeres Wachstum der Unternehmensgewinne. Lagen Anfang 2001 die Wachstumsprognosen für die nächsten drei bis fünf Jahre im Mittel noch bei 17 ½ % pro Jahr, so werden mittlerweile nur noch knapp 12 ½ % veranschlagt.

*Gewinn-
schätzungen
weiter zurück-
genommen*

³ Analystenschätzungen nach Angaben von I/B/E/S; Quelle: Thomson Financial.