

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die hohe Unsicherheit in der Weltwirtschaft und an den internationalen Finanzmärkten, die im Vorfeld des Irakkriegs in der ersten Märzhälfte ihren Höhepunkt erreichte, hat sich inzwischen zurückgebildet. Dies kommt vor allem darin zum Ausdruck, dass die zuvor stark spekulationsgetriebenen Ölpreise – gemessen an der Sorte Brent – von ihrem letzten Höchststand Anfang März um ein Viertel auf zuletzt 25 ½ US-\$ gesunken sind. Zudem tendieren die lange Zeit baissigestimmten Aktienkurse wieder nach oben; der Kursrückgang in den ersten Monaten des Jahres ist damit auch vor dem Hintergrund vergleichsweise positiver Ertragsmeldungen, insbesondere in den Vereinigten Staaten, zumeist wettgemacht worden. Im April/Mai hat sich zudem die bis dahin triste Stimmung bei den Konsumenten aufgehellt. Damit haben sich wichtige Voraussetzungen für eine Erholung der Weltkonjunktur verbessert. Allerdings sind Fragen hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeit beziehungsweise Stärke geblieben. Nachdem sich die geopolitischen Unsicherheiten vermindert haben, rücken jetzt wieder Fundamentalfaktoren, wie die makroökonomischen Ungleichgewichte in den USA, die chronische Schwäche des japanischen Bankensystems und die hartnäckigen Strukturprobleme in Europa, stärker in den Vordergrund. Zu der ohnehin nicht kleinen Zahl an potenziellen Belastungsfaktoren ist in jüngster Zeit noch die Sorge hinzugekommen, die in Ostasien ausgebrochene SARS-Krankheit könnte sich weiter ausbreiten.

*Verbesserte
Rahmen-
bedingungen*

Anstieg der
Industrie-
produktion im
ersten Quartal

Die realwirtschaftliche Erholung in den Industrieländern blieb auch im ersten Quartal verhalten. Dabei haben sicherlich die durch die geopolitischen Spannungen bedingte hohe Volatilität der Märkte und das Stimmungstief bei den Konsumenten eine wichtige Rolle gespielt. Die Industrieproduktion nahm im ersten Quartal 2003 allerdings saisonbereinigt mit ½ % gegenüber der Vorperiode recht kräftig zu, nachdem sie im letzten Jahresviertel 2002 noch im gleichen Umfang gesunken war. Dabei sind jedoch feier- und brückentagsbedingte Einschränkungen im Dezember 2002 vor allem in einigen europäischen Industrieländern zu berücksichtigen. Binnen Jahresfrist wuchs die industrielle Erzeugung in den Wintermonaten 2003 um 2 ¼ %.

Nachlassender
Preisaufrtrieb

Positiv ist auch zu werten, dass das Preisklima insgesamt ruhig war und sich die Teuerung in den Industrieländern unter dem Einfluss der gesunkenen Energiepreise zuletzt wieder abgeschwächt hat. Die Jahresteuersatzrate für die Verbraucher lag im April mit 1,8 % um 0,3 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt des ersten Quartals 2003. Im Vergleich zum Jahresmittel 2002 fiel sie jedoch merklich höher aus. Dazu haben zum einen die Anhebung indirekter Steuern in einigen Industrieländern Anfang 2003 und zum anderen der nachlassende Preisrückgang in Japan maßgeblich beigetragen. Ohne Japan gerechnet belief sich die Preissteigerungsrate im April auf 2,3 %.

Geld- und
Finanzpolitik in
den großen
Wirtschafts-
räumen

Im Winterhalbjahr 2002/2003 insgesamt blieb die Weltkonjunktur weit hinter den Erwartungen zurück, die noch vor einem halben Jahr vorgeherrscht hatten. Vor diesem Hintergrund sind die Notenbankzinsen in den USA Ende

Vorausschätzungen des IWF für 2003 und 2004 *)

Position	2001	2002	2003	2004
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 0,9	+ 1,8	+ 1,9	+ 2,9
darunter:				
USA	+ 0,3	+ 2,4	+ 2,2	+ 3,6
Japan	+ 0,4	+ 0,3	+ 0,8	+ 1,0
EWU	+ 1,4	+ 0,8	+ 1,1	+ 2,3
Verbraucherpreise 2)	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,2	+ 1,5	+ 1,9	+ 1,7
darunter:				
USA	+ 2,8	+ 1,6	+ 2,3	+ 2,3
Japan	- 0,7	- 0,9	- 0,7	- 0,6
EWU	+ 2,6	+ 2,3	+ 2,0	+ 1,5
Arbeitslosigkeit	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	5,9	6,4	6,6	6,5
darunter:				
USA	4,8	5,8	6,2	5,9
Japan	5,0	5,4	5,5	5,4
EWU	8,0	8,3	8,8	8,7

* Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2003. — 1 Einschl. Taiwan, Hongkong, Südkorea und Singapur. — 2 Preisindex für die Lebenshaltung bzw. HVPI für den Euro-Raum.

Deutsche Bundesbank

letzten Jahres und in Großbritannien im Februar 2003 gesenkt worden. Die EZB hat die Leitzinsen Anfang Dezember und Anfang März reduziert. In den USA und in Großbritannien befindet sich auch die Finanzpolitik weiterhin auf expansivem Kurs. Im Euro-Raum wird den automatischen Stabilisatoren nach wie vor Wirkungsspielraum gegeben.

Der insgesamt schwache wirtschaftliche Start in das Jahr 2003 und die bestehenden konjunkturellen Belastungen haben die Wachstumsperspektiven für das Gesamtjahr spürbar gedämpft. So hat der IWF in seiner jüngsten Vorausschätzung vom März die Prognose für das globale Wirtschaftswachstum vom September 2002 um einen halben Prozentpunkt auf 3,2 % zurückgenommen; damit ginge es nur wenig über die im Jahr 2002 erzielte Rate

IWF-Prognose
für die Welt-
wirtschaft, ...

hinaus. Der reale Welthandel werde aber – so der IWF – mit 4,3 % deutlich stärker expandieren als in den beiden Jahren zuvor. Dabei wurde ein rasches Ende des Irakkriegs und ein durchschnittlicher Ölpreis von 31 US-\$ unterstellt. Die nach unten gerichteten Korrekturen betrafen fast alle großen Wirtschaftsräume. Erst für 2004 werde sich das globale Expansionstempo merklich auf 4,1 % verstärken.

... Fortgeschrittene Volkswirtschaften und ...

Das Wachstum in den so genannten Fortgeschrittenen Volkswirtschaften wird dem IWF zufolge im Jahresdurchschnitt 2003 mit 1,9 % nur wenig höher ausfallen als im Vorjahr. Dahinter verbergen sich jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Industrieländern. Allein unter den G7-Staaten reicht die Spanne von 0,5 % für Deutschland, das in dieser Gruppe noch hinter Japan liegt, bis zu 2,8 % für Kanada. Für die zu den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften zählenden jungen asiatischen Industrieländer (Korea, Taiwan, Singapur und das chinesische Verwaltungsgebiet Hongkong) wird ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 4,1 % (nach einem Wachstum von 4,6 % im vergangenen Jahr) prognostiziert.

... Schwellenländer

Eine leichte Besserung erwartet der IWF für Lateinamerika; die gesamtwirtschaftliche Produktion werde dort um 1,5 % steigen, nachdem sie im Jahr zuvor praktisch stagniert hatte. Dahinter stehen vor allem die günstigeren Perspektiven Brasiliens und Mexikos. Zudem könnte in Argentinien erstmals seit 1998 wieder ein Produktionsplus erreicht werden. Das Wachstumstempo in den EU-Beitrittsländern werde mit 3,4 % gegenüber dem Vorjahr weiterhin hoch bleiben, auch wenn im

Vergleich zur Herbstschätzung leichte Abstriche gemacht wurden. Die Prognose für Russland für 2003 ist dagegen erheblich reduziert worden, und zwar von 4,9 % auf 4,0 %. Ausschlaggebend dafür sind die immer mehr zu Tage tretenden Schwächen der Wirtschaft außerhalb des prosperierenden Ölssektors. Die Schwellenländer in Süd- und Ostasien (einschl. China) werden dem IWF zufolge um 6,3 % und damit fast genauso stark wie im Vorjahr expandieren.

Die Prognosen des IWF für die jungen asiatischen Industriestaaten und die ostasiatischen Schwellenländer werden jedoch auf Grund der negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der sich in der Region ausbreitenden Atemwegserkrankung SARS mehr und mehr in Frage gestellt. Die Tourismusindustrie ist bereits spürbar in Mitleidenschaft gezogen worden. Dies betrifft vor allem Hongkong und Singapur, in geringerem Maße auch Malaysia, Thailand und Indonesien. Zudem ist zu beobachten, dass die Einwohner in den betroffenen Gebieten ihren Konsum einschränken. In China, wo bisher die meisten Krankheitsfälle registriert wurden, fallen zwar die Einbußen im Tourismussektor gesamtwirtschaftlich wenig ins Gewicht, in manchen Ballungszentren haben sich aber die Konsumgewohnheiten der Menschen ebenfalls verändert. Auch wenn sich die Beeinträchtigungen beim BIP-Wachstum in der Region zurzeit noch nicht zuverlässig abschätzen lassen, so ist doch zu konstatieren, dass aus Ostasien weniger expansive Impulse für die Weltwirtschaft zu er-

Ökonomische Folgen der SARS-Krankheit

warten sind, als noch vor wenigen Monaten prognostiziert wurde.¹⁾

USA

In den USA ist das reale BIP im ersten Quartal nach vorläufigen Berechnungen saison- und kalenderbereinigt um ½ % und damit nur wenig stärker als im Herbst 2002 gestiegen. Der Stand vor Jahresfrist wurde um 2 % übertroffen, verglichen mit 3 % im zweiten Halbjahr 2002. Die private Endnachfrage, die die konjunkturelle Grundtendenz besser wiedergibt als das BIP, hat in den Wintermonaten saisonbereinigt lediglich um ¼ % zugenommen. Der private Konsum als die bei weitem wichtigste Nachfragekomponente blieb mit einem Plus von ¼ % auf dem im Vorquartal eingeschlagenen flachen Wachstumspfad. Dabei wurde für Gebrauchsgüter, insbesondere Kfz, preisbereinigt erneut weniger ausgegeben. Zu der schon seit Herbst 2002 anhaltenden Kaufzurückhaltung der privaten Haushalte in den USA dürften unter anderem die Verunsicherungen im Gefolge der Zuspitzung des Irak-Konflikts und die damit zusammenhängende erhöhte Angst vor neuen Terroranschlägen beigetragen haben. Dies reflektiert auch die private Sparquote, die im ersten Quartal praktisch auf dem erhöhten Niveau des Vorquartals verharrte.

Nach dem raschen Ende des Krieges scheinen die Verunsicherungen und Ängste der amerikanischen Konsumenten allerdings an Bedeutung zu verlieren. Das Konsumentenvertrauen hat sich jedenfalls zuletzt wieder deutlich verbessert. Außerdem ist die reale Kaufkraft durch den Rückgang der Ölpreise gestärkt worden. Dies kommt auch in der Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe zum Aus-

druck, die sich von 3,0 % im März auf 2,2 % im April vermindert hat. Bei den privaten Haushalten bestehen aber nach wie vor noch erhebliche Zweifel an der Stabilität der gegenwärtigen Verhältnisse. Diese gründen sich nicht zuletzt auf die anhaltend unbefriedigende Arbeitsmarktlage. Die Zahl der Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft ist in den letzten Monaten weiter gesunken; vor allem im Verarbeitenden Gewerbe wurden Stellen abgebaut. Die Arbeitslosenquote stieg saisonbereinigt von 5,7 % im Januar auf 6,0 % im April und lag damit wieder so hoch wie im Dezember 2002.

Als Wachstumsbremse erwiesen sich neben den Lagerinvestitionen, die sich im Vergleich zur Vorperiode halbierten, vor allem die gewerblichen Anlageinvestitionen. Sie gingen in den Wintermonaten – nach einer leichten Belebung im vierten Quartal 2002 – um saisonbereinigt 1 % zurück und unterschritten damit den Höchststand im Sommer 2000 um 12 ½ %. Dies überrascht insofern nicht, als die Kapazitätsauslastung in der Industrie zuletzt erneut rückläufig war; sie ist inzwischen so niedrig wie seit dem Frühjahr 1983 nicht mehr. Für das laufende Jahresviertel stimmt jedoch positiv, dass die Aufträge für langlebige Güter im Durchschnitt der vergangenen Monate merklich zugenommen haben.

Expansive Impulse für das Wachstum im ersten Quartal gingen dagegen erneut von den Investitionen in neue Wohnbauten aus, die

1 Der Weltbank zufolge könnte sich der Wachstumsverlust in der betroffenen Region 2003 auf einen drittel Prozentpunkt belaufen. Dabei handelt es sich jedoch um eine sehr grobe Schätzung.

saisonbereinigt um knapp 3 % zulegten und das entsprechende Vorjahrsniveau um 6 ¼ % übertrafen. Ausschlaggebend dafür waren die weiter steigenden Preise für Wohnimmobilien und die historisch niedrigen Hypothekenzinsen. Das BIP-Wachstum in den USA wurde rein rechnerisch auch vom Außenhandel mit Gütern und Dienstleistungen gestützt. Der reale Außenbeitrag verbesserte sich – gemessen am BIP – um einen viertel Prozentpunkt; dabei sanken die Importe deutlich stärker als die Exporte.

Japan

In Japan lag das reale BIP im letzten Jahresviertel 2002 – getragen von den Exporten – saisonbereinigt um 2 ¼ % über dem Stand von Ende 2001. Auf Grund des niedrigen Ausgangsniveaus wurde im Jahresdurchschnitt allerdings nur ein Plus von ¼ % erzielt. Im ersten Quartal 2003 verharrte die gesamtwirtschaftliche Produktion saisonbereinigt auf dem Niveau der Vorperiode; gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit nahm sie aber noch um 2 ¾ % zu. Expansive Impulse gingen erneut von den gewerblichen Investitionen aus. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte war – ausgehend von einem schwachen Ergebnis im Vorquartal – in den Wintermonaten ebenfalls nach oben gerichtet. Die konjunkturelle Grundtendenz ist hier jedoch nach wie vor recht flach. Dies hängt nicht zuletzt mit der bisher ausgebliebenen Trendwende bei den Arbeitnehmerinkommen und der unverändert schlechten Arbeitsmarktlage zusammen. Gebremst wurde das BIP-Wachstum in Japan durch die anhaltend rückläufigen Tendenzen bei den Wohnungsbauinvestitionen und den investiven Staatsausgaben. Außerdem sind die Lagerinvestitionen gesun-

ken. Darüber hinaus gingen die realen Exporte im ersten Quartal 2003 saisonbereinigt erstmals seit Ende 2001 wieder zurück. Der Preisrückgang auf der Verbraucherstufe ist im März/April – gemessen an der Vorjahrsrate – praktisch zum Stillstand gekommen, nachdem er sich in den Monaten zuvor bereits deutlich abgeschwächt hatte. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet hat sich der Abstand gegenüber dem Vorjahr auf – 0,3 % vermindert.

Die Produktionstätigkeit in Großbritannien hat im Winterquartal 2003 nach ersten Berechnungen saison- und kalenderbereinigt um ¼ % zugenommen, verglichen mit ½ % beziehungsweise 1 % in den beiden Vorquartalen. Das Niveau vor Jahresfrist wurde zuletzt um 2 ¼ % übertroffen. Für die Wachstumsverlangsamung war die nachlassende Dynamik im Dienstleistungssektor ausschlaggebend, der in den letzten Jahren die wichtigste Stütze der britischen Konjunktur gewesen war. Die Erzeugung in der Industrie ist im Dreimonatsdurchschnitt Januar/März saisonbereinigt zwar weiter gesunken, aber nicht mehr ganz so stark wie im Herbst 2002.

Großbritannien

Die Verbraucherpreise ohne Hypothekenzinsen (RPIX), auf deren Grundlage die britische Regierung ihr – von der Bank of England zu erreichendes – Inflationsziel definiert, stiegen im ersten Quartal 2003 gemessen am Vorjahrsabstand um 2,9 %. Dies war die höchste Teuerungsrate seit dem Frühjahr 1998. Dahinter stehen vor allem kräftige Steigerungen der Preise für Wohnen, Haushaltsdienstleistungen und Energie. Im April verfehlte die Preissteigerungsrate mit 3,0 % erneut das In-

flationsziel von 2,5 %. Diese Zielrate deutet auf den ersten Blick insofern auf eine recht großzügige stabilitätspolitische Vorgabe hin, als die Preisnorm im Euro-Raum auf unter 2 % festgelegt ist. Am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessen, auf den sich die EZB stützt, lag die Teuerung in Großbritannien im März mit 1,6 % jedoch nicht nur um einen halben Prozentpunkt unter der EWU-Preissteigerungsrate, sondern auch innerhalb der für den Euro-Raum definierten Stabilitätsnorm.²⁾

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*BIP-Wachstum
im Herbst 2002*

Das reale BIP ist im Euro-Raum im vierten Quartal 2002 saisonbereinigt kaum noch gewachsen (+ 0,1 %), nachdem es in den drei Quartalen zuvor jeweils um knapp ½ % zugenommen hatte. Im Jahresdurchschnitt stieg die gesamte Produktion um 0,8 %. Ausschlaggebend für die erneute Schwäche der EWU-Wirtschaft zum Jahresende 2002 war, dass die Exporte, die im Sommerhalbjahr der Konjunktur kräftige Impulse gegeben hatten, nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse das Niveau der Vorperiode unterschritten. Dieser retardierende Effekt konnte durch das leicht höhere Wachstum der realen Inlandsnachfrage allerdings etwas abgemildert werden.

*Konjunktur
nach der
Jahreswende*

Auch nach der Jahreswende 2002/2003 blieb die Konjunktur im Euro-Raum ohne Schwung. Der jetzt erstmals veröffentlichten Schnellschätzung von Eurostat zufolge stagnierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Quartal saisonbereinigt auf dem Stand vom

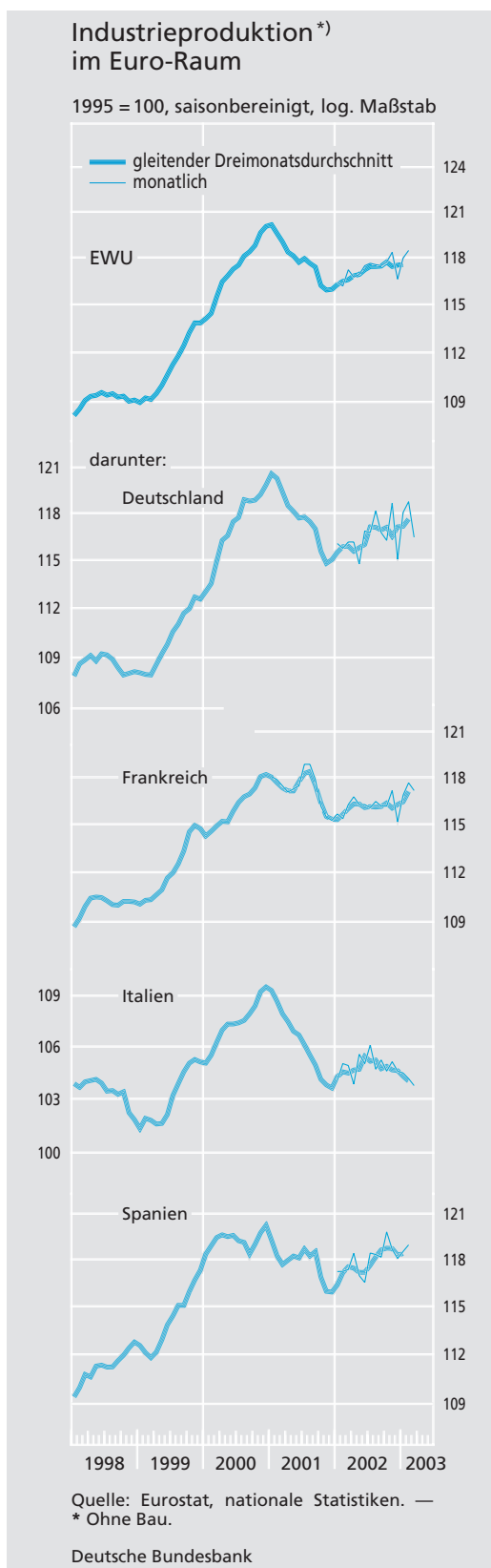
Herbst 2002 und war damit um 0,8 % höher als in der entsprechenden Vorjahrszeit – Informationen zu den einzelnen Nachfragekomponenten liegen noch nicht vor.³⁾ Die Industrie produzierte im Zweimonatsdurchschnitt Januar/Februar saisonbereinigt zwar gut ½ % mehr als im Mittel des vierten Quartals 2002. Dabei sind allerdings feier- und brückentagsbedingte „Produktionsverlagerungen“ zu beachten. Gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit wurde ein Zuwachs um 1½ % erzielt. Nach den ersten Länderergebnissen dürfte die Ausbringung jedoch im März saisonbereinigt gesunken sein. Darauf deutet auch der Rückgang der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe im Zeitraum Januar/April hin, die zuletzt wieder fast so niedrig war wie im ersten Halbjahr 1997.

Der Indikator für das Industrietrauen gab in den Monaten Januar bis April stetig nach. Der Rückgang im April ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Auftragsbestände von den befragten Unternehmen deutlich

EU-Umfrage

² Ein wichtiger methodischer Unterschied liegt darin, dass beim HVPI die Basisaggregation generell durch geometrische Mittelung der Einzelpreise und nicht – wie beim RPIX – durch arithmetische Mittelung der Preismesszahlen bzw. der Einzelpreise vorgenommen wird. Außerdem unterscheidet sich aus konzeptionellen Gründen die Zusammensetzung der jeweiligen Warenkörbe, insbesondere im Hinblick auf die Wohnungsnutzung.

³ Der sog. „flash estimate“ des BIP-Wachstums im Euro-Raum soll – nach den Verlautbarungen von Eurostat – ab sofort etwa sechs bis sieben Wochen nach dem Ende des Berichtsquartals veröffentlicht werden. Die Schnellschätzung erfolgt zum einen auf der Grundlage der BIP-Daten der Mitgliedstaaten, für die diese Angaben bereits vorliegen; das waren Mitte Mai, als die Zahlen für das erste Quartal bekannt gegeben wurden, Deutschland, Italien, die Niederlande und Griechenland. Zum anderen stützen sich die Berechnungen im Falle Spaniens und Frankreichs, für die in dieser Frist noch keine BIP-Angaben für das abgelaufene Quartal verfügbar sind, auf andere relevante Indikatoren, wie z.B. den Index der Industrieproduktion. Die erste reguläre BIP-Schätzung für den Zeitraum Januar/März 2003 ist für den 5. Juni 2003 angekündigt.



schlechter eingestuft wurden als zuvor. Dies deckt sich auch mit dem Ergebnis der vierteljährlichen Erhebung, demzufolge die negativen Antworten bei der Beurteilung der Exporterwartungen im April erstmals seit Anfang 2002 wieder in der Überzahl waren. Das Konsumentenvertrauen hat sich allerdings – ähnlich wie in den USA – nach dem Ende des Irakkriegs rasch erholt. Die Stimmungsverbesserung stützt sich besonders auf eine günstigere Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den nächsten zwölf Monaten.

Der Anstieg der Arbeitslosigkeit hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2003 deutlich beschleunigt. Dazu mag auch die außergewöhnlich lange Frostperiode in den nördlicher gelegenen Mitgliedstaaten beigetragen haben. Saisonbereinigt waren im Durchschnitt des ersten Vierteljahrs 12,1 Millionen Personen ohne Arbeit, verglichen mit 11,3 Millionen ein Jahr zuvor. Die standardisierte Arbeitslosenquote belief sich auf 8,6%, gegenüber 8,1% Anfang 2002. Von der weiteren Eintrübung der Arbeitsmarktlage war Portugal am stärksten betroffen, gefolgt von den Niederlanden. Aber auch in Deutschland nahm die Erwerbslosigkeit relativ kräftig zu. Bemerkenswert ist, dass die vier großen Mitgliedsländer Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien jetzt über dem EWU-Durchschnitt liegen.

Arbeitslosigkeit

Unter dem Einfluss der krisenbedingt gestiegenen Rohölnotierungen zogen die Verbraucherpreise in den Wintermonaten 2003 verstärkt an. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet erhöhten sie sich um nicht

Verbraucherpreise

Verbraucherpreise in der EWU

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2002				2003	
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	April
Nahrungs- und Genussmittel	4,9	2,9	2,3	2,3	2,0	2,4
Energieträger	- 2,1	- 2,3	- 0,7	2,9	7,0	2,2
Gewerbliche Waren ohne Energieträger	1,7	1,6	1,3	1,2	0,7	0,8
Dienstleistungen	3,1	3,1	3,3	3,1	2,7	2,9
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1
nachrichtlich: ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energieträger	2,6	2,6	2,5	2,3	2,0	2,2

Deutsche Bundesbank

weniger als 3,2 %. Weil der Preisanstieg in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 aber noch recht verhalten gewesen war, verteuerte sich die Lebenshaltung im ersten Quartal 2003 „nur“ um 2,3 % im Vorjahrsvergleich. Ganz wesentlich für das erneute Überschreiten der Stabilitätsnorm war der deutliche Anstieg der Energiepreise, der sich gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum auf 7,0 % belief. Ohne die volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel betrug die Teuerung im Vorquartalsvergleich saisonbereinigt hingegen unverändert 0,5 %. Hochgerechnet entspricht dies einer Jahresrate von 2,0 %. Auch in der Vorjahrsbetrachtung hat sich die Kernrate von 2,3 % im vierten Quartal 2002 auf 2,0 % verringert. Die Unterschiede zwischen den nationalen Teuerungsraten blieben recht hoch. So stiegen die Ver-

braucherpreise in Irland um 5,0 % und in Portugal um 4,0 %, während sie sich in Deutschland nur um 1,1 % erhöhten. Mit der Verringerung des Rohöls auf den internationalen Märkten ermäßigte sich auch der Preisanstieg auf der EWU-Ebene. Im April gingen die Verbraucherpreise saisonbereinigt leicht zurück, und der Vorjahrsabstand verminderte sich auf 2,1 %.

Leistungsbilanz und Wechselkurse

Auf Grund der weiterhin gedämpften Entwicklung der Weltwirtschaft verzeichneten die Exporteure im Euro-Raum zur Jahreswende 2002/2003 kaum belebende Impulse aus ihrem Geschäft mit Abnehmern in Drittländern. So unterschritten die Warenausfuhr-

*Außenhandel
und Leistungs-
bilanz*

ren von Dezember 2002 bis Februar 2003 (statistische Angaben liegen bis zu diesem Zeitpunkt vor) in saisonbereinigter Rechnung das Niveau der drei vorangegangenen Monate um 1 %. Gleichzeitig legten die Wareneinfuhren in den letzten drei Monaten mit ½ % gegenüber der Vorperiode nur wenig zu. Im Ergebnis ging der Handelsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum Dezember/Februar auf 30 Mrd € zurück, nachdem er sich zuvor – September bis November 2002 zusammen genommen – noch auf 33 Mrd € belaufen hatte.

Darüber hinaus weitete sich das Defizit im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit Partnern außerhalb des Euro-Gebiets gegenüber dem Vorzeitraum (saisonbereinigt) beträchtlich aus. Dazu haben vor allem die gestiegenen Netto-Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen, aber auch das niedrigere Plus in der Dienstleistungsbilanz beigetragen. Dagegen verringerte sich der Passivsaldo in der Bilanz der laufenden Übertragungen geringfügig, konnte aber die Verschlechterung in den beiden anderen Teilbilanzen nicht ausgleichen. Insgesamt schloss daher die Leistungsbilanz der EWU nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen von Dezember bis Februar mit einem Überschuss von 11½ Mrd €, der damit um 7½ Mrd € hinter sein Plus vom vorausgegangenen Dreimonatszeitraum zurückfiel.

Der Euro hat seit Jahresbeginn erheblich an Wert gewonnen. Dabei wurde das Geschehen an den Devisenmärkten zunächst vor allem durch die geopolitischen Spannungen geprägt. Die Zuspitzung des Irak-Konflikts

und der Kriegsbeginn haben die Verunsicherung der Marktteilnehmer über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft erhöht; dies schlug sich vor allem in häufig wechselnden Kursbewegungen des US-Dollar nieder. Mit dem Ende der Kampfhandlungen werden an den Devisenmärkten inzwischen aber wieder die Fundamentalfaktoren stärker beachtet. Im Ergebnis hat dies den Euro weiter gestärkt, so dass er Mitte Mai gegenüber verschiedenen Währungen neue Höchststände verzeichnete.

Nachdem sich der Euro-Dollar-Kurs im Februar dieses Jahres auf einem Niveau von rund 1,08 US-\$ stabilisiert hatte, setzte er in der ersten Märzhälfte seine Aufwärtsbewegung fort und erreichte mit einem Kurs von 1,11 US-\$ den bis dahin höchsten Stand seit vier Jahren. Ausgelöst wurde die erneute Befestigung des Euro gegenüber dem US-Dollar durch die Veröffentlichung unerwartet schwacher US-Konjunkturindikatoren und negativer Meldungen über die Lage am amerikanischen Arbeitsmarkt. Daneben dürften politische Faktoren den US-Dollar belastet haben. Der Anfang März vorgenommene Zinssenkungsschritt der Europäischen Zentralbank hatte dagegen keinen erkennbaren Einfluss auf die weitere Kursentwicklung. Mitte März musste der Euro die zuvor erzielten Kursgewinne vorübergehend wieder abgeben, als mit dem Ultimatum der USA gegenüber der irakischen Führung deutlich wurde, dass ein Krieg gegen den Irak unmittelbar bevorstand.

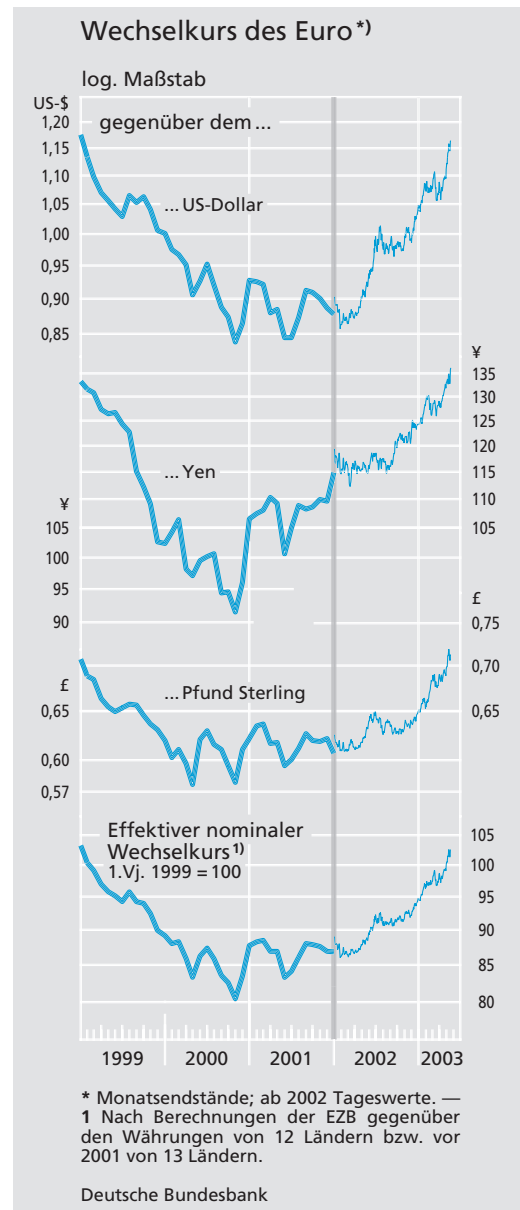
Mit dem Beginn des Irakkriegs fiel einer der Gründe für die bestehende Unsicherheit an den Devisenmärkten weg, und der US-Dollar

US-Dollar

konnte sich gegenüber allen wichtigen Währungen zunächst spürbar befestigen. In der Folgezeit bestimmten im Wesentlichen die aktuellen Nachrichten zum Kriegsverlauf die Kursentwicklung. Erst nach dem Ende der Kampfhandlungen wurden ökonomische Faktoren, wie das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA, die Unsicherheit über die weitere Entwicklung des US-Haushaltsdefizits und negative Meldungen über den Zustand der US-Konjunktur, wieder verstärkt beachtet. Zusammen mit der positiven Zinsdifferenz von Euro-Anlagen haben sie letztlich den Außenwert des Euro erhöht. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei knapp 1,17 US-\$ und damit 1,2% unter seinem Höchststand zu Beginn der Währungsunion.

Yen

Auch gegenüber dem Yen hat der Euro unter Schwankungen deutlich zugelegt. In der ersten Februarhälfte setzte sich seine Aufwärtsbewegung zunächst zwar weiter fort; anschließend musste er aber einen Teil der zuvor erzielten Wertzuwächse wieder abgeben. Bei der vorübergehenden Aufwertung des Yen, die auch gegenüber dem US-Dollar zu beobachten war, dürfte die Repatriierung von Mitteln aus dem Ausland durch japanische Finanzinstitute kurz vor dem Ende des japanischen Fiskaljahres eine entscheidende Rolle gespielt haben. In der Folgezeit wurden auch die häufig wechselnden Bewegungen des Euro-Yen-Kurses durch Neuigkeiten über die Lage im Irak geprägt. Nach dem absehbaren Ende des Irakkriegs haben sich die Auftriebskräfte des Euro aber auch gegenüber dem Yen wieder durchgesetzt. Mitte Mai wurden die bisherigen Euro-Yen-Höchstkurse vom Februar 1999 mehrmals übertroffen. Zuletzt



lag der Euro mit 136 Yen 1,6% über seinem Einstandskurs zu Beginn der Währungsunion.

Im Gegensatz zu der Kursentwicklung gegenüber dem US-Dollar und dem Yen setzte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling seine Aufwärtsbewegung im Februar durchgängig fort und schwankte in der Folgezeit in recht engen Grenzen zwischen 0,68 Pfund Sterling und 0,70 Pfund Sterling. Auch gegenüber

Pfund Sterling

Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB

Der EZB-Rat hat eine gründliche Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB vorgenommen und in seiner Sitzung vom 8. Mai 2003 hierzu folgende Beschlüsse gefasst:

Preisstabilität wird weiterhin definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat stellte nun klar, dass seine Politik darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von nahe 2 % beizubehalten. Hierdurch berücksichtigt er eine ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz gegen Deflationsrisiken, einen eventuell vorliegenden Messfehler beim HVPI und mögliche Auswirkungen von Inflationsunterschieden innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Um die Kommunikation zu erleichtern, werden die „Einleitenden Bemerkungen“ des Präsidenten der EZB auf der Pressekonferenz nach der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat künftig neu strukturiert. Sie werden mit der Analyse gesamtwirtschaftlicher Indikatoren zur Ermittlung der kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität beginnen. Hierauf wird die monetäre Analyse folgen, in der die mittel- bis langfristigen Inflationstrends bewertet werden. Wie bislang will der EZB-Rat hierbei eine Reihe monetärer Indikatoren berücksichtigen, insbesondere die Geldmenge M3, ihre Komponenten und Gegenposten, vor allem die Kredite, sowie verschiedene Messgrößen der Überschussliquidität. Die monetäre Analyse dient dabei in erster Linie dazu, die sich auf Basis der kurz- bis mittelfristig ausgerichteten gesamtwirtschaftlichen Analyse abzeichnenden Risiken für die Preisstabilität aus mittel- bis langfristiger Perspektive zu überprüfen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwertes für das Wachstum der Geldmenge M3 zur Bewertung der monetären Entwicklung zu betonen, hat der EZB-Rat beschlossen, den Referenzwert nicht mehr regelmäßig in jährlichem Rhythmus zu überprüfen. Die ihm zu Grunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er gleichwohl auch weiterhin beurteilen und gegebenenfalls den Referenzwert anpassen.

Deutsche Bundesbank

dem US-Dollar wertete sich das britische Pfund im Berichtszeitraum etwas ab. Dabei wurde es durch vermehrte Anzeichen für eine Abschwächung der britischen Konjunktur belastet. Ähnlich wie gegenüber dem Yen erreichte der Euro auch gegenüber dem Pfund Mitte Mai mit bis zu 0,72 Pfund Sterling neue Höchstkurse. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er mit 0,71 Pfund Sterling knapp darunter.

Im Ergebnis hat sich der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets unter zwischenzeitlich relativ starken Kursausschlägen weiter aufgewertet. Zuletzt lag er noch 1% unter seinem Niveau vom Eintritt in die Währungsunion. Die in den letzten Monaten zu verzeichnende rasche und kräftige Erholung des Euro hat die Wettbewerbsposition der Anbieter aus dem Euro-Währungsgebiet sicherlich beeinträchtigt. Zugleich hat aber die Euro-Aufwertung – für sich genommen – zu günstigeren Einfuhrpreisen geführt. Für die künftige Entwicklung der Wirtschaft im Euro-Gebiet kommt es jetzt vor allem darauf an, die Wettbewerbsposition der Unternehmen durch eine Entlastung auf der Kostenseite zu stärken.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Nachdem das Eurosystem seine Zinssätze in den ersten beiden Monaten des Jahres zunächst auf dem seit Anfang Dezember 2002 herrschenden Niveau belassen hatte, beschloss der EZB-Rat am 6. März 2003, die

Zinssenkung im März

Sätze um jeweils einen viertel Prozentpunkt zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen seitdem 3,50 % beziehungsweise 1,50 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden seit dem 12. März 2003 durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2,50 % abgeschlossen. Mit der erneuten Zinssenkung nutzte der EZB-Rat den Spielraum, der durch den weiteren Rückgang der Inflationsrisiken entstanden war. Insbesondere das verhaltene Wirtschaftswachstum sowie der Kursanstieg des Euro hatten die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht verbessert. Zwar hatte sich im Frühjahr das Expansionstempo der Geldbestände nochmals spürbar beschleunigt, so dass die Liquiditätsausstattung weiter deutlich angestiegen war. Die insgesamt immer noch moderate Kreditexpansion im Euro-Währungsgebiet und die zurückhaltende langfristige Anlagebereitschaft bei Banken deuteten jedoch darauf hin, dass das starke monetäre Wachstum im Wesentlichen die ausgeprägte Vorliebe der Anleger für sichere und liquide Anlageformen zum Ausdruck bringt, die mit der Irak-Krise und der damit verbundenen großen Unsicherheit an den Finanzmärkten abermals zugenommen hatte. Insgesamt dürften deshalb von der gegenwärtig hohen Liquiditätsausstattung auf absehbare Zeit keine unmittelbaren Inflationsgefahren ausgehen.

*Geldmarkt von
Zinssenkungs-
erwartungen
geprägt*

Die Entwicklung am Geldmarkt war im ersten Quartal 2003 durch anhaltende Zinssenkungserwartungen gekennzeichnet, was insbesondere bei längeren Laufzeiten zu teilweise merklichen Abschlägen bei den Termin-

sätzen gegenüber den kurzfristigen Geldmarktsätzen geführt hatte. Der Tagesgeldsatz konnte gleichwohl meist recht eng am Mindestbietungssatz der Haupttendergeschäfte gehalten werden, so dass sich größere Abweichungen in der Regel auf das Ende der Erfüllungsperiode oder den Monatsultimo beschränkten. Im Vorfeld der EZB-Ratsitzung vom 6. März war es allerdings zu einer deutlichen Unterbietung beim Hauptrefinanzierungsgeschäft gekommen; die daraus resultierende Liquiditätsverknappung hatte zu spürbar steigenden Geldmarktzinsen geführt. Erst am Abwicklungstag des nächsten regulären Haupttenders am 12. März, der zur Überwindung der angespannten Liquiditätslage um ein weiteres Hauptrefinanzierungsgeschäft mit verkürzter Laufzeit ergänzt worden war (Tender-splitting), näherte sich der EONIA dem marginalen Zuteilungssatz wieder erkennbar an. Die Zinsstrukturkurve blieb aber auch nach dem Zinsschritt invers, da die Marktteilnehmer offenbar von einer weiteren Zinssenkung in den nächsten Wochen ausgehen.

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im ersten Vierteljahr 2003 erneut kräftig gestiegen. Saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet nahm sie im Berichtszeitraum um 7 ½ % zu, nach gut 7 % im vierten Quartal 2002. Gleichzeitig stieg der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten von 6,9 % für die Monate Oktober bis Dezember 2002 auf 7,7 % für Januar bis März 2003. Auf Grund der ausgeprägten Unsicherheit an den Finanzmärkten bevorzugten die Anleger weiterhin die in M3 enthaltenen sicheren und liquiden Anlageformen bei Banken. Dabei

*Geldmenge
stark gestiegen*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems erfolgte in den Frühjahrsmonaten ausschließlich durch den Einsatz von Hauptrefinanzierungsgeschäften. Auf Grund ausgeprägter Zinssenkungserwartungen im Vorfeld der jüngsten Leitzinssenkung des EZB-Rats Anfang März kam es im Haupttender per 4. März zu einer deutlichen Unterbietung, die vorübergehend zu einem starken Absinken der Zentralbankguthaben der Kreditinstitute und deren laufender Mindestreserveerfüllung führte. Zum Ausgleich der Liquiditätsverwerfung und zur Wiederherstellung ungefähr gleicher Tendervolumina hat das Eurosystem in der Folgewoche zusätzlich zum regulären Zweiwochengeschäft einen einwöchigen Haupttender abgeschlossen. (Eine solche Tendersplit-Operation wurde auch Anfang Mai durchgeführt, nachdem die Haupttendervolumina in der zweiten Aprilhälfte deutlich auseinander gelaufen waren.) Bei der Bemessung der Offenmarktgeschäfte achtete das Eurosystem im Berichtszeitraum zudem darauf, dass die Liquiditätseffekte aus den Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – vor allem gegen Ende der Erfüllungsperioden und zu den Monatswenden – möglichst zeitnah ausgeglichen wurden. Darüber hinaus galt es, den Mittelzufluss infolge der Ausschüttung des Bundesbankgewinns für das Geschäftsjahr 2002 am 26. März in Höhe von 5,4 Mrd € zu neutralisieren. Auf die ständigen Fazilitäten wurde von den Kreditinstituten – wie üblich – vorrangig im Rahmen ihrer abschließenden Reserverdispositionen zurückgegriffen. Der Tagesgeldsatz wich nur Anfang März im Nachgang zur Unterbietung und zum Ende der Reserveperioden stärker vom Haupttendersatz ab.

Von Januar bis April sind den Kreditinstituten durch die autonomen Liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 3,7 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Dies ist neben der erhöhten Banknotennachfrage (u.a. wegen der Osterfeiertage) auf den Anstieg der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem und den Rückgang der Netto-Währungsreserven zurückzuführen. Liquidisierend wirkten dagegen insbesondere die in den Sonstigen Faktoren enthaltene Gewinnausschüttung der Bundesbank und die Erhöhung der nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden Finanzaktiva des Eurosystems. Das Mindestreservesoll bildete sich im Berichtszeitraum um 0,9 Mrd € zurück. Den verbliebenen zusätzlichen Liquiditätsbedarf deckte das Eurosystem durch eine Aufstockung der Offenmarktgeschäfte um 3,1 Mrd € auf durchschnittlich 224,4 Mrd €.

1 Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 2 Einschl. Liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 3 Einschl. in Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

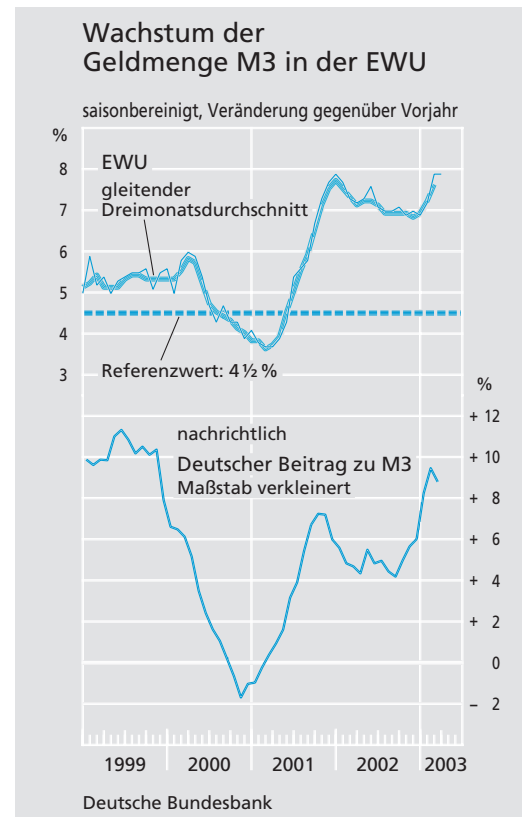
Position	24. Jan. bis 23. Feb.	24. Feb. bis 23. März	24. März bis 23. Apr.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 13,2	- 7,1	- 10,7
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 6,5	- 8,9	+ 7,0
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 4,5	- 3,9	- 15,1
4. Sonstige Faktoren ³⁾	+ 5,3	+ 7,4	+ 20,1
Insgesamt	+ 7,5	- 12,5	+ 1,3
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 7,7	+ 10,9	- 0,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	± 0,0	± 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,2	- 0,1	- 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,0	+ 0,2	- 0,1
Insgesamt	- 7,9	+ 11,0	- 0,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,5	- 1,5	+ 1,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,4	+ 1,5	- 1,0

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

nahm M3 vor allem vor Ausbruch des Irakkriegs in den Monaten Januar und Februar stark zu, als auch die Aktienkurse weiter zurückgegangen waren. Im März, als die Hoffnung auf ein rasches Ende des Konflikts zeitweilig der Entwicklung am Aktienmarkt wieder Auftrieb gab, fiel die Zunahme der Geldmenge M3 im Vergleich zu den Vormonaten hingegen recht moderat aus.

*Komponenten
der Geldmenge*

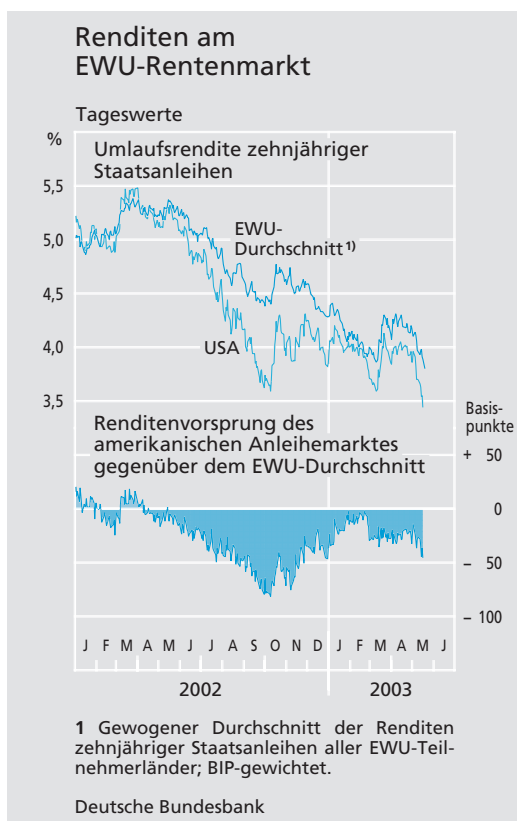
Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im Berichtsquartal sowohl der Bargeldumlauf als auch die täglich fälligen Einlagen gewachsen. Die erneut kräftige Zunahme der umlaufenden Banknoten und Münzen scheint weiterhin vor allem den Wiederaufbau von Bargeldhorten innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerzuspiegeln, die im Vorfeld der Euro-Bargeldeinführung stark verringert worden waren. Die anhaltend dynamische Expansion der Tagesgeldeinlagen dürfte neben den niedrigen Zinsen für alternative Anlagen mit längeren Bindungsfristen vor allem von Portfoliumschichtungen gefördert worden sein. Dies gilt wohl auch für die anderen kurzfristigen Bank-einlagen, die im Berichtszeitraum ebenfalls stark zulegen konnten. Dabei konzentrierte sich das Interesse jedoch ausschließlich auf Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die derzeit offenbar nicht nur in Deutschland als attraktive Anlageform angesehen werden. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren wurden im ersten Vierteljahr hingegen abgebaut. In saisonbereinigter Betrachtung sind die marktfähigen Finanzinstrumente im Berichtsquartal ebenfalls zurückgeführt worden, nachdem sie in den Sommer-



und Herbstmonaten noch zum Teil deutlich gestiegen waren. Dabei fiel zuletzt nicht nur die Zunahme der Repogeschäfte schwächer aus als im gleichen Zeitraum der Vorjahre. Die Anlagebestände an Geldmarktpapieren und Bankschuldverschreibungen wurden entgegen dem üblichen Saisonmuster sogar etwas abgebaut, während Geldmarktfondszertifikate weiter in recht großem Umfang erworben wurden.

In gewissem Kontrast zu dem starken Geldmengenwachstum steht seit einiger Zeit die relativ schwache Kreditexpansion im Euro-Gebiet. Im ersten Vierteljahr 2003 hat sich die Kreditausweitung zwar etwas verstärkt, mit einer annualisierten saisonbereinigten Jahresrate von knapp 4 1/2 % (nach 3 1/2 % im vierten Quartal 2002) sind die Buchkredite an den in-

*Bilanz-
gegenposten*



ländischen privaten Sektor aber deutlich langsamer gewachsen als die Geldbestände. Auch einschließlich der im Wege des Wertpapiererwerbs an den privaten Sektor herausgelegten Bankengelder ändert sich dieses Bild nicht nennenswert. Dagegen nahmen die MFI-Bestände an Wertpapieren öffentlicher Emittenten im Euro-Währungsgebiet im ersten Vierteljahr kräftig zu. Im Unterschied zu der insgesamt schwachen Kreditaufnahme stiegen damit zugleich die gesamten Ausleihungen der MFIs im Euro-Gebiet an inländische öffentliche Haushalte im ersten Quartal spürbar an.

Stärkere Anstöße hat die Geldmengenentwicklung im Berichtszeitraum vor allem auch von Mittelzuflüssen des inländischen Nichtbankensektors aus dem EWU-Ausland erhal-

ten, die in der konsolidierten Bilanz des EWU-Bankensystems in einem entsprechenden Anstieg der Nettoauslandsforderungen der MFIs ihren Niederschlag finden. Daneben hat auch die schwache Geldkapitalbildung bei MFIs im Euro-Währungsgebiet das Geldmengenwachstum gefördert. Insbesondere der Absatz längerfristiger Bankschuldverschreibungen war relativ gering und die Spareinlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten wurden weiter abgebaut.

Die Entwicklung am Kapitalmarkt war in den Wintermonaten maßgeblich von der Irak-Krise geprägt. Eine besondere Rolle spielte dabei der Ölpreis, der von November letzten Jahres bis Mitte März um über 10 US-\$ auf etwa 33 US-\$ pro Barrel gestiegen war. Diese Entwicklung belastete die weiteren Aussichten für die ohnehin schwache Konjunktur und veranlasste die Anleger, sich weiter von den Aktienmärkten zurückzuziehen und ihre Portfolios in die so genannten „sicheren Häfen“ der Anleihemärkte umzuschichten. Dadurch setzte sich der Abwärtstrend der langfristigen Zinsen zunächst fort, während die Notierungen an den Aktienmärkten weiter nachgaben. Mitte März erreichte die Umlaufrendite zehnjähriger EWU-Staatsanleihen mit Werten deutlich unter der 4%-Marke neue Tiefstände. In den Vereinigten Staaten fielen die Renditen von „Treasuries“ gleicher Laufzeit auf den niedrigsten Wert seit den fünfziger Jahren.

*Kapitalmarkt
im Bann der
Irak-Krise*

Erst nachdem sich aus der Sicht der Marktteilnehmer die Chance auf ein rasches Ende des schon lange schwelenden Konflikts verbessert hatten, kehrte sich die Entwicklung wieder

um. Erste Zeichen dafür waren schon vor Beginn des Krieges nach dem Scheitern der Verhandlungen im UN-Sicherheitsrat Mitte März zu erkennen. Offensichtlich interpretierten die Marktakteure die Ablehnung des britisch-amerikanischen Resolutionsentwurfs als Signal für einen unmittelbar bevorstehenden kurzen Krieg, der die verbreitete Unsicherheit rasch beenden könnte. Dementsprechend lösten sie einen Teil ihrer Anleihepositionen auf und investierten die Erlöse in riskanteren Instrumenten – etwa am Aktienmarkt. Infolgedessen stiegen die Renditen am europäischen Rentenmarkt bereits vor Kriegsbeginn innerhalb weniger Tage um knapp einen fünftel, in den Vereinigten Staaten sogar um einen Drittel Prozentpunkt an.

Nach den raschen anfänglichen Terraingewinnen der alliierten Truppen verfestigten sich die Hoffnungen auf einen kurzen Kriegsverlauf. Außerdem wurde absehbar, dass die befürchteten Auswirkungen auf die Ölversorgung der westlichen Industrieländer ausbleiben würden. Dies schlug sich in einem deutlichen Rückgang des Ölpreises auf „Friedensniveau“ sowie einem weiteren Anstieg der Zinsen am Kapitalmarkt nieder. Hinter dem Zinsanstieg standen in erster Linie verbesserte Wachstumserwartungen, was sich in einem Anstieg der Realzinsen äußerte. So stieg die reale Rendite der an den Harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Euro-Gebiet gekoppelten französischen Indexanleihe von unter 2 % auf rund 2 ¼ % an. Die Verbesserung der Wachstumserwartungen führte auch zu einer Erholung der Aktienkurse. Die Kursunsicherheit am Rentenmarkt – gemessen an der impliziten Volatilität des Bund Futures – blieb

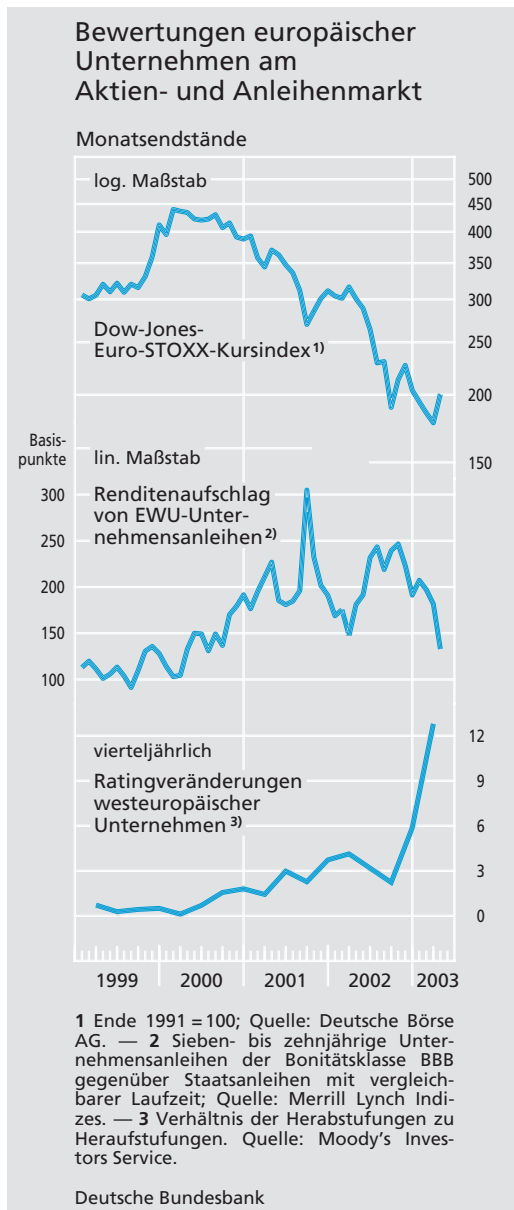
aber weiterhin auf hohem Niveau und bildete sich erst nach dem faktischen Ende der Kampfhandlungen im April etwas zurück. Die implizite Volatilität lag aber auch bei Abschluss dieses Berichts Mitte Mai immer noch deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre. Von einer nachhaltigen Entspannung am Kapitalmarkt kann daher noch immer nicht die Rede sein.

Trotz der ausgeprägten Kursunsicherheit am Rentenmarkt stehen die Finanzierungsbedingungen im Euro-Gebiet einem Aufschwung nicht entgegen. Die langfristigen Zinsen gingen nach dem Krieg auf ein Niveau um 4 % zurück und liegen damit gut einen Prozentpunkt unter den Werten vor Jahresfrist. Die Realzinsen sind im historischen Vergleich weiterhin ausgesprochen niedrig.

Auch die Zinsaufschläge europäischer Unternehmensanleihen haben sich deutlich reduziert. Besonders ausgeprägt war der Rückgang der Risikoprämien bei Anleihen mit einem BBB-Rating, die im Mai circa 1 ½ Prozentpunkte über Staatspapieren rentierten. Im Oktober 2002 lag der Zinsaufschlag noch über 2 ½ Prozentpunkten. Allerdings überzeichnet dieser Rückgang die Entspannung am Markt für Unternehmenspapiere, da er zum Teil auf Verzögerungen bei Rückstufungen durch die Rating-Agenturen zurückzuführen ist.⁴⁾ So wurden im vierten Quartal 2002 beinahe sechs Mal so viele Unterneh-

*Günstige
Finanzierungs-
bedingungen*

⁴ Rating-Agenturen reagieren auf Neuigkeiten unter Umständen mit einer gewissen Verzögerung. Bei einer generellen Risikozunahme führt dies zunächst zu einer Ausweitung der Zinsaufschläge einer Rating-Klasse. Nach der Herabstufung der Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Bonität sinkt der Zinsaufschlag dann wieder.



men herunter- wie heraufgestuft. Im ersten Viertel des laufenden Jahres stieg das Verhältnis der Rückstufungen zu den Heraufstufungen sogar auf 13:1 an. So erklärt es sich auch, dass sich die Entwicklung der Zinsspreads von Unternehmensanleihen zeitweise völlig von der des Aktienmarkts abzukoppeln schien. Erst ab Mitte März ging der Rückgang der Risikoprämien von Unternehmensanleihen mit steigenden Aktienkursen einher.

Auf Grund des Zinsanstiegs im mittleren und langfristigen Laufzeitbereich und der unverändert niedrigen Geldmarktzinsen ist der Verlauf der Zinsstrukturkurve in den Wintermonaten deutlich steiler geworden. Die Marktteilnehmer rechneten offensichtlich auf längere Sicht mit einer wirtschaftlichen Erholung und dementsprechend auch wieder steigenden Zinsen. In jüngster Zeit hat sich die Zinsstruktur allerdings wieder abgeflacht, worin sich wohl die Befürchtungen widerspiegeln, dass der Aufschwung nun doch weniger stark als Anfang April erwartet ausfallen könnte. Zugleich deutet der zuletzt schwächer werdende inverse Verlauf am kurzen Ende an, dass auf Jahresfrist zwar weiterhin von Zinssenkungen ausgegangen wird, danach aber steigende Zinsen erwartet werden.

Zinsstruktur spiegelt Wachstumserwartungen wider

Auch die Ertragsperspektiven der Unternehmen wurden zuletzt immer noch etwas vorsichtiger eingeschätzt als zu Jahresbeginn. Jedenfalls gehen die Aktienanalysten für das laufende und das kommende Finanzjahr mittlerweile von etwas geringeren Gewinnen pro Aktie aus. Da aber trotz des jüngsten Kursanstiegs am europäischen Aktienmarkt das Januarniveau noch nicht wieder erreicht wurde, hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Werte im EuroStoxx zwischen Januar und April erneut vermindert. Damit liegt das Bewertungsniveau derzeit recht deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Noch stärker gilt dies jedoch für amerikanische Aktien, für die das Kurs-Gewinn-Verhältnis, bei einer ähnlichen Kursentwicklung wie in Europa, auf Grund der verbesserten Gewinnerwartungen für die im S&P 500 abgebildeten Werte deutlich unter den Wert zu Jahresbeginn gesunken ist.

Gewinschätzungen und Bewertungsniveau gesunken