

Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 2001

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Weltwirtschaft, die sich zur Jahresmitte ohnehin schon in einer schwierigen Phase befand, ist durch die Terroranschläge in den USA zusätzlich belastet worden. Die globale konjunkturelle Abkühlung hat sich im Herbst verstärkt. Unmittelbar nach den Ereignissen vom 11. September kam es zu erheblichen Beeinträchtigungen im inneramerikanischen und im internationalen Luftverkehr von und nach Nordamerika, die auch auf andere Sektoren ausstrahlten. In einigen Betrieben in den USA musste die Produktion wegen fehlender Vorleistungsgüter zeitweise gedrosselt oder gar gestoppt werden. Die Produktionsausfälle sind bisher wohl nur zum Teil wieder aufgeholt worden. Beträchtliche Einbußen hat seitdem auch die Tourismusbranche zu verzeichnen, und zwar nicht nur in den USA, sondern weltweit.

Erhebliche Belastungen durch Terroranschläge

Schwerer als diese direkten wirtschaftlichen Auswirkungen wiegen jedoch die negativen psychologischen Effekte, auch wenn sie sich derzeit noch nicht zuverlässig abschätzen lassen. Insbesondere die amerikanischen Konsumenten scheinen tief verunsichert worden zu sein. Der private Verbrauch, der zuvor die wichtigste Stütze der US-Konjunktur dargestellt hatte, neigte nach dem 11. September deutlich zur Schwäche. An den Aktienmärkten ist es nach den kräftigen Kurseinbrüchen bei anhaltend hoher Volatilität jedoch zu einer Erholung gekommen. An den bedeutenden Devisenmärkten hielten sich die Ausschläge in relativ engen Grenzen. Die Notierungen an den internationalen Rohstoffmärkten gaben dagegen kräftig nach. Dies führte

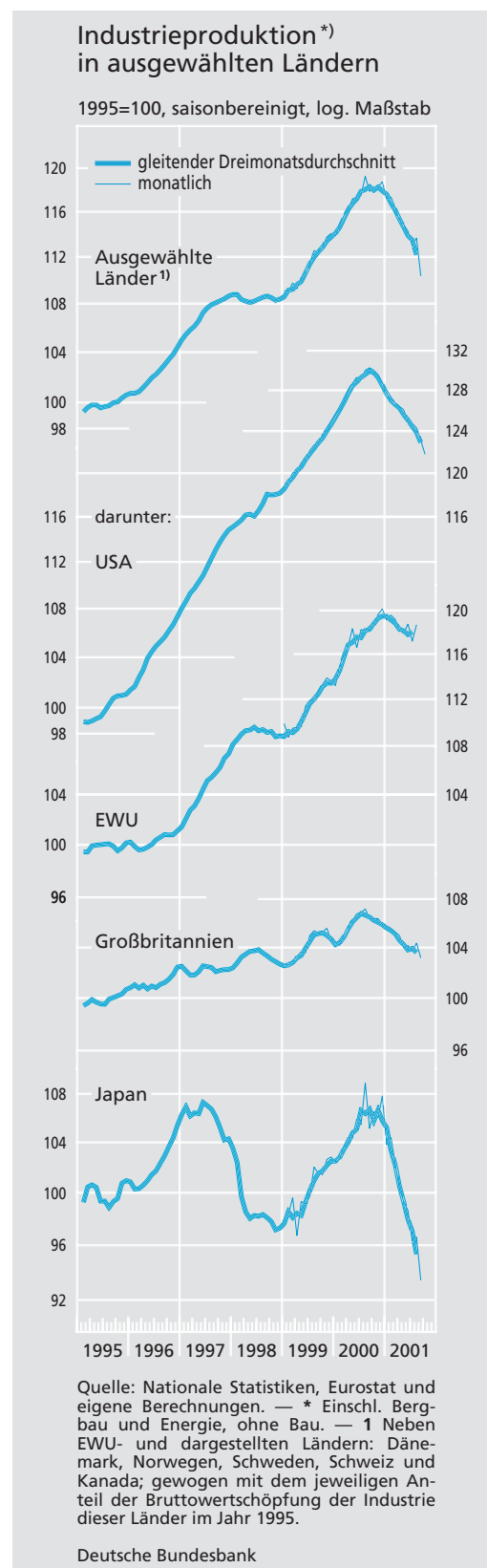
einerseits zu Erlöseinbußen in den Anbieterstaaten, andererseits trug es in den Industrieländern zu einer Verbesserung des Preisklimas bei.

USA in
„technischer
Rezession“

Nicht zuletzt auf Grund der negativen wirtschaftlichen Folgen der Terroranschläge haben sich die expansiven Impulse in den USA, die von der seit Jahresbeginn stark gelockerten Geldpolitik sowie den – im Frühjahr beschlossenen – vorgezogenen steuerlichen Entlastungen erwartet wurden, bislang nicht durchsetzen können. Die gesamtwirtschaftliche Produktion sank im dritten Jahresviertel erstmals seit Anfang 1991 saisonbereinigt unter den Stand der Vorperiode. Diese Tendenz könnte sich angesichts der zumeist nach unten gerichteten Frühindikatoren zunächst noch fortsetzen, so dass eine „technische Rezession“ (d. h. ein Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in zwei aufeinander folgenden Quartalen) nicht mehr auszuschließen ist. In einzelnen Branchen hatte sich zudem Anpassungsbedarf aufgebaut, der jetzt in der konjunkturellen Schwächephase offen zu Tage tritt. Vor allem im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie fallen die Überinvestitionen der letzten Jahre stärker ins Gewicht als zunächst vermutet.

Konjunktur-
flaute in der
übrigen Welt

In Westeuropa dürfte das reale BIP nach der Jahresmitte nur wenig gestiegen sein. Japan ist im Sommerhalbjahr erneut in eine Rezession abgerutscht. In den ostasiatischen Schwellenländern hat sich – China ausgenommen – das Tempo der zyklischen Abschwächung, insbesondere auf Grund der rückläufigen Nachfrage aus den USA und Japan nach elektronischen Produkten, in den



letzten Monaten noch verstärkt. Die lateinamerikanischen Länder wurden ebenfalls durch die Abschwächung des Welthandelwachstums in Mitleidenschaft gezogen; dies gilt vor allem für Mexiko, das etwa neun Zehntel seiner Exporte in die USA und nach Kanada liefert. Hinzu kam, dass sich die Finanzkrise in Argentinien, die teilweise auch auf die Nachbarländer ausstrahlt, in den Sommermonaten weiter zuspitzte und in Brasilien erneut Energieengpässe die gesamtwirtschaftliche Produktion behinderten. Nur wenige Länder können im laufenden Jahr ein dynamisches Wirtschaftswachstum verbuchen. Dazu zählen neben China die ölexportierenden Länder im Nahen Osten und in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), vor allem Russland.

*Revidierte
Prognose des
IWF*

Der Stab des IWF hat seine BIP-Prognose für die Weltwirtschaft im November erneut nach unten korrigiert, und zwar auf 2,4 % im Jahr 2001; das ist die niedrigste Wachstumsrate seit 1993. Darin sind die wirtschaftlichen Folgen der Terrorattacke in den USA berücksichtigt worden. Die Ausweitung des Welthandelsvolumens, die in der zweiten Hälfte dieses Jahres wohl zum Stillstand gekommen oder gar in eine kontraktive Entwicklung umgeschlagen ist, wird sich nach der Vorausschätzung des IWF im Jahresdurchschnitt auf 1½ % – ausgehend von 12½ % im Jahr 2000 – verlangsamen. Seine Prognose für das globale BIP-Wachstum im Jahr 2002 hat der Stab des IWF gegenüber dem World Economic Outlook vom Oktober 2001 um gut einen Prozentpunkt auf 2,4 % zurückgenommen.

Die Perspektiven für eine globale Wende zum Besseren im Verlauf des nächsten Jahres sind gleichwohl vorhanden. Zum einen ist die Kaufkraft in den Ölverbraucherländern auf Grund der rückläufigen Notierungen für Rohöl an den Märkten zuletzt gestärkt worden. Zum anderen hat die amerikanische Wirtschaftspolitik die Signale mehr denn je auf Expansion gestellt. Auch in Westeuropa haben die Notenbanken die Leitzinsen spürbar gesenkt. Die Finanzpolitik dürfte – vor allem wegen der Steuersenkungen in wichtigen Ländern – die Konjunktur stützen. In Japan hat die Geld- und Fiskalpolitik in dem ihr zur Verfügung stehenden engen Rahmen versucht, dem Kontraktionsprozess in der heimischen Wirtschaft entgegenzusteuern. Hinzu kommt, dass die Lageranpassungen in den meisten Industrieländern schon recht weit vorangeschritten sind, so dass von dieser Seite die Produktion im Jahr 2002 wohl nicht mehr so stark belastet wird wie im laufenden Jahr. Dieses Prognosebild ist jedoch mit einer deutlich größeren Unsicherheit behaftet als Vorhersagen in den vergangenen Jahren. So lässt sich derzeit kaum abschätzen, wie lange die Verunsicherung der Investoren und Verbraucher, insbesondere in den USA, anhalten wird.

Die Entwicklung der Weltwirtschaft ist, wie sich jetzt wieder deutlich zeigt, in hohem Maße von der amerikanischen Konjunktur abhängig. Die Vereinigten Staaten haben in den Vorjahren erheblich zur Verstärkung des globalen Wachstums beigetragen; im Verlauf dieses Jahres, insbesondere seit der Jahresmitte, sind jedoch starke Bremswirkungen von dort ausgegangen. Die gesamtwirtschaft-

*Chancen für
weltweite
Erholung im
Jahr 2002*

*US-Wirtschaft
im dritten
Quartal*

liche Produktion in den USA fiel im Sommerquartal saison- und kalenderbereinigt etwas (-0,1%) niedriger aus als im Frühjahr. Der Stand vor Jahresfrist wurde noch um $\frac{3}{4}$ % überschritten. Das schwache Ergebnis hängt nur zum Teil mit den Ereignissen am 11. September zusammen.¹⁾ Die US-Konjunktur hatte sich schon in den Monaten zuvor spürbar abgeschwächt. Dies gilt vor allem für die Industrie, deren Kapazitätsauslastung seit Oktober 2000 kontinuierlich gesunken ist und im September so niedrig war wie zuletzt im Frühjahr 1983. Der Verlust an Arbeitsplätzen in diesem Sektor konnte im Jahresverlauf immer weniger durch zusätzliche Stellen im Dienstleistungssektor aufgefangen werden. Die Zahl der Erwerbstätigen in der Gesamtwirtschaft ist deshalb seit Frühjahrsbeginn kräftig zurückgegangen, und die saisonbereinigte Arbeitslosenquote nahm im Zeitraum August/Oktober um 0,9 Prozentpunkte auf 5,4% zu. Seit ihrem Tiefpunkt im Oktober 2000 hat sie sich um eineinhalb Prozentpunkte erhöht.

Die Eintrübung am Arbeitsmarkt hat die Stimmung der Konsumenten, die sich im Frühjahr wieder etwas gefestigt hatte, in den Sommermonaten spürbar gedrückt. Die Verunsicherung der amerikanischen Bevölkerung durch den Terroranschlag am 11. September führte zu einem weiteren, teilweise drastischen Rückgang des Konsumentenvertrauens. In diesem widrigen Umfeld konnte die zum 1. Juli in Kraft getretene Steuerreform nicht die erwartete Nachfragebelebung herbeiführen. Der private Konsum wuchs im Sommerquartal preis- und saisonbereinigt nur noch um $\frac{1}{4}$ %, verglichen mit jeweils reichlich $\frac{1}{2}$ %

in den beiden Vorperioden. Gleichzeitig hat jedoch das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auf Grund der Steuerrückflüsse gegenüber dem Frühjahr saisonbereinigt um 3% expandiert. Dieser Einkommenszuwachs ist ganz überwiegend der Ersparnisbildung zugute gekommen, so dass sich die Sparquote der privaten Haushalte sprunghaft von saisonbereinigt 1,1% im zweiten Quartal auf 3,8% im dritten Jahresviertel erhöhte; im September erreichte sie sogar 4,7%. Die realen Investitionen der gewerblichen Wirtschaft sind im Sommer erneut stark gesunken und lagen um gut $6\frac{1}{2}$ % unter ihrem entsprechenden Vorjahrsniveau. Die Wohnungsbauinvestitionen nahmen zwar noch zu, aber bei weitem nicht mehr so kräftig wie zuvor. Der Anfang 2001 in Gang gekommene Lagerabbau hat sich verstärkt fortgesetzt; dies dämpfte zwar das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Sommerquartal, zugleich haben sich dadurch jedoch die Voraussetzungen für eine konjunkturelle Wende verbes-

1 Das für die amerikanische VGR zuständige Bureau of Economic Analysis (BEA) hat darauf verzichtet, die negativen Auswirkungen der Terroranschläge auf die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten Quartal zu quantifizieren, weil sie sich – so das Amt – in den Primärstatistiken, die der Berechnung des BIP und seiner Komponenten zu Grunde liegen, nicht separieren lassen. Bei einzelnen Positionen – darunter solche, die am aktuellen Rand noch nicht primärstatistisch abgesichert sind und deshalb geschätzt werden – wurden jedoch Anpassungen vorgenommen, die vor allem die nominale Rechnung und die Entwicklung der impliziten Deflatoren berühren, das reale BIP aber kaum beeinflussen. Auf der Verwendungsseite hat sich der Anschlag vom 11. September insbesondere im nominalen Konsum und in der Einfuhr von Versicherungsdienstleistungen niedergeschlagen. Zudem wurde das gesamtwirtschaftliche Anlagevermögen nach unten korrigiert und die Einkommensrechnung modifiziert. So wurden die Abschreibungen heraufgesetzt, die Ansätze für die Löhne und Gehälter der Arbeitnehmer in der gewerblichen Wirtschaft wegen der Produktionsunterbrechungen und der Entlassungen unmittelbar nach der Terrorattacke reduziert und die der öffentlich Bediensteten auf Grund der zahlreichen geleisteten Überstunden der Rettungsmannschaften erhöht.

sert. Exporte und Importe tendierten merklich nach unten; der Fehlbetrag im realen Außenhandel hat sich etwas vermindert.

Der Preisdruck auf der Verbraucherstufe ließ in den vergangenen Monaten vor allem auf Grund der Entspannung an den Energiemärkten deutlich nach. Im Vorjahrsvergleich ging die Teuerungsrate, die noch im Mai bei 3,6 % gelegen hatte, auf 2,1% im Oktober zurück. Die statistische Kerninflationsrate (ohne Energie und Nahrungsmittel), die weniger volatil ist, blieb jedoch mit 2,6 % praktisch unverändert.

Konjunkturwende voraussichtlich erst in 2002

Im vierten Quartal 2001 ist nach den bisher vorliegenden, überwiegend nach unten gerichteten Indikatoren mit einem stärkeren Rückgang des realen BIP zu rechnen als im Sommer. Eine Erholung der US-Konjunktur dürfte somit erst im Verlauf des nächsten Jahres Platz greifen. Dabei richten sich die Hoffnungen zum einen darauf, dass die optimistische Grundeinstellung der amerikanischen Verbraucher und Investoren allmählich wieder die Oberhand gewinnt. Zum anderen sind beträchtliche monetäre und fiskalische Impulse auf den Weg gebracht worden. Die amerikanische Notenbank hat Anfang November zum zehnten Mal in diesem Jahr ihre Zinsen auf nunmehr 2,0 % gesenkt; ein ähnlich niedriges Niveau hatte es zuletzt Anfang der sechziger Jahre gegeben. Seit dem 11. September hat auch die Finanzpolitik eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, die zur Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beitragen können. So sind unmittelbar nach dem Terroranschlag zusätzliche Ausgaben von 40 Mrd US-\$ für Soforthilfen und Sicherheits-

maßnahmen sowie 15 Mrd US-\$ für Kreditgarantien und Zuwendungen an die Luftfahrtindustrie beschlossen worden. Für das seit 1. Oktober dieses Jahres laufende Haushaltsjahr 2002 hat die Regierung zudem ein Konjunkturpaket vorgeschlagen, das im Repräsentantenhaus auf eine Größenordnung von 100 Mrd US-\$ aufgestockt worden ist. Es enthält sowohl vorgezogene Steuersenkungen als auch Ausgabenerhöhungen. Wenn es dabei bleibt – die Beratungen im Kongress dauern noch an –, so werden sich die fiskalischen Maßnahmen, einschließlich einiger zusätzlicher Ausgabensteigerungen, auf etwa 1½ % des nominalen BIP belaufen.

In der japanischen Wirtschaft haben sich die rezessiven Tendenzen seit dem Frühjahr 2001 verstärkt, nachdem schon in den Vorquartalen deutliche Schwächeanzeichen zu erkennen waren. Das reale BIP ist im zweiten Jahresviertel saisonbereinigt und im Vorjahrsvergleich um jeweils ¾ % gesunken. Die negative Konjunktorentwicklung hat nach der Jahresmitte angehalten (VGR-Angaben liegen allerdings noch nicht vor). Die Industrieproduktion ging im Sommerquartal erneut zurück, und zwar saisonbereinigt um 4 % gegenüber der Vorperiode; sie lag damit um ein Zehntel unter dem entsprechenden Vorjahrsniveau. Dazu haben die schwache inländische Endnachfrage, der nach wie vor hohe Lagerdruck sowie das rückläufige Exportgeschäft, insbesondere bei Gütern der Informationstechnologie, beigetragen. Der Beschäftigungsabbau hat sich fortgesetzt, und die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erreichte im September mit 5,3 % einen neuen historischen Höchststand. In dieses Bild passt der

Japan

anhaltende Rückgang der Verbraucherpreise, die im Oktober um knapp 1 % niedriger waren als ein Jahr zuvor. Derzeit deutet wenig darauf hin, dass die japanische Wirtschaft in naher Zukunft die zyklische Wende aus eigener Kraft herbeiführen kann. Das Land ist deshalb in starkem Maße auf expansive außenwirtschaftliche Impulse infolge einer Erholung der Weltwirtschaft im Allgemeinen und der US-Konjunktur im Besonderen angewiesen. Das reale BIP wird (nach der jüngsten IWF-Prognose) 2001 um 1 % und 2002 um 1¼ % schrumpfen.

Großbritannien

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Großbritannien ist nach ersten Berechnungen im Sommer saison- und kalenderbereinigt um gut ½ % höher ausgefallen als im Frühjahr und übertraf den Stand vor Jahresfrist um reichlich 2 %. Das Wachstum wurde vom Dienstleistungssektor und der Bauindustrie getragen, während die industrielle Erzeugung erneut rückläufig war. Die vorläufigen BIP-Angaben für das dritte Quartal werden aber möglicherweise noch nach unten korrigiert, da die Industrieproduktion im September, die bei der Ermittlung der VGR-Ergebnisse noch nicht bekannt war, merklich schlechter ausgefallen ist, als zuvor allgemein erwartet worden war. Der Rezessionsdruck in der Industrie ist vor allem auf die schon seit längerem herrschende Exportflaute zurückzuführen, die sich bei einer weiteren Abkühlung in den wichtigsten Abnehmerländern, insbesondere in den USA, noch verschärfen könnte. Dagegen expandierten die Einzelhandelsumsätze in den Sommermonaten wiederum kräftig. Das sektorale Konjunkturgefälle zeigt sich auch bei den Preisen. Der vergleichsweise

starken Verteuerung von Dienstleistungen standen zuletzt sinkende Importpreise gegenüber, die auch die Preisentwicklung bei heimischen Industriegütern günstig beeinflussten. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe (ohne Hypothekenzinsen gerechnet) hat sich – ausgehend von 2,6 % im August, als ein Basiseffekt zu Buche geschlagen hatte – auf 2,3 % im September/Oktober vermindert.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum ist in den Frühjahrsmonaten saisonbereinigt betrachtet zum Stillstand gekommen. Ausschlaggebend dafür war, dass die realen Bruttoanlageinvestitionen und die Exporte merklich schrumpften. Dabei scheinen vor allem die Intra-EWU-Ausfuhren nachgegeben zu haben, jedenfalls konnten sich die Warenausfuhren in Drittländer den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik zufolge im ersten Halbjahr saisonbereinigt auf dem Niveau von Ende 2000 halten. Der reale Konsum der privaten Haushalte tendierte hingegen weiter nach oben. Das BIP-Wachstum wurde rein rechnerisch auch dadurch gestützt, dass die realen Importe erneut rückläufig waren. (Für das dritte Quartal liegen noch keine VGR-Angaben vor.)

*Deutliche
Konjunktur-
abschwächung
im Sommer-
halbjahr*

Nach der Jahresmitte hat sich die konjunkturelle Flaute – den bisher vorliegenden Informationen zufolge – fortgesetzt. Die Industrieproduktion fiel im Zeitraum Juli/August saisonbereinigt um ¼ % niedriger aus als im zweiten Quartal und lag damit erstmals seit

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

Saisonbereinigte Angaben in %

Land	Jahresdurchschnitt (JD) 1990/2000	2001					Oktober 2001 gegen- über JD 1990/2000; in %-Punkten
		Insgesamt	Januar	April	Juli	Oktober	
Euro-Raum	81,7	83,2	84,4	83,6	83,0	81,9	+ 0,2
darunter:							
Belgien	79,9	82,3	84,8	82,7	81,4	80,2	+ 0,3
Deutschland	84,2	85,1	86,9	85,7	84,3	83,3	- 0,9
Frankreich	84,4	87,6	88,8	86,9	87,7	87,0	+ 2,6
Italien	77,0	78,9	79,5	79,4	78,7	77,9	+ 0,9
Niederlande	84,0	84,6	85,2	84,8	84,6	83,8	- 0,2
Spanien	77,8	79,6	80,1	79,7	80,1	78,3	+ 0,5
Nachrichtlich: EU	81,8	82,7	84,0	83,1	82,3	81,4	- 0,4

* Quelle: EU-Konjunkturumfrage; gewogenes Gesamtergebnis der Länderangaben.

Deutsche Bundesbank

dem Frühjahr 1996 unter dem Stand vor Jahresfrist. Im Vorjahrsvergleich konzentrierte sich der Rückgang auf Vorleistungsgüter und Gebrauchsgüter, während die Erzeugung von Investitionsgütern stagnierte und bei Verbrauchsgütern ein deutliches Plus erzielt wurde. Im September dürfte die Industrieproduktion im Euro-Raum – ausgehend von den bereits zur Verfügung stehenden nationalen Ergebnissen für Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande und Spanien – erneut gesunken sein.

EU-Umfrage

Die zunehmende Schwäche der Industriekonjunktur spiegelt sich auch in dem verstärkten Rückgang der Kapazitätsauslastung nach der Jahresmitte wider. Seit dem letzten Höchststand Anfang 2001 gab der Nutzungsgrad der Produktionsanlagen im Verarbeitenden

Gewerbe der EWU um zweieinhalb Prozentpunkte nach; er lag allerdings im Oktober noch etwas über dem langjährigen Durchschnitt. Das Geschäftsklima in der Industrie im Euro-Raum hat sich nach den Ergebnissen der jüngsten EU-Umfrage in den letzten Monaten, vor allem im September/Oktober, weiter eingetrübt. Insbesondere die Produktions-erwartungen wurden nach unten angepasst. Die Stimmung in der Industrie war aber weniger gedrückt als im Rezessionsjahr 1993. Das Konsumentenvertrauen hat sich seit der Jahresmitte ebenfalls verschlechtert. Die privaten Haushalte schätzten zwar ihre eigene finanzielle Situation (auch für das nächste Jahr) weiterhin recht günstig ein, sie zeigten sich aber mehr und mehr besorgt über die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung. Obwohl die Umfrageergebnisse insgesamt nach unten

Arbeitsmarkt
und Preise

tendieren, lassen sie nicht den Schluss zu, dass sich der Euro-Raum in einer Rezession befindet.

Die Konjunkturflaute in der EWU ist auf dem Arbeitsmarkt bisher noch kaum sichtbar geworden. Die standardisierte Arbeitslosenquote hielt sich im September saisonbereinigt auf dem seit Juli unveränderten Niveau von 8,3 %. Die Phase abnehmender Erwerbslosigkeit, in der seit Mitte 1997 die Arbeitslosenquote im Euro-Raum um nicht weniger als drei Prozentpunkte abgebaut werden konnte, ist jedoch zumindest vorläufig zu Ende gegangen. Die Verbraucherpreise sind im Zeitraum Juli/Oktober, gemessen am Harmonisierten Index (HVPI), saisonbereinigt nur noch mit einer Jahresrate von gut 1½ % gestiegen. Der Vorjahrsabstand belief sich im Oktober zwar noch auf 2,4 %; dies hängt aber in erster Linie mit den von Nahrungsmitteln und Energie ausgehenden Teuerungsschüben im ersten Halbjahr zusammen. Zuletzt sind die Energiepreise leicht gesunken, und die Preise für Nahrungsmittel haben sich auf hohem Niveau stabilisiert. Die Aussichten, dass die Teuerungsrate bald in den Bereich der Preisstabilität von unter 2 % zurückkehren wird, haben sich somit deutlich verbessert.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Außenhandel

Der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets stand in den Sommermonaten weiter im Zeichen der weltweiten Wachstumsschwäche. In den letzten drei Monaten (Juni bis August), für die entsprechende Angaben vorliegen,

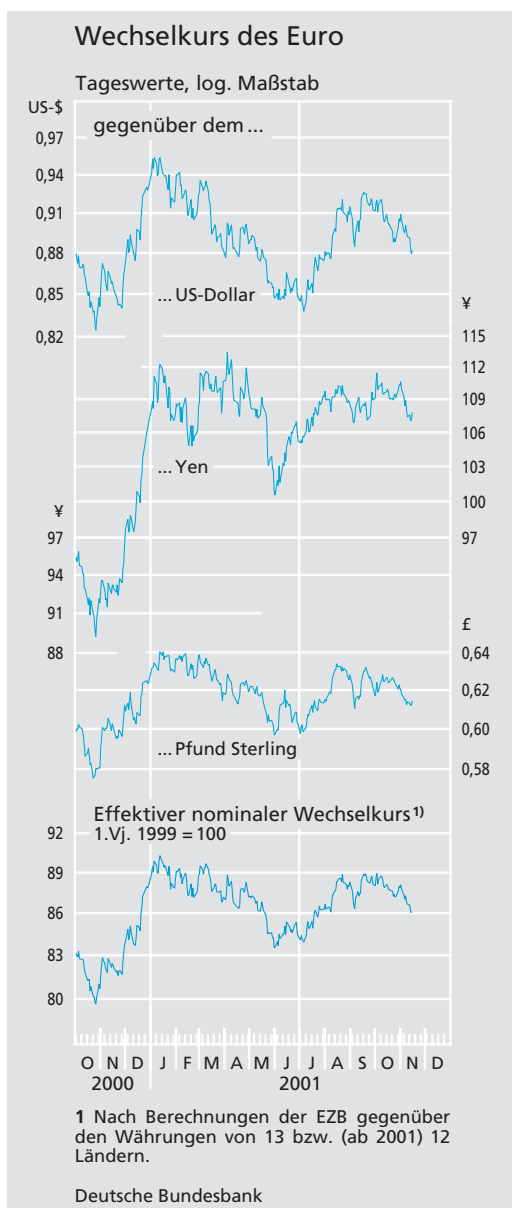
sind die Ausfuhrumsätze der EWU-Länder mit Drittstaaten gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum unverändert geblieben. Gleichzeitig hat der deutlich verhaltener Gang der Konjunktur im Euro-Raum aber auch das Wachstum der Wareneinfuhren gedämpft. In den drei Berichtsmonaten übertrafen sie saisonbereinigt den Vergleichswert für die vorangegangenen drei Monate (März/Mai) nur um ½ %. Damit setzte sich die seit dem Frühjahr zu beobachtende Seitwärtsbewegung fort, nachdem es zu Jahresanfang vor allem preisbedingt zu einem deutlichen Rückgang der Importumsätze gekommen war.

Der Überschuss in der Handelsbilanz fiel in den Sommermonaten (Juni bis August) mit knapp 13½ Mrd Euro saisonbereinigt erneut recht kräftig aus und blieb nur leicht (um rund 1 Mrd Euro) hinter dem Ergebnis der Vorperiode zurück. Auch die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern schlossen im Berichtszeitraum nahezu unverändert ab; per saldo belief sich das Defizit in saisonbereinigter Rechnung wie in der Vorperiode auf 24½ Mrd Euro. Im Ergebnis verzeichnete das Euro-Gebiet in den drei Monaten Juni bis August ein Leistungsbilanzdefizit von 11½ Mrd Euro, nach 10½ Mrd Euro im Zeitraum März bis Mai. Durch die seit Jahresanfang höheren Ausfuhrüberschüsse hat sich das kumulierte Leistungsbilanzdefizit in den ersten acht Monaten mit saisonbereinigt 24½ Mrd Euro gegenüber dem Vorjahrszeitraum halbiert.

Leistungsbilanz

An den Devisenmärkten hatte sich der Euro im Spätsommer dieses Jahres zunächst zwar

Wechselkurs-
entwicklung



gegenüber allen wichtigen Währungen deutlich befestigt. Zu einer länger anhaltenden und durchgreifenden Neubewertung der Kursrelationen zwischen den großen Weltwährungen ist es in der Folgezeit aber nicht gekommen, nachdem sich die Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft ebenso wie die der Euro-Länder stärker als erwartet eintrübten. Nur zeitweilig kam es zu weiteren Aufwertungen der gemeinsamen europäi-

schen Währung. Dies war der Fall, als sich die europäischen Märkte nach den Terroranschlägen in den USA und den dadurch ausgelösten Störungen in den großen amerikanischen Finanzzentren einer verstärkten Nachfrage gegenüber sahen. Im Ergebnis hat sich aber die erhöhte Verunsicherung der Marktteilnehmer über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft nach den Ereignissen des 11. September vor allem in häufig wechselnden Kursbewegungen des US-Dollar niedergeschlagen.

Nachdem der Euro Anfang Juli unter die Marke von 0,84 US-\$ gefallen war, stieg der Kurs bis Ende August zunächst auf über 0,91 US-\$ an. Ausgelöst wurde diese Kurskorrektur durch den Hinweis der amerikanischen Notenbank auf die fortbestehenden Risiken für die US-Konjunktur. Die damals sich bereits verstärkenden Zweifel an einer raschen Erholung der US-Wirtschaft erhielten zusätzliche Nahrung, als die Wachstumszahlen der USA für das zweite Quartal nach unten korrigiert wurden und der Internationale Währungsfonds die Tragfähigkeit des hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizits in Frage stellte. Bereits Anfang September schwenkte die Stimmungslage am Markt jedoch erneut zu Gunsten des Dollar um, nachdem neue Zahlen die US-Wirtschaft wieder in einem etwas günstigeren Licht erscheinen ließen.

US-Dollar

Durch die Terroranschläge in den USA am 11. September wurde diese Entwicklung allerdings bereits kurz darauf wieder unterbrochen, als der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen vorübergehend an Wert einbüßte. Vor dem Hintergrund der veränderten sicherheitspolitischen Lage hat die

US-Währung in ihrer traditionellen Rolle als „sicherer Anlagehafen“ die vorangegangenen Einbußen jedoch gegen Ende September rasch wieder wettgemacht. Außerdem belasteten die zunehmend pessimistischeren Wachstumsaussichten für Europa die weitere Entwicklung des Euro im September und Oktober. Nach dem Ende Oktober veröffentlichten Daten über den starken Einbruch des Konsumentenvertrauens in den USA und auf Grund anderer ungünstiger Nachrichten über die Lage der US-Wirtschaft hatte sich die Stimmung am Markt zwar kurzfristig etwas zu Gunsten des Euro verschoben, zuletzt verlor der Euro aber wieder spürbar an Boden. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 0,88 US-\$ und ist damit auf das Niveau von Anfang August zurückgefallen.

Yen

Gegenüber dem Yen bewegte sich der Euro im August und September in einem vergleichsweise engen Band zwischen 107 Yen und 110 Yen, der damit trotz der außerordentlich kritischen Wirtschaftslage Japans bemerkenswert fest notierte. Die Repatriierung umfangreicher Mittel aus dem Ausland durch japanische Finanzinstitute kurz vor dem Ende des japanischen Finanzhalbjahres am 30. September mag mit dazu beigetragen haben. In dieser Zeit versuchte die Bank von Japan den Aufwertungsdruck auf den Yen wegen des damit verbundenen Verlusts an preislicher Wettbewerbsfähigkeit für die japanische Exportwirtschaft durch Devisenmarktinterventionen zu mildern. Die Kursabschwächung des Yen trat allerdings erst ein, nachdem durch die Veröffentlichung des weltweit stark beachteten „Tankan“-Berichts der Bank von Japan die Verschlechterung der Wirtschaftslage

in Japan noch deutlicher ins Bewusstsein der Marktteilnehmer gerückt war. Zum Ende des Berichtszeitraums verlor der Euro aber auch gegenüber dem Yen an Wert und notierte nur noch knapp über der Marke von 107 Yen.

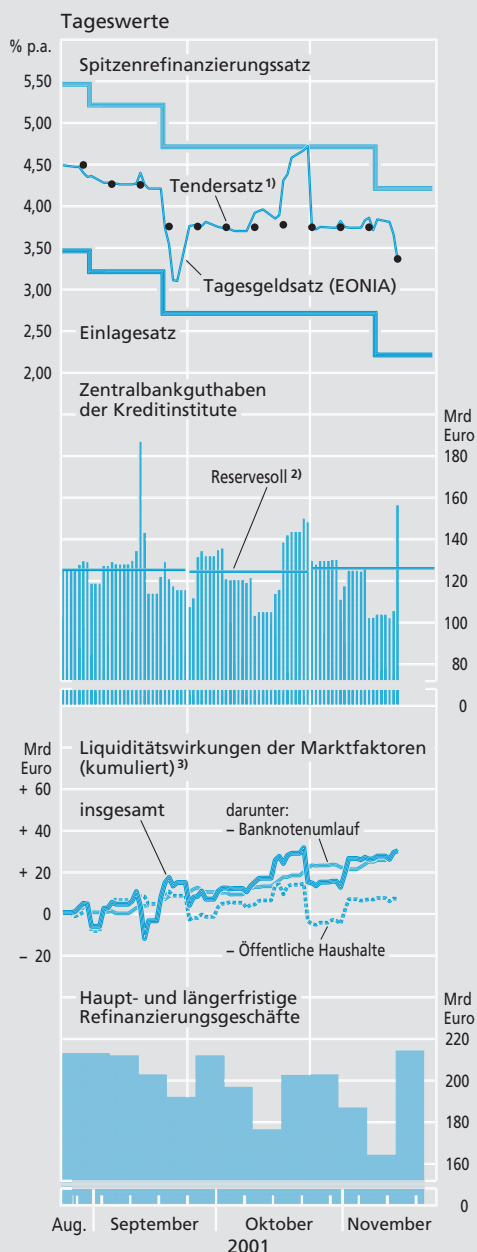
Etwas stabiler verlief die Kursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling, wenngleich sich der in der Vergangenheit zu beobachtende weitgehende Gleichlauf des britischen Pfund und des US-Dollar fortgesetzt hat. So wertete sich die Gemeinschaftswährung Anfang August gegenüber dem Pfund Sterling zunächst spürbar auf; sie musste aber einen großen Teil dieser Wertzuwächse bis zum Monatsende wieder abgeben. Im September ist die britische Währung durch die zeitweilige Dollarschwäche im Anschluss an die Terroranschläge vom 11. September in Mitleidenschaft gezogen worden. Zuletzt hat sich das Pfund Sterling aber wieder parallel zum US-Dollar befestigt.

Pfund Sterling

Im Ergebnis hat sich der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets trotz der wiederholten Ausschläge in beide Richtungen im Berichtszeitraum nur wenig verändert. Zuletzt lag er rund 3 % unter seinem Wert vom Jahresanfang und knapp 17 % unter dem Kursniveau beim Eintritt in die Währungsunion Anfang 1999. Von der Wechselkursseite wird das Wachstum im Euro-Gebiet also nicht beeinträchtigt.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Zinsen und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, einheitlicher (bei Mengentender) bzw. marginaler Zuteilungssatz (bei Zinstender). — 2 Erfüllungsperioden: 24.8. bis 23.9., 24.9. bis 23.10. und 24.10. bis 23.11.2001. — 3 Banknotenumlauf, Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Nachdem das Eurosystem seine Zinssätze über die Sommermonate unverändert auf dem im Mai herabgesetzten Niveau belassen hatte, senkte der EZB-Rat von Ende August bis Anfang November die Leitzinsen in drei Schritten um insgesamt 1¼ Prozentpunkte. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen seit dem 9. November 4,25 % beziehungsweise 2,25 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden ab dem 14. November als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 3,25 % abgeschlossen. Bereits im Laufe des Sommers wies die anhand der beiden Säulen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems erfolgende Analyse des monetären und makroökonomischen Datenkranzes auf ein Nachlassen des Inflationsdrucks im Euro-Raum und begründete die Senkung der Leitzinsen um einen viertel Prozentpunkt am 30. August. Diese Einschätzung verstärkte sich nach den terroristischen Angriffen in den USA am 11. September. Am 17. September setzte der EZB-Rat im Rahmen einer konzertierten Aktion mit anderen Notenbanken die Schlüsselzinssätze des Eurosystems um einen halben Prozentpunkt herab. In der Folgezeit hellten sich die Preisperspektiven angesichts der anhaltenden Eintrübung der Wirtschaftslage im Euro-Raum weiter auf. Der EZB-Rat lockerte seine Geldpolitik deshalb Anfang November erneut und reduzierte die Leitzinsen um abermals einen halben Prozentpunkt. Das zuletzt kräftige Geldmengenwachstum stand der Zinssenkung nicht entgegen, da von ihm auf Grund von Portfolioeffekten kaum Inflationsgefahren ausgehen dürften (vgl. S. 17 f.).

Zinssenkungen des Eurosystems von August bis November

*Rückgang der
Geldmarktsätze*

Die Zinssenkungen des EZB-Rats waren vom Markt erwartet worden. Entsprechend sanken die Terminnotierungen am Geldmarkt bereits im Vorfeld der Beschlüsse, wenngleich die Zinsschritte Mitte September und Anfang November die Erwartungen einiger Marktteilnehmer übertrafen. Die seit Dezember vorigen Jahres inverse Zinsstruktur am Geldmarkt hatte sich nach der Leitzinssenkung im September zunächst deutlich abgeflacht, weitete sich anschließend – auch unter dem Eindruck sinkender Kapitalmarkttrenditen – aber wieder aus. Mitte November lagen die Terminnotierungen am Geldmarkt um etwa 90 bis 100 Basispunkte unter ihrem Niveau von Mitte August.

*Sicherstellung
geordneter
Markt-
verhältnisse
nach dem
Terroranschlag*

Die Entwicklung am Tagesgeldmarkt und die Reserveerfüllung der Kreditinstitute verlief in den Herbstmonaten recht unstetig. Dem Anstieg des EONIA nach den Terror-Anschlägen in den USA begegnete das Eurosystem am 12. und 13. September durch liquiditätszuführende Festzins-Schnelltender mit eintägiger Laufzeit. Dabei hat die EZB jeweils alle Gebote in Höhe von insgesamt 69,3 Mrd Euro beziehungsweise 40,5 Mrd Euro bedient. Die Maßnahme unterstützte die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Dies gilt auch für das Swap-Abkommen zwischen der amerikanischen Zentralbank und der EZB, das zur Deckung des Dollar-Liquiditätsbedarfs der Banken im Euro-Währungsgebiet diente. Infolge einer reichlichen Liquiditätsversorgung sank der Tagesgeldsatz zum Ende der Reserveperiode September deutlich unter den Haupttendersatz und führte kurzfristig zu einer höheren Inanspruchnahme der Einlagefazilität. Auf Grund vorherrschender Zinssen-

kungserwartungen verringerte sich Anfang Oktober die Beteiligung der Kreditinstitute an den Haupttendern. Im Hauptrefinanzierungsgeschäft per 10. Oktober blieb das Bietungsvolumen erheblich unter dem kurzfristigen Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute, und der Tagesgeldsatz zog an. Da die EZB den verbliebenen Bedarf mit dem letzten Tender der Reserveperiode nicht vollständig deckte, stieg der Tagesgeldzins bis zum Spitzenrefinanzierungssatz, und die Banken griffen vorübergehend in hohem Umfang auf die entsprechende Fazilität zurück. Anfang November kam es erneut zu Unterbietungen beim Haupttender, auf die die EZB im Anschluss an die jüngste Leitzinssenkung mit einer massiven Aufstockung des Tendervolumens reagierte.

Von August bis Oktober sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren Mittel im Betrag von 23,5 Mrd Euro zugeflossen (vgl. Tabelle auf S. 18). Dies ist vorrangig auf die außergewöhnlich hohe Rückbildung des Banknotenumlaufs zurückzuführen, die sich mit Näherrücken der nach dem Jahreswechsel anstehenden Inverkehrgabe der Euro-Noten zusehends verstärkte. Expansiv wirkte darüber hinaus die Verringerung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem. Schließlich sank das Mindestreservesoll um 2,8 Mrd Euro. Entsprechend reduzierte das Eurosystem das Volumen der Offenmarktgeschäfte im Berichtszeitraum um 27,3 Mrd Euro auf durchschnittlich 136,7 Mrd Euro.

Die monetäre Dynamik im Euro-Währungsgebiet hat sich im dritten Vierteljahr dieses Jah-

*Rückgang des
Liquiditäts-
bedarfs*

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2001		
	24. Aug. bis 23. Sept.	24. Sept. bis 23. Okt.	24. Aug. bis 23. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 12,2	+ 10,2	+ 22,4
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 3,6	+ 1,6	+ 5,2
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	- 0,8	- 11,4	- 12,2
4. Sonstige Faktoren 2)	- 3,6	+ 11,8	+ 8,2
Insgesamt	+ 11,4	+ 12,1	+ 23,5
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 16,9	- 10,4	- 27,3
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	± 0,0	+ 0,0	+ 0,0
c) Sonstige Geschäfte	+ 3,5	- 3,5	± 0,0
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,2	+ 0,3	+ 0,1
Insgesamt	- 13,2	- 13,0	- 26,2
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 1,7	- 1,0	- 2,7
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 1,9	+ 0,9	+ 2,8
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	147,1	136,7	136,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	60,0	60,0
Sonstige Geschäfte	3,5	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,5	1,1	1,1
Einlagefazilität	0,4	0,1	0,1

* 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

res weiter verstärkt, nachdem die Geldmenge M3 bereits im ersten Halbjahr deutlich gewachsen war. Insbesondere im September sind die Geldbestände kräftig gestiegen. Hierzu dürften Portfoliodispositionen im Gefolge der Terroranschläge vom 11. September wesentlich beigetragen haben. Die seit längerem schon anhaltenden Unsicherheiten an den internationalen Aktienmärkten nahmen sprunghaft zu, so dass es offenbar viele Anleger vorzogen, ihre Mittel in liquiden und kurzfristigen Vermögensformen zu halten. Ende September übertraf M3 im gesamten Währungsgebiet seinen Vorjahrsstand um 7,6 %, verglichen mit 6,3 % Ende Juni; der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten belief sich im Zeitraum von Juli bis September auf 6,9 %, gegenüber 5,4 % von April bis Juni. Trotz der hohen Wachstumsraten dürften von der monetären Expansion derzeit kaum Inflationsgefahren ausgehen. Neben den erwähnten Portfoliodispositionen ist bei der Interpretation des statistisch ausgewiesenen Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet weiterhin zu berücksichtigen, dass es die Liquiditätsausweitung im Euro-Währungsgebiet auf Grund der bislang nicht herausgerechneten Käufe von Geldmarktpapieren und kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen durch EWU-Ausländer überzeichnet. Derzeit dürften diese Käufe etwa drei viertel Prozentpunkte zur Jahresrate von M3 beitragen.²⁾

Geldmengenwachstum durch Ereignisse des 11. September verstärkt

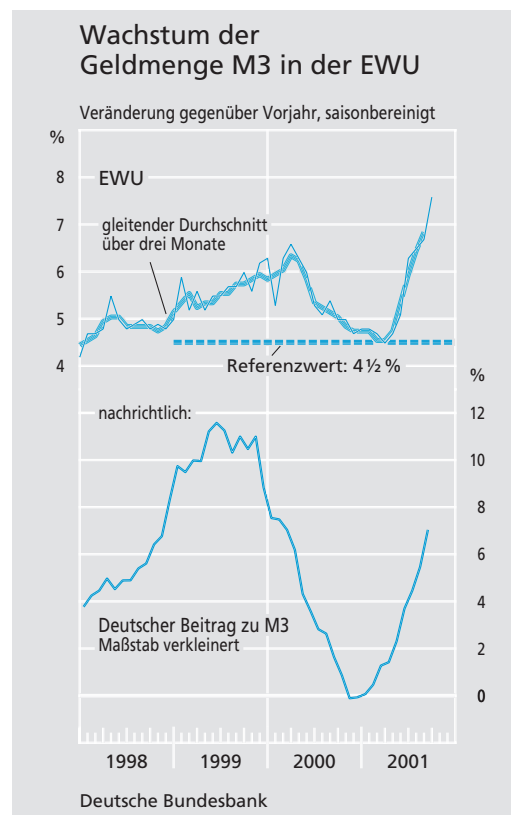
2 Vgl.: EZB, Pressemitteilung, Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet, September 2001, 26. Oktober 2001. Die EZB hat zudem angekündigt, gegen Ende November eine M3-Zeitreihe zu veröffentlichen, die um sämtliche von EWU-Ausländern gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente bereinigt ist. Vgl.: EZB, Monatsbericht, November 2001, S. 5.

*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im dritten Vierteljahr insbesondere die Sichteinlagen spürbar gewachsen; vor allem im September wurden sie massiv aufgestockt. Im Ergebnis nahm die Geldmenge M1 in saisonbereinigter Betrachtungsweise trotz des angesichts der nahenden Euro-Bargeldeinführung verstärkter rückläufigen Bargeldumlaufs schneller zu als im Vorquartal. Ende September übertraf sie ihren Vorjahrsstand um 5,2 %. Auch die sonstigen kurzfristigen Bankeinlagen profitierten insgesamt von der ausgeprägten Neigung der Anleger zur kurzfristigen Mittelanlage. Während Termingelder mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren nur moderat gestiegen sind, konnten Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten von Juli bis September kräftig zulegen. Der gleichzeitig zu beobachtende Abbau der längerfristigen Spareinlagen, deren Zinsvorteil seit den Frühjahrsmonaten spürbar zurückgegangen ist, lässt vermuten, dass es hier zu Umschichtungen innerhalb dieser Anlageform gekommen ist. Die vergleichsweise marktnah verzinsten marktfähigen Finanzinstrumente nahmen im dritten Vierteljahr erneut stark zu, doch ließ ihr Expansionstempo zuletzt etwas nach.

*Bilanz-
gegenposten*

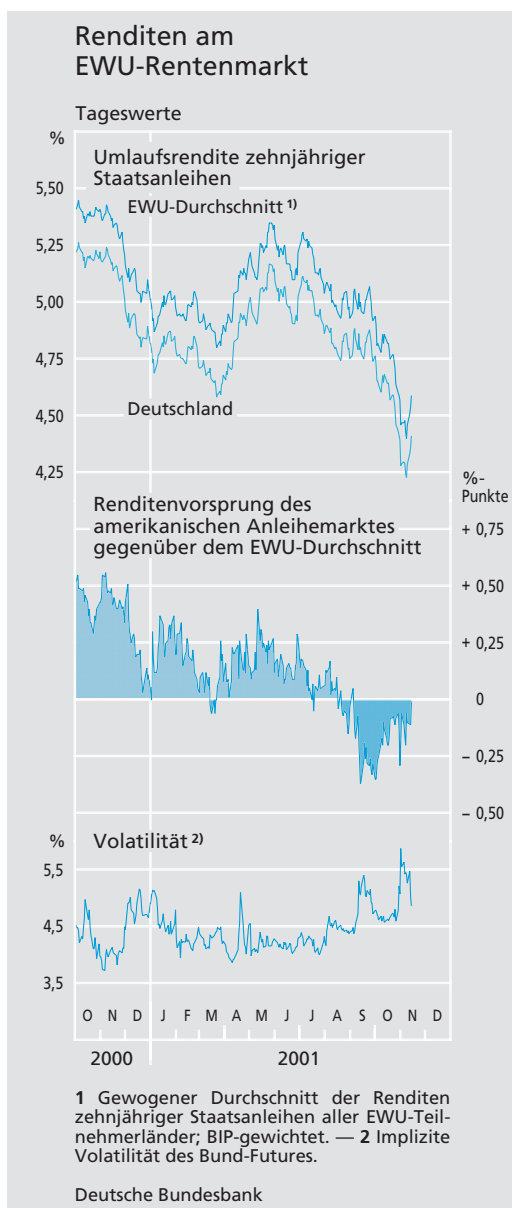
Die Kreditgewährung an den privaten Sektor hat sich im dritten Quartal merklich abgeschwächt. Die Ausleihungen der MFIs an den privaten Sektor waren Ende September um 6,9 % höher als vor Jahresfrist, gegenüber 8,4 % Ende Juni. Die Buchkredite der MFIs an Unternehmen und Private stiegen in saisonbereinigter Betrachtung von Juli bis September mit einer Jahresrate von 5 %, verglichen



mit 6 % von April bis Juni. Ihren Vorjahrsstand übertrafen sie Ende September um 6,6 %, nach 7,9 % Ende Juni. Die Direktausleihungen der MFIs an die öffentlichen Haushalte wurden im dritten Quartal erneut abgebaut. Die Geldkapitalbildung, die sich bereits im Vorquartal verlangsamt hatte, verlor im Berichtszeitraum insgesamt weiter an Fahrt. Vom Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem EWU-Ausland wurde die monetäre Expansion im dritten Quartal ebenfalls gefördert; hier kam es nach den bislang vorliegenden Daten insbesondere im September zu Zuflüssen im Wertpapierverkehr, die im Zusammenhang mit den Terrorattacken in New York und Washington stehen dürften.

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet, der sich bereits im ers-

*Deutscher
Beitrag*



ten Halbjahr saisonbereinigt kräftiger entwickelt hatte als das Gesamttaggregat, nahm auch im dritten Quartal etwas stärker zu als die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet. Seinen Vorjahrsstand übertraf er Ende September um 7,1 %, nach 3,7 % Ende Juni. Ähnlich wie auf EWU-Ebene war die Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3 durch eine starke Zunahme der täglich fälligen Einlagen im September geprägt (vgl. S. 28f.).

Daneben wuchsen auch die von deutschen MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie die Geldmarktfondszertifikate relativ kräftig.

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind in den Herbstmonaten im Ergebnis weiter gesunken. Im Durchschnitt der EWU-Länder betragen die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen Mitte November knapp 4 $\frac{3}{4}$ %. Damit waren sie einen viertel Prozentpunkt niedriger als Mitte August. Die Terroranschläge in den USA am 11. September hatten keine unmittelbare Auswirkung auf das langfristige Renditenniveau. Bis Ende September hielten sich die Sätze verhältnismäßig konstant bei 5 %. Mit der zunehmenden Besorgnis über die weitere konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet setzte dann jedoch ein Abwärtstrend ein, der auch durch die leicht rückläufigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer – ersichtlich aus Expertenbefragungen und inflationsindexierten Anleihen – unterstützt wurde. In der jüngsten Zeit zogen die Renditen angesichts steigender Aktienkurse und einer nachlassenden Zinssenkungsfantasie allerdings wieder an.

Kapitalmarktzinsen weiter rückläufig

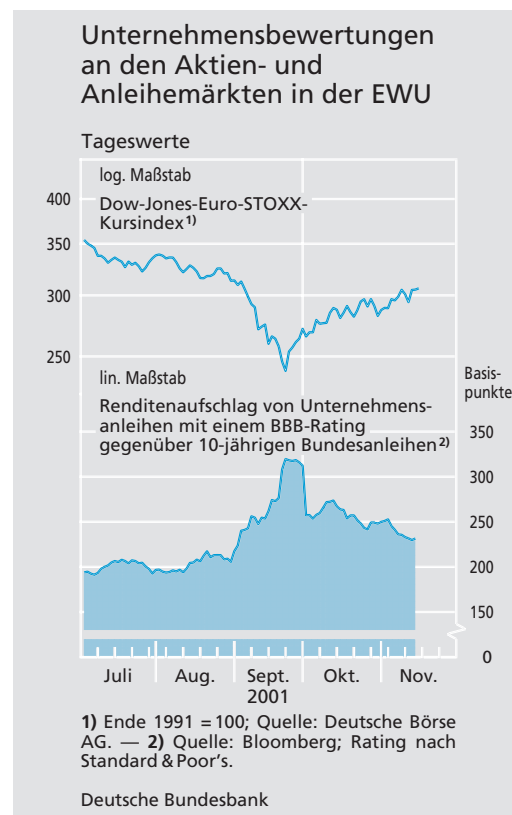
Das Zinsgefälle zwischen Kapital- und Geldmarkt erhöhte sich nach der Zinssenkung des Eurosystems vom 17. September sprunghaft auf über 140 Basispunkte, verringerte sich zwischenzeitlich wegen der nachgebenden Kapitalmarktzinsen aber wieder deutlich. Nach der jüngsten Zinssenkung vom 8. November weitete sich der Abstand zwischen Lang- und Kurzfristzinsen erneut aus. Bei Abschluss dieses Berichts lag er mit gut 1 $\frac{1}{4}$ Pro-

Abstand von Geld- und Kapitalmarktsätzen vergrößert

zentpunkten im Ergebnis merklich über dem Stand von Mitte August (rund 60 Basispunkte). Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Kursentwicklung von Rentenwerten, die in der impliziten Volatilität von Optionen auf den Terminkontrakt langfristiger Bundesanleihen zum Ausdruck kommt, hatte nach dem 11. September kurzfristig spürbar zugenommen. Nicht zuletzt auf Grund der raschen und vertrauensstabilisierenden liquiditäts- und zinspolitischen Maßnahmen des Eurosystems kam es hier aber bereits gegen Ende September zu einer weit gehenden Beruhigung.

Angleichung der langfristigen Zinsniveaus in der EWU und den USA

Vor dem Hintergrund der für die USA erwarteten deutlichen Konjunkturabschwächung gingen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries in den letzten Monaten stärker zurück als die entsprechender Anleihen aus EWU-Ländern. Infolgedessen kehrte sich der in den letzten Jahren durchweg zu beobachtende Renditenvorteil amerikanischer Staatstitel im September in einen Zinsvorsprung der EWU-Anleihen von zeitweise bis zu einem Drittel Prozentpunkt um. Nach der Zinssenkung der amerikanischen Notenbank Anfang Oktober ging dieser Zinsabstand wieder etwas zurück, weil die Renditen der US-Staatstitel in der Hoffnung auf eine baldige Erholung der amerikanischen Volkswirtschaft leicht anzogen. Als sich diese Hoffnung jedoch weitgehend zerstreute und auch im Euro-Währungsgebiet eine stärkere Wachstumsabschwächung abzeichnete, verringerte sich der Zinsvorteil der EWU-Anleihen wieder auf zuletzt zwölf Basispunkte.



Die Risikoprämien für Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität sind mit der Unsicherheit nach dem 11. September zum Teil drastisch gestiegen, und zwar sowohl in den USA als auch im Euro-Währungsgebiet. Diese Aufschläge haben sich bei allgemein verschlechterten Ertragsaussichten von Unternehmen insbesondere aus konjunkturell anfälligeren Marktsegmenten bis zuletzt nur teilweise zurückgebildet.

Höhere Risikoprämien für nicht erstklassige Unternehmensanleihen

An den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet setzte sich der seit dem Frühjahr 2000 andauernde Kursverfall auch über die Sommermonate 2001 bis in den Herbst hinein fort. Von Mitte August bis zum Abschluss dieses Berichts Mitte November ging der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex im Ergebnis um weitere 6% zurück. Seit ihren historischen

Kurserholung nach Einbruch an den Aktienmärkten

Höchstständen im März 2000 haben sich die Bewertungen börsennotierter europäischer Unternehmen somit um mehr als ein Drittel verringert. Innerhalb der Berichtsperiode gerieten die Notierungen insbesondere gegen Ende August stark unter Druck. Nach dem Bekanntwerden der Terroranschläge in New York und Washington am 11. September brachen sie regelrecht ein. Als der Aktienhandel an der Wall Street am 17. September nach einer Unterbrechung infolge der Attentate wieder aufgenommen wurde, rutschten die Notierungen in Amerika und Europa weiter ab. Zugleich nahm die Unsicherheit über die Kursentwicklung – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX 50-Kursindex – ein Ausmaß an, das zuletzt im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise im September 1998 verzeichnet worden war. Bereits gegen Ende September beruhigte sich die Lage an den Aktienmärkten jedoch deutlich. Mitte Oktober lagen die Kurse an fast allen wichtigen

Börsenplätzen im Durchschnitt wieder über dem Niveau vor dem 11. September.

Die Terroranschläge haben damit die allgemeine Marktentwicklung unmittelbar nur vorübergehend beeinflusst. Bei den einzelnen Wirtschaftsbereichen verlief die Kurstendenz seither aber recht differenziert. Standen zuvor noch die Titel aus dem Hochtechnologie- und Telekommunikationsbereich unter besonderem Druck, so entwickelten sich danach eher konjunkturabhängige Dividendenwerte aus den Konsum- und Investitionsgüterbranchen sowie aus der Transportwirtschaft, aber auch dem Bankgewerbe unterdurchschnittlich. Trotz der allgemein wieder etwas mäßigeren Bewertungsniveaus lasten auf den Dividentiteln von fundamentaler Seite nunmehr in erster Linie die eingetrübten Wirtschaftsperspektiven, die schon zu teilweise deutlichen Herabsetzungen der erwarteten Unternehmenserträge führten.

*Aber sektoral
differenzierte
Kurs-
entwicklung*