

# Die Wirtschaftslage in Deutschland im Sommer 2001

# Internationales und europäisches Umfeld

## Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Das globale Wirtschaftsklima hat sich in den Frühjahrsmonaten weiter abgekühlt. Dies gilt für alle großen Wirtschaftsregionen. Der Welthandel dürfte kaum noch zugenommen haben. Hinsichtlich des Ausgangsniveaus, des Tempos und der Bestimmungsgründe der zyklischen Abschwächung zeigen sich jedoch erhebliche Unterschiede. In den Industrieländern dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion, deren Wachstum sich schon zuvor deutlich verlangsamt hatte, im zweiten Jahresviertel 2001 saisonbereinigt nur noch wenig gestiegen sein. Die industrielle Erzeugung ist jedenfalls im Zeitraum April/Juni erneut gesunken; der Vorjahrswert wurde um 2 ½ % unterschritten. Dem stand jedoch weiterhin ein moderates Wachstum der Dienstleistungen gegenüber. Hohe Energiepreise und eine Reihe von Sonderfaktoren haben das Preisklima vielerorts belastet und zur Schwäche der realen Binnennachfrage maßgeblich beigetragen. Auf den Arbeitsmärkten sind die konjunkturellen Schatten zunehmend sichtbar geworden. Zu einem größeren Beschäftigungsabbau ist es aber bislang wohl nur in Teilbereichen gekommen.

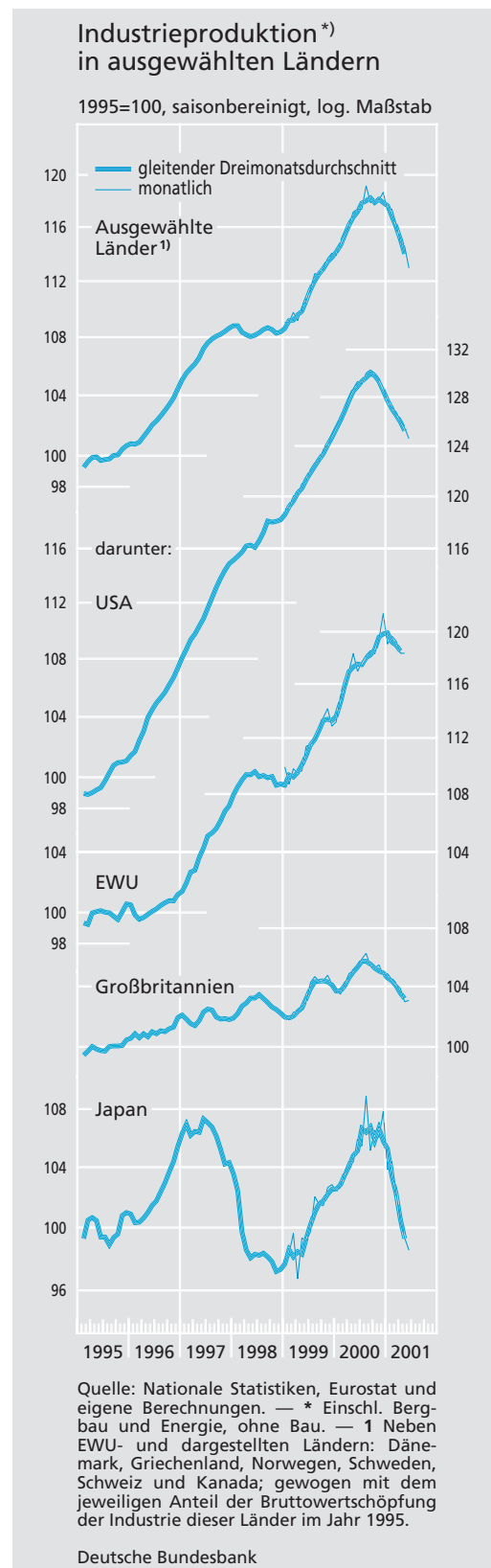
*Weltkonjunktur  
mit anhaltender  
Schwäche*

Angesichts der schwachen Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal und der noch nicht erkennbaren Signale für eine Wende zum Besseren hat sich insgesamt betrachtet der Eindruck verfestigt, dass zum Teil größere Abstriche an den zu Frühjahrsbeginn aufgestellten Konjunkturprognosen für das laufende Jahr vorzunehmen sind. Allerdings gehen die aktualisierten Wirtschaftsvorausschätzungen weiterhin von einer deutlichen Konjunkturerholung im nächsten Jahr aus.

Die weltweite Abschwächung der Nachfrage nach Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie hat vor allem die stark auf diese Produkte ausgerichteten Schwellenländer in Südostasien in Mitleidenschaft gezogen. Die chinesische Wirtschaft ist dagegen nach der Jahreswende 2000/2001 weiter kräftig gewachsen. Die Länder Lateinamerikas sind je nach Intensität der Handelsbeziehungen ebenfalls von dem nachlassenden Importbedarf der Vereinigten Staaten betroffen. Erschwerend kommt hinzu, dass Argentinien sich nach wie vor in einer schweren Finanz- und Wirtschaftskrise befindet, die nicht nur den Warenaustausch insbesondere mit den benachbarten Staaten belastet, sondern auch ein gewisses Ansteckungspotenzial in sich birgt. Die brasilianische Wirtschaft leidet zurzeit außerdem unter einem erheblichen Energiemangel, der das Wachstum in diesem Jahr ebenfalls dämpfen könnte. Die konjunkturelle Verlangsamung in den Industrieländern hat auch die aktuelle Lage sowie die weiteren Perspektiven in den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas beeinträchtigt. Demgegenüber profitierten die Erdöl und Erdgas exportierenden Länder von den hohen Energiepreisen. Zu diesem Länderkreis zählt auch Russland, dessen Wirtschaft im ersten Halbjahr mit schätzungsweise 5 ½ % allerdings nicht mehr ganz so kräftig gewachsen ist wie im Jahresdurchschnitt 2000 (+ 7 ½ %).

Zur Jahresmitte  
Beruhigung  
an den  
Ölmärkten ...

Die Perspektiven für die Weltwirtschaft haben sich in letzter Zeit insofern etwas aufgehellt, als die Rohölnotierungen seit Anfang Juni deutlich gesunken sind. Die im Juli von der OPEC beschlossene erneute Kürzung der Ölfördermengen hat die Notierungen nur wenig



... und  
Stabilisierung  
der Kaufkraft in  
Westeuropa, ...

beeinflusst. Es spricht einiges dafür, dass sich die globalen Bremseffekte der letztjährigen Ölpreiserhöhung im weiteren Verlauf des zweiten Halbjahres allmählich abschwächen. Darüber hinaus zeichnet sich ab, dass in Westeuropa die Sonderfaktoren, die im Frühjahr zu der starken Erhöhung der Nahrungsmittelpreise geführt und die Kaufkraft der Verbraucher zusätzlich geschmälert hatten, wieder abklingen. Dann dürften auch die belebenden Momente der zum Jahresbeginn in Kraft getretenen Steuerreformen in mehreren Ländern der EWU, die bislang durch Preiserhöhungen zu einem großen Teil in ihrer Wirkung kompensiert wurden, stärker zum Tragen kommen.

... aber  
Konjunktur-  
wende in den  
USA noch nicht  
in Sicht

Eine nachhaltige globale Erholung ist jedoch erst dann zu erwarten, wenn die US-Konjunktur, die mehr denn je eine Schlüsselrolle für die Weltwirtschaft inne hat, wieder Fahrt aufnimmt. Derzeit gibt es dafür – auch nach Einschätzung der amerikanischen Notenbank – noch keine verlässlichen Anzeichen. Wichtige Konjunkturindikatoren tendierten zuletzt eher nach unten. Die Industrie, die allerdings weniger als ein Fünftel der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung erbringt, befand sich zur Jahresmitte in einer ausgeprägten Rezession. Die Produktion ist im Juni saisonbereinigt zum neunten Mal in Folge gesunken, und die Auftragseingänge an dauerhaften Gütern gingen ebenfalls spürbar zurück. Die Ergebnisse der jüngsten Umfragen in der Industrie und bei den Verbrauchern signalisieren für den Juli erneut eine Stimmungseintrübung, nachdem sich in den Vormonaten eine gewisse Besserung angedeutet hatte. Die zahlreichen Gewinnwarnungen aus den

Unternehmen passen in dieses Bild. Mit einer Erholung in den USA ist deshalb wohl frühestens im Verlauf des Herbstes zu rechnen, wenn die Zinssenkungen stärker greifen und die Steuerentlastungen spürbar werden.

Das reale Bruttoinlandsprodukt in den USA lag im Frühjahr nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt nur um  $\frac{1}{4}$  % höher als in der Vorperiode. Im gesamten ersten Halbjahr hat es auf Jahresrate hochgerechnet lediglich um knapp  $1\frac{1}{2}$  % zugenommen. Im Vorjahrsvergleich war das Wachstum im zweiten Quartal mit  $1\frac{1}{4}$  % so niedrig wie seit Ende 1991 nicht mehr. Anders als in den Wintermonaten, als vor allem der Lagerabbau das Expansionstempo gedrückt hatte, verlor im Frühjahr die private Endnachfrage an Schwung. Am stärksten waren davon die gewerblichen Investitionen betroffen, die saisonbereinigt um  $3\frac{1}{2}$  % zurückgingen und damit erstmals seit Anfang 1992 den Stand vor Jahresfrist unterschritten. Das Wachstum der realen Konsumausgaben der privaten Haushalte hat sich – ausgehend von saisonbereinigt  $+\frac{3}{4}$  % im Winter – auf  $\frac{1}{2}$  % abgeschwächt; es blieb damit aber immer noch vergleichsweise robust. Erneut recht kräftig, nämlich um  $1\frac{3}{4}$  % gegenüber der Vorperiode, expandierten die Investitionen in neue Wohnbauten, die vom Rückgang der Zinsen profitierten. Der reale Außenbeitrag ist saisonbereinigt dagegen trotz schwächerer Importtätigkeit wieder etwas tiefer ins Minus gerutscht. Ausschlaggebend dafür war, dass neben dem hohen Dollarkurs die auf die USA zurückwirkenden Zweitrundeneffekte die Exporte gedrückt haben.

Gesamtwirtschaftliche  
Produktion im  
zweiten Quartal

*Revision der  
VGR in den  
USA*

Im Rahmen einer bis 1998 zurückreichenden Revision der VGR-Daten sind die BIP-Wachstumsraten teilweise deutlich nach unten korrigiert worden. So wird für das Jahr 2000 jetzt „nur“ noch eine Expansion um 4,1 % ausgewiesen, verglichen mit 5,0 % vor der Revision. Das durchschnittliche Wachstum in den Jahren 1998 bis 2000 liegt nach der neuen Rechnung mit 4,2 % um 0,3 Prozentpunkte unter dem alten Ansatz. Hinter der Revision der BIP-Angaben stehen vor allem Anpassungen der Softwareinvestitionen, der Vorratsinvestitionen und des privaten Verbrauchs. Gleichzeitig wurde die Sparquote der privaten Haushalte heraufgesetzt. Die besonders kräftige Korrektur für das Jahr 2000 von – 0,1 % auf 1,0 % spiegelt insbesondere eine beträchtliche Anhebung des verfügbaren Einkommens und eine Senkung der Konsumausgaben wider. Ausgehend von der neuen Rechnung lag die Quote im zweiten Quartal 2001 bei saisonbereinigt 1,2 %. Die Revision der VGR-Angaben hatte ebenfalls zur Folge, dass das Produktivitätswachstum zurückgenommen wurde, und zwar außerhalb der Landwirtschaft um einen halben Prozentpunkt auf 2 ½ % im Durchschnitt der Jahre 1998 bis 2000. Damit relativiert sich auch das Bild vom „amerikanischen Produktivitätswunder“. Die Lohnstückkosten sind nach der neuen Rechnung seit 1998 um gut 2 ½ % pro Jahr gestiegen, verglichen mit 1¾ % vor der Revision.

*Arbeitsmarkt  
und Preise*

Der Arbeitsmarkt in den USA hat sich im Frühjahr 2001 spürbar eingetrübt. Die Beschäftigung tendierte nach unten, und die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im Juli mit 4,5 % so hoch wie im Sommer 1998. Mit der Entspannung am Arbeitsmarkt hat der

Lohndruck in der privaten Wirtschaft etwas nachgelassen. Der Preisanstieg verlangsamte sich von 3,6 % im Mai auf 3,2 % im Juni. Ausschlaggebend dafür war die seit Anfang Juni zu beobachtende Beruhigung an den Ölmärkten, die bisher in der Tendenz angehalten hat. Die Kerninflationsrate (d. h. ohne Energie und Nahrungsmittel) ist dagegen von 2,5 % im Mai auf 2,7 % im Juni gestiegen.

Die Hoffnungen auf eine Belebung der amerikanischen Wirtschaft richten sich zum einen darauf, dass der nach dem Jahreswechsel 2001 eingeleitete beträchtliche Lagerabbau bald auslaufen könnte. Zum anderen wird erwartet, dass die kräftige Senkung der Notenbankzinsen um insgesamt 275 Basispunkte seit Anfang 2001 sowie die zum 1. Juli 2001 in Kraft getretene Steuerreform im Verlauf des zweiten Halbjahres ihre expansiven Wirkungen entfalten werden. Das Steuerreformpaket sieht eine schrittweise Verringerung der Einkommensteuersätze insbesondere für mittlere und hohe Einkommen bis 2006 vor. In der ersten Stufe wird die Steuersatzsenkung noch ergänzt um eine steuerliche Entlastung für die „ersten“ 6 000 US-\$ an steuerpflichtigem Einkommen bei Ledigen beziehungsweise 12 000 US-\$ bei Ehepaaren, die rückwirkend zum 1. Januar 2001 gilt. In den Sommermonaten werden die meisten amerikanischen Haushalte eine Steuerrückzahlung von bis zu 300 US-\$ beziehungsweise 600 US-\$ erhalten. Insgesamt ergibt sich für 2001 eine Einkommensteuerentlastung in Höhe von schätzungsweise knapp ½ % des BIP; auf das zweite Halbjahr bezogen, in dem sie bei den privaten Haushalten einkommenswirksam werden, sind es fast 1 % des BIP.

*Zu den  
expansiven  
Impulsen der  
Steuerreform*

Da die vorgesehenen Steuersenkungen Teil eines längerfristig angelegten Reformprogramms sind und somit erfahrungsgemäß die weiteren Einkommenserwartungen der privaten Haushalte positiv beeinflussen, dürften sie für sich genommen den privaten Konsum anregen. Dem stehen jedoch zunächst noch Faktoren gegenüber, die das Vertrauen der Konsumenten und damit auch ihre Ausgabenbereitschaft belasten. Der kurzfristige „Nettoeffekt“ der Steuerreform ist deshalb schwer abzuschätzen. Problematisch ist zudem, dass die makroökonomischen Ungleichgewichte in den USA, die sich vor allem in dem hohen Leistungsbilanzdefizit und der geringen Spartätigkeit der privaten Haushalte äußern, im Verlauf der bisherigen konjunkturellen Abkühlung noch nicht nennenswert verringert worden sind.

#### *Japan*

Die japanische Wirtschaft verharrte auch im Frühjahr in einer ausgeprägten Schwächephase. Die Industrieproduktion ging im Zeitraum April/Juni wiederum stark zurück; sie lag saisonbereinigt um 4 % unter dem Stand des ersten Quartals und war damit um 5¼ % niedriger als ein Jahr zuvor. Ausschlaggebend dafür war zum einen, dass sich die im zweiten Halbjahr 2000 einsetzende Exportflaute im Frühjahr verstärkt fortgesetzt hat. Dabei spielte der weltweite Nachfrageeinbruch bei IT-Gütern eine besondere Rolle. Zum anderen dürften die Ausrüstungsinvestitionen, die im vergangenen Jahr noch die Konjunktur gestützt hatten, gesunken sein. Darauf deutet jedenfalls der merkliche Rückgang der inländischen Auslieferungen von Investitionsgütern im April/Mai hin – VGR-Angaben für das zweite Quartal liegen noch nicht vor. Der

Wohnungsbau wies ebenfalls eine rückläufige Tendenz auf. Die Kaufzurückhaltung der privaten Haushalte hielt bis zuletzt an; dies ist im Wesentlichen auf die trübe Arbeitsmarktlage und die verschlechterten Einkommensperspektiven zurückzuführen. In dieses Bild passt, dass die Verbraucherpreise im Zeitraum April/Juli trotz des zwischenzeitlichen Anstiegs der Rohölnotierungen erneut nachgaben, und zwar um ½ % im Vorjahrsvergleich. Insgesamt betrachtet deutet bisher wenig auf eine baldige Erholung der japanischen Wirtschaft hin. Kräftige expansive Impulse sind wohl nur von außen zu erwarten. Die Chancen für eine baldige Belebung der Binnen nachfrage sind dagegen alles in allem sehr gering, nicht zuletzt, weil weder die Geldpolitik noch die Finanzpolitik über nennenswerten Manövrierspielraum verfügen und die vor kurzem angekündigten Reformmaßnahmen wohl erst auf längere Sicht greifen.

In Großbritannien hat sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Frühjahr weiter verlangsamt. Das reale BIP wuchs saison- und kalenderbereinigt nur noch um ¼ % gegenüber dem ersten Jahresviertel, als es um ½ % gestiegen war. Binnen Jahresfrist nahm es um 2 % zu. Der Dienstleistungssektor expandierte nicht mehr so dynamisch wie zuvor, und in der Industrie dauerte die rezessive Entwicklung an. Dort ging die Produktion im zweiten Quartal saisonbereinigt um 1 % gegenüber dem ersten Jahresviertel zurück und lag um gut 1½ % niedriger als ein Jahr zuvor. Dazu hat die Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere die zyklische Abschwächung in den USA und in den kontinentaleuropäischen Ländern, sowie die

#### *Großbritannien*

Stärke des Pfundes maßgeblich beigetragen. Vor diesem Hintergrund ist auch die jüngste Zinssenkung der Bank of England zu sehen.

Wichtigste nachfrageseitige Stütze der britischen Konjunktur war der private Verbrauch, der – gemessen an den Einzelhandelsumsätzen – im zweiten Quartal saisonbereinigt um gut 2 % zulegen und binnen Jahresfrist um reichlich 7 % expandierte. Dies hängt zum einen mit der anhaltend positiven Arbeitsmarktentwicklung zusammen. Zum anderen hat der beträchtliche Rückgang der Hypothekenzinsen den Spielraum für zusätzliche Konsumausgaben erhöht. Auf den ersten Blick steht die günstige Konsumententwicklung im Widerspruch zur schwachen industriellen Erzeugung. Bei näherem Hinsehen zeigt sich aber, dass die Importe kräftig zugelegt haben und vermutlich auch die Läger abgebaut wurden. Über das ganze Jahr gesehen dürfte zudem die im Budget 2001 vorgesehene Ausweitung der Staatsausgaben für die Infrastruktur, Bildung und Gesundheit zur Stabilisierung der Konjunktur in Großbritannien beitragen. Der Anstieg der Einzelhandelspreise (ohne Hypothekenzinsen) hat sich von 2,0 % im April auf 2,3 % im Mai/Juli beschleunigt. Dahinter steht größtenteils die zeitweilige kräftige Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln, die sich nach der Jahresmitte jedoch wieder abgeschwächt hat.

### **Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU**

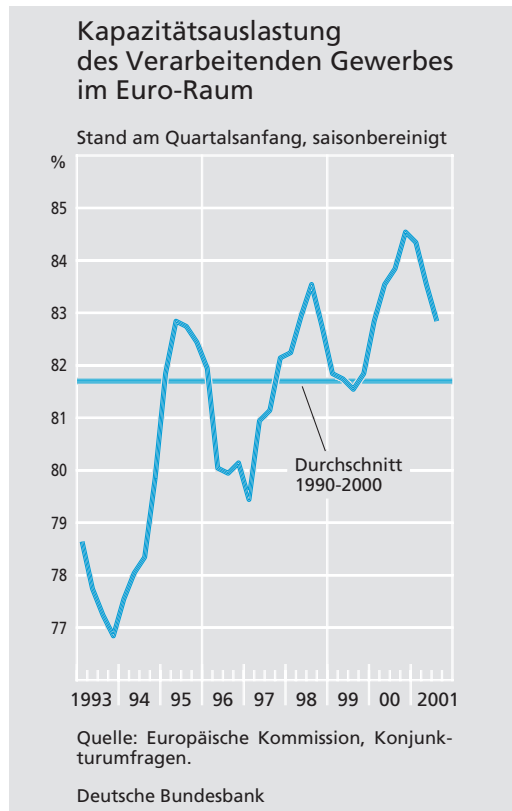
---

Die Konjunktur im Euro-Raum hat sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2001 weiter

abgekühlt. Saisonbereinigt betrachtet ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Quartal zwar mit ½ % gegenüber der Vorperiode in einem ähnlichen Tempo gewachsen wie in den beiden Vorquartalen, gleichwohl hat sich die konjunkturelle Grunddynamik in der EWU abgeschwächt. Im Kreislaufzusammenhang betrachtet resultiert das saisonbereinigte BIP-Wachstum in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres nämlich beinahe vollständig aus einem spürbaren Rückgang der Importe. Die Binnennachfrage und die Exporte haben dagegen praktisch stagniert. Im Vorjahresvergleich verlangsamte sich die Expansion von 3½ % im Sommerhalbjahr 2000 auf 2½ % im ersten Quartal 2001. (Für das zweite Jahresviertel liegen noch keine entsprechenden Angaben vor.)

Im Frühjahr hielt die wirtschaftliche Flaute im Euro-Raum nach den bisher vorliegenden Informationen an. Die industrielle Erzeugung ging im April/Mai saisonbereinigt erneut zurück, und zwar um ¾ % gegenüber dem ersten Jahresviertel. Der Stand vor Jahresfrist wurde nur noch um ½ % übertroffen. Die Schwäche der Industriekonjunktur kommt auch in den jüngsten Ergebnissen der EU-Umfrage zum Ausdruck. Danach ist die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe weiter gesunken. Sie lag im Juli 2001 um mehr als eineinhalb Prozentpunkte unter ihrem letzten Höchststand vom Oktober 2000, blieb damit allerdings noch über dem Durchschnitt der neunziger Jahre. Der Indikator für das Vertrauen in der Industrie hat seit September 2000 kontinuierlich nachgegeben; er fiel im Juli dieses Jahres unter seinen langfristigen Mittelwert. Erfreulich ist dage-

*Weiter  
nachlassende  
konjunkturelle  
Grunddynamik*



gen, dass die Investitionsbereitschaft in der Industrie im Winterhalbjahr 2000/2001 stabil geblieben ist. Der Investitionserhebung vom März/April 2001 zufolge halten die Unternehmen an ihren Plänen vom Herbst 2000 fest, die realen Ausgaben für neue Ausrüstungen und Bauten um 3 % auszuweiten, nach einem Plus von 6 % im Jahr 2000. Das Vertrauen der Konsumenten, das bis zum Frühjahrsbeginn recht robust war, schwächte sich seitdem deutlich ab. Dies ist nicht zuletzt eine Folge des Kaufkraftentzugs auf Grund der ausgeprägten Verteuerung von Rohöl und Nahrungsmitteln. Die sich bereits abzeichnende Entspannung bei den Preisen dürfte jedoch auch positiv auf das Konsumklima ausstrahlen. Vom Arbeitsmarkt erhielt die Verbrauchskonjunktur zuletzt keine Impulse mehr. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit ist

im Frühjahr zum Stillstand gekommen. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Juni wie in den beiden Vormonaten saisonbereinigt bei 8,3 %.

Innerhalb der EWU ist die konjunkturelle Abkühlung von Land zu Land sehr unterschiedlich ausgeprägt. Die meisten südeuropäischen Länder expandierten im Winterhalbjahr 2000/2001 noch mit einem beachtlichen Tempo. In den letzten Monaten scheinen aber auch dort die retardierenden Kräfte mehr und mehr die Oberhand zu gewinnen. Deutschland wird in diesem Jahr voraussichtlich zu den Ländern mit dem niedrigsten Wirtschaftswachstum gehören. Bemerkenswert ist dabei vor allem, dass der Wachstumsrückstand gegenüber Frankreich, das ebenfalls zur Gruppe der Kernländer zählt und mit ähnlichen strukturellen Problemen, insbesondere im Hinblick auf den Arbeitsmarkt, konfrontiert ist, seit Mitte 2000 wieder größer geworden ist (näheres dazu in dem Exkurs auf S. 22 ff.).

*Heterogenes  
Bild innerhalb  
der EWU*

Das Preisklima hat sich – wie oben erwähnt – in den Frühjahrsmonaten trotz nachlassender Konjunktur deutlich eingetrübt. Gegenüber dem ersten Vierteljahr stiegen die Verbraucherpreise saisonbereinigt um mehr als 1 %; der Vorjahrsabstand vergrößerte sich von 2,6 % auf 3,2 %. Wesentlich für den stärkeren Preisauftrieb war, dass die Nahrungsmittelpreise unter dem Einfluss von Tierkrankheiten und des in einigen Ländern zu Frühjahrsbeginn außergewöhnlich nassen und kalten Wetters kräftig anzogen. Auch Energie wurde wieder teurer, nachdem die Preise in den Wintermonaten spürbar gefallen waren. Selbst bei den gewerblichen Waren

*Preisklima  
eingetrübt*



und den Dienstleistungen, deren Preise sich typischerweise stetiger entwickeln und die von Sonderfaktoren weniger beeinflusst werden, stiegen die Preise mit Jahresraten von mehr als 2 %. Die Spannweite der Teuerungs-raten reichte im zweiten Vierteljahr von 2,3 % für Frankreich bis 5,2 % für die Niederlande. Damit befand sich kein Land mehr in dem vom Eurosystem definierten Stabilitätskorridor. Für die Sommermonate deutet sich eine Entspannung der Preislage an. Die Energiepreise sind bereits infolge niedrigerer Rohölnotierungen gesunken, und die Nahrungsmittelpreise tendieren ebenfalls nach unten. Für die Nachhaltigkeit der sich abzeichnenden Preisberuhigung wird es von entscheidender Bedeutung sein, ob sich die Arbeitskosten im Euro-Raum weiterhin im bisherigen Rahmen halten.

### EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

#### *Außenhandel mit Drittländern*

Bedingt durch das ungünstige weltwirtschaftliche Umfeld hat der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Frühjahr an Dynamik eingebüßt. Die Anbieter aus dem Euro-Raum<sup>1)</sup> konnten in den Monaten März bis Mai 2001 bei ihren Ausfuhren in Drittländer mit einem Plus von 11½ % im Vorjahrsvergleich zwar immer noch hohe Zuwachsraten verzeichnen, die Größenordnungen vom vergangenen Jahr in Höhe von durchschnittlich fast 20 % aber nicht mehr erreichen. Nach den nun erstmals von der Europäischen Zentralbank veröffentlichten saisonbereinigten Zahlen, die ein besseres Bild der aktuellen Entwicklung als der einfache Vorjahrsver-

gleich vermitteln können, sind die Ausfuhren der EWU-Länder in den letzten Monaten praktisch unverändert geblieben. Auch der Wert der Einfuhren der EWU aus Drittländern stagnierte den saisonbereinigten Daten zufolge in den Frühjahrsmonaten, nach einem deutlichen Rückgang zum Jahresanfang.

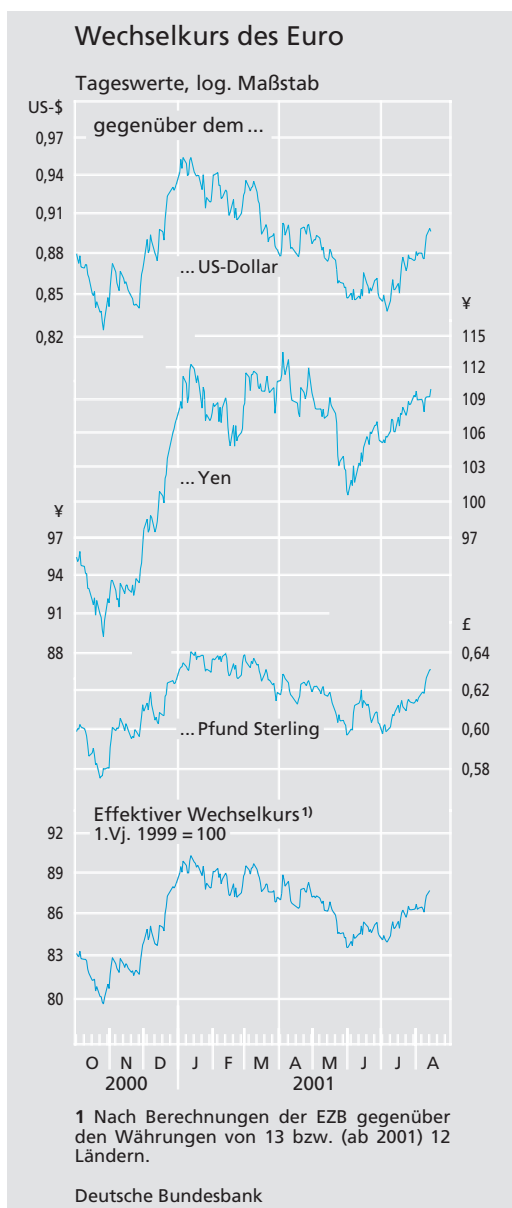
Der Überschuss in der Handelsbilanz des Euro-Gebiets ist nach dem starken Anstieg zu Beginn dieses Jahres in den letzten Monaten nahezu unverändert geblieben. In den drei Monaten März bis Mai 2001 belief er sich saisonbereinigt auf 17½ Mrd Euro und war damit um 5 Mrd Euro höher als im Vergleichszeitraum davor (Dezember/Februar). Dadurch ergab sich ein deutlich geringeres Leistungsbilanzdefizit der Euro-Länder, obwohl die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im betrachteten Dreimonatszeitraum um gut 3 Mrd Euro höhere Netto-Ausgaben aufwiesen. Per saldo war das Minus in der EWU-Leistungsbilanz in den Berichtsmonaten März bis Mai mit (saisonbereinigt) 4 Mrd Euro um 1½ Mrd Euro niedriger als in der Vorperiode.

Der Euro verlor von Anfang des Jahres bis in den Frühsommer spürbar an Wert. Erst in letzter Zeit hat die europäische Währung wieder an Boden gewonnen und einen Teil der Kursverluste wettgemacht. Im Mittelpunkt des Geschehens an den Devisenmärkten stand dabei wie üblich das Verhältnis zum US-Dollar.

*Leistungsbilanz*

*Wechselkursentwicklung*

<sup>1</sup> Ab Januar 2001 EWU einschließlich Griechenland. Zum Vorjahrsvergleich herangezogene Daten aus dem Jahr 2000 wurden um den Handel Griechenlands mit Drittländern ergänzt und um den Handel Griechenlands mit der Euro-Zone bereinigt.



US-Dollar

Nachdem der Euro bis Anfang Mai unter 0,90 US-\$ gefallen war, schien er sich zwar zunächst auf diesem Kursniveau zu stabilisieren. Nach der Zinssenkung der Federal Reserve Mitte Mai hatte er jedoch weitere deutliche Wertverluste zu verkraften. Offenbar hatte die Maßnahme das Vertrauen in eine rasche Erholung der US-Wirtschaft gestärkt, während sich die Aussichten für das Wachstum des Euro-Raums eher weiter eintrübten. Erst

bei etwa 0,85 US-\$/Euro wurde Anfang Juni etwas Widerstand spürbar, der aber nach dem nächsten Zinsschritt der amerikanischen Notenbank gegen Ende Juni erneut durchbrochen wurde, so dass der Euro in den ersten Juli-Tagen auf knapp 0,84 US-\$ und damit fast wieder auf den Tiefstand vom Oktober vorigen Jahres (0,83 US-\$) fiel. In der Folgezeit mehrten sich allerdings auch die Sorgen hinsichtlich der langfristigen Auswirkungen der massiven geldpolitischen Lockerung in den USA auf die künftige Preisentwicklung. Zu einer abrupten Kurskorrektur gab aber erst die Mitte Juli seitens der US-Notenbank geäußerte Einschätzung Anlass, nach der die Risiken für die US-Wirtschaft weiterhin fortbeständen. Zuletzt notierte der Euro bei rund 0,90 US-\$. Er hat damit das Niveau von Anfang Mai leicht überschritten. Gemessen am Euro-Dollar-Kurs vom Jahresbeginn bedeutet dies aber immer noch eine Abwertung in Höhe von 5 %.

Gegenüber dem Yen hat der Euro im Frühjahr zunächst deutlich an Boden verloren und in der Folgezeit die eingetretenen Kursverluste wieder wettgemacht. Nach Kursnotierungen von knapp 109 Yen Anfang Mai fiel der Euro im Juni unter die Marke von 101 Yen und damit stärker als gegenüber dem US-Dollar. In diesem Zeitraum stand auch der US-Dollar gegenüber dem Yen unter Abgabedruck. Der Regierungswechsel in Japan hatte Hoffnungen auf eine konsequente und zügige Durchsetzung der dringend erforderlichen Struktur-reformen geweckt und die Wachstumsperspektiven der japanischen Wirtschaft wieder in einem günstigeren Licht erscheinen lassen. Anfang Juni geriet der Yen aber praktisch

Yen

gegenüber allen Währungen erneut unter Abwertungsdruck, nachdem die Bank von Japan in ihrem weltweit stark beachteten „Tankan“-Bericht<sup>2)</sup> auf die Eintrübung des japanischen Wirtschaftsklimas hinwies und ihre Einschätzung der Wirtschaftslage nach unten revidierte. Mitte August notierte der Euro gegenüber dem Yen bei gut 110 Yen und damit etwas stärker als Anfang Mai.

*Pfund Sterling*

Gegenüber dem britischen Pfund bewegte sich der Euro seit Anfang Mai in einem Band zwischen rund 0,63 und knapp 0,60 Pfund Sterling. Spekulationen über einen baldigen Eintritt des Vereinigten Königreichs in die Europäische Währungsunion haben das Pfund Sterling nur vorübergehend unter Abgabedruck gesetzt.

*Effektiver Wechselkurs des Euro*

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets hat der Euro – ähnlich wie gegenüber dem US-Dollar für sich betrachtet – nach der Schwächephase in den Frühjahrsmonaten und zum Sommerbeginn das verlorene Terrain jedenfalls zum Teil wieder zurückgewonnen. Mitte August lag der effektive Wechselkurs knapp über dem Niveau von Anfang Mai und damit rund 1 ½ % unter seinem Wert von Anfang dieses Jahres.<sup>3)</sup> Von der außenwirtschaftlichen Seite haben sich damit die negativen Einflüsse der Abwertung auf das inländische Preisklima wieder etwas zurückgebildet, was letztlich auch die Kaufkraft im Innern stärkt, ohne die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Exportwirtschaft in unerwünschter Weise zu belasten.

## Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

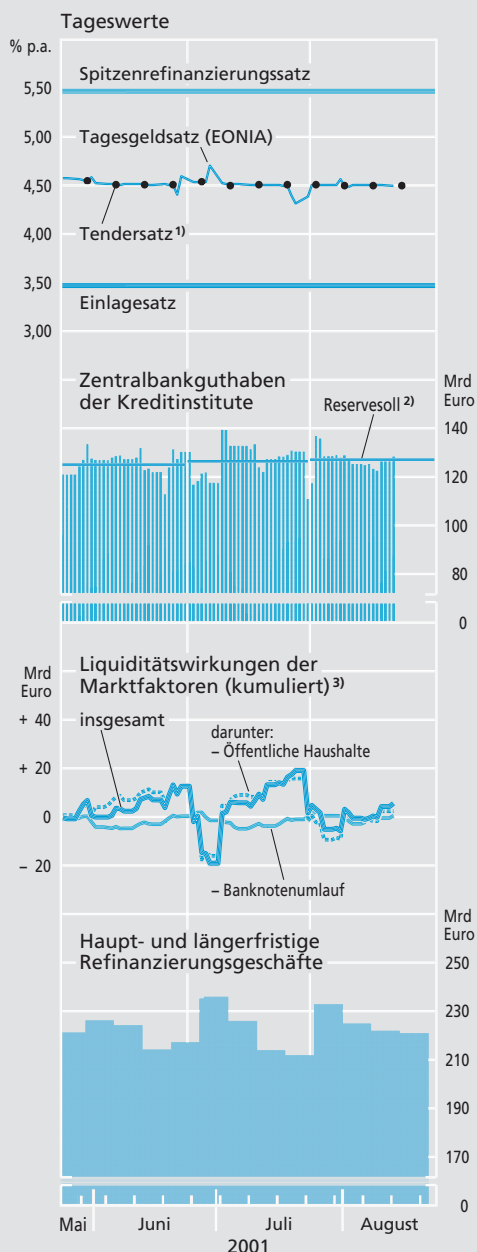
Nach der Zinssenkung am 10. Mai dieses Jahres ließ der EZB-Rat die Zinssätze des Eurosystems unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems werden seither als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 4,50 % abgeschlossen; die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen seit dem 11. Mai 5,50 % beziehungsweise 3,50 %. Für eine Geradeausfahrt in der Zinspolitik sprachen sowohl die monetäre als auch die gesamtwirtschaftliche Lage. Der Anstieg der Geldmenge M3 hat sich in den vergangenen Monaten wieder verstärkt, wozu jedoch vor allem Portfoliodispositionen beitrugen. Auf mittlere Sicht sind die Inflationsrisiken gleichwohl geringer geworden. Nachdem der Preisauftrieb unter dem Einfluss von Sonderfaktoren im Mai seinen Höhepunkt erreicht hatte, begann er im Juni und Juli nachzulassen. Gleichzeitig hat sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt. Im Ergebnis erschien die Zinspolitik der ruhigen Hand geeignet, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten und somit zur Sicherung eines anhaltenden Wirtschaftswachstums beizutragen.

*Zinssätze des Eurosystems unverändert*

<sup>2</sup> Der „Tankan“-Bericht der Bank von Japan erscheint vierteljährlich und beruht auf einer regelmäßigen umfassenden Befragung japanischer Unternehmen durch die Bank von Japan.

<sup>3</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.

## Zinsen und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



**1** Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, einheitlicher (bei Mengentender) bzw. marginaler Zuteilungssatz (bei Zinstender). — **2** Erfüllungsperioden: 24.5. bis 23.6., 24.6. bis 23.7. und 24.7. bis 23.8.2001. — **3** Banknotenumlauf, Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

Die Terminnotierungen am Geldmarkt sind im Berichtszeitraum gesunken, wobei sich die Zinssätze für Sechs- bis Zwölfmonatsgeld stärker zurückbildeten als die kürzerfristigen Notierungen. Mitte August unterschritten die Geldmarktsätze ihr Niveau von Mitte Mai um etwa zehn bis 35 Basispunkte. Die Zinsstruktur am Geldmarkt wies somit nach wie vor einen inversen Verlauf auf. Danach erwarten die Marktteilnehmer eine nochmalige Senkung der Leitzinsen des Eurosystems im weiteren Verlauf dieses Jahres.

*Zinsstruktur am Geldmarkt weiterhin invers*

Die marginalen Zuteilungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen im Berichtszeitraum zunächst geringfügig oberhalb des Mindestbietungssatzes, seit Anfang Juli waren beide Zinssätze häufiger identisch. Zwar ging die Anzahl der bietenden Kreditinstitute etwas zurück, jedoch übertrafen die Bietungsvolumina stets deutlich die angemessenen Zuteilungsbeiträge.

*Zuteilungssätze dicht am Mindestbietungssatz*

Die laufende Geldmarktsteuerung erfolgte in den Sommermonaten ausschließlich durch den Einsatz von Haupttendern. Bei ihrer Bemessung hatte das Eurosystem insbesondere der hohen Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte Rechnung zu tragen. Im Ergebnis glich es die Liquiditätswirkungen der autonomen Marktfaktoren insgesamt recht zeitnah aus und ermöglichte den Kreditinstituten eine vergleichsweise stetige Reserveerfüllung. Vor diesem Hintergrund blieb die Volatilität des Tagesgeldsatzes (EONIA) eng begrenzt. Nur zum Ende der Reserveerfüllungsperioden und wie üblich zum Halbjahresultimo wich der Tagesgeldzins vorübergehend etwas stärker

*Liquiditätssteuerung über Hauptrefinanzierungsgeschäfte*

vom Mindestbietungssatz des Eurosystems ab.

*Liquiditäts-  
bedarf wenig  
verändert*

Insgesamt betrachtet sind den Kreditinstituten von Mai bis Juli durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren Mittel im Betrag von 0,7 Mrd Euro zugeflossen (vgl. nebenstehende Tabelle). Diese für die Jahreszeit untypische Entwicklung ist zum einen auf die vergleichsweise nur wenig kontraktiv wirkende Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte zurückzuführen. Zum anderen ist der Banknotenumlauf nicht wie sonst in den Sommermonaten üblich gestiegen, sondern hat sich im Zusammenhang mit der nach dem Jahreswechsel anstehenden Inverkehrgabe der Euro-Noten verringert. Das Mindestreservesoll hingegen erhöhte sich um 2,3 Mrd Euro. Entsprechend wurde das Volumen der Offenmarktgeschäfte aufgestockt. Neben einer Anhebung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf das angestrebte Volumen von insgesamt 60 Mrd Euro wurde der Betrag der ausstehenden Haupttender kräftig erhöht. Hierbei war auch die Fälligkeit der Ende April abgeschlossenen einwöchigen sonstigen Refinanzierungsoperation zu berücksichtigen. Der Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten blieb gering und konzentrierte sich auf das Ende der Erfüllungsperioden.

*Geldmengen-  
entwicklung  
weiterhin von  
Portfolio-  
dispositionen  
geprägt*

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist in saisonbereinigter Betrachtung im zweiten Vierteljahr dieses Jahres ähnlich stark gewachsen wie bereits im ersten. Hierzu haben Portfoliodispositionen maßgeblich beigetragen. Auf Grund anhaltender Unsicherheiten an den Aktienmärkten und der flachen Zinsstrukturkurve bevorzugten die Anleger kurz-

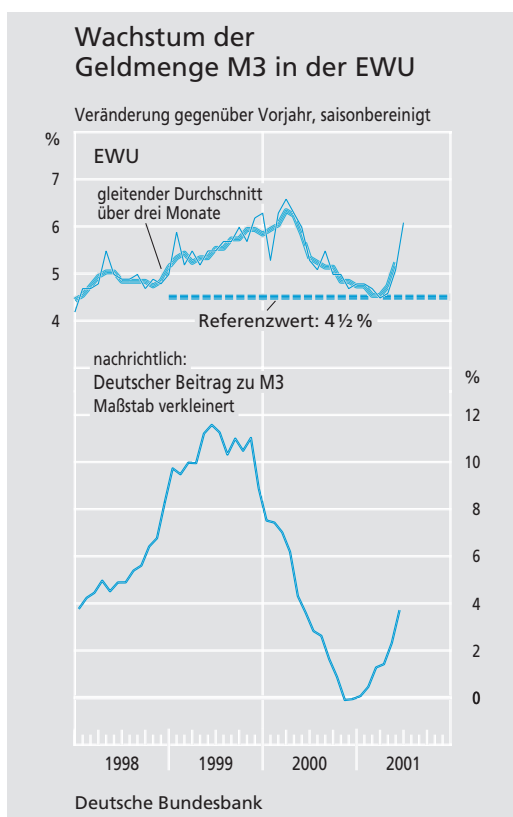
### Liquiditätsbestimmende Faktoren \*)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2001		
	24. Mai bis 23. Juni	24. Juni bis 23. Juli	24. Mai bis 23. Juli
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 1,6	+ 0,3	+ 1,9
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 1,9	- 1,2	- 3,1
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	+ 0,6	+ 12,6	+ 13,2
4. Sonstige Faktoren 2)	+ 0,0	- 11,3	- 11,3
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 0,3</b>	<b>+ 0,4</b>	<b>+ 0,7</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 17,7	+ 0,2	+ 17,9
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	± 0,0	+ 0,8	+ 0,8
c) Sonstige Geschäfte	- 17,0	-	- 17,0
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,2	+ 0,0	- 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,2	- 0,0	+ 0,2
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 0,7</b>	<b>+ 1,0</b>	<b>+ 1,7</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 0,9</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 2,3</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 1,4</b>	<b>- 2,3</b>
<b>Nachrichtlich: 3)</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	161,7	161,9	161,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	59,1	59,9	59,9
Sonstige Geschäfte	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	0,2	0,2
Einlagefazilität	0,4	0,4	0,4

\* 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



fristige und liquide Vermögensformen. Ende Juni übertraf M3 im gesamten Währungsgebiet seinen Vorjahrsstand um 6,1%, verglichen mit 4,5% Ende März; der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten belief sich im Zeitraum von April bis Juni auf 5,3%, gegenüber 4,6% von Januar bis März. Die genannten Raten sind um Käufe von Geldmarktfondszertifikaten durch EWU-Ausländer bereinigt;<sup>4)</sup> weiterhin tragen sie dem Problem auftretender Kalendereffekte insofern Rechnung, als sie auf der Basis saison- und kalenderbereinigter Zeitreihen berechnet sind.<sup>5)</sup> Gleichwohl ist bei der Interpretation des statistisch ausgewiesenen Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet neben den erwähnten Portfoliodispositionen weiterhin zu berücksichtigen, dass es auf Grund der bislang nicht erfassten Käufe von

Geldmarktpapieren durch EWU-Ausländer die Liquiditätsausweitung im Euro-Währungsgebiet überzeichnet. Derzeit dürften diese Käufe etwa drei Viertel Prozentpunkte zur Jahresrate von M3 beitragen.<sup>6)</sup> Im Juni wurde diese zudem durch einen Basiseffekt erhöht.

Anders als im Vorquartal konnten im Berichtszeitraum nicht nur vergleichsweise marktnah verzinsten Bestandteile von der ausgeprägten Neigung der Anleger zur kurzfristigen Mittelanlage profitieren. Zwar nahmen die marktfähigen Finanzinstrumente – und hier vor allem die Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren – im zweiten Vierteljahr erneut stark zu. Doch wurden daneben auch die Sichteinlagen kräftig dotiert. Deshalb wuchs die Geldmenge M1 in saisonbereinigter Betrachtungsweise trotz des – angesichts der näherrückenden Bargeldumstellung – weiter rückläufigen Bargeldumlaufs etwas schneller als im Vorquartal. Ende Juni war sie um 3,8% höher als vor Jahresfrist. Die sonstigen kurzfristigen Bankeinlagen sind von April bis Juni in saisonbereinigter Betrachtung insgesamt vergleichsweise moderat gestiegen; hier schlug jedoch vor allem der Abbau dieser Einlagen im Mai zu Buche.

*Komponenten  
der Geldmenge*

Die Kreditgewährung an den privaten Sektor hat sich im zweiten Quartal merklich abgeschwächt. Ende Juni übertrafen die Ausleihungen der MFIs an den privaten Sektor ihren

*Bilanz-  
gegenposten*

4 Vgl.: Europäische Zentralbank, Pressemitteilung, Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet: April 2001, 30. Mai 2001.

5 Vgl.: Europäische Zentralbank, Pressemitteilung, Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet: Juni 2001, 26. Juli 2001.

6 Vgl.: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, August 2001, S. 7.

Vorjahrsstand um 8,4 %, gegenüber 9,4 % Ende März. Insbesondere die Buchkredite der MFIs an Unternehmen und Privatpersonen stiegen in saisonbereinigter Betrachtung von April bis Juni mit einer Jahresrate von 5 ½ % deutlich langsamer als im Vorquartal (8 ½ %). Ihren Vorjahrsstand übertrafen sie Ende Juni um 7,8 %, nach 8,7 % Ende März. Die Direktausleihungen der MFIs an die öffentlichen Haushalte wurden auch im zweiten Quartal abgebaut. Die Geldkapitalbildung, die im Vorquartal relativ kräftig gewesen war, verlangsamte sich im Berichtszeitraum. Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit Geschäftspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind im zweiten Quartal in geringem Umfang Mittel abgeflossen.

*Deutscher  
Beitrag*

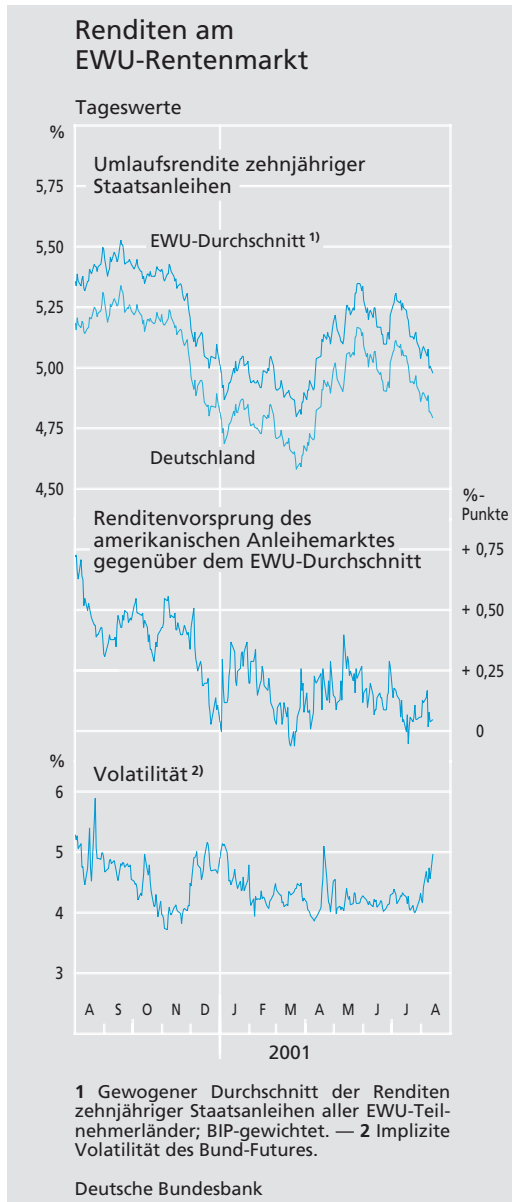
Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet, der bereits im ersten Vierteljahr saisonbereinigt kräftiger gewachsen war als das Gesamttaggregat, nahm trotz einer leichten Verlangsamung des Expansionstempos auch im zweiten Quartal etwas stärker zu als die Geldmenge M3 im gesamten Euro-Währungsgebiet. Seinen Vorjahrsstand übertraf er Ende Juni um 3,8 %, nach 1,3 % Ende März. Diese Rate dürfte jedoch die tatsächliche Liquiditätsversorgung in Deutschland auf Grund der Käufe von Geldmarktpapieren und kurzfristigen Bankschuldverschreibungen durch Anleger aus Ländern außerhalb des Währungsgebiets etwas überzeichnen.<sup>7)</sup> Ähnlich wie auf EWU-Ebene war die Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3 durch einen starken Anstieg der von deutschen MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren geprägt; auch stockten inländi-

sche Anleger ihre täglich fälligen Einlagen merklich auf. Daneben kam es zu einer spürbaren Zunahme der kurzfristigen Termineinlagen (vgl. S. 35).

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind in der Berichtsperiode im Ergebnis etwas gesunken. Im Durchschnitt der EWU-Länder betragen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen Mitte August knapp 5 %. Sie lagen damit gut einen viertel Prozentpunkt niedriger als Mitte Mai. Sowohl im Mai als auch gegen Ende Juni zogen die langfristigen Kapitalmarktsätze zeitweilig zwar leicht an, als sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer im Zusammenhang mit dem unerwartet starken Anstieg der Konsumentenpreise und dem Auftrieb der Ölpreise vorübergehend etwas eintrübten. Auf Grund der gedämpften Konjunkturperspektiven gingen sie aber anschließend wieder etwas stärker zurück. Die kritischere Einschätzung der Ertragsaussichten in der Wirtschaft führte auch zu einer Ausweitung des Renditenvorsprungs von Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität gegenüber Staatsanleihen. Das Zinsgefälle zwischen Kapital- und Geldmarkt folgte im Wesentlichen den Auf- und Abwärtsbewegungen der Kapitalmarktzinsen; bei Abschluss dieses Berichts lag der Abstand zwischen Lang- und Kurzfristzinsen mit knapp zwei drittel Prozentpunkten etwa auf dem gleichen Stand wie Mitte Mai. Trotz der zum Teil gegenläufigen Entwicklung der einzelnen

*Kapitalmarkt-  
zinsen bei  
gegenläufigen  
Impulsen im  
Ergebnis leicht  
gefallen*

<sup>7)</sup> Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von MFIs im Euro-Raum gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Akteuren außerhalb des Euro-Raums in die Geldmenge M3 ein.



Einflüsse auf die Renditenentwicklung blieb die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Kursentwicklung von Rentenwerten, die in der impliziten Volatilität von Optionen auf den Bund-Future zum Ausdruck kommt, recht niedrig und weitgehend konstant. Hierzu haben die stetige Geldpolitik des Eurosystems und die zuletzt wieder rückläufigen Preissteigerungsraten beigetragen.

Der Renditenvorteil zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen aus EWU-Ländern, der Mitte Mai noch gut einen viertel Prozentpunkt betrug, hat sich im Laufe der Berichtsperiode fast vollständig abgebaut. Die Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank im Mai und Juni gingen jeweils mit einem vorübergehenden Renditenanstieg am amerikanischen Kapitalmarkt einher, der stärker als am europäischen ausfiel, so dass sich der Renditenabstand gegenüber europäischen Anleihen zeitweise etwas ausdehnte. Offenbar haben sich die langfristigen Inflationserwartungen in den USA nach ihrer deutlichen Eintrübung zu Anfang des zweiten Quartals aber wieder verbessert, zumindest kann dies aus einem Vergleich der Renditen nominaler und inflationsindexierter Anleihen der US-Treasury geschlossen werden. Im Juli wies auch die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den USA eine stärkere Abwärtsbewegung als in Europa auf.

*Zinsvorsprung der USA fast völlig abgebaut*

Nach den empfindlichen Einbußen gewannen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal zunächst etwas von ihrem verlorenen Terrain zurück. Die Erholung erwies sich jedoch als nicht nachhaltig. Ab Mitte Mai nahm in einem Umfeld gedämpfter Wachstums- und Ertragserwartungen die Unsicherheit über das Bewertungsniveau, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex, erneut zu. Dabei gerieten die Notierungen vieler Aktiengesellschaften kräftig unter Druck. Im Ergebnis sanken die Kurse europäischer Beteiligungswerte weiter. Seit seinem historischen Höchststand im März 2000 hat der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursin-

*Talfahrt an den Aktienmärkten hält an*



dex insgesamt mehr als ein Viertel an Wert verloren. Die eingetrübte Stimmung an den Märkten äußerte sich abermals in besonders großen Abschlügen bei Dividentiteln aus dem Hochtechnologiebereich. Die Kursentwicklung an den europäischen Aktienmärkten im Berichtszeitraum entsprach zwar im Allgemeinen den an anderen wichtigen Börsenplätzen. So fielen in Japan die Kurse seit Mitte Mai sogar noch stärker als im Euro-Währungsgebiet. Allerdings hat sich zuletzt der ansonsten recht enge Gleichlauf zwischen

den Aktienkursen in Europa und den USA spürbar gelockert. Die Kursabschwächung in den USA hielt sich gemessen am Standard & Poors-500-Index in Grenzen. Auch die Notierungen an der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq blieben im Gegensatz zu den Kursen europäischer Technologiewerte im Allgemeinen recht stabil. Zu der etwas besseren Kursentwicklung in den USA dürften die kräftigen Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank im bisherigen Jahresverlauf beigetragen haben.