

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Industrieproduktion in den G7-Ländern und den kleineren Staaten Westeuropas zog im dritten Quartal spürbar an und lag mit 1% erstmals seit Anfang 2001 wieder über ihrem Vorjahrsstand. In den letzten Monaten haben sich die globalen Konjunkturperspektiven jedoch wieder eingetrübt. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass die Geschäftserwartungen der Unternehmen und das Vertrauen der Konsumenten, die sich bis ins Frühjahr hinein spürbar erholt und auf einen kräftigen Konjunkturaufschwung hingedeutet hatten, seit der Jahresmitte in den meisten Industrieländern nach unten tendieren. Dazu haben hohe Risikoprämien, die bis Anfang Oktober anhaltenden Kurseinbrüche an den sehr volatilen Aktienmärkten sowie der spekulationsbedingte Anstieg der Ölpreise maßgeblich beigetragen.

*Globale
Erholung ohne
Schwung*

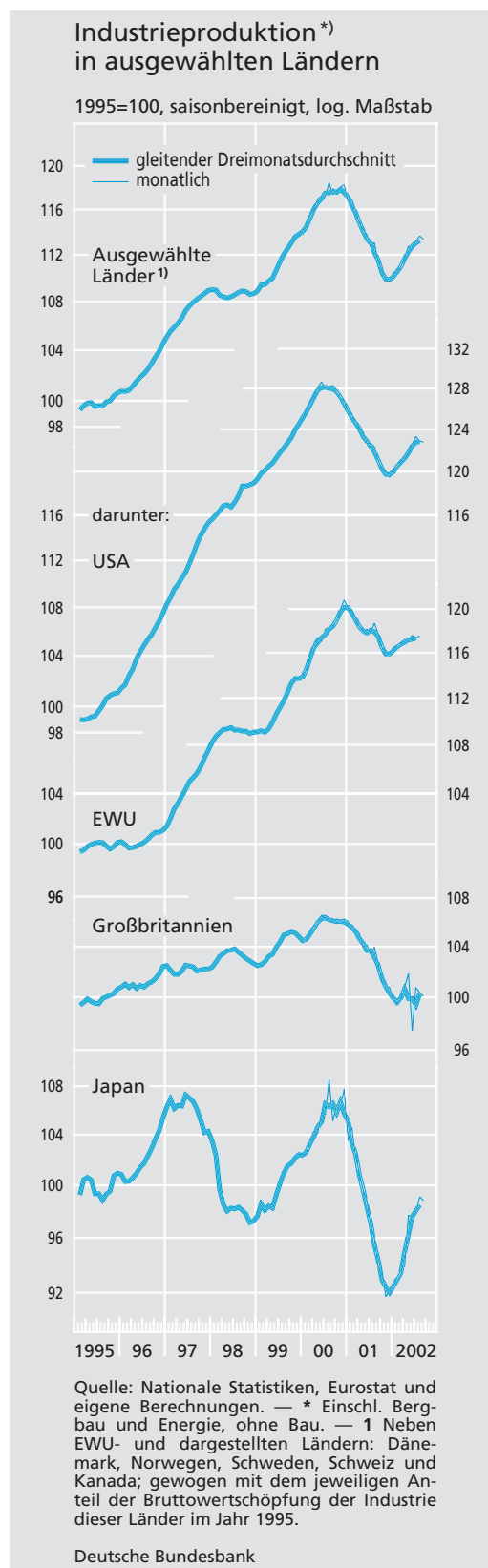
Die dämpfenden Einflüsse dürften jedoch, sofern es nicht zu einer Eskalation des Konflikts im Nahen Osten kommt, allmählich nachlassen. Der Ölpreis ist in den letzten Wochen bereits merklich gesunken, und die Börsennotierungen haben sich von ihren Tiefständen etwas erholt, so dass die Auftriebskräfte im Verlauf des nächsten Jahres wohl wieder die Oberhand gewinnen werden. Für das Winterhalbjahr 2002/2003 zeichnet sich jedoch nur ein vergleichbar schwaches Wachstum der Weltwirtschaft ab. Dies dürfte auch das Jahresergebnis 2003 beeinträchtigen. Zur Unterstützung der Konjunktur in den USA hat die Federal Reserve Bank Anfang November nochmals die Notenbankzinsen gesenkt, die jetzt mit 1,25% den tiefsten Stand seit

den sechziger Jahren erreicht haben. Im Euro-Raum blieben die Zinsen unverändert auf relativ niedrigem Niveau.

IWF-Prognose

Angesichts der höheren Unsicherheiten und der von ihnen ausgehenden Bremswirkungen auf die Realwirtschaft haben in jüngster Zeit verschiedene internationale Organisationen und nationale Stellen in den Industrieländern ihre gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen insbesondere für 2003 teilweise deutlich zurückgenommen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) prognostiziert in seinem jüngsten World Economic Outlook, der im September abgeschlossen wurde, für 2002 zwar ein – gegenüber der Vorausschätzung vom Frühjahr unverändertes – globales Wirtschaftswachstum von 2,8 %. Die weltweiten Aussichten für 2003 werden jedoch mit + 3,7 % nicht mehr so günstig eingeschätzt wie ein halbes Jahr zuvor (+ 4,0 %). Inzwischen deutet sich eine weitere Revision an, nachdem der IWF Ende Oktober seine Vorhersage für den Euro-Raum nochmals gesenkt hat. Der Welthandel wird dem IWF zufolge in den Jahren 2002 und 2003 um 2,1 % beziehungsweise 6,1% und damit um jeweils einen halben Prozentpunkt langsamer expandieren als im Frühjahr erwartet.

Besonders kräftig ist die US-Prognose für 2003 nach unten korrigiert worden, und zwar um 0,8 Prozentpunkte auf 2,6 %. (Aber auch diese Wachstumsrate ist aus heutiger Sicht nur schwer zu erreichen.) Im Euro-Raum ist nach der Vorhersage des IWF von Ende Oktober nur noch mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2 % zu rechnen (verglichen mit 2,3 % im September



und 2,9 % im April). Für die japanische Wirtschaft wird – nach zwei Jahren mit rückläufiger Produktion – für 2003 ein Plus von 1,1 % prognostiziert.

Erhebliche Abstriche hat der IWF vor dem Hintergrund der anhaltenden finanziellen Turbulenzen am Prognosebild für Lateinamerika vorgenommen. Im laufenden Jahr wird danach die gesamtwirtschaftliche Produktion auf dem Subkontinent um 0,6 % schrumpfen, nachdem im April noch ein Wachstum von 0,7 % für wahrscheinlich gehalten worden war. Für 2003 werden 3,0 % vorausgeschätzt, verglichen mit 3,7 % zuvor. Keinen nennenswerten Korrekturbedarf sieht der IWF dagegen bei den ostasiatischen Schwellenländern (einschl. China), die in den beiden Prognosejahren jeweils um mehr als 6 % wachsen könnten. Das Gleiche gilt für die mittel- und osteuropäischen Reformländer (einschl. der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten), die ihre Produktion 2002 voraussichtlich um 3,9 % und 2003 um 4,5 % ausweiten werden. Bemerkenswert ist dabei vor allem, dass neben Russland auch die meisten anderen Mitglieder der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten auf einen relativ steilen Wachstumspfad eingeschwenkt sind.

Preisentwicklung in den Industrieländern

Die Preise auf der Verbraucherstufe in den Industrieländern sind im Dreimonatsdurchschnitt Juli/September um 1,1 % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit gestiegen, verglichen mit 1,0 % im ersten Halbjahr 2002. Ausschlaggebend für die nach wie vor sehr niedrige Teuerungsrate ist der anhaltende Preisrückgang in Japan. Ohne Japan gerechnet waren die Verbraucherpreise im

dritten Quartal um 1,7 % höher als vor Jahresfrist. Im nächsten Jahr wird sich der Preisauftrieb in den Industrieländern insgesamt nach der IWF-Prognose leicht verstärken, vor allem weil sich die deflatorischen Tendenzen in Japan abschwächen und die Preise in den USA zyklisch bedingt kräftiger anziehen.

Das reale BIP in den USA ist im dritten Quartal nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um $\frac{3}{4}$ % gegenüber dem Stand vom Frühjahr gewachsen, als es um $\frac{1}{4}$ % gestiegen war. Binnen Jahresfrist nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion um 3 % zu. Die mit Abstand stärksten Impulse gingen vom privaten Konsum aus, der saisonbereinigt um 1 % expandierte und damit rein rechnerisch das gesamte BIP-Wachstum trug. Die recht hohe Nachfrage der privaten Haushalte basierte im Wesentlichen auf Sonderfaktoren und darf deshalb nicht als Zeichen für einen nachhaltigen Konsumaufschwung gewertet werden. Hier ist zum einen die Finanzierungsoffensive der Autohersteller zu nennen, die den Pkw-Absatz zeitweise kräftig ankurbelte. Inzwischen gehen die Verkäufe aber wieder zurück, und für die nächsten Monate ist auf Grund der ausgelösten Vorzieheffekte mit einer Absatzdelle auf dem Automarkt zu rechnen. Zum anderen haben die privaten Haushalte wegen des vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus in erheblichem Umfang bestehende Hypotheken mit Zinsbindung umfinanziert, was in den USA bei nur relativ geringen Vorfälligkeitsentschädigungen möglich ist. Der dadurch gewonnene finanzielle Spielraum ist vielfach zur Ausweitung des Konsums genutzt worden. Dieser Effekt dürfte jedoch ebenfalls auslaufen, da der noch nicht

USA

umfinanzierte Bestand an Hypotheken bereits stark geschrumpft ist.

Das Wachstum des Verfügbaren Einkommens blieb hinter dem des privaten Verbrauchs zurück, so dass die Sparquote der privaten Haushalte im dritten Quartal um einen viertel Prozentpunkt auf $3\frac{3}{4}\%$ gesunken ist. Der Schuldendienst der privaten Haushalte war zuletzt mit gut 14 % des Verfügbaren Einkommens wieder so hoch wie Mitte der achtziger Jahre. Dies dürfte die weitere Entwicklung des privaten Konsums tendenziell belasten. Hinzu kommt, dass die negativen Vermögenseffekte, die zunächst noch von den Aktienmärkten ausgehen, wahrscheinlich immer weniger durch steigende Immobilienpreise aufgefangen werden. Das Verbrauchervertrauen, das bereits seit Juni rückläufig ist, sank im Oktober besonders stark und erreichte den niedrigsten Stand seit 1993. Außerdem haben sich die Perspektiven am Arbeitsmarkt noch nicht verbessert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote zog im Oktober wieder leicht auf 5,7 % an.

Die gewerblichen Investitionen nahmen zwar im Sommer erstmals seit zwei Jahren nicht mehr weiter ab. Unsicher ist aber immer noch, ob die Investitionen damit die Talsohle erreicht haben, denn die Bestellungen von Ausrüstungsgütern sind zuletzt beträchtlich gesunken. Die Ausgaben für neue Wohnbauten stagnierten im dritten Quartal praktisch auf dem hohen Niveau, das sie im Frühjahr erreicht hatten. Die Baugenehmigungen zogen jedoch nach der Jahresmitte kräftig an, so dass der Wohnungsbau in den nächsten Monaten erneut positive Wachstumsbeiträge

liefern dürfte. Die Läger blieben im Sommer im Großen und Ganzen unverändert. Das Minus beim realen Außenbeitrag nahm geringfügig zu.

Das Preisklima in den USA blieb bis zuletzt relativ günstig. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe war im Zeitraum Juli/September mit 1,6 % etwas höher als im ersten Halbjahr (1,3 %). Darin spiegelt sich aber vor allem der nachlassende Preisdruck auf Grund rückläufiger Energiepreise im Sommer 2001 wider. Die Kernrate, das heißt, die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet, ging weiter leicht zurück, und zwar auf 2,3 %. Der in den USA vielbeachtete Deflator des privaten Konsums lag im dritten Quartal dagegen nur um 1,1 % über dem Stand vor Jahresfrist.

Die für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zuständige Behörde in Japan gab im Sommer bekannt, dass sie ihre Methoden zur Berechnung des BIP und seiner Komponenten verbessert hat. Nicht zuletzt auf Grund dieser Änderungen sind die BIP-Angaben für die ersten beiden Quartale des laufenden Jahres jetzt nach oben revidiert worden. Für das dritte Jahresviertel ergab die erste Schätzung ein Wachstum von saisonbereinigt $\frac{3}{4}\%$. Damit hat die gesamtwirtschaftliche Produktion seit dem zyklischen Tiefpunkt im Herbst 2001 um nicht weniger als 2 % angezogen. Das Niveau vor Jahresfrist wurde im Sommer erstmals seit Anfang 2001 wieder überschritten, und zwar um $1\frac{1}{2}\%$. Das Wachstum wurde – anders als im ersten Halbjahr 2002, als wesentliche expansive Impulse von der Außenwirtschaft gekommen waren – allein von der

Japan

Inlandsnachfrage getragen. Besonders kräftig nahmen der private und staatliche Konsum zu. Die Lagerinvestitionen lieferten einen Beitrag von einem halben Prozentpunkt zum Anstieg des BIP. Dagegen tendierten die Bruttoanlageinvestitionen weiter nach unten. Die Expansion der Exporte fiel saisonbereinigt mit 1/2 % deutlich schwächer aus als zuvor. Dem standen jedoch recht hohe Importzuwächse gegenüber, so dass sich der Außenbeitrag leicht verminderte.

Vor dem Hintergrund des zuletzt wieder eingetrübten globalen Konjunkturklimas haben sich die Perspektiven für die japanische Wirtschaft ebenfalls verschlechtert. Ein Indiz dafür ist, dass die Bestellungen beim Maschinenbau im dritten Quartal zum zweiten Mal in Folge nachgegeben haben. Die Anfälligkeit der Binnenkonjunktur spiegelt sich auch in dem anhaltenden Preisrückgang wider. Die Verbraucherpreise waren im Viermonatsdurchschnitt Juli/Oktober im Durchschnitt um 0,8 % niedriger als ein Jahr zuvor. Insgesamt betrachtet stehen einem dauerhaften und breit fundierten Aufschwung der japanischen Wirtschaft vor allem die gravierenden Probleme im Finanzsektor im Wege. Fraglich ist, ob die jüngst beschlossenen Maßnahmen zur Verringerung der Belastung der Banken durch notleidende Kredite ausreichen, um den japanischen Finanzsektor zu sanieren.

Großbritannien

Das Wirtschaftswachstum in Großbritannien ist im Sommerquartal nach ersten Berechnungen mit saison- und kalenderbereinigt 3/4 % noch etwas stärker ausgefallen als im Frühjahr; binnen Jahresfrist belief es sich auf 1 3/4 %. Getragen wurde die im Vergleich

zu anderen Industrieländern ausgesprochen kräftige Expansion vom Dienstleistungssektor, dessen Wertschöpfung preis- und saisonbereinigt um 3/4 % höher war als im zweiten Jahresviertel. Dabei schnitten der Einzelhandel und das Beherbergungsgewerbe besonders gut ab. Die Industrie hat das gesamtwirtschaftliche Wachstum zumindest nicht mehr gebremst. Die entscheidenden Nachfrageimpulse für die Expansion des realen BIP kamen von der Ausweitung der privaten Konsumausgaben. Dahinter stand eine gute Arbeitsmarktlage und ein moderater Preisanstieg von 1,7 % im Zeitraum Juli/Oktober (ohne Hypothekenzinsen lag die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe bei 2,1%). Außerdem haben die bis zuletzt stark anziehenden Immobilienwerte die Konsumneigung der privaten Haushalte beflügelt. Fraglich ist jedoch, ob der Boom am Immobilienmarkt bei einem Anstieg der Häuserpreise um über 20 % in zwölf Monaten nicht schon eine Übertreibung darstellt, die bald ins Negative umschlagen und zu einer Belastung für die wirtschaftliche Entwicklung in Großbritannien werden könnte.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das reale BIP im Euro-Raum erhöhte sich im Frühjahr mit saisonbereinigt 1/2 % ebenso wie in den Wintermonaten. Binnen Jahresfrist wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion um 3/4 % ausgeweitet. Das Wachstum wurde jedoch stärker als zuvor von der Inlandsnachfrage getragen. Ausschlaggebend dafür war, dass der private Konsum, der im ersten Jah-

*Moderates
BIP-Wachstum
im Frühjahr*

resviertel real betrachtet noch gesunken war, saisonbereinigt um $\frac{1}{4}\%$ zunahm. Die Anlageinvestitionen gaben dagegen erneut nach; sie unterschritten damit den letzten Höchststand von Ende 2000 um 4%. Die Läger wurden weiter abgebaut, wobei der Rückgang nur wenig geringer war als zuvor. Die Exporte und Importe sind im zweiten Quartal saisonbereinigt erstmals seit Ende 2000 wieder gewachsen, und zwar um $1\frac{1}{2}\%$ beziehungsweise $1\frac{1}{4}\%$. Daraus resultierte ein Wachstumsbeitrag von einem viertel Prozentpunkt.

Auch im Sommer noch kein stabiler Aufschwung

Der konjunkturellen Erholung im Euro-Raum fehlte es allerdings auch nach der Jahresmitte an Kraft. Die Industrieproduktion war im Juli/August saisonbereinigt kaum höher als im zweiten Quartal und lag immer noch um $\frac{1}{2}\%$ unter dem gedrückten Niveau der entsprechenden Vorjahrszeit. Erste Länderergebnisse für September deuten, saisonbereinigt betrachtet, auf einen Rückgang im Euro-Raum hin, so dass die industrielle Erzeugung im Sommerquartal wahrscheinlich nur wenig zugenommen hat. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg – der Umfrage im Auftrag der Europäischen Kommission zufolge – gleichwohl zwischen Juli und Oktober um einen halben Prozentpunkt an. Bei näherem Hinsehen zeigt sich jedoch, dass dahinter unter anderem recht volatile Bewegungen in überwiegend kleineren Mitgliedsländern stehen, die nicht zum Nennwert genommen werden sollten.

Gemischte Ergebnisse der EU-Umfrage

Das Vertrauen in der Industrie des Euro-Raums hat sich im Oktober saisonbereinigt wieder etwas aufgehellt, nachdem es sich in

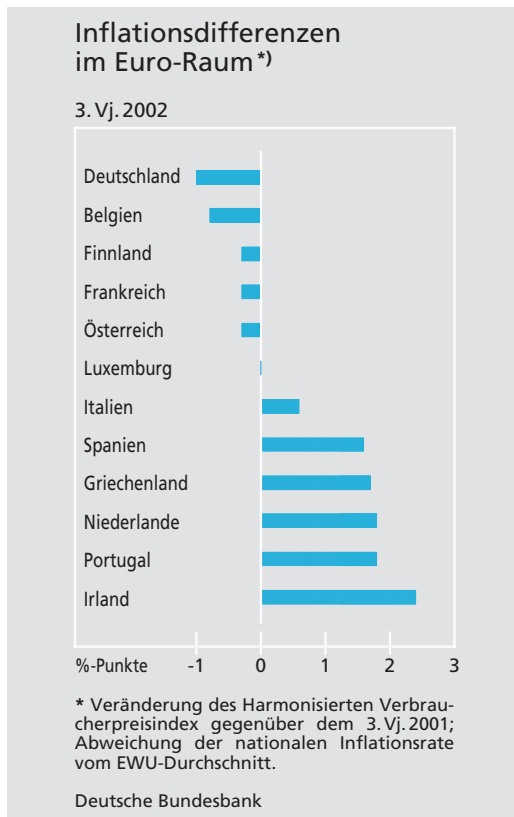
den vier vorangegangenen Monaten eingetrübt hatte. Dieses Ergebnis sollte jedoch nicht überinterpretiert werden, da andere wichtige Indikatoren eher auf eine langsamere konjunkturelle Gangart im Winterhalbjahr hindeuten. So wurde in der vierteljährlichen Umfrage der Auftragseingang im Oktober deutlich schwächer beurteilt als noch im Juli. Außerdem war die Verbraucherstimmung zuletzt wieder so gedrückt wie im November 2001.

Trotz der eher kraftlosen konjunkturellen Entwicklung blieb die Situation am Arbeitsmarkt recht stabil. Die standardisierte Arbeitslosenquote verharrte in den Monaten Juli bis September bei 8,3%. Zum Jahresbeginn hatte sie bei 8,1% und im Sommer 2001 bei 8,0% gelegen. Dabei ist die Arbeitslosigkeit unter den Frauen, die im September 9,7% betrug, binnen Jahresfrist kaum gestiegen, während die standardisierte Quote bei den Männern, die traditionell eher in konjunktur reagiblen Wirtschaftszweigen arbeiten, um 0,4 Prozentpunkte auf 7,2% zunahm.

Arbeitsmarkt wenig verändert

In den Sommermonaten hat sich die allgemeine Preisentwicklung weiter beruhigt. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet sind die Verbraucherpreise, gemessen am HVPI, im dritten Quartal gegenüber dem zweiten nur um 1,7% gestiegen. Der Vorjahrsabstand verminderte sich geringfügig auf 2,0%. Zu der günstigeren Entwicklung im Jahresverlauf haben vor allem niedrigere Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie beigetragen. Ohne diese volatilen Komponenten belief sich die hochgerechnete Jahresrate im Sommer auf 2,2%, nach 2,5%

Günstigere Preisentwicklung im Sommer



im zweiten und 2,6 % im ersten Quartal. Der Vorjahrsabstand verringerte sich bei der Kernrate im dritten Vierteljahr – ausgehend von 2,6 % in der ersten Jahreshälfte – nur unwesentlich auf 2,5 %. Der vergleichsweise niedrigeren Preissteigerungsrate bei gewerblichen Waren (ohne Energieträger) von 1,4 % im Vorjahrsvergleich stand die deutlich stärkere Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln (+ 2,9 %) und bei den Dienstleistungen (+ 3,3 %) gegenüber. Im Oktober lag die Teuerungsrate der Schätzung von Eurostat zufolge bei 2,2 %.

„Gefühlte“
Inflation immer
noch hoch

Die wahrgenommene Teuerung stieg den Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge trotz niedrigerer gemessener Preissteigerungsraten in den Sommermonaten zunächst noch etwas weiter an, während

sich der Saldo der Inflationserwartungen verringerte. Seit August verharbt die „gefühlte“ Inflation auf einem hohen Stand.

Die regionale Streuung der Teuerungsraten hat sich im Sommer insgesamt betrachtet nur wenig verändert. Die Spannweite zwischen der höchsten Preissteigerungsrate (in Irland) und der niedrigsten (in Deutschland) verringerte sich von 3,7 auf 3,4 Prozentpunkte. Gemessen an der gewichteten Standardabweichung der Kerninflationsraten, die einerseits die unterschiedliche Größe der Länder berücksichtigt, andererseits Zufallsschwankungen durch volatile Preise ausblendet, hat sich der Abstand zwischen den Ländern mit niedrigeren und mit höheren Inflationsraten aber nochmals leicht vergrößert, nachdem er schon in den Frühjahrsmonaten gestiegen war.

*Divergenz der
Inflationsraten*

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Vom Außenhandel des Euro-Raums sind in den Sommermonaten kaum noch positive Impulse auf das wirtschaftliche Wachstum ausgegangen. So sind die Exporte in den letzten drei Monaten, für die entsprechende Angaben vorliegen (Juni/August 2002), gegenüber dem Dreimonatszeitraum davor (März/Mai 2002) saison- und kalenderbereinigt praktisch unverändert geblieben, während die Einfuhren gleichzeitig um etwa ½ % zunahmen. Daher ist der Überschuss in der EWU-Handelsbilanz etwas zurückgegangen; in den Monaten Juni bis August belief er sich saisonberei-

*Außenhandel
und Leistungs-
bilanz*

nigt auf 34 Mrd €, nach 35 ½ Mrd € in den drei Monaten zuvor.

Im Unterschied dazu hat sich die außenwirtschaftliche Bilanz des Euro-Gebiets im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit Partnern außerhalb der Währungsunion saisonbereinigt verbessert. So sind die laufenden Übertragungen des Euro-Raums an Drittländer per saldo stark zurückgegangen. Aber auch die Netto-Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sind im Dreimonatszeitraum Juni bis August deutlich geringer ausgefallen als zuvor, während sich im Dienstleistungsverkehr das Plus in saisonbereinigter Rechnung verminderte. Die Leistungsbilanz der EWU schloss daher im Ergebnis trotz des etwas niedrigeren Handelsbilanzsaldos in den Monaten Juni bis August 2002 zusammen genommen mit einem Überschuss in Höhe von saisonbereinigt 15 ½ Mrd €, nach 10 ½ Mrd € im Dreimonatszeitraum davor.

*Wechselkurs
des Euro ...*

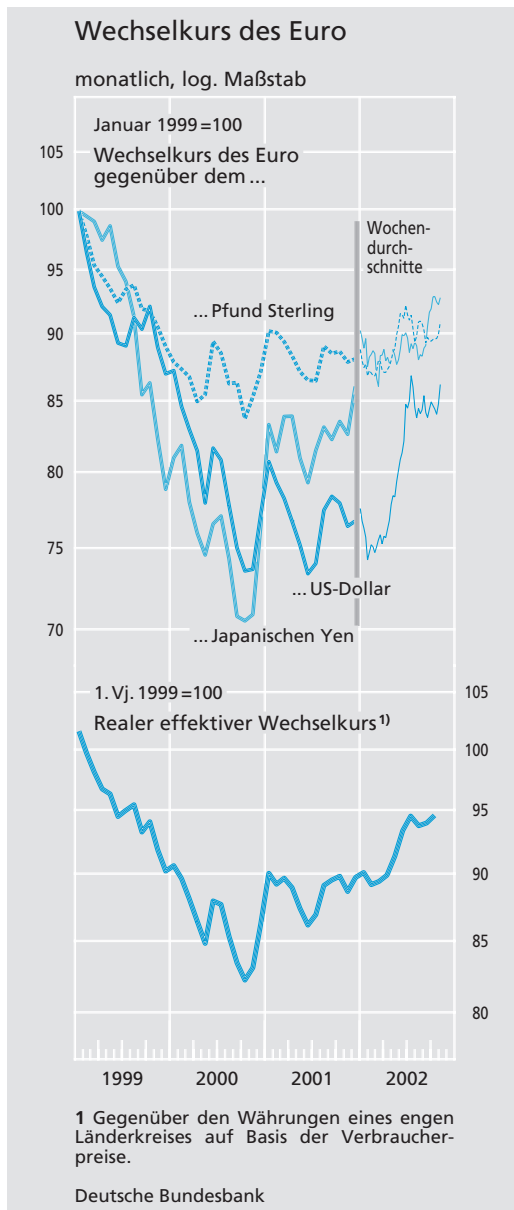
*... gegenüber
US-Dollar, ...*

Der Euro hat sich im Herbst in einem Umfeld hoher Unsicherheit bemerkenswert gut behauptet und zuletzt sogar weiter befestigt. Insbesondere gegenüber dem US-Dollar hielt er sich über mehrere Monate auf kaum veränderten Niveau, nachdem er sich bis Mitte Juli deutlich aufgewertet hatte. Danach bewegten sich die Kurse bis Anfang November in einem engen Band von etwa 3 US-Cent knapp unter der Parität von Euro und US-Dollar. Eine solch lange Phase relativ stabiler Euro-Dollar-Kurse ist bislang noch nicht zu beobachten gewesen. Dabei haben zwar wie zuvor bei den Kursbewegungen von Tag zu Tag die wechselnden Nachrichten über die weiteren Aussichten diesseits und jenseits des

Atlantiks eine wichtige Rolle gespielt. Aber früher als sonst haben solche Veränderungen dämpfende Ausgleichskräfte ausgelöst, durch die sich die Kursausschläge in engen Grenzen hielten. Eine schwer zu überwindende Widerstandslinie nach oben stellte zunächst die Parität zum US-Dollar dar, die der Euro zwar Mitte Juli erreicht hatte, aber nur für wenige Tage halten konnte. Ungünstig ausgefallene Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum und die zunehmende allgemeine Unsicherheit in den Wochen vor dem 11. September 2002 hielten den Euro auch in der Folgezeit unter Druck; niedriger als knapp 97 US-Cent ist der Kurs jedoch nicht gefallen.

Mitte September erhielt die europäische Gemeinschaftswährung dann aber wieder Auftrieb, nachdem bekannt wurde, dass die amerikanische Industrieproduktion entgegen den Erwartungen der meisten Marktteilnehmer im August zum ersten Mal in diesem Jahr gefallen war. Als deutlich wurde, dass sich die Haushaltslage in den großen Staaten im Euro-Raum und insbesondere in Deutschland stark verschlechtert hatte, setzte jedoch erneut eine Gegenbewegung ein. Hinzu kamen die Belastungen aus der anschließenden Diskussion um den Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie die drohenden Erhöhungen der Abgabenlast, die sich aus den Koalitionsvereinbarungen ergaben. Angesichts der zu dieser Zeit auch für die USA weiter nach unten korrigierten Prognosen waren die Kursabschläge des Euro dennoch auch während dieser Zeit relativ gering.

Neue enttäuschende Konjunkturindikatoren für die USA und vor allem eine kräftige Zins-



senkung durch die amerikanische Notenbank, die von Marktteilnehmern gleichsam als Bestätigung der Wachstumsschwäche der US-Wirtschaft aufgenommen wurde, gaben dann allerdings Anfang November Anlass zu recht deutlichen Kursgewinnen des Euro gegenüber dem US-Dollar, die auch vor der Parität nicht halt machten. Zuletzt notierte der Euro mit 1,01 US-\$ wieder auf dem bisherigen Jahreshöchststand von Mitte Juli.

Gegenüber dem japanischen Yen gewann der Euro bis Mitte Oktober deutlich an Wert: Notierte der Euro Mitte August noch bei 115 Yen, wurde zuletzt ein Kurs von 121 Yen festgestellt, was einer Aufwertung von 5% entspricht. Belastet hat den Yen, dass sich die Aussichten auf eine weitere Erholung des wirtschaftlichen Wachstums in Japan, die sich an die zeitweilig zu verzeichnenden Erfolge im Exportgeschäft geknüpft hatten, im Laufe des Herbstes wieder eingetrübt haben. Verstärkt wurde der Abwertungsdruck auf den Yen überdies Mitte September durch Vorschläge, den Yen zur Deflationsbekämpfung über Yen-Verkäufe der Bank von Japan aktiv zu schwächen. In die gleiche Richtung wirkten die etwas später von der japanischen Zentralbank beschlossenen Aktienübernahmen von Kreditinstituten zur Verbesserung der Bilanzstruktur des angeschlagenen Bankensystems, da sich dadurch der Eindruck verfestigte, dass die ungelösten Strukturprobleme des japanischen Finanzsystems hartnäckiger sind, als bis dahin vielfach wohl vermutet wurde.

... japanischem Yen...

Der Eurokurs des britischen Pfundes hat sich in den Herbstmonaten dagegen kaum verändert. Seit dem Spätsommer bewegt er sich ähnlich wie der Euro-Dollar-Kurs in einem relativ engen Band um etwa 0,63 Pfund Sterling. Die vergleichsweise robuste britische Konjunktur hält die Bewertung des Pfund Sterling im Verhältnis zum Euro auf einem relativ hohen Niveau.

... und
britischem Pfund

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner der EWU blieb der Außenwert des Euro in

Effektiver Wechselkurs des Euro

den Herbstmonaten bis Anfang November nahezu unverändert, und zwar knapp unter dem diesjährigen Höchststand vom Juli. Erst nach den jüngsten kräftigen Kursgewinnen, die der Euro gegenüber dem US-Dollar verzeichnete, ist auch der effektive Wechselkurs wieder deutlich angestiegen. Zuletzt notierte die europäische Währung im gewogenen Durchschnitt damit auf ihrem diesjährigen Höchststand von Mitte Juli. Zur Zeit seiner Einführung war der Euro aber noch 11% höher bewertet. Auch unter Berücksichtigung der Unterschiede in den Preissteigerungsraten im Euro-Gebiet einerseits und den einzelnen Partnerländern außerhalb der Währungsunion andererseits ergibt sich im Vergleich zum Beginn des Jahres 1999 noch eine reale Abwertung von 6%. Von der Wechselkursseite wird die Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter aus dem Euro-Währungsraum auf den Weltmärkten also weiterhin gestützt.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

*Zinssätze des
Eurosystems
unverändert*

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen des Eurosystems in den letzten Monaten unverändert. Die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden durchweg als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 3,25% ausgeschrieben, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen nach wie vor 4,25% beziehungsweise 2,25%. Die Zinspolitik der ruhigen Hand entsprach der Einschätzung, dass die Risiken für die Geldwertstabilität ausgewogen waren. Das Geldmengenwachstum blieb zwar kräftig, doch reflektierte dies vornehmlich die be-

trächtlichen Unsicherheiten an den Finanzmärkten, so dass von der reichlichen Liquiditätsausstattung der Wirtschaft keine unmittelbaren Inflationsgefahren ausgehen. Dafür spricht auch, dass die konjunkturellen Früh- und Vertrauensindikatoren auf eine weiterhin verhaltene Wirtschaftsentwicklung hindeuten. Mit der auf Verstetigung und die Gewährleistung der Geldwertstabilität angelegten Politik wollte der EZB-Rat gleichzeitig beruhigend auf die volatilen Finanzmärkte einwirken und Investoren und Verbrauchern eine zuverlässige Orientierungshilfe geben.

Angesichts des stabilen Mindestbietungssatzes bei den Haupttendern veränderten sich die Tagesgeldsätze (EONIA) – von Ausschlägen am Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden beziehungsweise am Monatsultimo abgesehen – kaum. Die Termingeldsätze sanken dagegen. Dabei war der Rückgang im längerfristigen Bereich deutlich stärker als im kurzfristigen; die zuvor recht flache Zinsstrukturkurve am Geldmarkt wurde deshalb invers. Offenbar gehen die Marktteilnehmer von sinkenden Notenbankzinsen in der Zukunft aus.

*Zinsstruktur
am Geldmarkt
invers*

Das Wachstum der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet hat sich in den Sommermonaten weiter verstärkt. Saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet erhöhte sich M3 im dritten Quartal um 10%, verglichen mit knapp 7½% im zweiten. Im September war der Anstieg noch kräftiger. Auf Grund von Basiseffekten spiegelt sich diese Beschleunigung in den Vorjahrsraten allerdings nur wenig oder gar nicht wider. So war M3 im September 2002 um 7,4% höher als vor Jahresfrist, verglichen mit 7,1% im Juni; der glei-

*Geldmenge
stark gestiegen*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die laufende Geldmarktsteuerung erfolgte in den vergangenen Monaten weiterhin ausschließlich durch den Einsatz von Hauptrefinanzierungsgeschäften; auf Feinsteuerungsoperationen wurde nicht zurückgegriffen. Bei der Bemessung der Haupttender achtete das Eurosystem insbesondere darauf, dass die Liquiditätseffekte auf Grund starker Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – vor allem gegen Ende der Reserveerfüllungsperioden auf Grund der Steuerzahlungen in Italien, aber auch zu den Monatswechseln – möglichst zeitnah ausgeglichen wurden. Darüber hinaus war der hohe Mittelentzug infolge der anhaltend kräftigen Zunahme des Banknotenumlaufs, der Anfang Oktober erstmals wieder sein Vorjahrsniveau überschritt, zu berücksichtigen. Schließlich galt es, der im Juli vom EZB-Rat beschlossenen Reduktion des ausstehenden Volumens längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte Rechnung zu tragen. Ende Juli, August und letztmals im September wurden Basistender in Höhe von jeweils 20 Mrd € fällig und durch Neuabschlüsse von jeweils 15 Mrd € nicht voll ersetzt. Insgesamt betrachtet ermöglichte die Liquiditätssteuerung des Eurosystems den Kreditinstituten eine vergleichsweise stetige Reserveerfüllung. Der Tagesgeldsatz wich nur zum Ende der Mindestreserveperioden im September sowie Oktober und wie üblich am Monatsbeziehungsweise Quartalsultimo stärker vom Haupttendersatz ab.

Von Juli bis Oktober sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 4 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Dabei stand dem kräftigen Anstieg des Banknotenumlaufs ein deutlicher Rückgang der öffentlichen Einlagen beim Eurosystem gegenüber. Das Mindestreservesoll bildete sich im Berichtszeitraum um 3 Mrd € zurück. Den verbliebenen zusätzlichen Liquiditätsbedarf deckte das Eurosystem durch eine Aufstockung der Offenmarktgeschäfte um per saldo 1 Mrd € auf durchschnittlich 191,4 Mrd €. Die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten blieb insgesamt betrachtet gering und konzentrierte sich auf die Enden der Erfüllungsperioden.

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

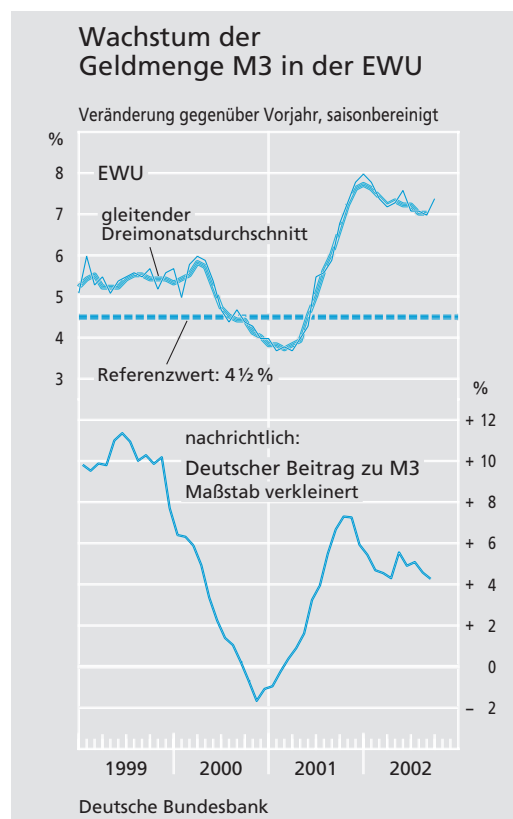
Position	2002		
	24. Juli bis 23. Aug.	24. Aug. bis 23. Sept.	24. Sept. bis 23. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 9,3	- 0,9	- 5,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: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

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

tende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten verringerte sich sogar leicht von 7,3 % für die Monate April bis Juni auf 7,1 % für Juli bis September. Der Geldmengenanstieg resultierte vor allem aus Portfoliodispositionen. Die anhaltende Verunsicherung der Anleger über die Zins- und Aktienmarktentwicklung ließ weiterhin eine vorübergehende Mittelanlage in sicheren und liquiden M3-Komponenten attraktiv erscheinen.

*Komponenten
der Geldmenge*

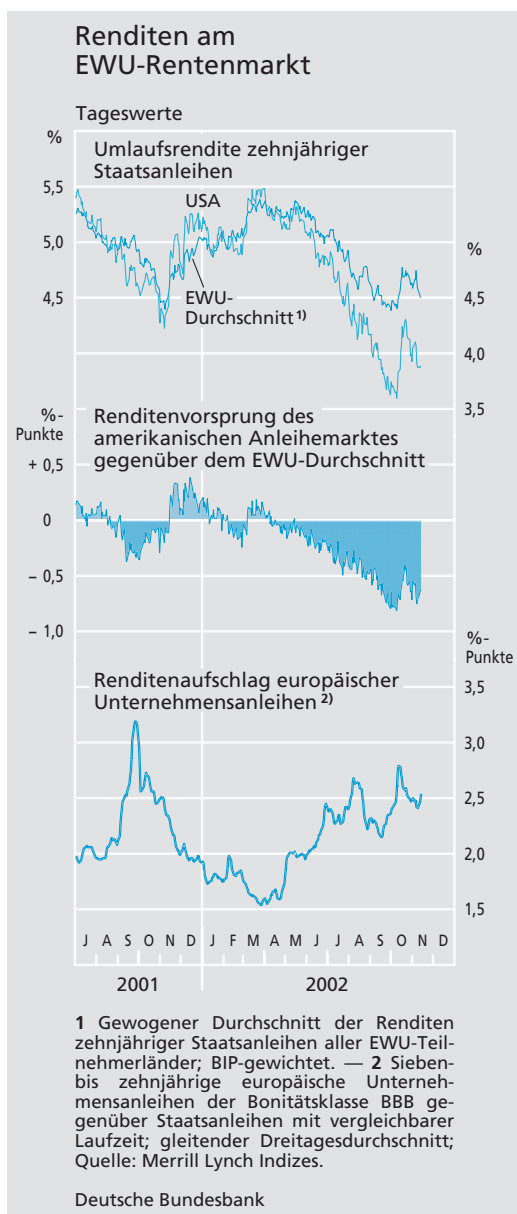
Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind die täglich fälligen Einlagen im dritten Vierteljahr erneut kräftig aufgestockt worden. Zwei Drittel der saisonbereinigten Zunahme entfielen auf den September, als die Aktienkurse um etwa 18 % einbrachen. Der Euro-Bargeldumlauf weitete sich ebenfalls spürbar aus. Ende September unterschritt er nur noch leicht seinen Vorjahrswert, so dass der scharfe Bargeldrückgang im letzten Vierteljahr 2001 mittlerweile fast vollständig ausgeglichen worden ist. Insgesamt legte die Geldmenge M1 von Juli bis September mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 13 % zu, nach 11 % im zweiten Quartal. Die anderen kurzfristigen Bankeinlagen sind dagegen nur wenig gewachsen. Insbesondere die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren entwickelten sich schwach; Ende September übertrafen sie ihren Vorjahrsstand nur um knapp 1%. Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten waren dagegen weiterhin gefragt. Die marktfähigen Finanzinstrumente sind von Juli bis September stark gestiegen. Hierzu haben vor allem die Geldmarktfondsanteile beigetragen, die besonders geeignet sind, Mittel kurz-



fristig marktnah verzinst anzulegen. Auch die Repogeschäfte wurden merklich ausgeweitet.

Die MFIs im Euro-Währungsgebiet haben ihre Buchkredite an den inländischen privaten Sektor in den Sommermonaten mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 5 % aufgestockt, verglichen mit knapp 6 % von April bis Juni. Vor dem Hintergrund der verhaltenen Konjunktorentwicklung im Euro-Währungsgebiet, die die Bereitschaft zur Kreditaufnahme trotz insgesamt günstiger Finanzierungsbedingungen eher dämpft, ist das Tempo bei der privaten Kreditexpansion damit derzeit wesentlich langsamer als beim Geldmengenwachstum. Da die MFIs im Berichtszeitraum überdies ihre Wertpapierausleihungen an Unternehmen in der EWU um

*Bilanzgegen-
posten*



8 Mrd € zurückführten, ging die Vorjahrsrate der gesamten Kredite an den inländischen Privatsektor von 5,4 % Ende Juni auf 5,1 % Ende September zurück. Die Kredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet wurden im dritten Vierteljahr weiter abgebaut. Dabei nahmen ausschließlich die Buchkredite ab, während die MFIs ihren Bestand an Wertpapieren inländischer öffentlicher Haushalte aufstockten. Die Bereitschaft zur län-

gerfristigen Mittelanlage bei MFIs im Euro-Währungsgebiet war in den Sommermonaten nach wie vor recht mäßig; ohne Kapital und Rücklagen gerechnet übertraf das Geldkapital Ende September seinen Vorjahrsstand um 4,5 %, nach 4,6 % Ende Juni. Im Zahlungsverkehr mit dem EWU-Ausland sind auch im dritten Vierteljahr wieder Gelder zugeflossen, jedoch weniger als im Vorquartal. Hierzu dürften erneut Wertpapiertransaktionen mit dem EWU-Ausland beigetragen haben.

Die seit dem Sommer eingetrübten Konjunkturerwartungen der Marktteilnehmer hinterließen auch am Kapitalmarkt Spuren. So gaben die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet nach der Jahresmitte um gut einen halben Prozentpunkt nach. Infolge des noch stärkeren Zinsrückgangs in den Vereinigten Staaten weitete sich zunächst der Zinsvorsprung des Euro-Gebiets damit von etwa einem Drittel Prozentpunkt im Juli auf drei Viertel Prozentpunkte in der ersten Oktoberhälfte aus. Danach schnellten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen innerhalb weniger Tage in der EWU um einen Viertel Prozentpunkt, in den USA sogar um einen halben Prozentpunkt nach oben. Der Grund für den vorübergehenden Anstieg war weniger in verbesserten Konjunkturerwartungen als vielmehr in Portfolioumschichtungen aus Anleihen in Aktien zu sehen, was im Einklang mit den gleichzeitigen Kursgewinnen am Aktienmarkt steht. Bei Abschluss dieses Berichts lag die durchschnittliche Rendite für zehnjährige Staatsanleihen im Euro-Raum wieder bei 4 ½ %. Die langfristigen Kapitalmarktzinsen in Europa waren damit knapp

Kapitalmarktzinsen gesunken

zwei Drittel Prozentpunkte höher als in den Vereinigten Staaten.

*Inflations-
erwartungen
kaum verändert*

Die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, die aus inflationsindexierten Anleihen und aus Umfragen ersichtlich sind, haben sich im Berichtszeitraum mit 1½ % bis 1¾ % kaum verändert. Der Rückgang der nominalen Zinsen spiegelt daher in erster Linie gesunkene Realzinsen wider. Die erwarteten Realzinsen für zehn Jahre Laufzeit gingen bis Mitte September auf 2⅔ % zurück. Bis Abschluss des Berichts im November stiegen sie wieder etwas an, lagen jedoch nach wie vor deutlich unter dem Wert Mitte des Jahres.

*Zinsstruktur-
kurve etwas
steiler*

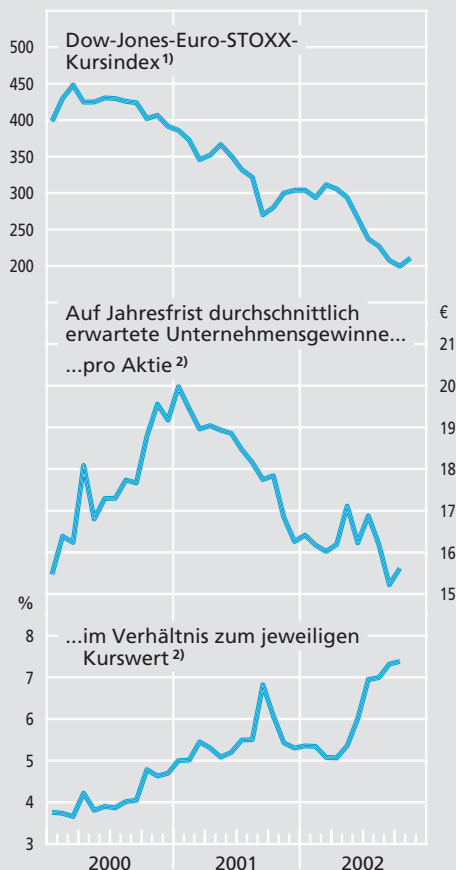
Der Zinsrückgang seit den Sommermonaten war in den kürzeren Laufzeitenbereichen stärker ausgeprägt als am langen Ende des Laufzeitenspektrums. Bei Abschluss dieses Berichts wies die Zinsstrukturkurve deutscher Bundeswertpapiere daher einen steileren Verlauf auf als in den Sommermonaten. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger auf mittlere Frist mit einer Konjunkturverbesserung und steigenden Zinsen rechnen, während sie – wie die inverse Zinsstruktur am Geldmarkt zeigt – auf kurze Sicht noch von Zinssenkungen ausgehen.

*Weiterhin hohe
Risikoprämien
für nicht
erstklassige
Unternehmens-
anleihen*

Der Anstieg der Risikoprämien von Unternehmensanleihen hielt im Sommer zunächst an. Nach einer vorübergehenden Entspannung setzten die Renditespreads ihren Aufwärtstrend fort und erreichten mit 280 Basispunkten Anfang Oktober einen Jahreshöchststand. Danach bildeten sie sich im Einklang mit der günstigeren Börsenentwicklung etwas zu-

Kursentwicklung und Gewinnschätzungen für europäische Aktiengesellschaften

Monatswerte



1 Ende 1991 = 100; Quelle: Deutsche Börse AG. — 2 Auf der Grundlage von Analystenschätzungen nach I/B/E/S in Bezug auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex; Quelle: Thomson Financial.

Deutsche Bundesbank

rück, blieben aber weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Während die Zunahme der Risikoprämien im Frühjahr vor allem eine Folge des Vertrauensverlustes auf Grund verschiedener Bilanzierungsskandale war, dürfte die jüngste Ausweitung ein Spiegelbild der verschlechterten Konjunkturerwartungen der Marktteilnehmer sein.

*Deutliche Kurs-
verluste an den
Aktienmärkten*

Vor diesem Hintergrund der anhaltenden Vertrauenskrise der Investoren setzten die Kurse an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal ihre im April begonnene Talfahrt fort. Von Anfang Juli bis Anfang Oktober fiel der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex um mehr als 30 % auf seinen niedrigsten Stand seit dem Frühjahr 1997. Seither haben sich die Börsennotierungen europäischer Unternehmen wieder etwas erholt. Bei Abschluss dieses Berichts lagen sie etwa ein Drittel unter ihrem Stand zu Jahresanfang und um mehr als die Hälfte unter ihren historischen Höchstständen vom März 2000.

*Anhaltende
Nervosität an
den Börsen*

Einhergehend mit den Kursstürzen stieg die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung, die in der impliziten Volatilität von Indexoptionen zum Ausdruck kommt, bis Anfang Oktober auf Rekordhöhen. Seitdem ist die Kursunsicherheit zwar leicht rückläufig gewesen, hielt sich aber noch immer in Dimensionen, wie sie zuletzt nach den Terroranschlägen im September 2001 verzeichnet worden waren. Durch die eingetrübten Geschäftsaussichten und den allgemeinen Kursverfall wurden besonders die Finanzwerte belastet. Dabei spielte eine wichtige Rolle, dass die Gewinne von Banken und Versicherungen durch die Wertminderungen ihrer Finanzbeteiligungen unter Druck gerieten. Dies trifft

speziell für Institute zu, die ihre Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften in der Haussephase ausgebaut hatten.

Auf Grund der Strukturschwächen an den Aktienmärkten¹⁾ und der Unsicherheiten über die weitere Gewinnentwicklung der Unternehmen konnte das Vertrauen der Anleger auch im dritten Quartal nicht wiederhergestellt werden. Überwiegend setzten die Analysten ihre mittelfristigen Wachstumsprognosen für die Unternehmensgewinne erneut herab. Doch beruhen die nach unten revidierten Einschätzungen weiterhin auf der Erwartung einer deutlichen Gewinnerholung. Wegen der im Berichtszeitraum erneut gefallenen Kurse liegen die entsprechenden Kurs-Gewinn-Verhältnisse aber mittlerweile deutlich unterhalb ihrer Durchschnittswerte für die vergangenen zehn Jahre. Die Streuung der Analystenschätzungen war im dritten Quartal rückläufig, verharrte aber nach wie vor auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Ertragslage börsennotierter Unternehmen halten somit nach Einschätzung der Marktexperten an.

*Vertrauenskrise
nicht über-
wunden*

*Gewinn-
schätzungen
erneut
herabgesetzt*

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2002, S. 22.