

# Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 2000/2001

# Internationales und europäisches Umfeld

## Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die Weltkonjunktur hat sich im Herbst letzten Jahres deutlich abgekühlt. Ausschlaggebend dafür war die starke Verlangsamung des Expansionstempos in den Vereinigten Staaten, die – ausgehend von einer sehr hohen Dynamik – nach der Jahresmitte einsetzte und sich im vierten Quartal noch akzentuiert hat. Zudem neigte die japanische Wirtschaft nach einer kurzen Phase der Erholung wieder zur Schwäche; die Anfang 2000 noch gehegten Hoffnungen auf einen dauerhaften Aufschwung haben sich bislang nicht erfüllt. In Westeuropa blieb das Wachstum vergleichsweise kräftig; allerdings hat die Konjunktur zuletzt etwas an Schwung verloren. Auf Grund der nicht mehr so starken expansiven Impulse aus den Industrieländern, insbesondere aus den USA, zeichnet sich auch in den ostasiatischen Schwellenländern – nach den teilweise sehr hohen Zuwachsraten der letzten beiden Jahre – eine Normalisierung des Wachstumsprozesses ab. Die noch bestehenden Strukturprobleme in einigen Volkswirtschaften kommen dadurch wieder deutlicher zum Vorschein. Für Lateinamerika ergibt sich ein eher heterogenes Bild. In Ländern mit intensiven Handelsbeziehungen zu den Vereinigten Staaten, wie zum Beispiel Mexiko, dominieren die bremsenden Außenhandels-effekte. Dagegen scheinen andere Staaten, vor allem solche mit einer engen Bindung ihrer Währungen an den US-Dollar, aber weniger starken Handelsverflechtungen mit der amerikanischen Wirtschaft, von der Senkung der amerikanischen Leitzinsen und der inzwischen erfolgten Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro zu profitieren.

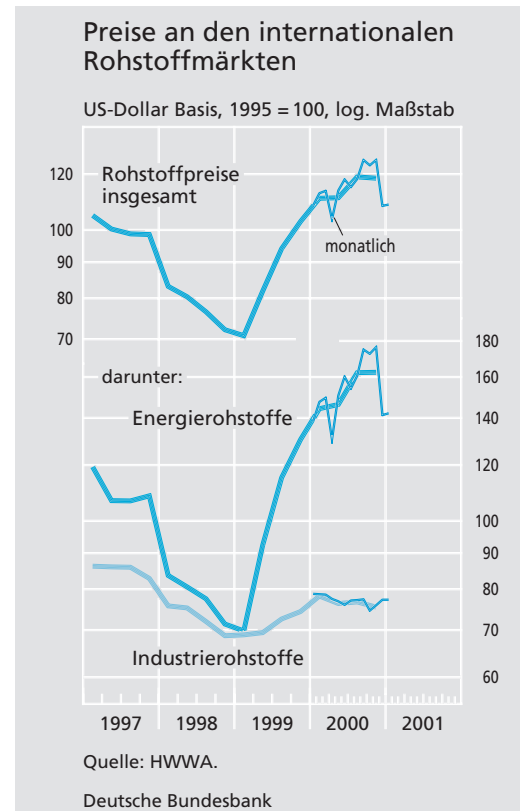
*Globale  
Konjunktur-  
abschwächung*

Die mittel- und osteuropäischen Staaten befanden sich bis zuletzt auf Expansionskurs. Dies gilt im besonderen Maße für Russland, das im Jahr 2000 mit schätzungsweise 7 ½ % das höchste Wachstum seit Anfang der neunziger Jahre verzeichnen konnte; dazu hat der kräftige Anstieg der Einnahmen aus dem Öl- und Gasexport maßgeblich beigetragen.

*Hauptursachen  
der weltweiten  
Wachstums-  
verlangsamung*

Die Abschwächung des globalen Wachstums lässt sich auf mehrere Ursachen zurückführen, denen von Region zu Region ein unterschiedliches Gewicht zukommt. Zu erwähnen sind vor allem die Nachwirkungen des kräftigen Anstiegs der Rohölpreise. Dies hatte in den Verbraucherländern erhebliche Realeinkommensverluste zur Folge, die den Privaten Verbrauch und die Ertragslage der Unternehmen belasteten. Nach Schätzungen der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute ist der Entzugseffekt der höheren Ölrechnung auf jeweils einen Drittel Prozentpunkt des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für die USA und Japan sowie auf mehr als zwei Drittel Prozentpunkte für den Euro-Raum zu veranschlagen. Die Hauptlast war in der zweiten Jahreshälfte zu tragen, zumal viele Haushalte angesichts der bis in den Herbst hinein anhaltenden Verteuerung von Energieträgern immer weniger in der Lage oder bereit waren, hierauf mit einer Reduzierung der Ersparnis zu reagieren. Darüber hinaus brachte im Unternehmensbereich das „Recycling der Petrodollars“ durch höhere Importe der Ölförderländer aus dem OECD-Raum keinen entsprechenden Ausgleich.

Außerdem waren die Finanzierungsbedingungen vor allem in den USA nicht mehr so



günstig wie zuvor. Die amerikanische Notenbank hob ihre Zinsen bis Mitte 2000 bei zunehmenden konjunkturellen Überhitzungserscheinungen mehrmals an. Hinzu kam, dass sich auf Grund einer Neueinschätzung der Bonitätsrisiken seitens der Anleger insbesondere der Renditeabstand amerikanischer Unternehmensanleihen gegenüber US-Staatsanleihen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres stark ausgeweitet hat und auch die Kreditkonditionen der Banken von einem vergleichsweise niedrigen Niveau aus spürbar anzogen. Nicht zuletzt gingen von der Talfahrt der Aktienkurse an den großen Börsen, die durch eine Neueinschätzung der Gewinnerwartungen beziehungsweise der Risikoprämien ausgelöst wurde, retardierende Einflüsse aus. Dies hat die Beschaffung von zusätzlichen Finanzierungsmitteln erschwert.

In den USA erhielt auch die Konsumnachfrage, die dort vergleichsweise stark auf Änderungen der Vermögenswerte reagiert, einen Dämpfer.

*Positive  
Korrekturen*

Dass sich die Stimmungslage binnen kurzem so stark eingetrübt hat, liegt nicht zuletzt an der starken Hebelwirkung der internationalen Finanzmärkte. Die gestiegenen Energiekosten, veränderte Finanzierungsbedingungen und vor allem korrigierte Absatz- und Gewinnerwartungen schlugen sich dort besonders rasch nieder. Dabei sollte jedoch nicht aus dem Blick geraten, dass die Korrekturen, die von vielen Marktteilnehmern erwartet wurden, auch positive Aspekte haben. So konnte der Euro an den Devisenmärkten inzwischen wieder Boden gut machen, und an den internationalen Ölmärkten hat sich die Lage tendenziell entspannt. Auch die Korrektur überzogener Ertragsperspektiven oder die veränderte Einschätzung von Unternehmensrisiken – namentlich im Bereich der „New Economy“ – sind aus allokativen Gründen prinzipiell durchaus positiv zu sehen. Zudem zeigen historische Beispiele, dass die Finanzmärkte bei der ökonomischen Bewertung neuer Technologien zu stärkeren Ausschlägen neigen.

Insofern können die Vorgänge der letzten Monate durchaus im Sinne einer Normalisierung verstanden werden, die sich letztlich auch im Wachstumsprozess niederschlägt. Allerdings kann bei einer Kumulation abrupterer Marktkorrekturen ein erhebliches Risikopotenzial für die realwirtschaftliche Entwicklung entstehen. Bis zuletzt gibt es aber keine Anzeichen für ein derartiges „Überschießen“, das in einen länger andauernden Abwärts-

prozess münden könnte. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die Wachstumsabschwächung von einem insgesamt hohen Auslastungsgrad der Kapazitäten erfolgte.

In welchem Maße sich das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr weltweit verlangsamen wird, hängt wohl vor allem von der weiteren konjunkturellen Entwicklung in den USA ab. Dies ergibt sich schon daraus, dass die amerikanische Wirtschaft mehr als ein Fünftel der Weltproduktion erzeugt und – nach dem Datenstand von 1999 – gut ein Sechstel der globalen Importe absorbiert. Zudem üben die amerikanischen Börsen einen starken Einfluss auf die internationalen Finanzmärkte aus.

*Bedeutung der  
USA für die  
Weltwirtschaft*

Das Meinungsbild über die US-Wirtschaft wird gegenwärtig von den starken Abwärtstendenzen bei wichtigen Stimmungsindikatoren dominiert. So ist der Conference-Board-Index für das Verbrauchervertrauen im Januar zum vierten Mal in Folge gesunken. Er lag zuletzt so niedrig wie seit Ende 1996 nicht mehr. Zudem hat sich der Rückgang des Einkaufsmanagerindex, der in den USA große Beachtung findet, nach der Jahreswende 2000/2001 verstärkt fortgesetzt. Das reale BIP wuchs nach ersten Schätzungen im vierten Quartal saison- und kalenderbereinigt noch um  $\frac{1}{4}$  % gegenüber der Vorperiode. Es war damit um  $3\frac{1}{2}$  % höher als Ende 1999. In diesem Zusammenhang ist auch der frühe und heftige Wintereinbruch in großen Teilen des Landes zu berücksichtigen, der zeitweise zu erheblichen Produktionsausfällen geführt hat. Im Jahresdurchschnitt 2000 nahm das reale BIP um 5 % zu, womit das stärkste Wachstum seit 1984 erzielt wurde. Im letzten

*Konjunkturlage  
in den USA ...*

Jahresviertel stützte vor allem die Nachfrage der privaten Haushalte die gesamtwirtschaftliche Produktion; sie nahm jedoch im Verlauf betrachtet mit  $\frac{3}{4}$  % deutlich moderater zu als in der Vorperiode. Dagegen konnten die Bruttoanlageinvestitionen und die Exporte das Ergebnis des Sommerquartals nicht halten. Da die Importe auf dem zuvor erreichten hohen Niveau stagnierten, weitete sich das außenwirtschaftliche Defizit nochmals aus.

Besonders stark ist das Verarbeitende Gewerbe von der Konjunkturabschwächung betroffen, auf das jedoch nur ein Sechstel der gesamtwirtschaftlichen Produktion entfällt. Die Industrieproduktion ist von Oktober bis Januar kontinuierlich gesunken und lag im Durchschnitt saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}$  % unter dem Stand des Sommerquartals. Damit ging auch ein Rückgang der Kapazitätsauslastung einher, die im Januar nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse so niedrig war wie seit 1992 nicht mehr. Der Dienstleistungssektor hat jedoch bis zuletzt weiter kräftig expandiert und auch neue Stellen geschaffen. Die Arbeitsplatzverluste im Produzierenden Gewerbe sind dadurch bei weitem überkompensiert worden. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist im Januar zwar erstmals seit längerem merklich gestiegen, sie lag aber mit saisonbereinigt 4,2 % immer noch auf einem sehr niedrigen Stand. Die Preistendenzen haben sich im Herbst wenig verändert. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe beläuft sich seit Oktober auf 3,4 %, und die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) bewegt sich seit Mitte 2000 auf einem Niveau von  $2\frac{1}{2}$  %.

Der IWF hat vor kurzem seine Prognose für das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft in diesem Jahr um drei viertel Prozentpunkte auf  $2\frac{1}{2}$  % nach unten korrigiert, was immer noch als „weiche Landung“ angesehen wird. Allerdings kann derzeit eine „holprige Landung“, also – nach herrschender Meinung – eine Verlangsamung des Expansionstempos auf weniger als 2 %, nicht ausgeschlossen werden. Der eingetretene Stimmungsumschwung in den USA hängt wohl auch damit zusammen, dass es den amerikanischen Verbrauchern und Investoren offensichtlich schwer fällt, sich nach einer langen Reihe außergewöhnlich guter Wirtschaftsjahre an ein schwächeres Expansionstempo anzupassen. Bisher gibt es aber kaum Anzeichen dafür, dass die Wirtschaft in einen breiten und sich selbst verstärkenden Kontraktionsprozess sowie eine länger andauernde Phase ausgeprägter Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten abgleiten könnte. Die längerfristig weiterhin zu erwartenden kräftigen Produktivitätszuwächse, der tendenzielle Rückgang der Ölpreise seit Anfang Dezember sowie die zweimalige Senkung der Notenbankzinsen im Januar dürften die Konjunktur auf mittlere Sicht stützen.

Die japanische Wirtschaft zeigt nach einem kräftigen Wachstum des realen BIP im ersten Halbjahr 2000 erneut Anzeichen einer konjunkturellen Schwäche. Im dritten Quartal ging das reale BIP saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}$  % gegenüber der Vorperiode zurück. Der Vorjahrsstand wurde lediglich um  $\frac{1}{2}$  % übertroffen. Die Industrieproduktion, die im Sommer noch merklich nach oben tendiert hatte, nahm im vierten Quartal nur wenig zu. Aus-

*... und Perspektiven für 2001*

*Japan*

schlaggebend dafür dürfte die nachlassende Exportdynamik im Gefolge der schwächeren Konjunktorentwicklung vor allem in den USA und den ostasiatischen Schwellenländern gewesen sein. Vom Privaten Verbrauch gingen auch im letzten Jahresviertel 2000 keine expansiven Impulse aus. Die privaten Investitionen scheinen jedoch die Konjunktur weiter gestützt zu haben. So waren die Maschinenbauorders aus dem Inland im Zeitraum Oktober/Dezember saisonbereinigt um 2 ½ % höher als im Sommer. Sie übertrafen das Niveau vor Jahresfrist um rund ein Fünftel. Alles in allem sind die Wachstumsperspektiven für 2001 eher zurückhaltend zu beurteilen. Vor diesem Hintergrund dürfte es auch im laufenden Jahr keinen nennenswerten hausgemachten Preisauftrieb geben. Die Phase sinkender Verbraucherpreise ist aber inzwischen wegen höherer Importpreise auf Grund der jüngsten Yen-Abwertung zu Ende gegangen.

#### Großbritannien

Auch in Großbritannien hat die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2000 an Schwung verloren. Das reale BIP wuchs im vierten Quartal nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um ¼ % gegenüber dem dritten Jahresviertel, in dem es noch um ¾ % zugenommen hatte. Der Stand vor Jahresfrist wurde um 2 ½ % übertroffen. Im Zentrum der wirtschaftlichen Abschwächung stand zwar erneut das Produzierende Gewerbe, aber auch im Dienstleistungssektor ließen die Auftriebskräfte nach. Gleichwohl zeigte sich der Arbeitsmarkt Ende 2000 mit einer saisonbereinigten Arbeitslosenquote von 5 ¼ % (standardisiert) weiterhin in einer recht günstigen Verfassung. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe (ohne Hypothekenzinsen)

war im Januar trotz der kräftigen Erhöhung der Ölpreise binnen Jahresfrist mit 1,8 % sogar noch etwas moderater als zwölf Monate zuvor und lag damit deutlich unter der Zielmarke der Bank of England von 2,5 %.

### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das Expansionstempo der Volkswirtschaften im Euro-Raum hat sich nach der Jahresmitte ebenfalls vermindert. Das reale BIP wuchs im Sommer saisonbereinigt mit gut ½ % gegenüber der Vorperiode nicht mehr so stark wie in den vier Quartalen zuvor, als es jeweils um rund 1 % zugenommen hatte. Ausschlaggebend dafür war die nachlassende Dynamik der Verbrauchskonjunktur auf Grund des ölpreisbedingten Kaufkraftentzugs. Im letzten Jahresviertel, für das noch keine gesamtwirtschaftlichen Angaben vorliegen, scheint sich die konjunkturelle Gangart im Euro-Raum erneut verlangsamt zu haben. Die Industrieproduktion nahm zwar im Oktober/November in der Tendenz weiter zu, der Abstand zum Vorjahresniveau hat sich jedoch von 6 % im Sommerhalbjahr auf 4 ¼ % verringert. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe ist im Zeitraum Oktober 2000 bis Januar 2001 saisonbereinigt betrachtet leicht gesunken, sie lag aber zuletzt immer noch deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt. Der Index für das Vertrauen in der Industrie gab im Januar vergleichsweise kräftig nach. Dagegen hat sich die Stimmung unter den Verbrauchern, die in den Monaten davor im Gefolge der Ölpreiserhöhung kräftig gesunken war, im Dezember/Januar wieder etwas verbes-

*Nachlassende  
Konjunktur-  
dynamik, ...*

## Auslastung der Kapazitäten des Verarbeitenden Gewerbes im Euro-Raum \*)

Saisonbereinigte Angaben in %

Land	Jahresdurchschnitt (JD) 1990/2000	2000				2001	Januar 2001 gegen JD 1990/2000 in %-Punkten
		Insgesamt	April	Juli	Oktober	Januar	
Euro-Raum 1)	81,7	83,8	83,6	83,9	84,6	84,4	+ 2,7
darunter:							
Belgien	79,9	84,0	84,5	84,2	84,5	84,8	+ 4,9
Deutschland	84,2	85,8	86,1	86,0	86,3	86,9	+ 2,7
Frankreich	84,4	87,4	86,3	87,9	89,1	88,8	+ 4,4
Italien	77,0	78,8	79,1	78,9	79,8	79,5	+ 2,5
Niederlande	84,0	84,7	84,6	85,0	84,6	85,2	+ 1,2
Spanien	77,8	80,6	80,5	80,3	80,8	80,1	+ 2,3
Nachrichtlich: EU 1)	81,8	83,4	83,2	83,6	84,0	84,0	+ 2,2

\* Quelle: EU-Konjunkturumfrage. — 1 Gewogenes Gesamtergebnis der Länderangaben.

Deutsche Bundesbank

sert. Mit der Eintrübung der Konjunktur in der EWU hat sich auch der Abbau der Arbeitslosigkeit im zweiten Halbjahr 2000 verlangsamt. Die standardisierte saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Dezember bei 8,7 %, verglichen mit 9,0 % zur Jahresmitte und 9,6 % vor Jahresfrist.

... EWU-Raum  
aber weiter auf  
Wachstumskurs

Das ruhigere Expansionstempo der EWU-Wirtschaft seit Mitte 2000 ist aus heutiger Sicht nicht als Vorbote einer ausgeprägten und nachhaltigen konjunkturellen Abschwächung zu verstehen. Vielmehr spricht einiges dafür, dass die Produktion im EWU-Raum weiter wachsen wird. Insbesondere dürften die zum Jahresbeginn 2001 in einigen Mitgliedsländern wirksam gewordenen Steuerentlastungen maßgeblich zur Stützung der Inlandsnachfrage beitragen. Die Finanzierungs-

bedingungen stehen einer solchen Entwicklung nicht im Wege. Zudem sind die Ausgabenspielräume der privaten Haushalte und Unternehmen durch den tendenziellen Rückgang der Ölpreise wieder gestiegen. Darüber hinaus wird die günstige Beschäftigungsentwicklung, die sich mit moderatem Tempo fortzusetzen scheint, den Privaten Verbrauch voraussichtlich weiter stützen. Allerdings ist einzuräumen, dass die Konjunkturrisiken auch in Europa zugenommen haben; vor allem eine „harte Landung“ der US-Wirtschaft könnte die Volkswirtschaften des Euro-Raums zeitweilig stärker beeinträchtigen.

Der Anstieg der Verbraucherpreise (HVPI) im Euro-Raum, der sich im Verlauf des Sommerhalbjahres forciert hatte, war im November mit einer Vorjahrsrate von 2,9 % besonders

Preise

hoch. Im Dezember ist die Teuerung unter dem Einfluss der rückläufigen Notierungen auf den internationalen Rohölmärkten und der Aufwertung des Euro wieder spürbar zurückgegangen; sie lag aber mit 2,6 % immer noch über dem zur Jahresmitte verzeichneten Wert (2,4 %). Ohne Energieträger und saisonale Nahrungsmittel, die ein besonders volatiles Verlaufsbild aufweisen, belief sich die Preissteigerung zuletzt auf 1,6 %. Die weiteren Aussichten für die Preisentwicklung sind im Wesentlichen davon abhängig, inwieweit es gelingt, Zweitrundeneffekte der im Jahr 2000 eingetretenen Ölpreiserhöhung in einem engen Rahmen zu halten. Dafür sind maßvolle Lohnsteigerungen, wie sie im vergangenen Jahr in Deutschland vereinbart worden sind, eine wesentliche Voraussetzung.

### EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

#### *Ausfuhren in Drittländer*

Unter dem Einfluss des bis in den Spätsommer hinein kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstums registrierten die Anbieter aus dem Euro-Raum anhaltend hohe Umsatzzuwächse im Exportgeschäft. In den letzten drei Monaten, für die entsprechende Zahlenangaben vorliegen (September/November 2000), übertrafen die Ausfuhren ihren Vergleichswert vom Vorjahr um gut 21 %. Ähnlich hohe Absatzerfolge hatte die Exportwirtschaft der Euro-Länder bereits in den vorangegangenen Monaten zu verzeichnen. Zum Teil spiegeln sich in den höheren Auslandsumsätzen zwar auch die gestiegenen Exportpreise wider, aber die realen Ausfuhrlieferungen haben sich im Vor-

jahrsvergleich mit einem Plus von schätzungsweise 12 % ebenfalls ausgesprochen dynamisch entwickelt.

Die Einfuhrumsätze mit Drittländern sind dagegen wesentlich stärker durch Preiserhöhungen aufgebläht. Das gilt insbesondere im Bereich der Energieträger. Im Dreimonatszeitraum September/November stiegen sie mit gut 24 % noch stärker als der Wert der Ausfuhren. Real gerechnet dürfte das Importwachstum mit schätzungsweise 4 % aber deutlich geringer ausgefallen sein als das Wachstum auf der Exportseite. Der (nominale) Außenhandelsüberschuss des Euro-Währungsgebiets hat sich in den Berichtsmonaten gleichwohl weiter vermindert (18 ½ Mrd Euro, nach 20 ½ Mrd Euro im Vorjahr).

#### *Einfuhren aus Drittländern*

Auf den Saldo der EWU-Leistungsbilanz hat diese Entwicklung allerdings nicht durchgeschlagen, da das Defizit im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets und Drittländern stärker zurückgegangen ist als die Überschüsse aus dem Warenhandel. In den letzten drei Monaten (September/November) belief es sich auf 21 ½ Mrd Euro, verglichen mit 26 Mrd Euro im Jahr zuvor. Insbesondere die Netto-Zahlungen von Erwerbs- und Vermögenseinkommen an Empfänger außerhalb des Euro-Gebiets sind mit knapp 4 ½ Mrd Euro in den Berichtsmonaten wesentlich niedriger als ein Jahr davor ausgefallen (8 ½ Mrd Euro). Auch das Minus in der Dienstleistungsbilanz war mit knapp 3 ½ Mrd Euro etwas niedriger als im Vorjahr (fast 4 Mrd Euro), während das Defizit bei den laufenden

#### *Leistungsbilanz*



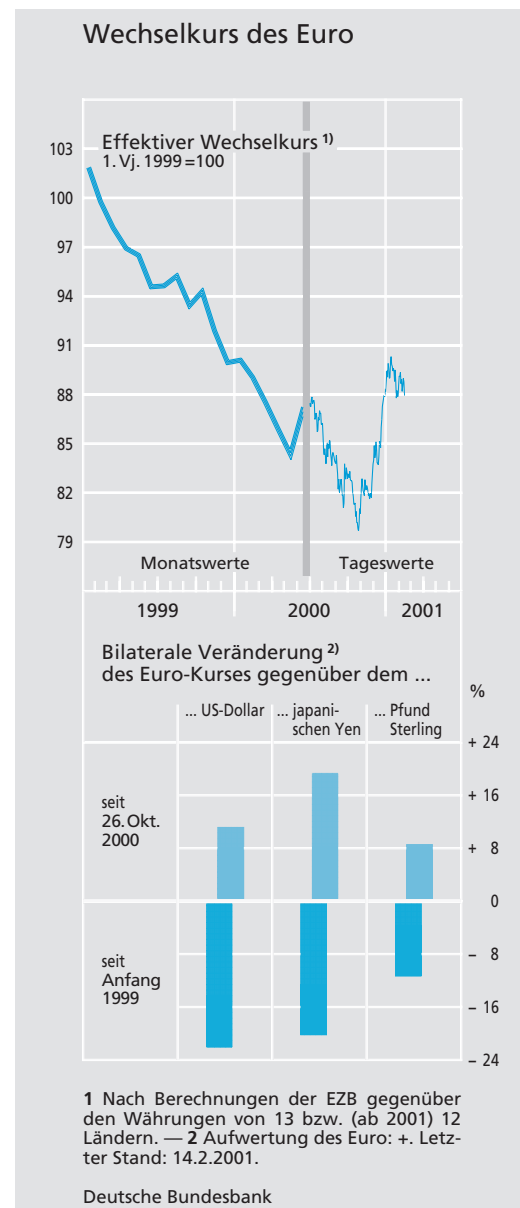
Übertragungen unverändert blieb (14 Mrd Euro). Insgesamt ergab sich ein Passivsaldo in der Leistungsbilanz der EWU von 3 Mrd Euro, verglichen mit 6 Mrd Euro im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

*Euro-  
Wechselkurs*

Der Euro gewann seit Ende Oktober vorigen Jahres, als er auf seinen bisher niedrigsten Stand gefallen war, deutlich an Wert. Zeitweise zogen die Euro-Kurse in den letzten Wochen des vergangenen Jahres so kräftig an, dass die Notierungen zum Jahresbeginn 2001, trotz der langen vorangegangenen Schwächephase, ihren Wert vom Vorjahr wieder übertrafen. Diese Entwicklung hat sich in den ersten beiden Wochen des neuen Jahres zwar in abgeschwächter Form noch fortgesetzt, in der Folgezeit musste der Euro diese Zugewinne aber wieder abgeben.

*US-Dollar*

Geprägt wurde die skizzierte Entwicklung insbesondere von den Veränderungen im Verhältnis zum US-Dollar. Zur Wende in der Kursentwicklung gegenüber dem US-Dollar war es Ende Oktober gekommen, als bekannt wurde, dass sich das Wachstum in den USA im dritten gegenüber dem vorhergehenden Quartal mehr als halbiert hatte und damit unerwartet niedrig ausfiel. Zusammen mit den sich mehrenden ungünstigen Nachrichten aus dem amerikanischen Unternehmenssektor, die bereits zuvor eine Umkehr der Kursentwicklung am Aktienmarkt eingeleitet hatten, gab dies Anlass zur Befürchtung der Marktteilnehmer, der amerikanischen Wirtschaft könne eine „harte Landung“ bevorstehen. Die sich rasch verschlechternde Stimmung an den Märkten erhielt Ende November und im Dezember zusätzliche Nahrung, als die



Wachstumswahlen für das dritte Quartal noch weiter nach unten korrigiert wurden. Auch andere Belastungsfaktoren wie die zunehmenden Leistungsbilanzdefizite und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte in den USA sind in der veränderten Marktlage wieder stärker beachtet worden. Dagegen erschienen die Wachstumsaussichten der Euro-Länder, verglichen mit denen der USA, erstmals seit längerem wieder in einem günstige-

ren Licht. Zum Jahresbeginn 2001 notierte der Euro bereits wieder bei 0,94 US-\$, was gegenüber dem bisher tiefsten Stand von 0,83 US-\$ gegen Ende Oktober 2000 einer Aufwertung von mehr als 13 % entspricht.

Unterstützt wurde die Kurskorrektur auch nach der Jahreswende durch die überraschende Zinssenkung der amerikanischen Notenbank um einen halben Prozentpunkt in den ersten Januartagen. Seitdem hat der Euro aber wieder etwas nachgegeben, weil Marktteilnehmer auch ihre Prognosen für die Euro-Länder gegenüber den Vorausschätzungen vom letzten Herbst leicht zurücknahmen, ohne damit allerdings die Gewichtsverschiebung in der wirtschaftlichen Wachstumsdynamik zu Gunsten der Euro-Länder in Zweifel zu ziehen. Überdies mögen nach der merklichen Kurskorrektur auch Gewinnmitnahmen an den Devisenmärkten eine Rolle gespielt haben. Nach der erneuten Zinssenkung der amerikanischen Federal Reserve um einen weiteren halben Prozentpunkt hat sich der Euro zwar kurzfristig gegenüber dem US-Dollar befestigt, fiel aber zuletzt wieder unter den Stand vom Anfang dieses Jahres.

Stärker als gegenüber dem US-Dollar hat sich der Euro in den letzten Monaten gegenüber dem Yen erholt. Zum Jahresbeginn 2001 wurde er zu 108 Yen gehandelt; der Kurs lag damit um gut 21 % höher als bei seinem Tiefstand gegen Ende Oktober (89 Yen). Schon im Herbst hatte sich der Fortgang der wirtschaftlichen Erholung Japans als fragwürdig erwiesen, nachdem Unternehmenszusammenbrüche die ungelösten Strukturprobleme in Japans Wirtschaft wieder stärker ins Blick-

feld gerückt hatten. Im Verlauf des Januar hat sich der Yen zwar parallel zum US-Dollar wieder etwas befestigt; mit einem Kurs von 105 Yen lag der Euro zuletzt aber immer noch 18 % über seinem Tiefstand vom Oktober.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling hat der Euro in den letzten Monaten wieder an Boden gewonnen. Die enge Verflechtung der britischen mit der amerikanischen Wirtschaft und der auch deshalb in den vergangenen Jahren weitgehende Gleichlauf der beiden Währungen haben diese Entwicklung durchaus erwarten lassen. Zeitweilig haben überdies Spekulationen über eine eventuelle Zinssenkung durch die Bank von England die britische Währung geschwächt, die allerdings erst Anfang Februar dieses Jahres erfolgt ist. Im Ergebnis stieg der Euro-Kurs, verglichen mit seinem Oktobertiefstand von 0,58 Pfund Sterling, um etwa 9 % auf 0,63 Pfund Sterling zum Jahresbeginn 2001. Seitdem bewegt er sich in einer engen Marge um diesen Wert.

Zum Jahreswechsel trat Griechenland dem Eurosystem als zwölftes Teilnehmerland bei, nachdem die Konvergenzprüfung durch den Europäischen Rat Anfang Mai vorigen Jahres mit einer entsprechenden Empfehlung abgeschlossen worden war. Der Umrechnungskurs der griechischen Drachme zum Euro beträgt 340,750 Drachmen pro Euro. Er entspricht, wie angekündigt, dem Leitkurs, der für die Drachme im Januar 2000 im Rahmen des Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II) vereinbart worden war. Nach der Einführung des Euro in Griechenland ist nur noch die dänische Krone im Europäischen

*Pfund Sterling*

*Teilnahme  
Griechenlands  
am Eurosystem*

*Yen*

Wechselkursmechanismus geblieben; seit dem Übergang in die dritte Stufe der Währungsunion hat sich ihr Kursverhältnis zum Euro praktisch nicht verändert.

*Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro*

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner der EWU-Länder<sup>1)</sup> stieg der Wechselkurs des Euro im vergangenen Herbst, ausgehend von seinem Tiefstand gegen Ende Oktober, bis zu Beginn dieses Jahres um knapp 12 % an. Die weiteren leichten Wertgewinne Anfang Januar wurden bis zum Monatsende aber wieder abgegeben, so dass der Euro Mitte Februar rund 10 % über dem Stand von Ende Oktober notierte. Gemessen an der beträchtlichen Unterbewertung des Euro im vergangenen Herbst stellt seine Aufwertung eine wünschenswerte Korrektur dar. Sie erleichtert die stabilitätspolitische Aufgabe der Europäischen Zentralbank und vermindert gleichzeitig die wechselkursbedingten Wettbewerbsverzerrungen.

### **Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU**

*Zinssätze des  
Eurosystems  
unverändert*

Der EZB-Rat verfolgte in den vergangenen Monaten eine Zinspolitik der ruhigen Hand und ließ die Leitzinsen des Eurosystems unverändert. Seit der letzten Zinsanhebung vom 5. Oktober vergangenen Jahres betragen die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität 5,75 % beziehungsweise 3,75 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurden seither durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 4,75 % abgeschlossen. Für eine Gerade-

ausfahrt in der Zinspolitik sprachen sowohl die monetäre als auch die gesamtwirtschaftliche Lage. Das Wachstum der Geldmenge und der Kredite hat in den letzten Monaten nachgelassen, so dass sich die von der monetären Seite ausgehenden Gefahren für die Preisstabilität mittlerweile vermindert haben. Die Ölpreise bildeten sich etwas zurück, und der Außenwert des Euro hat sich seit dem Spätherbst erhöht. Tendenziell ist das Wirtschaftswachstum etwas schwächer geworden. Insgesamt hat sich der Preisauftrieb verlangsamt, doch bleiben die Unsicherheiten über die weitere Preisentwicklung hoch.

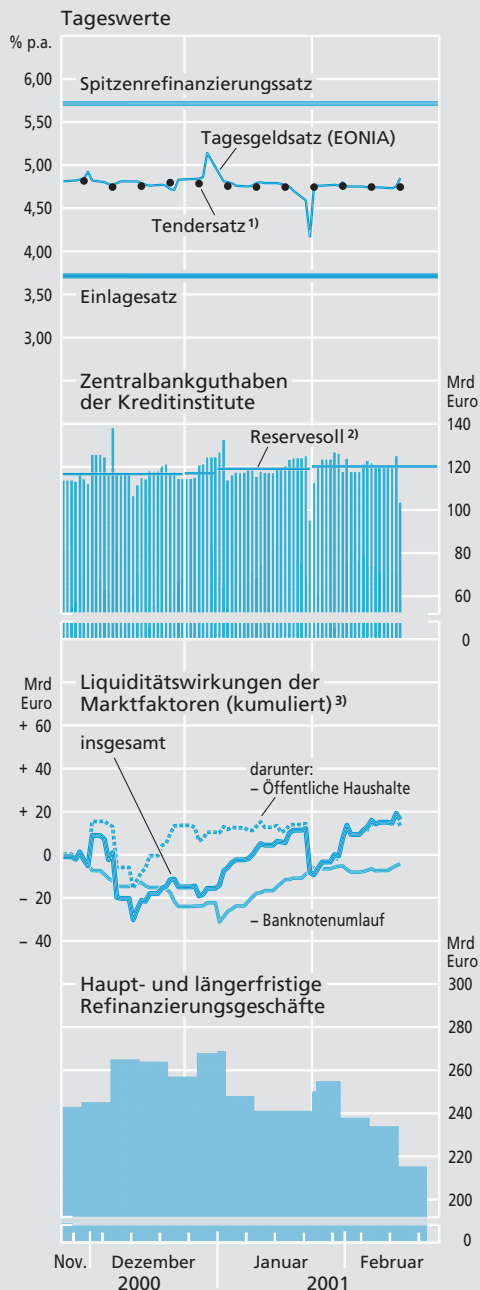
Am Geldmarkt notierte Tagesgeld (EONIA) angesichts des stabilen Mindestbietungssatzes bei den Haupttendern insgesamt wenig verändert, die Termingeldzinsen sind dagegen seit Anfang November insbesondere im längerfristigen Bereich deutlich zurückgegangen. Seit Anfang Dezember ist die Zinsstruktur am Geldmarkt invers. Nach der Leitzinssenkung der amerikanischen Notenbank zu Jahresbeginn hat sich der Zinsrückgang am Euro-Geldmarkt vorübergehend noch verstärkt. Mitte Februar lagen die Terminnotierungen um etwa 15 bis 65 Basispunkte unter ihrem Niveau von Anfang November. Hierin dürfte in erster Linie zum Ausdruck kommen, dass die Marktteilnehmer auf mittlere Sicht

*Inverse Zins-  
struktur am  
Geldmarkt ...*

---

<sup>1</sup> Bis zum Jahreswechsel wurde dieser nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 13 Handelspartnern der EWU ermittelt, zu denen auch die griechische Drachme gehörte (vgl. dazu: Europäische Zentralbank, Effektive Wechselkurse des Euro, Monatsbericht, Oktober 1999, S. 33 ff., sowie: Europäische Zentralbank, Der nominale und reale effektive Wechselkurs des Euro, Monatsbericht, April 2000, S. 41 ff.). Da die Drachme zum Jahresbeginn im Euro aufging, werden bei der Berechnung dieses Index seitdem nur noch die zwölf verbleibenden Währungen berücksichtigt.

## Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — 2 Erfüllungsperioden: 24.11. bis 23.12., 24.12.2000 bis 23.01.2001 und 24.01. bis 23.02.2001. — 3 Banknotenumlauf, Nettoposition öffentlicher Haushalte gegenüber dem Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

auch im Euro-Währungsgebiet niedrigere Notenbankzinsen erwarten.

Vor diesem Hintergrund hat sich beim allwöchentlichen Zinstender der Abstand zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz gegen Ende vorigen Jahres verringert, seit der Jahreswende ist er praktisch verschwunden. Die Zinsgebote der Kreditinstitute konzentrierten sich auf wenige Zinsstufen in der Nähe des Mindestbietungssatzes. Gleichzeitig bildeten sich die Bietungsvolumina und die Anzahl der Bieter zurück. Auch bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften boten die Kreditinstitute eher zurückhaltend.

*... beeinflusst Bietungsverhalten der Kreditinstitute*

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems erfolgte auch über die Jahreswende ausschließlich durch den Einsatz von Hauptrefinanzierungsgeschäften. Dabei war die EZB bestrebt, die Schwankungen der täglichen Zentralbankguthaben der Kreditinstitute um das Mindestreservesoll zu begrenzen und den Banken eine möglichst gleichmäßige Reserveerfüllung zu ermöglichen. Die Mittelbereitstellung des Eurosystems orientierte sich vorrangig an den kalendertypischen Veränderungen des Banknotenumlaufs und den ausgeprägten Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem. Darüber hinaus war die im Dezember vom EZB-Rat für das Jahr 2001 beschlossene Aufstockung des ausstehenden Volumens an längerfristigen Refinanzierungsgeschäften von 15 Mrd Euro auf 20 Mrd Euro zu berücksichtigen. Die Integration Griechenlands in das Eurosystem am 1. Januar 2001 verlief problemlos. Insgesamt betrachtet erhöhten sich die regulären Offen-

*Geldmarktsteuerung über Haupttender*

marktgeschäfte des Eurosystems von November bis Januar um 21,6 Mrd Euro. Hiermit wurden marktmäßige Liquiditätsentzüge von per saldo 17,9 Mrd Euro ausgeglichen und der Anstieg des Mindestreservesolls um 3,5 Mrd Euro alimentiert.

*Ausgleichsoperationen der Kreditinstitute*

Im Ergebnis bot der Tagesgeldmarkt ein meist sehr ausgeglichenes Bild. Nur zum Jahresultimo zog der Tagesgeldsatz wie üblich stärker an. Zum Ende der Erfüllungsperiode Januar gab er hingegen angesichts eines größeren Liquiditätsüberschusses kurzzeitig deutlich nach. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten durch die Kreditinstitute hat sich im Berichtszeitraum zwar etwas erhöht, jedoch konzentrierte sich ihr Rückgriff weiterhin auf das Ende der Erfüllungsperioden.

*Geldmengenwachstum abgeschwächt*

Die monetäre Expansion im Euro-Währungsgebiet hat sich im vierten Quartal 2000 wieder verlangsamt, nachdem sie sich im Vorquartal im Zusammenhang mit der UMTS-Auktion in Deutschland etwas verstärkt hatte. Insbesondere im Dezember sind die Geldbestände saisonbereinigt sehr mäßig gestiegen. Im gesamten vierten Quartal erhöhten sie sich mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 4 %. Ende Dezember übertraf die Geldmenge M3 ihren Vorjahrsstand um 4,9 %, verglichen mit 5,3 % Ende September. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten belief sich im Zeitraum von Oktober bis Dezember auf 5,0 %, gegen 5,4 % von Juli bis September und 6,5 % von Februar bis April. Er hat sich damit deutlich dem Referenzwert von 4 ½ % angenähert, der vom EZB-Rat auf seiner Sitzung am 14. Dezember

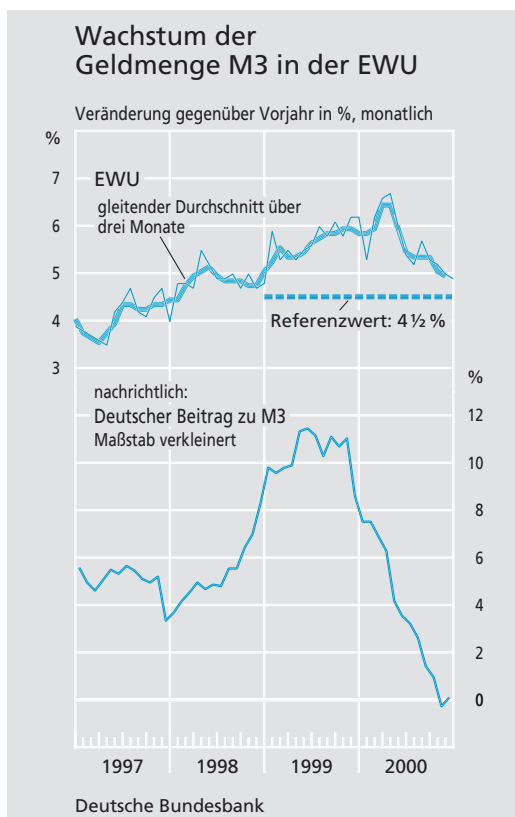
## Liquiditätsbestimmende Faktoren \*)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2000/2001		
	24. Nov. bis 23. Dez.	24. Dez. bis 23. Jan.	24. Nov. bis 23. Jan.
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 7,7	- 7,9	- 15,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 11,3	+ 8,9	- 2,4
3. Veränderung der Nettowährungsreserven 1)	- 4,2	- 10,7	- 14,9
4. Sonstige Faktoren 2)	- 1,9	+ 16,9	+ 15,0
<b>Insgesamt</b>	<b>- 25,1</b>	<b>+ 7,2</b>	<b>- 17,9</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 26,7	- 5,1	+ 21,6
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	± 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,3
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,0	- 0,4	- 0,4
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 26,9</b>	<b>- 5,4</b>	<b>+ 21,5</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 1,7</b>	<b>+ 1,7</b>	<b>+ 3,4</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 1,9</b>	<b>- 3,5</b>
<b>Nachrichtlich: 3)</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	210,4	205,3	205,3
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	45,0	45,0
Sonstige Geschäfte	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,4	0,5	0,5
Einlagefazilität	0,2	0,6	0,6

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

Deutsche Bundesbank



2000 bestätigt wurde. Dies gilt verstärkt, wenn man berücksichtigt, dass diese Raten auf Grund der statistisch nicht erfassten Käufe von EWU-Ausländern an Geldmarktpapieren und Geldmarktfondszertifikaten die Liquiditätsausweitung im Euro-Raum etwas überzeichnen.

*Komponenten  
der Geldmenge  
M3*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im vierten Quartal Bargeld und täglich fällige Einlagen saisonbereinigt nur schwach gewachsen, nachdem sie im dritten Vierteljahr etwas kräftiger aufgestockt worden waren. Ende Dezember übertraf die Geldmenge M1 ihren Vorjahrsstand um 5,5 %, verglichen mit 6,2 % Ende September. Die geringere Liquiditätsneigung der Anleger dürfte vor allem im Zusammenhang mit dem Anstieg der Kurzfristzinsen stehen, der Um-

schichtungen in höherverzinsliche Anlageformen gefördert hat. In besonderem Maße konnten hiervon die in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente profitieren. Die sonstigen kürzerfristigen Bankeinlagen sind von Oktober bis Dezember in saisonbereinigter Betrachtung insgesamt moderat gestiegen. Während Termingelder mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren kräftig zulegen konnten, hielt der Abbau der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten – abgesehen von dem durch Zinszahlungen bedingten Anstieg im Dezember – weiter an.

Das Geldmengenwachstum wurde auch im vierten Quartal 2000 vor allem von der Kreditvergabe an den privaten Sektor gefördert, obgleich es auch hier zu einer gewissen Abschwächung gekommen ist. Ende Dezember übertrafen die gesamten Kredite an den privaten Sektor ihren Vorjahrsstand um 10,3 %, verglichen mit 10,9 % Ende September. Die Buchkredite an Unternehmen und Private stiegen von Oktober bis Dezember mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 7 %, verglichen mit gut 10 % von Juli bis September, als in größerem Umfang Mittel zur Finanzierung der UMTS-Lizenzen aufgenommen worden waren. Die Ausleihungen an die öffentlichen Haushalte wurden auch im vierten Quartal abgebaut, wenngleich in geringerem Umfang als in den beiden Vorquartalen. Im Ergebnis ist dies ausschließlich auf den Rückgang der Wertpapierkredite zurückzuführen; die Buchkredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte haben im Berichtszeitraum dagegen wieder zugenommen. Die Geldkapitalbildung, die im Vorquartal relativ

*Bilanzgegenposten*

## Zur Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3

Die monetäre Dynamik ist in Deutschland seit einiger Zeit merklich geringer als im gesamten Euro-Währungsgebiet. So wuchs M3 im Euro-Raum im vergangenen Jahr um 4,9%, während der deutsche Beitrag lediglich um 0,2% zunahm, also praktisch konstant blieb. Dieses unterschiedliche Expansionstempo lässt sich nicht monokausal erklären, es ist vielmehr auf mehrere Gründe zurückzuführen. Dabei handelt es sich zunächst um Normalisierungstendenzen in der monetären Entwicklung in Deutschland. Nach dem Beginn der Währungsunion und in Reaktion hierauf war es 1999 zu großen und teilweise temporären Portfolioumschichtungen in Komponenten des deutschen M3-Beitrags gekommen. Unmittelbar mit dem Übergang zur Währungsunion erhöhte sich die Unsicherheit und damit generell auch die Liquiditätsneigung. Auf Grund der veränderten Mindestreserveregelung wurden ferner zuvor in Luxemburg und Großbritannien angelegte Gelder in hohem Umfang ins heimische Bankensystem zurückverlagert. Dies führte insbesondere zu einer Aufblähung der täglich fälligen Einlagen in Deutschland. Auch der Absatz von Geldmarktpapieren nahm stark zu. Er wurde durch einen gewissen „Nachholbedarf“ im Vergleich zu anderen EWU-Ländern sowie eine hohe Nachfrage aus dem EWU-Ausland begünstigt. Hinzu kam zum Jahresende eine Jahr-2000-bedingte Suche nach sicheren Anlageformen. Vor diesem Hintergrund expandierte der deutsche Beitrag zu M3 1999 mit 8,7% deutlich rascher als das EWU-Aggregat (6,2%).

Im vergangenen Jahr kehrte sich diese Entwicklung um. Die Euroeinlagen wurden wieder aufgestockt, während die täglich fälligen Einlagen – auch zinsbedingt – seit dem Frühjahr abgebaut wurden. Beim Absatz von Geldmarktpapieren trat ebenfalls eine gewisse Normalisierung ein. Fasst man beide Jahre zusammen, hat der deutsche Beitrag zu M3 mit einer Jahresrate von 4,3% langsamer als die Geldmenge M3 im Euro-Raum zugenommen (5,5%). Dies deutet darauf hin, dass Normalisierungstendenzen der Liquiditätshaltung allein die merkliche Abschwächung der monetären Expansion in Deutschland im Jahr 2000 nicht hinreichend erklären können. Dieser Eindruck verstärkt sich durch die jüngste Entwicklung. So ist der deutsche Beitrag zu M3 in den letzten sechs Monaten mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 1½% zurückgegangen, während M3 in der EWU mit einer Rate von gut 4½% gewachsen ist. Diese unterschiedliche Entwicklung dürfte teilweise mit dem Anstieg der Kurzfristzinsen seit Ende 1999 im Zusammenhang stehen, der in den einzelnen Mitgliedsländern der EWU je

nach der Struktur der Geldbestände und ihrer Eigenverzinsung unterschiedliche Anpassungen ausgelöst hat. Beim deutschen Beitrag zu M3 ist der Anteil niedrig verzinsten Einlagen vergleichsweise groß, so dass mit dem Zinsanstieg eine relativ kräftige Erhöhung der Opportunitätskosten der Geldhaltung und eine entsprechend größere Dämpfung der monetären Expansion als in anderen Ländern einherging.

Unter den einzelnen Komponenten des deutschen Beitrags zu M3 waren hiervon insbesondere die täglich fälligen Einlagen und die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten betroffen. Nachdem letztere in den vergangenen Jahren kräftig aufgestockt worden waren, weil sie von den Kreditinstituten mit einer über die Mindestverzinsung hinausgehenden Verzinsung ausgestattet worden waren, werden sie nun in großem Umfang in längerfristige Spareinlagen, aber auch in andere höherverzinsliche Anlageformen in- und ausländischer Emittenten umgeschichtet. Auf ein besonderes Interesse stoßen dabei offensichtlich ausländische Investmentfondszertifikate.

Neben den Portfolioanpassungen auf Seiten der Anleger hat auch die vergleichsweise mäßige Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor zu der schwachen Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3 beigetragen. Während die Buchkredite der MFIs an die privaten Haushalte und Unternehmen in der Währungsunion im Jahr 2000 um 9,5% stiegen, expandierten sie in Deutschland nur um 4,5%, im zweiten Halbjahr sogar nur um knapp 3½% (Jahresrate). Diese Abschwächung dürfte zum einen auf den dämpfenden Einfluss der höheren Zinsen und des verlangsamten Konjunkturaufschwungs zurückzuführen sein. Zum anderen haben sich deutsche Unternehmen im Jahr 2000 verstärkt Mittel über ausländische verbundene Unternehmen beschafft. Ferner schlägt hier die anhaltende Flaute im Wohnungsbau durch, der traditionell die wichtigste Kreditnehmergruppe bei den Banken darstellt.

Schließlich wurde die monetäre Expansion im Jahr 2000 in Deutschland auch von Mittelabflüssen ins Ausland gedämpft. Dabei spielten nicht nur – wie im gesamten Euro-Währungsgebiet – Abflüsse in Nicht-EWU-Staaten eine Rolle, sondern auch in andere EWU-Länder, aus denen 1999 noch umfangreiche Mittel zugeströmt waren. Sie haben dort das Geldmengenwachstum tendenziell gefördert.

kräftig gewesen war, kam von Oktober bis Dezember statistisch betrachtet praktisch zum Erliegen. Der Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem EWU-Ausland hat das Geldmengenwachstum im vierten Quartal wenig beeinflusst. Insgesamt flossen 2,7 Mrd Euro ab und damit weit weniger als im gleichen Vorjahrszeitraum (36,2 Mrd Euro).

*Deutscher  
Beitrag*

Der deutsche Beitrag zu M3, der sich seit Ende 1999 schwächer entwickelt als das EWU-Aggregat, ist auch im vierten Quartal 2000 saisonbereinigt leicht zurückgegangen.<sup>2)</sup> Seinen Vorjahrsstand übertraf er Ende Dezember um 0,2 %. Im Berichtszeitraum wurde das Geldmengenwachstum in Deutschland insbesondere von der schwachen Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor gebremst. Im Dezember spielten dabei auch einige Einzeltransaktionen eine Rolle, so dass die aktuelle Kreditentwicklung den Trend eher unterzeichnet (vgl. S. 28).

*Kapitalmarkt-  
zinsen tenden-  
ziell rückläufig*

Die Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet waren um die Jahreswende in der Tendenz rückläufig. Von Mitte November bis zum Ende des Jahres 2000 ging die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus den EWU-Ländern<sup>3)</sup> zunächst um einen halben Prozentpunkt auf unter 5 % zurück und erreichte Anfang Januar zeitgleich mit der überraschenden Senkung der Federal Funds Rate durch den Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank (FOMC) einen Tiefstand. Danach zog sie unter Schwankungen wieder etwas an. Bei Abschluss dieses Berichts Mitte Februar lag sie bei knapp 5 %. Die niedrigen Kapitalmarktzinsen in Europa lassen auf eine

moderate Einschätzung der langfristigen Inflationserwartungen durch die Marktteilnehmer schließen. Entsprechend hat sich das Zinsgefälle zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt im vierten Quartal auf unter 20 Basispunkte verringert. Die sich verstärkenden Erwartungen einer Konjunkturabschwächung und zunehmende Spekulationen über Zinssenkungen sorgten zum Jahresende für eine vermehrte Unsicherheit am Kapitalmarkt. So stieg die implizite Volatilität des Bund-Future, welche die von den Marktteilnehmern am Terminmarkt in nächster Zeit erwarteten Kursschwankungen zeigt, bis Anfang Januar 2001 an; seitdem ist sie allerdings wieder rückläufig.

Der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen aus EWU-Ländern hat sich innerhalb des vierten Quartals von einem halben Prozentpunkt auf zeitweise unter zehn Basispunkte verringert und markierte damit einen historischen Tiefstand seit Beginn der Währungsunion. Auch bei Abschluss dieses Berichts war er mit einem viertel Prozentpunkt immer noch sehr niedrig. Ursächlich für den geringen Zinsunterschied ist, dass die Langfristzinsen in den USA noch etwas stärker gefallen sind als in Europa. Die Umlaufrendite zehnjähriger US-Staatsanleihen war Mitte Februar 2001 knapp drei viertel Prozentpunkte niedriger als noch im No-

*Zinsvorsprung  
der USA von  
konjunkturellen  
Einflüssen  
geprägt*

<sup>2</sup> Zur längerfristigen Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3 vgl. S. 19 dieses Berichts.

<sup>3</sup> Seit Anfang 2001 wird der EWU-Kapitalmarktzins inklusive Griechenland und mit BIP-Gewichten von 1999 berechnet. Obgleich die Rendite griechischer Staatsanleihen noch deutlich höher ist als die der übrigen EWU-Mitglieder, lässt sich – auf Grund des geringen Gewichts in der Berechnung des Gesamtzinses – kein signifikanter Bruch der Reihe beobachten.



vember des letzten Jahres. Getrieben wurde dieser Zinsrückgang insbesondere von den sich festigenden Anzeichen eines drohenden Konjunkturabschwungs in den USA und den darauf basierenden Erwartungen einer Herabsetzung der Notenbankzinsen. Zinssenkende Impulse gingen zudem von der im vierten Quartal wieder verstärkten Kurskorrektur am amerikanischen Aktienmarkt aus, die eine vermehrte Nachfrage der Anleger nach festverzinslichen Papieren auslöste.

*Zunächst fallende Aktienkurse, dann leichte Erholung, insgesamt volatile Kursentwicklung*

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet sind seit Herbst letzten Jahres weiter gefallen. Gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex lagen die Notierungen europäischer Dividendenwerte Mitte Februar 8% unter dem Niveau von Mitte November 2000. Gegenüber ihrem Höchststand von Anfang März 2000 verloren sie etwa 18% an Wert. Hinter dieser Gesamtentwicklung steht ein starker Rückgang der Kurse bis zum Jahresende 2000, gefolgt von einem leichten Kursanstieg seit Anfang Januar. Sektorale differenziert lassen sich deutliche Unterschiede zwischen der Kursentwicklung von Aktien aus eher traditionellen Branchen und den Werten aus dem Hochtechnologiesegment beobachten. Sowohl der Kursrückgang bis Ende 2000 als auch der Kursanstieg seit Anfang dieses Jahres war bei den Hochtechnologiewerten stärker ausgeprägt. Die europäischen Börsen orientierten sich weitgehend an den Vorgaben von Wallstreet, was sich im leichten Vorlauf der amerikanischen Kursentwicklung gegenüber dem EuroSTOXX widerspiegelt. Insgesamt ging von Mitte November bis Mitte Februar der Standard & Poors-500-



Index um 5% zurück, während die Anleger an der Technologiebörse Nasdaq Kurssenkungen von 19% hinnehmen mussten. Die Kursunsicherheit, gemessen an der impliziten Volatilität des nächsten fälligen Futurekontraktes auf den jeweiligen marktbreiten Index, war im Berichtszeitraum in Europa höher als in den USA.