

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich im Herbst 2002 spürbar verlangsamt; in der Gruppe der Industrieländer ist sie sogar ins Stocken geraten. An diesem Konjunkturbild hat sich nach der Jahreswende 2002/2003 wenig geändert. Die Erzeugung im Produzierenden Gewerbe (ohne Bau) ist in den G7-Ländern und den kleineren Staaten Westeuropas im Zeitraum Oktober/Dezember saisonbereinigt um ½ % gesunken; mit einem Plus von 2 % lag sie aber noch recht deutlich über dem Stand vor Jahresfrist. Im Durchschnitt des vergangenen Jahres war die Industrieproduktion um 1 % niedriger als ein Jahr zuvor; seit 2000 ist sie um 4 % geschrumpft. Belastet wurde die Weltkonjunktur im Herbst vor allem durch die steigende Kriegsgefahr im Mittleren Osten, die zusammen mit den Unruhen in Venezuela zu einem beträchtlichen Anstieg der Ölpreise geführt hat. Hinzu kamen die Nachwirkungen der Kurseinbrüche an den Aktienmärkten. Außerdem waren insbesondere auf Grund der recht hohen Risikoprämien die Fremdfinanzierungskonditionen für die Unternehmen in den Industrieländern weniger günstig, als es die niedrigen Zinsen am Geldmarkt und für Staatsanleihen anzeigen. All diese Faktoren haben letztlich ihre Wurzeln in einem ausgeprägten Mangel an Vertrauen und Zuversicht, der in ökonomischer Hinsicht ein stark retardierendes Moment bildet.

*Globale
Erholung
im Herbst
verlangsamt*

Global betrachtet waren die Startbedingungen zum Jahresanfang 2003 eher ungünstig. Die Geschäftserwartungen der Unternehmen haben sich zwar in einigen Industrieländern

*Keine
Besserung
nach der
Jahreswende
2002/2003*

zuletzt wieder etwas aufgehellt, das Vertrauen der Konsumenten tendierte jedoch weiter nach unten. Die wachsende Unsicherheit an den Finanzmärkten über die möglichen wirtschaftlichen Folgen eines Krieges hat die Aktienkurse in den letzten Wochen weltweit zusätzlich belastet. Die gegenwärtige Konjunkturlaute kann voraussichtlich erst überwunden werden, wenn die zurzeit bestehenden großen Vertrauensdefizite beseitigt worden sind und die Risikoprämien an den Märkten wieder zurückgehen. Dazu ist die Verringerung der geopolitischen Spannungen unabdingbar.

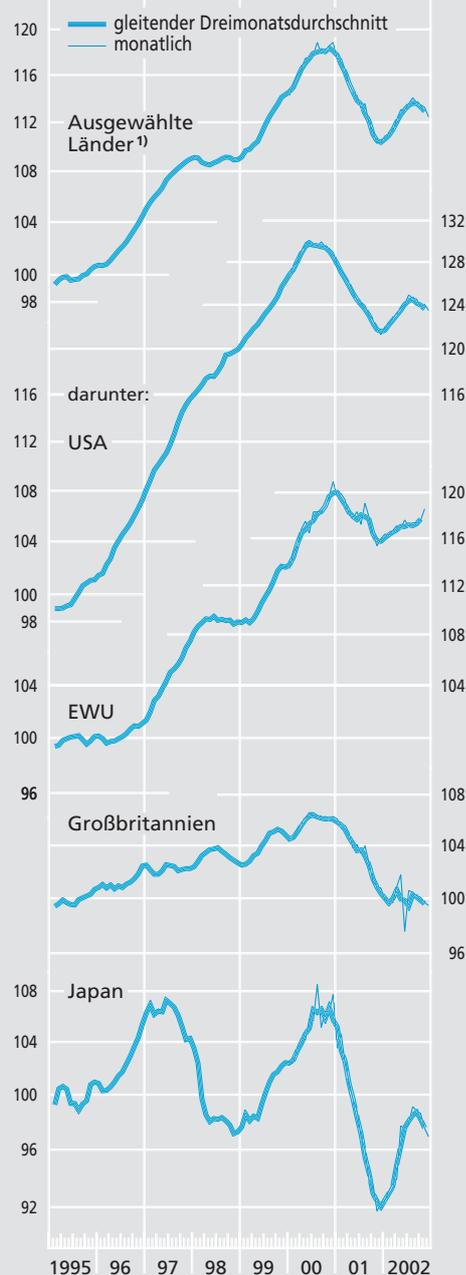
*Kriegsszenarien
nicht
kalkulierbar*

Die Auswirkungen einer Eskalation im Mittleren Osten auf die Weltwirtschaft lassen sich nicht hinreichend abschätzen. Letztlich hängen die ökonomischen Folgekosten von zu vielen Unwägbarkeiten ab. Sie werden unter anderem von der Dauer und der Intensität eines möglichen militärischen Konflikts bestimmt.¹⁾ Bei einer kurzen kriegerischen Auseinandersetzung und einer anschließenden Befriedung der Region könnte der Ölpreis rasch wieder fallen, und das Vertrauen der Investoren und Konsumenten würde zunehmen. Käme es jedoch zu einem längeren Konflikt, so wären wahrscheinlich ein anhaltend hoher Ölpreis und ein erneuter globaler Konjunkturrückschlag die Folge.

1 Allein für die USA werden die Kriegskosten, dazu werden neben den Militärausgaben unter anderem die Leistungen für den Wiederaufbau, der Realeinkommenseffekt des Ölpreisanstiegs und die konjunkturellen Belastungen gezählt, bei einem für das Land günstigen Kriegsverlauf – akkumuliert über mehrere Jahre – auf rund 100 Mrd US-\$ geschätzt. Bei einem ungünstigen Kriegsverlauf könnten sich die gesamten Kosten sogar auf über 1 900 Mrd US-\$ belaufen. (Vgl.: William D. Nordhaus, The Economic Consequences of a War with Iraq, NBER Working Paper Nr. 9361, Dezember 2002.)

Industrieproduktion *) in ausgewählten Ländern

1995=100, saisonbereinigt, log. Maßstab



Quelle: Nationale Statistiken, Eurostat und eigene Berechnungen. — * Einschl. Bergbau und Energie, ohne Bau. — 1 Neben EWU- und dargestellten Ländern: Dänemark, Norwegen, Schweden, Schweiz und Kanada; gewogen mit dem jeweiligen Anteil der Bruttowertschöpfung der Industrie dieser Länder im Jahr 1995.

Deutsche Bundesbank

Südostasien

Von der unbefriedigenden wirtschaftlichen Entwicklung in den Industrieländern im Herbst 2002 konnten sich die Schwellenländer Südostasiens auf Grund einer zumeist robusten Binnenkonjunktur bislang weitgehend abkoppeln. Die Exportunternehmen in der Region sind zwar nach wie vor stark von der US-Wirtschaft, insbesondere der amerikanischen Nachfrage nach IT-Produkten abhängig, mehr und mehr scheint jedoch China die Rolle der Konjunkturlokomotive in Südostasien zu übernehmen. Die chinesische Wirtschaft hat im Jahresdurchschnitt 2002 mit schätzungsweise 8% etwas stärker expandiert als im Jahr 2001. Fraglich ist aber, ob dieses Tempo aufrechterhalten werden kann. Die Verbraucherpreise dürften in China im vergangenen Jahr um $\frac{3}{4}$ % gesunken sein. Damit ging ein gewisser Druck auf die Gewinnmargen der Unternehmen einher, der zusammen mit einem gestiegenen Risikobewusstsein der Banken die Kreditvergabe für gewerbliche Investitionen bremst. Indonesien hat durch den Terroranschlag auf Bali einen schweren wirtschaftlichen Rückschlag erlitten. Die dadurch entstandene Verunsicherung könnte auch auf die Nachbarländer, insbesondere Malaysia und die Philippinen, ausstrahlen.

Lateinamerika

Die Situation in Lateinamerika blieb in den letzten Monaten angespannt, sie hat sich aber gegenüber den Sommermonaten nicht weiter verschärft. In Venezuela haben zwar politische Unruhen die Wirtschaft in eine schwere Krise gestürzt. Dem standen aber positivere Signale aus Argentinien und Brasilien gegenüber. Die argentinische Volkswirtschaft scheint im Sommer 2002 die Talsohle

erreicht zu haben, die Industrieproduktion hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert. Im Jahresdurchschnitt 2002 ist das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) aber noch um schätzungsweise mehr als ein Zehntel gesunken. Seit 1999 beläuft sich der Rückgang auf fast ein Fünftel. Zu einem dauerhaften Aufschwung wird es voraussichtlich erst dann kommen, wenn sich die innenpolitischen Verhältnisse gefestigt haben, das Bankensystem wieder auf solideren Füßen steht und eine Übereinkunft mit den nationalen und internationalen privaten Gläubigern getroffen worden ist. In Brasilien haben sich die Turbulenzen an den Finanzmärkten, die im Vorfeld der Präsidentschaftswahl vom Oktober 2002 aufgekommen waren, zuletzt merklich beruhigt. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass der neugewählte Präsident seine Bereitschaft erklärt hat, den noch von der Vorgängerregierung mit dem IWF vereinbarten Stabilisierungskurs fortzusetzen. Die Aufschläge bei brasilianischen Staatsanleihen im Vergleich zu US-Regierungsanleihen sind von 2 451 Basispunkten Ende September auf 1 374 Punkte Mitte Februar gefallen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion legte im zweiten Halbjahr 2002 überraschend kräftig zu.

Die EU-Beitrittsländer in Mittel- und Osteuropa haben auf Grund der erneuten Konjunkturschwäche in den Industrieländern zuletzt nur noch geringe Impulse vom Ausland erhalten. Die Inlandsnachfrage blieb jedoch zumeist aufwärts gerichtet. Die Wachstumsunterschiede in dieser Ländergruppe waren im vergangenen Jahr beträchtlich. Die Spanne reichte den Schätzungen der Europäischen Kommission vom November 2002 zufolge

*Mittel- und
Osteuropa*

von $\frac{3}{4}$ % in Polen bis zu jeweils 5 % in Litauen und Lettland. Die russische Wirtschaft ist nach einem relativ schwachen Auftakt Anfang 2002 im weiteren Jahresverlauf wieder stärker gewachsen. Hauptstütze der Konjunktur war der private Konsum. In dieses Bild passt, dass die Importe kräftig zulegten und der Leistungsbilanzüberschuss – trotz gestiegener Ausfuhrwerte bei Öl und Gas – deutlich sank. Das reale BIP dürfte im Jahresdurchschnitt mit 4 % merklich langsamer expandiert haben als in den drei Jahren zuvor.

US-Konjunktur

Die Wirtschaft in den USA ist nach ersten Schätzungen im letzten Jahresviertel 2002 saison- und kalenderbereinigt nur noch um $\frac{1}{4}$ % gegenüber der Vorperiode gewachsen. Dies ist das schwächste Ergebnis seit dem Sommer 2001, als die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im Verlauf betrachtet noch leicht gesunken war. Im Jahresdurchschnitt ergibt sich aber ein beachtlicher Produktionsanstieg von $2\frac{1}{2}$ %. Zu der Verlangsamung im Schlussquartal hat vor allem die geringere Dynamik beim privaten Konsum beigetragen. Dahinter stand ein deutlicher Rückgang der Pkw-Käufe, der wiederum hauptsächlich auf die durch die Finanzierungsoffensive der Autohersteller in den Sommermonaten ausgelösten Vorzieheffekte zurückzuführen ist. Als Konjunkturbremse erwies sich auch der Export, der im vierten Quartal um knapp $\frac{1}{2}$ % gegenüber der Vorperiode schrumpfte, während die Importe weiter anzogen. Ein gewisses Gegengewicht dazu bildeten die privaten Bruttoanlageinvestitionen, die um $\frac{3}{4}$ % expandierten. Dabei nahmen die gewerblichen Investitionen erstmals seit dem dritten Quartal 2000 wieder zu, und die Wohnungsbau-

investitionen tendierten weiter nach oben. Die konsumtiven und investiven Staatsausgaben wurden kräftig ausgeweitet.

Das Konjunkturklima blieb auch nach der Jahreswende gedrückt. Das Konsumentenvertrauen sank im Januar auf den tiefsten Stand seit November 1993. Vor allem die Erwartungskomponente gab deutlich nach, was sicherlich mit der zunehmenden Kriegsgefahr zusammenhängt. Zudem spielte eine Rolle, dass sich am Arbeitsmarkt noch keine durchgreifende Besserung abzeichnet. Die geopolitischen Risiken dürften auch die Investitionstätigkeit belasten. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Exportwirtschaft hat sich allerdings in den letzten Monaten auf Grund der Abwertung des US-Dollar an den Devisenmärkten spürbar verbessert. Die Kehrseite dieser Entwicklung könnte jedoch ausgehend von höheren Importpreisen eine stärkere Teuerung auf der Verbraucherstufe in den nächsten Monaten sein. Im Dezember erhöhte sich die Vorjahrsrate bei den Konsumentenpreisen auf Grund eines Basiseffekts auf 2,4 %; die Kerninflationrate ging jedoch leicht auf 1,9 % zurück.

Die amerikanische Regierung hat vor kurzem ein neues Maßnahmenpaket zur Stimulierung von Konjunktur und Wachstum dem Kongress zur Verabschiedung vorgelegt. Das Entlastungsvolumen über die nächsten zehn Jahre gerechnet beläuft sich auf 674 Mrd US-\$, wovon mehr als die Hälfte auf die Abschaffung der Steuer auf Dividenden entfällt. Einen weiteren Schwerpunkt bildet das Vorziehen von Maßnahmen, die im Rahmen der Ein-

Konjunkturpaket der amerikanischen Regierung

kommensteuerreform von 2001 beschlossen worden waren und in den nächsten Jahren stufenweise in Kraft treten sollten. Außerdem soll die Bezugsdauer der bundesstaatlichen Arbeitslosenunterstützung verlängert werden. Wenn das Konjunkturpaket ohne größere Änderungen den Kongress passiert, könnten sich die Steuerzahlungen des privaten Sektors für 2003 um etwa 102 Mrd US-\$ reduzieren. Der direkte Nachfrageimpuls, der jedoch erst in der zweiten Jahreshälfte zum Tragen käme, beliefe sich dann auf schätzungsweise 50 Mrd US-\$ bis 80 Mrd US-\$ beziehungsweise 0,5 % bis 0,8 % des BIP. Die Entlastungen im Wahljahr 2004 würden noch deutlich größer ausfallen. Neben den kurzfristigen konjunkturstimulierenden Effekten sind die wachstumsfördernden Komponenten des Pakets zu berücksichtigen, die sich vor allem aus dem Wegfall der Dividendenbesteuerung ergeben. Dadurch erhöht sich zum einen die Rendite des investierten Kapitals aus der Sicht der Anleger. Zum anderen werden die bisherigen allokativen Verzerrungen beseitigt, die durch die steuerliche Bevorzugung der Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung verursacht worden sind. Kritisch zu bewerten sind jedoch die Folgen für den amerikanischen Staatshaushalt, der in den nächsten Jahren noch tiefer in die Defizitzone geraten wird, als bisher schon erwartet.

Japan

Die japanische Wirtschaft, die im Sommerhalbjahr mit saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet 3 ½ % kräftig expandiert hatte, verlor im letzten Jahresviertel 2002 wieder an Schwung; das reale BIP lag aber noch um ½ % über dem Stand des dritten Quartals. (Die Industrieproduktion sank dage-

gen im Herbst saisonbereinigt um 1 % gegenüber der Vorperiode.) Ausschlaggebend für die langsamere Gangart in der Gesamtwirtschaft waren die nachlassenden binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte. Sinkende Haushaltseinkommen auf Grund verringerter Lohnzahlungen und die weiterhin ungünstige Arbeitsmarktlage belasteten das Konsumklima. Die Auftragseingänge im Maschinenbau hielten sich zwar im vierten Quartal praktisch auf dem gedrückten Stand der Vorperiode. Im Bausektor zeichnete sich aber noch kein Ende der Flaute ab. Recht kräftig hat dagegen der Export expandiert, auch wenn dabei Nachhol-effekte im Handel mit den USA, der zuvor durch Hafentarbeiterstreiks zeitweise gestört war, zu berücksichtigen sind. Der entsprechende Wachstumsbeitrag belief sich im Vorquartalsvergleich auf einen halben Prozentpunkt. Die Perspektiven der Ausfuhrwirtschaft haben sich zuletzt aber vor allem wegen der geringeren Dynamik der US-Wirtschaft etwas eingetrübt. Der Preisrückgang auf der Verbraucherstufe hat sich deutlich verlangsamt; im Dreimonatsdurchschnitt November/Januar betrug der Abstand zum entsprechenden Vorjahrsstand „nur“ noch – 0,4 %, verglichen mit – 1,5 % im Januar/Februar 2002. Im Jahresmittel 2002 ist der Index der Verbraucherpreise um 1 % gesunken und lag damit um 2 ½ % unter dem Höchststand von 1998. Zu einem sich selbst verstärkenden Deflationsprozess ist es in Japan bisher nicht gekommen.

Das reale BIP in Großbritannien stieg im vierten Quartal 2002 nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt mit knapp ½ % erheblich langsamer als im Sommer (+ 1 %).

Großbritannien

Der Stand vor Jahresfrist wurde um 2 ¼ % übertroffen. Für das Jahr 2002 insgesamt ergibt sich ein Zuwachs von 1¾ %. Die Verringerung des Wachstumstempos hängt zum einen damit zusammen, dass die reale Wertschöpfung der Industrie, die im dritten Jahresviertel noch leicht zugenommen hatte, saisonbereinigt wieder gesunken ist. Zum anderen hat sich die Expansion in Teilen des Dienstleistungssektors abgeschwächt. Erneut kräftig wuchs jedoch die Wertschöpfung des Einzelhandels, der von der ungebrochenen Kaufbereitschaft der britischen Haushalte profitierte. Die Umsätze legten im Dreimonatszeitraum Oktober bis Dezember um 1½ % gegenüber dem Vorquartal zu und waren um 3½ % höher als ein Jahr zuvor. Der private Konsum in Großbritannien wird sowohl durch die beträchtlichen Wertsteigerungen bei Wohnimmobilien als auch durch die günstige Arbeitsmarktlage gestützt. Die Konsumentenpreise (ohne Hypothekenzinsen) lagen im Herbst um 2,6 % über dem Niveau der entsprechenden Vorjahrszeit, verglichen mit 2,0 % im Sommerquartal. Gemessen am harmonisierten Preisindex, der für das vierte Quartal einen Anstieg um 1,5 % aufweist, war die Teuerung in Großbritannien jedoch deutlich geringer als im EWU-Durchschnitt.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Konjunktur
im zweiten
Halbjahr 2002*

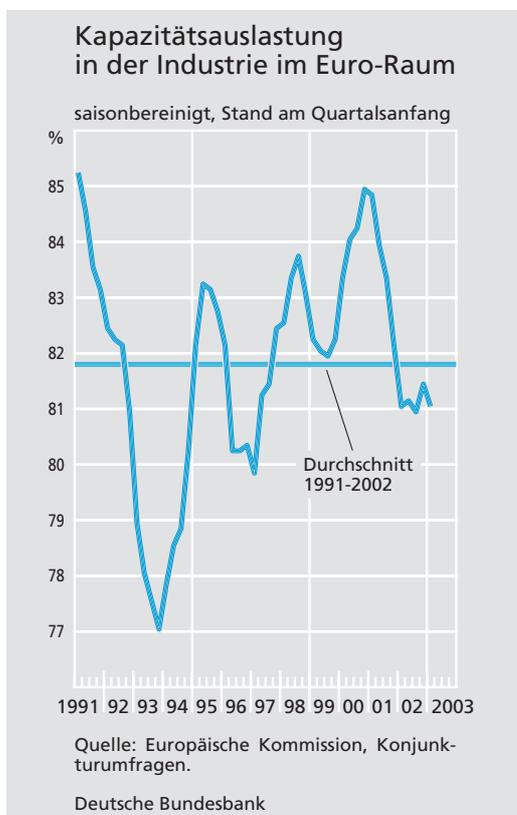
Das reale BIP im Euro-Raum ist im dritten Quartal saisonbereinigt um ¼ % und damit fast genauso wie im Frühjahr gestiegen. Binnen Jahresfrist nahm es um 1 % zu. Das Wachstum wurde dabei etwas stärker von

den Nettoexporten, die auch die Intra-EWU-Ausfuhr und -Einfuhr enthalten, als von der Inlandsnachfrage getragen. Der private Konsum wuchs saisonbereinigt zwar mit ½ % kräftiger als zuvor, und die Anlageinvestitionen sind erstmals seit Ende 2000 nicht mehr gesunken. Dem stand aber – anders als in den beiden Vorquartalen – ein negativer Wachstumsbeitrag der Lagerinvestitionen gegenüber.

Für das letzte Jahresviertel ist im Euro-Raum – ausgehend von den bisher vorliegenden nationalen Schätzungen – eher mit einem schwächeren BIP-Wachstum als im Sommer zu rechnen. Die Industrieproduktion hat im Zeitraum Oktober/November zwar saisonbereinigt merklich gegenüber dem Sommerquartal zugenommen (+¾ %), im Dezember dürfte sich diese Tendenz jedoch unter anderem wegen einer größeren Zahl von Brückentagen nicht fortgesetzt haben. Darauf deutet auch der Rückgang der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe zwischen Oktober und Januar hin, die jetzt wieder fast so niedrig ist wie zur Jahresmitte 2002. Hinzu kommt, dass in den nördlichen EWU-Ländern die Bautätigkeit stärker als üblich durch widrige Wetterbedingungen beeinträchtigt war.

Die insgesamt flache Konjunktorentwicklung im Herbst 2002 scheint sich nach der Jahreswende 2002/2003 fortgesetzt zu haben. Der monatlichen Umfrage im Auftrag der Europäischen Kommission zufolge ist das Industrievertrauen im Januar gesunken, nachdem es sich im Dezember etwas aufgehellt hatte. Ausschlaggebend dafür war ein Rückgang der Produktionserwartungen in fast allen

*Ergebnisse der
EU-Umfrage*



EWU-Ländern. Die Stimmung unter den Konsumenten hat sich im Januar zum vierten Mal in Folge verschlechtert. Der Saldo der negativen Antworten war damit wieder so hoch wie zuletzt im Frühjahr 1997.

Arbeitslosigkeit

Der bereits seit rund eineinhalb Jahren andauernde Anstieg der Arbeitslosigkeit hat sich im Herbst 2002 etwas verstärkt. Im Durchschnitt des vierten Quartals waren der standardisierten Rechnung von Eurostat zufolge saisonbereinigt 11,78 Millionen Personen ohne Arbeit. Das waren rund 640 000 mehr als ein Jahr zuvor. Die Arbeitslosenquote belief sich auf 8,5 %. Im Jahresdurchschnitt betrug die Quote 8,2 %, gegenüber 8,0 % im Jahr 2001.

Verbraucherpreise

Die Verbraucherpreise zogen – gemessen am HVPI – im letzten Vierteljahr 2002 mit saison-

bereinigt + 0,5 % etwas kräftiger an als im Sommerquartal; der Vorjahrsabstand vergrößerte sich auf 2,3 %. Der Preisauftrieb verstärkte sich vor allem bei den volatilen Komponenten. Diese herausgerechnet stiegen die Preise im gleichen Tempo wie in der Periode zuvor. Der Vorjahrsabstand der Kernrate verminderte sich von 2,5 % auf 2,3 %. Im Durchschnitt des vergangenen Jahres verteuerten sich Konsumgüter um 2,2 %. Damit war der Preisanstieg etwas geringer als in den beiden Vorjahren. Die Teuerungsrate ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag allerdings mit + 2,5 % deutlich über den Vergleichswerten von 2000 und 2001. Die niedrigste Preissteigerung innerhalb des Euro-Raums war im vergangenen Jahr in Deutschland (+1,4 %) zu verzeichnen. Teuerungsrate bis zu 2,0 % wurden daneben in Belgien, Österreich, Frankreich, Finnland und Luxemburg ermittelt. In Italien betrug die Rate + 2,6 %, und in den übrigen Ländern lag sie deutlich über 3 %, in Irland sogar bei + 4,7 %. Im Januar 2003 verminderte sich der Vorjahrsabstand bei den Verbraucherpreisen – der Schätzung von Eurostat zufolge – auf 2,1 %.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Im Herbst setzte sich bei den Ausfuhren die eher verhaltene Entwicklung fort, die bereits während des gesamten Jahres 2002 im Auslandsgeschäft des Euro-Raums mit Drittländern prägend gewesen war. Positive außenwirtschaftliche Impulse für die Konjunktur im gemeinsamen Währungsraum blieben damit

*Außenhandel
und Leistungs-
bilanz*

weitgehend aus. Von September bis November 2002 – den letzten drei Monaten für die Angaben vorliegen – sank die Warenausfuhr in Länder außerhalb der EWU in saisonbereinigter Rechnung gegenüber dem Dreimonatszeitraum davor um ½ %. Auch die Wareneinfuhren erreichten von September bis November zusammen genommen nur knapp das Niveau der Vorperiode. Im Ergebnis schmolz der Überschuss in der Handelsbilanz des Euro-Raums leicht ab, und zwar auf gut 33 Mrd €, nach 34 Mrd € im vorausgegangenen Dreimonatszeitraum.

Demgegenüber fielen im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen in dem genannten Zeitraum saisonbereinigt etwas niedrigere Netto-Ausgaben an als in der Vorperiode. Ausschlaggebend war die Entwicklung im Dienstleistungsverkehr; hier stieg der Überschuss in den Monaten September bis November zusammen genommen auf 6 Mrd €, nach 2 Mrd € im Vorzeitraum. Dieser positive Leistungsbilanzbeitrag der Dienstleistungen wurde auch nicht vollständig durch höhere per saldo an das Ausland geleistete laufende Übertragungen – bei gleichzeitig nahezu unveränderten Netto-Ausgaben für grenzüberschreitende Faktoreinkommen – kompensiert. In der Leistungsbilanz des Euro-Raums ergab sich damit nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen im September/November mit 18 Mrd € insgesamt ein etwas größeres Plus als in den drei Monaten davor (Juni/August: knapp 17 Mrd €).

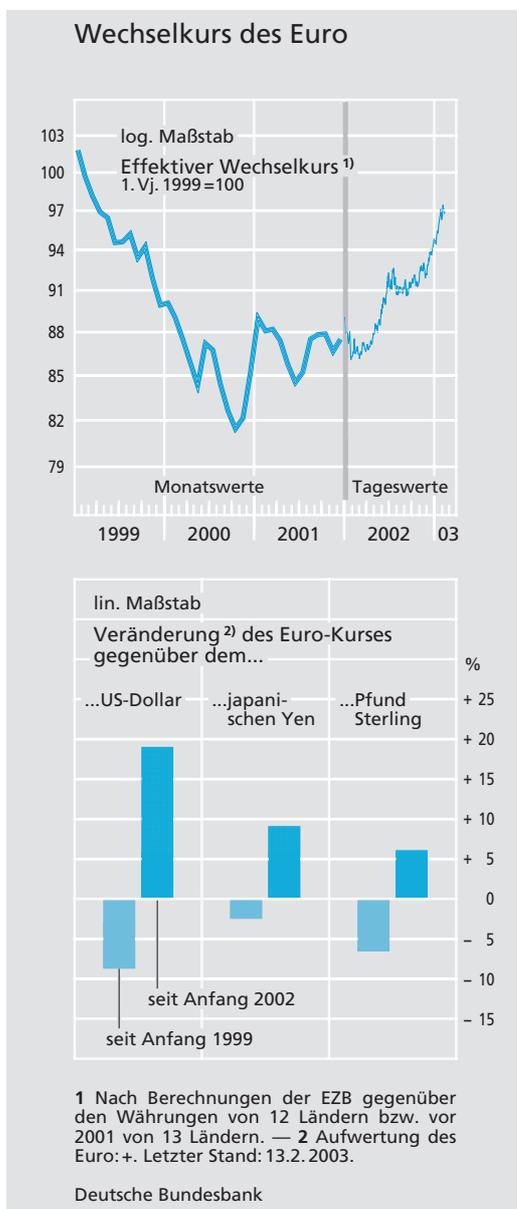
Nach einer vergleichsweise ruhigen Entwicklung an den Devisenmärkten in den Herbstmonaten des vergangenen Jahres hat der

Euro zur Jahreswende 2002/2003 deutlich an Wert gewonnen. Gegenüber verschiedenen Währungen zogen die Euro-Kurse so kräftig an, dass immer wieder neue 3-Jahres-Hochstände erzielt wurden. Angesichts der geopolitischen Spannungen stand das Verhältnis zum US-Dollar noch mehr als sonst im Zentrum der Aufmerksamkeit.

Nach der kräftigen Zinssenkung durch die amerikanische Notenbank, die vor dem Hintergrund enttäuschender Konjunkturdaten für die USA als Bestätigung für die Schwäche der US-Wirtschaft aufgenommen wurde, hatte der Euro in der ersten Novemberhälfte 2002 deutliche Kursgewinne zu verzeichnen. In dieser Zeit übertraf er erneut die Parität zum US-Dollar und notierte zur Monatsmitte mit 1,01 US-\$ auf dem Stand vom Juli letzten Jahres. In der zweiten Novemberhälfte musste er die Wertzuwächse allerdings zunächst wieder abgeben, als die Wachstumsrate des BIP der Vereinigten Staaten für das dritte Quartal letzten Jahres nach oben revidiert wurde und neue Zahlen zum Konsumentenvertrauen die Lage der US-Wirtschaft wieder in einem etwas günstigeren Licht erscheinen ließen.

Eine anhaltende und erhebliche Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar setzte Anfang Dezember ein, als bekannt wurde, dass die Arbeitslosenquote der USA im vorangegangenen Monat mit 6 % auf den höchsten Stand seit acht Jahren gestiegen war und das amerikanische Fiskaldefizit in den kommenden Jahren voraussichtlich deutlich zunehmen wird. Vor diesem Hintergrund ist auch die Frage nach der Tragfähigkeit des hohen

US-Dollar



amerikanischen Leistungsbilanzdefizits wieder stärker in den Vordergrund gerückt, was den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar zusätzlich gestärkt hat. Der Anfang Dezember vorgenommene Zinssenkungsschritt der Europäischen Zentralbank war von den meisten Marktteilnehmern erwartet worden und hatte daher keinen erkennbaren Einfluss auf die weitere Kursentwicklung. In der Folgezeit hat sich die Stimmung am Markt zu

Lasten des US-Dollar weiter eingetrübt, nachdem die Gefahr eines Irakkrieges und die Unsicherheit über die Entwicklung des US-Haushaltdefizits auch wegen der erheblichen fiskalischen Belastungen durch das angekündigte Konjunkturpaket gestiegen war. Zuletzt notierte der Euro bei knapp 1,08 US-\$. Er lag damit rund 8% über dem Stand von Anfang November letzten Jahres, aber immer noch niedriger als zu Beginn der Währungsunion.

Auch gegenüber dem japanischen Yen wertete sich der Euro in den vergangenen drei Monaten spürbar auf, nachdem er bereits im September 2002 deutliche Wertzuwächse verzeichnet hatte. Nach einem Kurs von knapp 122 Yen Anfang November letzten Jahres stieg der Euro bis zum Abschluss dieses Berichts auf gut 130 Yen und damit in einem etwas geringeren Ausmaß als gegenüber dem US-Dollar. Belastet wurde der Yen unter anderem durch den Hinweis der Bank von Japan, dass die Unsicherheiten für eine nachhaltige Erholung der japanischen Wirtschaft gestiegen seien. Außerdem verstärkte die Herabstufung der Kreditwürdigkeit einzelner japanischer Finanzinstitute die bestehenden Zweifel, dass die dringend erforderlichen Strukturreformen zügig und konsequent umgesetzt werden. Offizielle Äußerungen über eine deutliche Überbewertung des Yen erweckten bei den Marktteilnehmern überdies den Eindruck, dass mit Devisenmarktinterventionen zu rechnen sei. Dies dürfte den Abwertungsdruck auf den Yen weiter verstärkt haben.

Gegenüber dem britischen Pfund hat der Euro im Berichtszeitraum ebenfalls deutlich

Yen

Pfund Sterling

an Wert gewonnen. Die enge Verflechtung der britischen mit der amerikanischen Wirtschaft hat bereits in den vergangenen Jahren zu einem weitgehenden Gleichlauf der beiden Währungen geführt. Während die vergleichsweise robuste britische Konjunktur die Bewertung des Pfund Sterling im Verhältnis zum Euro bis in die Herbstmonate letzten Jahres hinein auf einem relativ hohen Niveau gehalten hatte, wurde das Pfund Sterling im Berichtszeitraum durch vermehrte Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung belastet. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 0,66 Pfund Sterling und damit knapp 4 ½ % über seinem Stand von Anfang November letzten Jahres.

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets hat sich der Euro im Berichtszeitraum mit rund 5 % etwas weniger stark aufgewertet als gegenüber dem US-Dollar für sich allein betrachtet. Zuletzt lag der effektive Wechselkurs des Euro damit 9 % über dem Stand vom Jahresanfang 2002. Der Wertzuwachs des Euro in den letzten Wochen ist allerdings weniger Ausdruck der wirtschaftlichen Stärke des Euro-Raums; vielmehr resultiert er überwiegend aus den genannten negativen Faktoren, die andere Währungen tendenziell belasten. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Kapitalströme (Direktinvestitionen und Wertpapierverkehr zusammen genommen) die Fließrichtung gewechselt haben und bereits seit dem Frühjahr 2002 Netto-Kapitalimporte des Euro-Raums zu verzeichnen sind. Offenbar hat der Euro als internationale Anlage- und Reservewährung an Bedeutung

gewonnen. Die beträchtlichen Wertzuwächse des Euro haben die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter aus dem Euro-Währungsgebiet in jüngster Zeit sicherlich der Tendenz nach beeinträchtigt, zumal die Verschiebungen im Wechselkursgefüge sehr rasch erfolgt sind. Dennoch sind die Unternehmen des Euro-Raums von der Wechselkursseite her gesehen noch immer etwas besser positioniert als zu Beginn der Währungsunion. Gemessen am gewogenen Durchschnitt liegt der Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner derzeit (real) etwa 1 % unter seiner Notierung von Anfang 1999.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Nachdem das Eurosystem seine Zinssätze über die Herbstmonate zunächst unverändert gelassen hatte, senkte der EZB-Rat auf seiner Sitzung Anfang Dezember die Leitzinsen um jeweils einen halben Prozentpunkt. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen seit dem 6. Dezember 2002 3,75 % beziehungsweise 1,75 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden seit dem 11. Dezember 2002 durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2,75 % abgeschlossen. Spielraum für den Zinsschritt hatte sich gegen Jahresende aus den nachlassenden Inflationsgefahren ergeben. Zwar war die Geldmenge M3 bis dahin ausgesprochen kräftig gewachsen, doch spiegelte sich hierin nach wie vor die ausgeprägte Vorliebe der Anleger für sichere und liquide Anlageformen wider. Für diese Einschätzung

*Zinsschritt im
Dezember*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die Mittelbereitstellung des Eurosystems orientierte sich über die Jahreswende an den ausgeprägten Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – vor allem gegen Ende der Erfüllungsperioden und zu den Monatswechseln – sowie den umfangreichen kalendertypischen Veränderungen des Banknotenumlaufs. Die laufende Geldmarktsteuerung beschränkte sich dabei nicht allein auf den Einsatz von Hauptrefinanzierungsgeschäften; im Dezember wurde zusätzlich eine Feinsteuerungsoperation durchgeführt. Nachdem das Bietungsvolumen beim Haupttender per 4. Dezember, also unmittelbar vor der allgemein erwarteten Zinssenkung des Eurosystems, überraschenderweise nur geringfügig unter dem kurzfristigen Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute geblieben war, kam es im Hauptrefinanzierungsgeschäft per 18. Dezember unerwartet und in erheblichem Umfang zur Unterbietung. Das Eurosystem schloss daraufhin am 18. Dezember einen liquiditätszuführenden Zinsschnellender mit sechstägiger Laufzeit ab, um die ungeplante Liquiditätslücke aufzufüllen. Gleichwohl wurde am Reserveultimo – unter anderem auf Grund stärker als erwarteter marktmäßiger Liquiditätsentzüge – die Spitzenrefinanzierungsfazilität stark in Anspruch genommen. Im Januar hingegen endete die Erfüllungsperiode nach einer eher reichlichen Zuteilung im letzten Haupttender der Periode mit einem höheren Rückgriff auf die Einlagefazilität.

Von Oktober bis Januar sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 27,0 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Hierin spiegelt sich vorrangig der diesmal besonders kräftige Anstieg des Banknotenumlaufs zu den Weihnachtsfeiertagen. Zudem erhöhte sich das Mindestreservesoll im Berichtszeitraum um 3,2 Mrd €. Den gestiegenen Bedarf deckte das Eurosystem, indem es das ausstehende Volumen der Offenmarktgeschäfte um 29,9 Mrd € auf durchschnittlich 221,3 Mrd € erhöhte.

1 Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 2 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 3 Einschließ-

Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

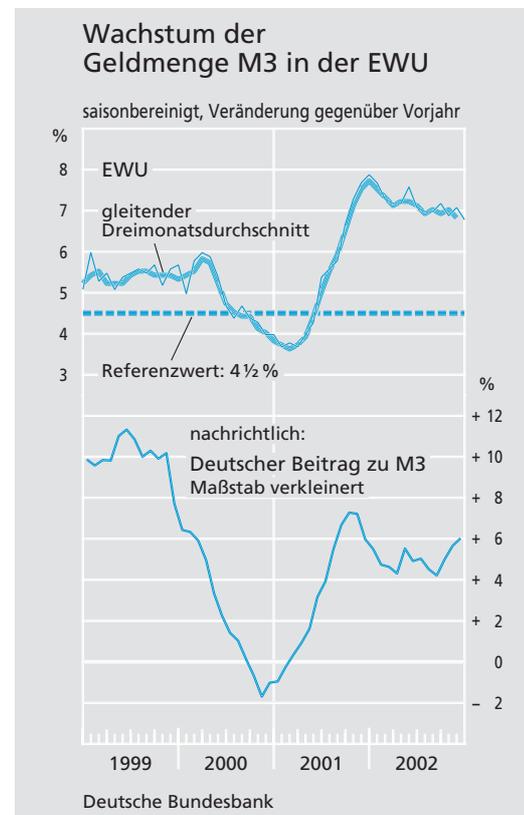
Position	2002		2003
	24. Okt. bis 23. Nov.	24. Nov. bis 23. Dez.	24. Dez. bis 23. Jan.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 4,8	- 16,7	- 3,2
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 2,8	- 8,9	+ 8,0
3. Veränderung der Nettowährungsreserven ²⁾	+ 2,1	- 0,6	- 10,6
4. Sonstige Faktoren ³⁾	- 0,4	+ 3,1	+ 2,2
Insgesamt	- 0,3	- 23,1	- 3,6
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 1,4	+ 20,6	+ 8,2
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,3	+ 0,0	± 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	+ 2,0	- 2,0
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 1,0	- 0,6
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,0	- 0,1	- 0,1
Insgesamt	+ 1,1	+ 23,5	+ 5,5
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 1,0	+ 0,2	+ 2,1
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 1,0	- 0,1	- 2,1

lich in Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen).

sprechen nicht nur die zurückhaltende längerfristige Geldkapitalbildung bei den Banken und das nachlassende Kreditwachstum im Euro-Währungsgebiet, sondern auch die verhaltene Konjunktorentwicklung. Von den reichlichen Liquiditätsbeständen der Wirtschaft dürften auf absehbare Zeit keine unmittelbaren Inflationsrisiken ausgehen. Darüber hinaus bedeutet der gestiegene Euro-Außenwert ein Gegengewicht zu den höheren Ölpreisen.

*Spannungen
am Geldmarkt
im Dezember*

Die Zinssenkung der EZB Anfang Dezember war am Geldmarkt erwartet worden, was in den entsprechenden Abschlüssen der Terminalsätze gegenüber den kurzfristigen Geldmarktsätzen seinen Niederschlag fand. In der zweiten Dezemberhälfte nahm die Volatilität des Tagesgeldsatzes deutlich zu. Dazu hat eine Unterbietung bei dem Mitte Dezember abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft beigetragen. Dem damit verbundenen Zinsanstieg wirkte die EZB mit einer Feinsteuerungsoperation entgegen, ohne den Zinsausschlag ganz zu verhindern. Zum Jahresende sorgten die üblichen Liquiditätsanspannungen zum Jahresultimo noch einmal für einen merklichen Anstieg des Tagesgeldsatzes. Im Januar näherte er sich dann dem marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte an, wobei es zum Ende der Erfüllungsperiode allerdings zu einem kurzzeitigen Abrutschen kam. Auch die Termingeldsätze haben seit der Zinssenkung insbesondere im längerfristigen Bereich weiter nachgegeben, so dass die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt invers blieb. Die Marktteilnehmer rechnen offenbar mit weiter sinkenden Notenbankzinsen.



Nach der kräftigen Expansion der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet bis in den Spätsommer vergangenen Jahres hat sich das monetäre Wachstum von Oktober bis Dezember gegenüber dem Vorquartal merklich abgeschwächt, blieb aber weiterhin hoch. Saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet ist die Geldmenge M3 im vierten Quartal um 6 ½ % gestiegen, nach 9 ½ % im dritten Vierteljahr. Dabei entwickelte sie sich im Quartalsverlauf jedoch recht unterschiedlich. Während sie im November stark ausgeweitet worden war, nahm sie im Dezember nur moderat zu. Insgesamt verringerte sich der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten jedoch nur wenig; er ging von 7,1 % für die Monate Juli bis September auf 6,9 % für Oktober bis Dezember zurück. Angesichts der hohen Unsicherheit über die weitere wirt-

*Geldmenge
stark gestiegen*

schaftliche Entwicklung innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie über die mittelfristigen Zins- und Kursperspektiven an den Finanzmärkten bevorzugten die Anleger unverändert sichere und liquide Anlageformen. Im Hinblick auf das niedrige Zinsniveau am Kapitalmarkt und den neuerlichen Rückschlag am Aktienmarkt im Januar sowie die mit dem drohenden Irakkrieg verbundenen Unsicherheiten dürfte sich daran bis zuletzt wenig geändert haben.

*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 haben auch im vierten Quartal vor allem die täglich fälligen Einlagen zugelegt. Dabei standen allerdings einer starken Aufstockung im November nur geringe Zuwächse im Oktober und Dezember gegenüber. Die schwache Ausweitung im Dezember könnte auch im Zusammenhang mit der kräftigen Zunahme des Euro-Bargeldumlaufs in diesem Monat zu sehen sein, der im vierten Quartal in saisonbereinigter Betrachtung wieder stärker expandierte. In der Summe ist die Geldmenge M1 in den Herbstmonaten erneut deutlich gestiegen. Dagegen expandierten die anderen kurzfristigen Bankeinlagen im Berichtszeitraum nur recht verhalten. Hier dämpfte die Entwicklung der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren das Geldmengenwachstum; sie wurden in den letzten zwölf Monaten sogar leicht abgebaut. Die marktfähigen Finanzinstrumente sind von Oktober bis Dezember ebenfalls nur moderat gestiegen, nachdem sie im Vorquartal stark zugenommen hatten. Zwar waren erneut Geldmarktfondsanteile gefragt, deren Umlauf anders als in früheren Jahren im vierten Quartal sogar stieg. Dem

stand aber ein Abbau im Bereich der Repogeschäfte sowie bei den Geldmarktpapieren und kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen gegenüber.

Im Aktivgeschäft haben die MFIs im Euro-Währungsgebiet ihre Buchkredite an den inländischen privaten Sektor im vierten Quartal nur in vergleichsweise geringem Umfang aufgestockt. Mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 3 % fiel ihr Anstieg im Berichtszeitraum nochmals schwächer aus als im Vorquartal (knapp 4 1/2 %). Vor allem die verhaltene Konjunktorentwicklung im Euro-Währungsgebiet könnte die Kreditnachfrage gedämpft haben. Die gestiegene Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten dürfte die Zurückhaltung der Privaten in ihrer Verschuldungsbereitschaft noch verstärkt haben. Auch wenn die Kreditentwicklung im Euro-Währungsgebiet weiterhin sehr heterogen verläuft, lässt sich in den meisten Teilnehmerländern der Währungsunion ein deutlicher Rückgang des Kreditwachstums beobachten. Nur einschließlich der Wertpapierkredite an inländische Unternehmen gerechnet ergibt sich eine weniger stark ausgeprägte Abschwächung; die Vorjahrsrate der gesamten Kredite an den inländischen Privatsektor sank von 5,0 % Ende September auf 4,7 % Ende Dezember.

Die Ausleihungen in Form von Buch- und Wertpapierkrediten an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet wurden im vierten Quartal per saldo aufgestockt. Dem jahreszeitlich üblichen Rückgang der Wertpapierausleihungen an inländische öffentliche Haushalte

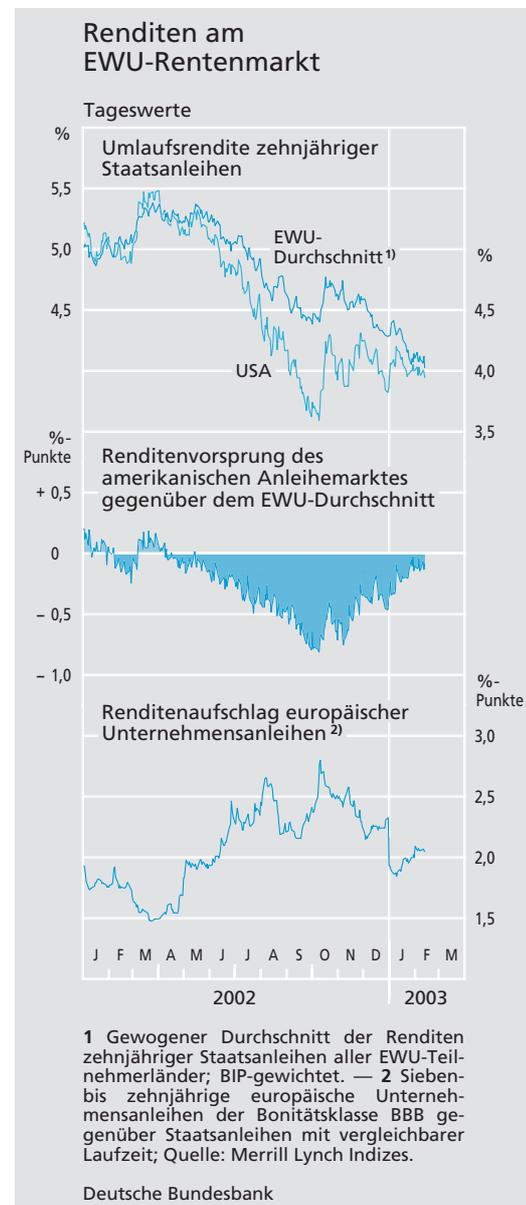
*Bilanz-
gegenposten*

stand dabei die für das vierte Quartal typische Ausweitung der Buchkredite gegenüber.

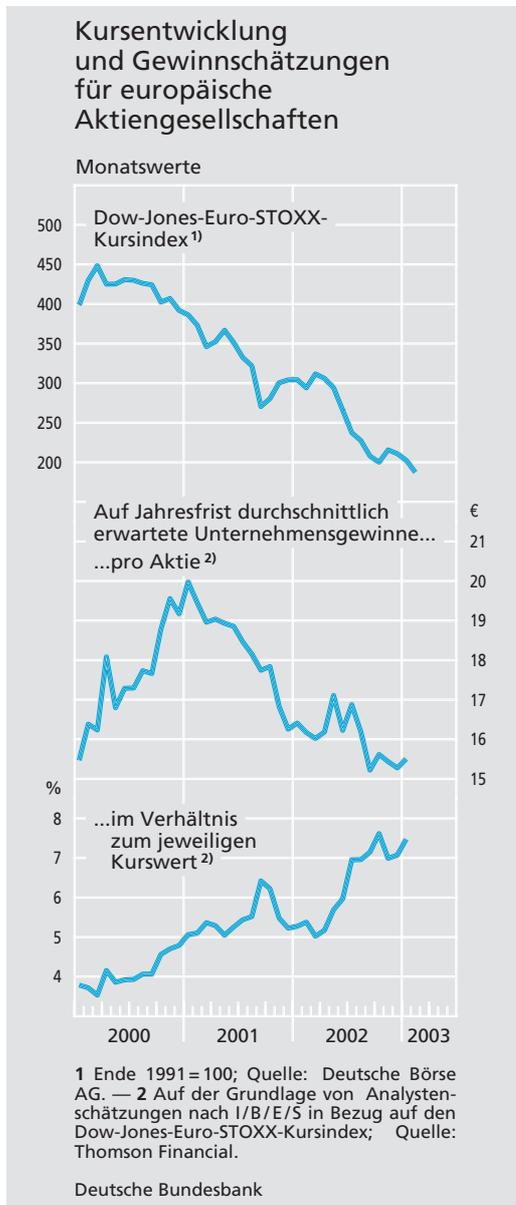
Die Geldkapitalbildung bei MFIs im Euro-Währungsgebiet war im Berichtszeitraum schwächer als im gleichen Vorjahrszeitraum. Der höheren Mittelanlage in Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren stand dabei vor allem ein deutlich geringerer Absatz längerfristiger Bankschuldverschreibungen gegenüber. Eine im Vorjahrsvergleich schwächere Aufstockung von Kapital und Rücklagen kam hinzu. Expansive Wirkungen auf das Geldmengenwachstum sind im Berichtszeitraum darüber hinaus vom Zahlungsverkehr mit dem EWU-Ausland ausgegangen. Hier sind umfangreiche Gelder zugeflossen, so dass sich die Nettoauslandsposition gegenüber dem EWU-Ausland um 82,4 Mrd € erhöhte, nach 30,5 Mrd € im dritten Vierteljahr und 43,6 Mrd € im vierten Quartal 2001.

*Zinsrückgang
am Kapital-
markt*

Der Rückgang der langfristigen Zinsen, der seit dem Frühsommer 2002 die Entwicklung am Rentenmarkt prägte, hat sich bis zuletzt fortgesetzt. Dies steht im Einklang mit den Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer, die seit den Sommermonaten in mehreren Schritten nach unten korrigiert wurden. Der Abwärtstrend der Zinsen war nur Mitte Oktober 2002 kurz unterbrochen worden, als die Renditen am EWU-Kapitalmarkt innerhalb weniger Tage um beinahe 40 Basispunkte empor-schnellten. Dahinter stand aber keine grund-legende Neubewertung der konjunkturellen Lage im Euro-Raum, sondern Portfolioum-schichtungen aus Anleihen in Aktien, für die sich zeitweilig wieder etwas optimistischere Einschätzungen durchsetzten, nachdem ver-



schiedene positive Firmenmeldungen vorübergehend wieder die Kursphantasie belebten. Letztlich war der neue Optimismus aber nicht von Dauer. Die langfristigen Zinsen blieben in der zweiten Oktoberhälfte zwar vergleichsweise stabil bei etwa 4¾ %, gaben dann aber wieder nach. Zur Jahreswende beschleunigte sich der Zinsrückgang noch. Bei Abschluss dieses Berichts Mitte Februar lag die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im



Euro-Raum bei gut 4 %. Seit den Sommermonaten des vergangenen Jahres sind die Kapitalmarktzinsen um beinahe eineinhalb Prozentpunkte gefallen.

Damit hat sich der EWU-Kapitalmarkt spürbar von den „Vorgaben“ des US-Markts abgekoppelt. In den Vereinigten Staaten war jedenfalls im Gegensatz zum Euro-Raum kein klarer Zinstrend zu erkennen. Die Renditen

Zinsvorsprung gegenüber Vereinigten Staaten abgebaut

zehnjähriger US-Treasury Bonds stiegen Mitte Oktober zwar noch stärker an als die von EWU-Staatsanleihen, fielen danach aber auch schneller auf ihr ursprüngliches Niveau zurück. Seit Anfang Oktober schwanken die langfristigen US-Zinsen um die 4 %-Marke. Der Zinsvorsprung des Euro-Gebiets reduzierte sich daher von etwa drei viertel Prozentpunkten auf ganz geringe Werte.

Der Zinsrückgang im Berichtszeitraum war im kürzeren Bereich des Anleihemarkts stärker ausgeprägt als bei den anderen Laufzeiten. Dadurch hat sich der bereits im Herbst beobachtete inverse Verlauf des kurzen Endes der Zinsstrukturkurve weiter akzentuiert.

Zinsstrukturkurve nach unten verschoben

Der Rückgang der nominalen Euro-Kapitalmarktzinsen hat auch in einer entsprechenden Senkung der Realzinsen seinen Niederschlag gefunden, während sich die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, die aus inflationsindexierten Anleihen und aus Umfragen ermittelt wurden, kaum verändert haben. Die auf der Grundlage von Inflationsprognosen berechnete reale Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ging bis Januar auf 2 ½ % zurück. Ähnlich niedrige Werte wurden zuletzt zur Jahreswende 1998/99 erreicht.

Niedrigere Realzinsen

Im Marktsegment der Unternehmensanleihen hat sich seit Mitte Oktober 2002 die angespannte Lage, die bis dahin herrschte, zusehends aufgelockert. Die Risikoprämien dieser Papiere sind seitdem deutlich zurückgegangen, obgleich sie weiterhin über dem Niveau vom Frühsommer des letzten Jahres liegen. Besonders die Schuldverschreibungen von

Rückläufige Kursunsicherheit und Risikoprämien für Unternehmensanleihen

Unternehmen mit einer niedrigeren Bonität haben von dieser Entwicklung profitiert. So reduzierte sich die Risikoprämie von Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating beispielsweise von ihrem Jahreshoch von 280 Basispunkten Mitte Oktober auf mittlerweile etwa 200 Basispunkte.

*Zwischenhoch
am Aktien-
markt...*

An den europäischen Aktienbörsen setzte sich der Kursrückgang im Berichtszeitraum zunächst fort, bevor – wie bereits erwähnt – Mitte Oktober vorübergehend eine Gegenbewegung einsetzte, von der insbesondere Technologiewerte profitierten, deren Kurse vorher besonders stark gefallen waren. Dieser Stimmungsumschwung am Aktienmarkt wurde aber letztlich nicht von verbesserten Fundamentaldaten getragen. Jedenfalls haben sich die Analystenschätzungen über

die laufenden und die für die Zukunft erwarteten Gewinne seit Oktober 2002 kaum verändert. In der Folgezeit blieb die Lage am Aktienmarkt daher von starker Zurückhaltung und Unsicherheit auf der Anlegerseite geprägt.

Dem Kursrückgang auf breiter Front im Dezember konnte sich nur der Telekommunikationssektor teilweise entziehen, während die Technologieaktien einen Großteil der Kursgewinne wieder abgaben. Im Januar beschleunigte sich die Talfahrt der Aktienkurse weiter, so dass bei Abschluss dieses Berichts der Euro-Stoxx-Kursindex nur wenig über seinem Tiefstand von Anfang Oktober und um beinahe 60 % unter dem Höchstwert vom März 2000 lag.

*... unterbricht
Talfahrt der
Kurse nur für
kurze Zeit*