

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Nach der Jahresmitte haben sich die globalen Auftriebskräfte, die schon im Frühjahr die Oberhand gewonnen hatten, weiter verstärkt. Die mit Abstand kräftigsten expansiven Impulse kamen erneut von der US-Wirtschaft, die im Sommer so dynamisch gewachsen ist wie seit Anfang 1984 nicht mehr. Die japanische Wirtschaft profitierte sowohl von dem starken Importsog aus den asiatischen Nachbarländern und den USA als auch von einer lebhaften Inlandsnachfrage. Mit der schnelleren konjunkturellen Gangart in den USA und dem kräftigen Wachstum in Japan konnte der Euro-Raum zwar nicht Schritt halten; inzwischen deutet aber auch hier vieles auf eine allmähliche zyklische Belebung hin. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Industrieländern, die bereits im Frühjahr merklich angezogen hatte, wuchs im dritten Quartal – nach ersten Schätzungen auf der Basis der vorläufigen BIP-Angaben für die USA, den Euro-Raum, Japan und Großbritannien – saisonbereinigt um 1% gegenüber der Vorperiode; sie war damit um 2 ¼% höher als vor Jahresfrist. Das Preisklima in den Industrieländern blieb in den Sommermonaten entspannt. Die durchschnittliche Jahresteuerungsrate auf der Verbraucherebene belief sich im dritten Jahresviertel auf 1,6%. Ohne Japan gerechnet, das den Mittelwert stark nach unten zieht, waren es 2,2%.

*Erholung der
Weltwirtschaft
im Gange*

Ein besonders hohes Expansionstempo haben die ostasiatischen Schwellenländer eingeschlagen. Maßgeblich dafür waren der anhaltende Wirtschaftsboom in China, die gestiegene Nachfrage aus den USA, Währungsvor-

teile sowie eine Erholung der Binnenkonjunktur nach der erfolgreichen Eindämmung der SARS-Krankheit in den betroffenen Ländern. Zudem mehren sich in Lateinamerika die Anzeichen für eine zyklische Belebung. Dazu hat neben der Verbesserung der globalen Wirtschaftslage auch der Anstieg der Rohstoffpreise beigetragen. Die mittel- und osteuropäischen Länder sind auf Wachstumskurs geblieben. Dies gilt insbesondere für die Erdöl exportierenden GUS-Staaten; für die russische Wirtschaft zeichnet sich in diesem Jahr auf Grund der hohen Öleinnahmen ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 6 % bis 7 % ab, begleitet von hohen Überschüssen in der Leistungsbilanz und in den öffentlichen Haushalten.

Insgesamt gute Voraussetzungen für Fortsetzung der Belebung

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Erholungsprozesses haben sich recht günstig entwickelt. Die Aktienkurse tendierten an den Leitbörsen zu meist weiter nach oben, was auch mit den überwiegend guten Quartalergebnissen von US-Unternehmen zusammenhing, und die Kosten der Fremdfinanzierung blieben niedrig. Das Geschäftsklima und das Verbraucher vertrauen in den Industrieländern haben sich spürbar verbessert. Darüber hinaus hielt sich an den Devisenmärkten die Volatilität der Wechselkurse in Grenzen. Etwas getrübt wird dieses Bild durch die recht hohen Ölnotierungen und durch die kräftigen Preisanhebungen bei den Nicht-Energierohstoffen, die sich auf US-Dollarbasis Anfang November auf 15 ½ % binnen Jahresfrist beliefen.

Der jüngsten IWF-Prognose zufolge wird die Weltkonjunktur im nächsten Jahr weiter an

Vorausschätzungen des IWF für 2003 und 2004 *)

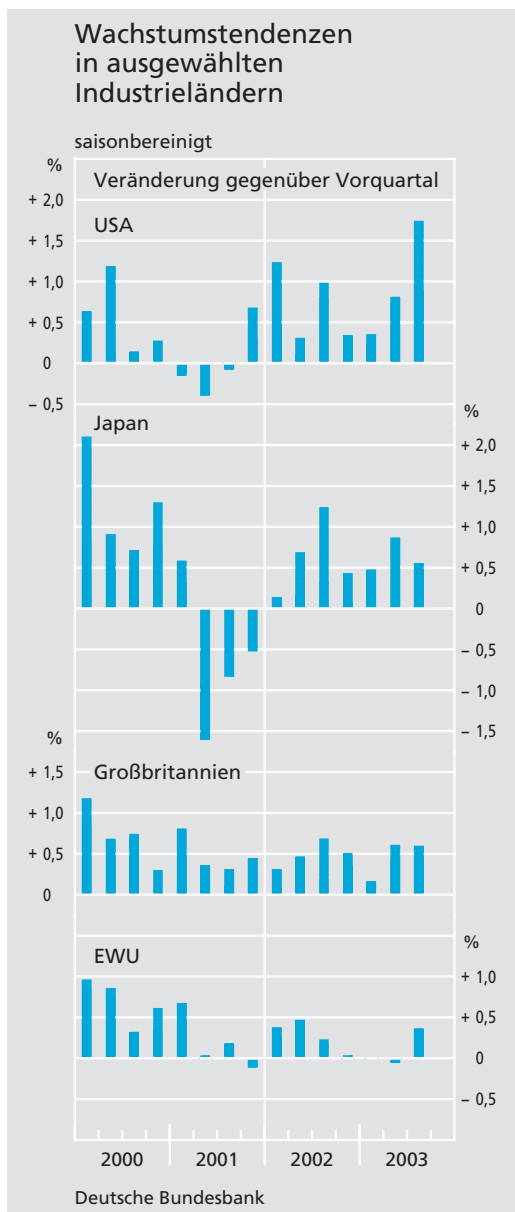
Position	2001	2002	2003	2004
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegenüber Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 1,0	+ 1,8	+ 1,8	+ 2,9
darunter:				
USA	+ 0,3	+ 2,4	+ 2,6	+ 3,9
Japan	+ 0,4	+ 0,2	+ 2,0	+ 1,4
EWU	+ 1,5	+ 0,9	+ 0,5	+ 1,9
Verbraucherpreise 2)				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften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

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

Deutsche Bundesbank

Schwung gewinnen. Die Wachstumsrate der globalen Produktion wird demnach von 3 ¼ % in diesem auf 4 % im nächsten Jahr steigen. Dabei wird das derzeit zu beobachtende starke Expansionsgefälle zwischen den großen Industrieregionen, insbesondere zwischen den USA und dem Euro-Raum, 2004 kaum geringer werden. Für beide Wirtschaftsräume wird nämlich eine Erhöhung des Wachstumstempos um jeweils knapp einhalb Prozentpunkte auf 4 % beziehungsweise 2 % erwartet. Dem liegt eine Wechselkursannahme von 1,12 US-\$/Euro zu Grunde. Das Welthandelsvolumen wird dem IWF zufolge (nach nur 3 % in diesem Jahr) 2004 um 5 ½ % zunehmen. Dies dürfte aus heutiger Sicht wohl eher die Untergrenze darstellen.

Herbstprognose des IWF zuversichtlich...



... trotz
beachtlicher
Risiken

Bei seiner Prognose sieht der IWF immer noch ein Übergewicht der negativen Risiken. An erster Stelle werden hier die globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und damit zusammenhängend die starke Abhängigkeit der Weltwirtschaft von den USA genannt. Diese könnten abrupte Wechselkursänderungen auslösen, mit der Folge, dass sich die damit einhergehende Anpassungslast auf bestimmte Wirtschaftsregionen konzentrieren

würde. Außerdem hält der IWF die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern in den letzten Monaten größtenteils für eine zyklische Erscheinung, die sich umkehren könne, wenn die Zinsen in den Industrieländern wieder steigen. Auch vor diesem Hintergrund stelle die hohe Staatsverschuldung in einigen Schwellenländern ein ernstes Problem dar. Dagegen spielen die im Frühjahr noch sehr hoch eingeschätzten Deflationsrisiken an den Finanzmärkten und in den Analysen der internationalen Institutionen kaum noch eine Rolle.

Angetrieben von starken fiskalischen Impulsen und historisch niedrigen Zinsen ist die amerikanische Wirtschaft im dritten Quartal dieses Jahres – nach ersten Schätzungen – saison- und kalenderbereinigt um 1¾ % gegenüber der Vorperiode gewachsen. Der Stand vor Jahresfrist wurde um 3¼ % übertroffen. Die höchsten Wachstumsbeiträge kamen vom privaten Konsum, der saisonbereinigt um 1½ % expandierte. Dabei standen Gebrauchsgüter besonders hoch in der Gunst der Verbraucher. Der starke Anstieg des verfügbaren Einkommens hat das Sparverhalten kaum verändert; die Sparquote lag mit saisonbereinigt 3,3 % nur geringfügig über dem Wert vom Frühjahr. Die gewerblichen Investitionen nahmen nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse um 2¾ % und die Wohnungsbauinvestitionen um 4¾ % zu. Gleichzeitig zogen auch die realen Exporte mit 2¼ % kräftig an. Das dynamische Wachstum der Endnachfrage wurde allerdings nicht in vollem Umfang produktionswirksam, weil die Läger noch stärker reduziert wurden als im Frühjahr. Erstaunlicherweise wurden aber

*Kräftiges
Wachstum
in den USA*

nicht mehr Güter importiert als im zweiten Quartal, so dass sich der reale Außenbeitrag (gemessen am BIP) leicht auf – 5,3 % verbesserte. Der von der amerikanischen Notenbank stark beachtete Deflator der privaten Konsumausgaben (ohne Energie und Nahrungsmittel) lag im Sommerquartal – wie schon im zweiten Jahresviertel – um 1 ¼ % über dem Niveau vor Jahresfrist.

*Jetzt auch
anziehender
Arbeitsmarkt*

Die fortschreitende Belebung der Produktionstätigkeit in den USA hat sich im September/Oktober auch auf dem Arbeitsmarkt niedergeschlagen. Die Zahl der Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft stieg saisonbereinigt um ¼ % gegenüber dem vorangegangenen Zweimonatsabschnitt, sie unterschritt aber immer noch das Niveau vor Jahresfrist. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ging im Oktober leicht auf 6,0 % zurück; im Juni hatte sie noch bei 6,4 % gelegen. Dies dürfte die zeitweise weit verbreitete Sorge, dass ein Wachstum ohne Beschäftigungszunahme drohe und infolge dessen der Aufschwung frühzeitig ins Stocken geraten könne, verringert haben.

*Verzögerte
Reaktion der
Beschäftigung
wegen
Strukturwandel*

Auch in der Erholungsphase zu Beginn der neunziger Jahre hatte es zunächst Befürchtungen gegeben, die amerikanische Wirtschaft könnte in einer „jobless recovery“ verharren. Diese ließen jedoch nach, als nach einer längeren Verzögerung die Beschäftigung wieder deutlich nach oben tendierte. Seit dem Ende der letzten Rezession in den USA, das von amerikanischen Konjunktexperten auf den November 2001 datiert worden ist, hat es allerdings noch länger gedauert als damals, bis sich die Anzeichen für eine

Wende am Arbeitsmarkt verdichtet haben, was nun der Fall zu sein scheint. Das bedeutet, dass die Beschäftigungsschwelle, also die Wachstumsrate, ab der die Beschäftigung steigt, jetzt höher liegt als früher. Eine Studie der Federal Reserve Bank of New York spricht in diesem Zusammenhang von einem neuen Aufschwungstypus, der stärker von Produktivitätszuwächsen als von Beschäftigungsgewinnen angetrieben werde.¹⁾ Ausschlaggebend für die stark verzögerte Reaktion am Arbeitsmarkt sei gewesen, dass die Arbeitsplatzverluste in den letzten beiden Rezessionen stärker als früher auf strukturelle Anpassungen zurückgingen, also von Dauer gewesen seien, und weniger auf zyklischen Auslastungsschwankungen beruhten. Die Schaffung neuer Arbeitsplätze erfordere aber mehr Zeit als etwa die Wiederbesetzung „noch vorhandener“ Stellen im Gefolge eines konjunkturellen Aufschwungs.

Das reale BIP in Japan hat im dritten Quartal *Japan* erneut kräftig zugenommen. Der Stand vom Frühjahr wurde, saisonbereinigt betrachtet, um gut ½ % und das Niveau vom Sommer 2002 um 2 ½ % übertroffen. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum war insofern recht breit fundiert, als die lebhaftere Inlandsnachfrage mit dem schwungvollen Anstieg der Exporte Hand in Hand ging. Die deutliche Steigerung der gewerblichen Investitionen um saisonbereinigt 2 ¾ % ist im Wesentlichen auf die Verbesserung der Gewinnaussichten und die höhere Kapazitätsauslastung bei nach wie vor niedri-

1 Vgl.: E.L. Groshen und S. Potter, Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 9, August 2003, S. 2.

gen Finanzierungskosten zurückzuführen. Der private Wohnungsbau hat ebenfalls kräftig expandiert. Gebremst wurde die Inlandskonjunktur von den öffentlichen Investitionen, die nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse um 4 % nachgaben. Der private Verbrauch hat im dritten Quartal auf dem Niveau der Vorperiode stagniert. Ausschlaggebend dafür war der deutliche Rückgang der Arbeitnehmereinkommen. Außerdem hat das kühle Sommerwetter die Nachfrage nach Saisonartikeln gedämpft.

Kräftige expansive Impulse gingen im Sommerquartal auch von der Auslandsnachfrage aus. Die reale Ausfuhr in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) zog saisonbereinigt um $2\frac{3}{4}$ % an und lag damit um $9\frac{1}{2}$ % höher als vor Jahresfrist. Dabei profitierte die japanische Exportwirtschaft sowohl von der schnelleren zyklischen Gangart in den USA als auch von dem kräftigen Wirtschaftswachstum in den ostasiatischen Nachbarstaaten. Diese Länder nehmen zusammen rund 70 % der japanischen Exporte auf, wobei die USA mit 25 % an der Spitze stehen, gefolgt von China mit 12 % und Südkorea mit einem Anteil von 7 %. Die Warenausfuhr nach China expandierte im Juli/August dieses Jahres gegenüber der vergleichbaren Vorjahrszeit um nicht weniger als 30 %. Die chinesische Wirtschaft stellt für Japan aber nicht nur einen großen Absatzmarkt dar, sondern zunehmend auch einen harten Konkurrenten auf den Weltmärkten und vor allem in der Region. Die Wettbewerbssituation könnte sich für die japanischen Exporteure noch verschärfen, wenn es zu weiteren Aufwertungen des Yen gegenüber dem US-

Dollar und den an ihn faktisch gekoppelten Währungen in Ostasien kommen würde.

Die britische Wirtschaft ist im Sommer nach ersten Berechnungen saison- und kalenderbereinigt mit gut $\frac{1}{2}$ % genauso stark gewachsen wie im Frühjahr. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrsstand ergibt sich eine Zunahme um fast 2 %. Dies dürfte zugleich auch die jahresdurchschnittliche Zuwachsrate sein, so dass Großbritannien unter den großen Ländern der EU in diesem Jahr erneut das mit Abstand höchste Expansionstempo aufweisen wird. In sektoraler Hinsicht kamen die Impulse im dritten Quartal ganz überwiegend vom Dienstleistungsbereich, dessen reale Bruttowertschöpfung saisonbereinigt um $\frac{3}{4}$ % höher war als im Frühjahr. Die Erzeugung in der Industrie (ohne Bau) unterschritt dagegen im Durchschnitt der Sommermonate das Niveau der Vorperiode. Nachfrageseitig dürfte das BIP-Wachstum – VGR-Angaben liegen dazu noch nicht vor – erneut von den Konsumausgaben der privaten Haushalte kräftig gestützt worden sein. Die Einzelhandelsumsätze, die einen großen Teil des privaten Verbrauchs ausmachen, sind jedenfalls im Juli/August saisonbereinigt um $1\frac{1}{4}$ % höher gewesen als im Frühjahr. Der Konsumkonjunktur kam vor allem die gute Arbeitsmarktlage und das derzeit ruhige Preisklima zugute. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) lag der Preisanstieg in Großbritannien im Durchschnitt der Monate Juli bis September bei 1,4 %.

Großbritannien

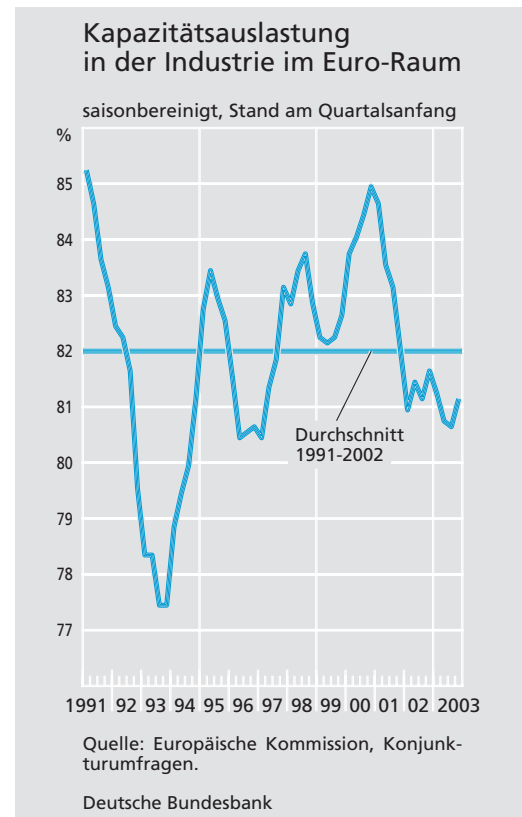
Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

BIP-Wachstum im Sommer

Seit der Jahresmitte mehren sich die Anzeichen einer allmählichen konjunkturellen Belebung im Euro-Raum. So ist das reale BIP im Sommer – nach der Schnellschätzung von Eurostat („Flash Estimate“) auf der Grundlage von vier vorläufigen Länderergebnissen – saisonbereinigt um knapp $\frac{1}{2}$ % gestiegen, nachdem es in den drei vorangegangenen Quartalen entweder stagniert oder, wie im Frühjahr, leicht abgenommen hatte. Das vergleichbare Vorjahrsniveau wurde um $\frac{1}{4}$ % überschritten.

Industrie- produktion

Zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum im dritten Quartal hat die Industrieproduktion maßgeblich beigetragen. Im Zweimonatsabschnitt Juli/August lag sie saisonbereinigt um $\frac{1}{4}$ % über dem gedrückten Stand vom Frühjahr und übertraf in gleichem Maße das Niveau vor Jahresfrist. Besonders kräftig stieg die Erzeugung von Energie und von Konsumgütern im Vergleich zum Vorquartal. Nicht ganz so stark expandierte die Herstellung von Vorleistungsgütern und Investitionsgütern. In dieses Bild passt, dass sich die Nutzung der Produktionskapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe nach der Jahresmitte erstmals seit dem Herbst 2002 wieder erhöhte. Der Auslastungsgrad hat den längerfristigen Durchschnitt aber noch nicht erreicht. Nach Ländern betrachtet konzentrierte sich der Anstieg der Auslastung auf Deutschland und einige kleinere EWU-Mitgliedsländer. In den anderen größeren Staaten Frankreich, Italien und Spanien haben die Umfragen im Oktober noch keine Ausweitung der Kapazitätsnutzung ergeben.



Das Vertrauen in der Industrie hat sich im Oktober zum dritten Mal in Folge gebessert. Ausschlaggebend dafür war eine weniger negative Einschätzung des Auftragsbestandes. Die Produktionserwartungen hatten sich schon im September deutlich aufgehellt. Die befragten Unternehmen setzen ihre Konjunkturoffnungen vor allem in die Belebung der Auslandsnachfrage. Dagegen stagniert das Konsumentenvertrauen seit August auf einem recht niedrigen Niveau. Dies hängt unter anderem mit der nach wie vor schlechten Einschätzung der Einkommensperspektiven in den nächsten zwölf Monaten durch die privaten Haushalte zusammen.

EU-Umfrage

Die Arbeitslosigkeit hat zuletzt kaum noch zugenommen. Dies ist insofern bemerkenswert, als das BIP-Wachstum nach der Jahres-

Arbeitsmarkt

mitte noch recht moderat war. Eine Erklärung könnte sein, dass viele Unternehmen in der Erwartung einer konjunkturellen Besserung jetzt gewisse Personalreserven vorhalten. Zudem sind vor allem in Deutschland die Kriterien für den Bezug von Arbeitslosenunterstützung verschärft worden, was zu vermehrten Abgängen aus der registrierten Arbeitslosigkeit in die Nichterwerbstätigkeit geführt hat.²⁾ Saisonbereinigt ist die Zahl der Arbeitslosen in der EWU in den Sommermonaten nur noch um rund 30 000 gestiegen, wohingegen es im ersten Quartal dieses Jahres 240 000 und im Frühjahr 120 000 waren. Die (standardisierte) Arbeitslosenquote belief sich unverändert auf 8,8%. Ein Jahr zuvor hatte sie noch 8,5% betragen. Deutlich über dem Durchschnitt liegende Quoten wurden unter anderem von Deutschland, Frankreich und Spanien gemeldet. Für Italien liegen noch keine entsprechenden Angaben für das dritte Quartal vor. Bemerkenswert ist aber, dass dort die standardisierte Arbeitslosenquote im Frühjahr erstmals niedriger war als im Euro-Raum insgesamt.

Verbraucherpreise

Die Verbraucherpreise sind nach der Jahresmitte wieder etwas schneller gestiegen als im Frühjahr. Im Sommerquartal erhöhte sich der HVPI saisonbereinigt um gut ½% im Vergleich zur Vorperiode. Dies entspricht einer Jahresrate von 2¼%. Der Vorjahrsabstand stieg leicht von 1,9% im zweiten auf 2,0% im dritten Vierteljahr. Wesentlich dafür waren allein die volatilen Komponenten des HVPI. Unverarbeitete Nahrungsmittel verteuerten sich im Vorperiodenvergleich saisonbereinigt um nicht weniger als 1¾%. Dabei hat das in vielen Teilen Europas besonders heiße und trockene

Wetter eine Rolle gespielt. Die Energiepreise stiegen um ½%, nachdem sie im Frühjahr noch gefallen waren. Die Kernrate, welche die Preisentwicklung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln, gewerblichen Waren ohne Energie und Dienstleistungen abbildet, war im Sommer ähnlich hoch wie in den Quartalen zuvor und belief sich im Vorjahrsvergleich auf 1,9%. Im Oktober stiegen die Verbraucherpreise nach der Schnellschätzung von Eurostat – wie schon im August und September – um 2,1%.

Die Inflationsdifferenzen im Euro-Gebiet scheinen sich langsam etwas zurückzubilden. Der Abstand zwischen der niedrigsten Teuerungsrate, die mit 1,0% in Deutschland gemessen wurde, und der höchsten Rate, die erneut Irland zu verzeichnen hatte, war mit 2,9 Prozentpunkten kleiner als im zweiten Vierteljahr (3,2 Prozentpunkte). Im Durchschnitt des Jahres 2002 hatte die Spannweite noch 3,4 Prozentpunkte betragen. Andere Streuungsmaße bestätigen den Rückgang der Inflationsdivergenz. Auch wenn relative Preisänderungen, die sich in unterschiedlichen nationalen Inflationsraten niederschlagen können, für das Funktionieren einer Währungsunion unabdingbar sind, so scheinen sie in den letzten Jahren doch teilweise sehr groß ausgefallen zu sein. Ein besserer Gleichklang der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf einem stabilitätsgerechten Niveau würde jedenfalls der wirtschaftlichen Entwicklung zuträglich sein.

*Geringere
Inflations-
divergenzen*

² Die standardisierte Rechnung der Arbeitslosenquote für Deutschland und damit auch für den Euro-Raum wird durch diesen Sondereffekt insofern berührt, als die Ergebnisse der einmal jährlich im Frühjahr durchgeführten Arbeitskräfteerhebung in den Folgemonaten mit den Angaben zur Arbeitslosigkeit der amtlichen Statistik fortgeschrieben werden.

Leistungsbilanz und Wechselkurse

Außenhandel und Leistungs- bilanz

Der Außenhandel des Euro-Raums wies im Sommer (statistische Angaben liegen bis August vor) eine rückläufige Tendenz auf. Alles in allem gingen die Wareneinfuhren in den drei Monaten Juni bis August saisonbereinigt gegenüber dem entsprechenden Vergleichszeitraum (März/Mai) um ½ % zurück. Zugleich sind die Wareneinfuhren mit 2 ½ % noch kräftiger gesunken. Im Ergebnis stieg dadurch der Handelsbilanzüberschuss der EWU im Berichtszeitraum auf 28 ½ Mrd €, nachdem zuvor – März bis Mai 2003 zusammen genommen – rund 24 ½ Mrd € verzeichnet worden waren.

Allerdings weitete sich auch das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit Partnern außerhalb des Euro-Gebiets gegenüber der Vorperiode etwas aus. Dazu haben vor allem steigende Netto-Ausgaben bei den laufenden Übertragungen geführt. Demgegenüber ist das Minus bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen leicht zurückgegangen. Das Plus im Dienstleistungsverkehr blieb nahezu unverändert. Insgesamt schloss die Leistungsbilanz der EWU nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen in den Monaten Juni/August mit einem Überschuss von 4 ½ Mrd €, der damit um 2 Mrd € über seinem Wert aus dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum lag. In den ersten acht Monaten des laufenden Jahres zusammen genommen verzeichnete die EWU-Leistungsbilanz nur ein leichtes Plus (2 ½ Mrd €). Im selben Zeitraum des Vorjahres stand noch ein kumulierter Überschuss von mehr als 35 Mrd € zu Buche. Der Rückgang verteilt

sich im Wesentlichen auf das verringerte Handelsergebnis (17 ½ Mrd €) und höhere Leistungen für Faktoreinkommen (15 Mrd €).

Nachdem der Euro Ende Mai dieses Jahres gegenüber wichtigen Währungen den bislang höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion erreicht hatte, musste er in der Folgezeit zunächst einen Teil der erzielten Kursgewinne wieder abgeben. In den letzten Wochen hat die europäische Gemeinschaftswährung aber gegenüber dem US-Dollar der Tendenz nach wieder an Wert gewonnen, während sie sich gegenüber den meisten übrigen Währungen in einem recht engen Band bewegte.

*Wechselkurs-
entwicklung*

Nach dem Aufwertungsschub des Euro-Dollar-Kurses im Frühjahr, der Ende Mai in Euro-Notierungen von gut 1,19 US-\$ gipfelte, schien sich der Kurs zunächst auf diesem Niveau zu stabilisieren. Nach der Zinssenkung der Federal Reserve Ende Juni hatte der Euro jedoch deutliche Wertverluste zu verkraften. Er fiel bis Ende August auf 1,09 US-\$. Offenbar hatte die Maßnahme in Verbindung mit der recht zuversichtlichen Konjunkturschätzung der amerikanischen Notenbank dazu geführt, dass an den Märkten die Erwartungen über die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft nach oben korrigiert wurden. Die optimistische Stimmung für den US-Dollar erhielt im August zusätzlich Nahrung, als bekannt wurde, dass das Wachstum in den USA im zweiten Quartal deutlich höher als erwartet ausgefallen war. Daneben ließen neue Daten zur Auftragsentwicklung für Investitionsgüter und zum Verbrauchervertrauen die US-Wirtschaft in einem recht günstigen Licht er-

US-Dollar

Veränderte Markterwartungen über den Euro-Dollar-Wechselkurs anlässlich des G7-Treffens in Dubai

Im September war an den internationalen Devisenmärkten eine erneute Wende bei wichtigen Währungen zu beobachten. So hat der Euro, der nach seinen Höchstständen Ende Mai in den Sommermonaten tendenziell nachgegeben hatte, im Verlauf des Monats September wieder deutlich an Wert gewonnen – vor allem gegenüber dem US-Dollar. Offenbar haben sich die Einschätzungen der Marktteilnehmer gravierend verändert, wobei als Grund unter anderem die Erklärung der Finanzminister und Notenbankpräsidenten zu den Wechselkursen anlässlich des G7-Treffens in Dubai genannt wird. Im Folgenden wird die Veränderung der Markterwartungen für den Euro-Dollar-Kurs aus den Preisen für Derivate ermittelt.

Derivate sind Finanzprodukte, deren aktueller Wert sich aus der möglichen Kursentwicklung eines als Basiswert bezeichneten Aktivums ableitet. In den am Markt ausgehandelten Preisen für Derivate spiegeln sich deshalb gleichsam die Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung des dem Geschäft unterliegenden Basiswertes („underlying“) wider. Ein Analyseinstrument, mit dem diese in den einzelnen Notierungen enthaltenen Erwartungen herausgefiltert und gebündelt werden können, ist die risikoneutrale Dichtefunktion, bei der unter der Annahme der Risikoneutralität der Marktteilnehmer implizite Wahrscheinlichkeiten dafür errechnet werden, dass der Wert des „underlying“ zum Verfalldatum des Derivats in bestimmten Kursregionen liegen wird. Die Darstellung der in den Derivaten enthaltenen komplexen Information in Form einer risikoneutralen Dichte bietet den Vorteil, dass das gesamte Stimmungsbild des Marktes zu einem bestimmten Zeitpunkt abgebildet werden kann.

Das hier angewendete Verfahren verwertet bei der Ableitung der impliziten Dichtefunktion die in den Preisnotierungen enthaltenen Informationen von vier Derivaten. Dabei handelt es sich a) um den Devisenterminkurs, der mathematisch gesprochen dem Erwartungswert der berechneten Dichte entspricht, b) um eine „am Geld“ gehandelte Kauf- oder Verkaufsoption, der die

so genannte implizite Volatilität entnommen wird, die der mittleren Streubreite oder dem zweiten Moment der Dichte entspricht, c) um das Risk Reversal, einer Kombinationsstrategie aus einer erworbenen „Aus-dem-Geld“-Kaufoption und einer parallel dazu veräußerten „Aus-dem-Geld“-Verkaufsoption, das asymmetrische Kursstimmungen (das dritte Moment oder die Schiefe der Dichte) einfängt, sowie d) um den Strangle, der aus einer Kombination gleichzeitig erworbener Kauf- und Verkaufsoptionen besteht und der sich als ein Maß für – gemessen an der Normalverteilung – extreme Kursauschläge an den Rändern der Dichte auffassen lässt.¹⁾

Wie bei allen auf Finanzmarktpreisen beruhenden Indikatoren muss auch bei der Interpretation der risikoneutralen Dichten beachtet werden, dass es zeitweilig Einflüsse auf die dem Markt entnommenen Notierungen geben mag, die nicht allein auf Erwartungsänderungen zurückzuführen sind. So kann es bestimmte Marktkonstellationen geben, die zu Liquiditätsengpässen führen. Diese würden sich in den Preisen und damit auch in den Dichten verzerrend niederschlagen. Darüber hinaus muss berücksichtigt werden, dass die mangelnde Verfügbarkeit von Optionen mit unterschiedlichen Ausübungspreisen bei der hier verwendeten Methodik den Rückgriff auf ein Interpolationsverfahren notwendig macht, was den Informationsgehalt vor allem in den Flügeln der Dichte nicht unerheblich einschränken kann. Schließlich ist es wichtig, sich bei der Interpretation des Indikators vor Augen zu halten, dass die Dichten nur unter der Annahme der Risikoneutralität reine Wahrscheinlichkeitsmaße darstellen. Gilt diese Annahme nicht, werden die Risikoeinstellungen der Marktakteure miteingefasst. Allerdings scheint die Bedeutung der Risikoprämien auf dem Devisenmarkt eher gering zu sein und möglicherweise nur den Mittelwert, nicht aber die „Form“ der Dichte zu beeinflussen.

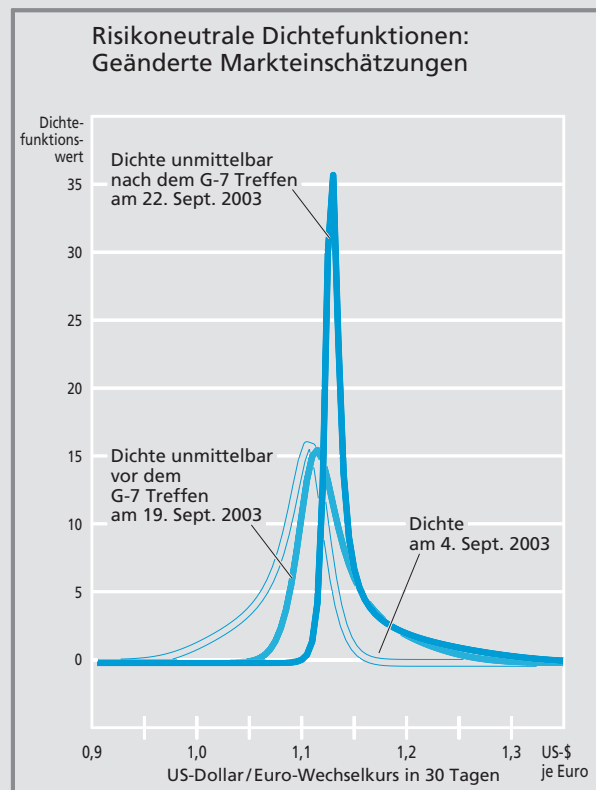
Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen zeigt sich, dass sich die Markteinschätzungen bezüglich des künftigen Euro-Dollar-Kurses unter dem Einfluss des

¹ Das hier verwendete Verfahren wird genau beschrieben in: Deutsche Bundesbank, Instrumente zur Analyse von Markterwartungen:

Risikoneutrale Dichtefunktionen, Monatsbericht, Oktober 2001, S. 33 ff. Es fußt auf einem Artikel von A. M. Malz (1997), Estimating

G7-Treffens am 20. September 2003 offenbar gewandelt haben. Im nebenstehenden Schaubild sind die drei Dichtefunktionen über die – aus Sicht des jeweiligen Tages – künftigen Ein-Monats-Wechselkursentwicklungen abgebildet, die sich aus den Marktpreisen gut zwei Wochen vor (4. September 2003), am Freitag vor (19. September 2003) und am Montag unmittelbar nach dem Treffen (22. September 2003) errechnen lassen. Dabei zeigen die Dichtefunktionen folgende Merkmale:

- Gegenüber der Situation zwei Wochen vor dem Treffen erwarten die Marktteilnehmer nach dem Gipfel einen um gut 6 Cent höheren Kassawechselkurs in einem Monat (Kassakurseffekt).
- Ferner tritt die geänderte Markterwartung durch die „gedrehte“ Schiefe der Dichten in Erscheinung. Rechnete der Markt 14 Tage vor dem G7-Treffen noch eher mit einer ausgeprägteren Ab- als mit einer gleich großen Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, drehten sich mit dem Näherkommen des Gipfels die Erwartungen asymmetrischer Wechselkursbewegungen in ihr Gegenteil und erreichten unmittelbar nach Veröffentlichung der Abschlusserklärung einen Höhepunkt. Der Wert des Risk Reversals, der das Ausmaß des Symmetriebruchs bestimmt, hat sich im Verlaufe dieser zwei Wochen unter dem Eindruck der Ereignisse sehr deutlich verändert. Im Schaubild zeigen sich diese Erwartungen durch die nun linkssteileren (und damit rechtsschiefen) Dichten.
- Die allgemeine Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer für stärkere Wechselkursbewegungen (im Sinne der impliziten Volatilität der „Am Geld“-Kaufoption) hat sich nur leicht erhöht. Rein numerisch liegt der Wert der impliziten Volatilität nach dem Treffen um gut 10% über dem Stand von zwei Wochen vor dem Gipfel. Im Schaubild würde sich dies – unter sonst gleichen Bedingungen – in einer leicht „geduckteren“ und stärker gespreizten Form der Dichte bemerkbar machen. Im vorliegenden Fall jedoch überkompensiert der hohe

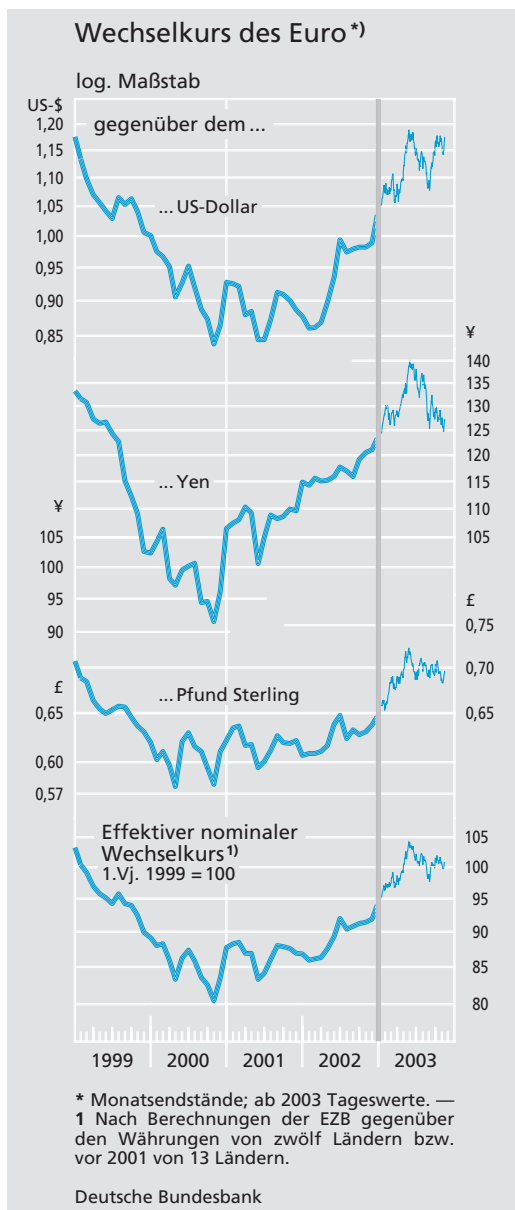


Schiefewert, der die Dichtefunktion von der linken Seite her staucht, den Volatilitätseffekt.

- Die Wahrscheinlichkeit, die Marktakteure extremen Wechselkursausschlägen beimessen, ist dagegen weitgehend gleich geblieben. Im Schaubild wird dies durch eine nahezu unveränderte Auswölbung der Dichte an den Rändern erkennbar.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der G7-Gipfel deutliche Spuren in den Markterwartungen der Akteure hinterlassen hat. Insgesamt zeigten sich die Märkte – trotz des schon erreichten Wechselkursniveaus – dem Euro gegenüber optimistisch mit einem erhöhten „einseitigen“ Abwertungsrisiko des US-Dollar gegenüber der Gemeinschaftswährung.

the Probability Distribution of the Future Exchange Rate from Option Prices, The Journal of Derivatives, Bd. 5 (2), S. 18-36.



scheinen. Positive Konjunkturmeldungen waren zwar auch für das Euro-Währungsgebiet zu verzeichnen; die Marktteilnehmer rechneten aber mit einer vergleichsweise langsamen Erholung in den Euro-Ländern. Die unterschiedlichen Wirtschaftsaussichten führten auch dazu, dass der Zinsrückstand der USA gegenüber der EWU im langfristigen Bereich zwischenzeitlich in einen Vorsprung umschlug. Schließlich dürften auch Gewinnmit-

nahmen an den Devisenmärkten den Euro in dieser Zeit belastet haben.

Die erneute Wende in der Kursentwicklung setzte Anfang September ein, als die Bekanntgabe unerwartet schwacher US-Arbeitsmarktdaten die Lage der amerikanischen Wirtschaft wieder in einem etwas ungünstigeren Licht erscheinen ließ. Die These von der „jobless recovery“ machte die Runde. Daneben dürfte die Warnung des IWF vor einem abrupten Fall des US-Dollar angesichts des hohen US-Leistungsbilanzdefizits die amerikanische Währung belastet haben. Im Anschluss an das G7-Treffen in Dubai, bei dem die Finanzminister und Notenbankpräsidenten der führenden Industrieländer Ende September in ihrer Schlusserklärung eine stärkere Flexibilität der Wechselkurse für wünschenswert erachteten, hatte der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen deutliche Wertverluste zu verzeichnen. Offenbar wurde die Erklärung von den Marktteilnehmern nicht nur dahingehend interpretiert, dass Notenbanken, die in der Vergangenheit wiederholt auf Devisenmarktinterventionen zur Stabilisierung ihrer Währungen zurückgegriffen hatten, auf diese in absehbarer Zeit verzichten würden; sie hat den Abwertungsdruck auf den US-Dollar generell verschärft (siehe auch Erläuterungen auf S. 14 f.). Zuletzt notierte der Euro mit knapp 1,17 US-\$ nur rund 2% unter seinem bisherigen Höchststand vom Mai und damit knapp 12% über dem Niveau zu Beginn des Jahres.

Auch in Japan hellten sich die Konjunkturperspektiven im Berichtszeitraum durch die Veröffentlichung positiver Wirtschaftsdaten auf.

Yen

Die günstigeren Aussichten für eine Erholung der japanischen Wirtschaft hatten zur Folge, dass sich der Yen im Berichtszeitraum gegenüber dem Euro zunächst deutlich befestigte. Auch gegenüber dem US-Dollar legte der Yen im August etwas zu; der Aufwertungsdruck wurde aber Anfang September durch Devisenmarktinterventionen der Bank von Japan gebremst. Im Anschluss an das G7-Treffen wertete sich der Yen gegenüber dem US-Dollar jedoch wieder abrupt auf, was – wie erwähnt – auf eine geänderte Einschätzung der Devisenmarktteilnehmer im Hinblick auf die Wechselkurspolitik Japans hindeutet. Zuletzt hat der Yen auch gegenüber dem Euro an Wert gewonnen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro mit knapp 127 Yen rund 10 % unter seinem Höchststand von Ende Mai und etwa 2 % über seinem Wert zum Jahresanfang.

Pfund Sterling

Nachdem der Euro gegenüber dem britischen Pfund im Juni dieses Jahres einen großen Teil der zuvor erzielten Kursgewinne wieder abgeben musste, schwankte er in der Folgezeit in einem Band zwischen rund 0,68 Pfund Sterling und knapp 0,71 Pfund Sterling. Nach der Veröffentlichung neuer BIP-Zahlen, nach denen sich das Wachstum der britischen Wirtschaft auch im dritten Quartal weiter fortgesetzt hat, ist der Euro gegenüber dem britischen Pfund zuletzt etwas unter Druck geraten. Daneben wurde die Zinserhöhung der Bank von England von Anfang November dieses Jahres von den Märkten offenbar vorweggenommen. Zuletzt notierte der Euro bei gut 0,69 Pfund Sterling. Er liegt damit rund 4 % unter dem bisherigen Höchststand, der

im Mai dieses Jahres erreicht wurde, und gut 6 % über seinem Wert zum Jahresanfang.

Im Ergebnis hat der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner in den Sommermonaten zunächst deutlich an Wert verloren, in der Folgezeit machte er aber einen großen Teil dieser Kursverluste wieder wett. Zuletzt lag er rund 3 ½ % unter seinem bisherigen Höchststand vom Mai dieses Jahres und 6 ½ % über dem Stand zum Jahresbeginn. An langfristigen Durchschnitts gemessen ist der reale effektive Wechselkurs des Euro hinsichtlich der Implikationen für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums gegenwärtig im Großen und Ganzen als neutral einzustufen. Der Wechselkurs dürfte also positiven Impulsen für den Euro-Raum und für Deutschland, die von der allgemein erwarteten Belebung der Weltwirtschaft und des Welthandels ausgehen, nicht im Wege stehen.

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen des Eurosystems in den letzten Monaten unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden durchweg als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen nach wie vor 3 % beziehungsweise 1 %. Der zinspolitischen Geradeausfahrt lag die Einschätzung unverändert günstiger Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu

*Zinssätze des
Eurosystems
unverändert, ...*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Hauptrefinanzierungsgeschäfte deckten auch in den zurückliegenden drei Mindestreserveperioden den größten Teil des Bedarfs der Kreditinstitute an Zentralbankguthaben. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte spielten dabei – wie zu erwarten – eine untergeordnete Rolle. Auf Feinsteuerungsoperationen wurde in der Berichtsperiode nicht zurückgegriffen.

Nachdem durch eine sehr großzügige Zuteilung im Haupttender per 23. Juli zunächst eine Annäherung der Tagesgeldsätze an den Mindestbietungssatz erreicht worden war, stieg EONIA im Laufe des August wieder allmählich bis auf 2,07 % am 15. August an. Dies geschah trotz einer gemessen an der Entwicklung der autonomen Faktoren und des Mindestreservesolls ausreichenden Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem. Zum Ende der Mindestreserveperiode Juli/August wurde sogar ein EONIA-Stand von 2,45 % erreicht. Dafür dürfte die von Freitag, dem 22. August, bis Sonntag, dem 24. August, bestehende liquiditätsabsorbierende Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 1,2 Mrd € ursächlich gewesen sein.

Bei den in den beiden folgenden Mindestreserveperioden durchgeführten Haupttendern fiel die Bemessung der Zuteilungsvolumina großzügig aus. Die EZB erreichte damit, dass EONIA bis Mitte Oktober wieder bis auf fünf Basispunkte über Mindestbietungssatz zurückging. Allerdings kam es durch die reichlich vorhandene Liquidität am Ende der Mindestreserveperioden August/September und September/Oktober zu einem Rückgang bei EONIA bis auf 1,34 % beziehungsweise 1,44 %, verbunden mit einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 7,2 Mrd € beziehungsweise 1,9 Mrd €.

Von Juli bis Oktober sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 3,8 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Dabei stand im Berichtszeitraum einem Liquiditätsentzug durch den Anstieg des Banknotenumlaufs um 12,8 Mrd € eine Liquiditätsbereitstellung durch den Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 4,1 Mrd € gegenüber. Betrachtet man die Veränderung der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren gemeinsam, wodurch der Effekt der Quartalsneubewertung zum 30. September eliminiert wird, so wurden durch diese beiden Positionen weitere 4,9 Mrd € bereitgestellt. Dies wurde maßgeblich durch einen Anstieg der in den sonstigen Faktoren enthaltenen, nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden, Euro-denominierten Wertpapierbestände des Eurosystems verursacht.

Den verbleibenden Liquiditätsbedarf deckte das Eurosystem, indem es über den Berichtszeitraum hinweg das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 3,7 Mrd € auf 208,4 Mrd € im Durchschnitt der Mindestreserveperiode September/Oktober aufstockte.

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

Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2003		
	24. Juli bis 23. Aug.	24. Aug. bis 23. Sept.	24. Sept. bis 23. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 8,9	- 0,1	- 3,8
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 0,9	- 2,9	+ 6,1
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 4,6	- 0,8	+ 6,3
4. Sonstige Faktoren ³⁾	+ 4,5	+ 2,8	- 3,3
Insgesamt	- 8,1	- 1,0	+ 5,3
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 8,7	+ 0,6	- 5,6
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	- 0,0	+ 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,2	- 0,1	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,2	- 0,5	+ 0,4
Insgesamt	+ 8,7	+ 0,0	- 5,2
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,6	- 1,0	+ 0,1
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,6	- 0,8	+ 0,1

Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen) sowie nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehender Finanzaktiva.

Grunde. Zum einen waren von der realwirtschaftlichen Seite her betrachtet keine Gefahren für die Preisstabilität auszumachen. Im Berichtszeitraum verdichteten sich zwar die Hinweise auf eine verhaltene Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr, wobei die Exportwirtschaft von der wieder stärker expandierenden Weltwirtschaft und die Binnen- nachfrage von den niedrigen Zinsen sowie den allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren dürfte. Dennoch bleibt auf Grund der weiterhin geringen Kapazitätsauslastung der Preisdruck auf absehbare Zeit gering.

*... bei stabilen
Preisaussichten*

Zum anderen gehen auch von der monetären Seite keine unmittelbaren Inflationsrisiken aus. Der Anstieg der Geldmenge M3 fiel im dritten Vierteljahr spürbar geringer aus als in den vorangegangenen Quartalen. Allerdings sind die Liquiditätsbestände im Euro-Währungsgebiet weiterhin sehr hoch. Insgesamt steht den Wirtschaftsakteuren damit deutlich mehr Geld zur Verfügung, als diese langfristig zur Finanzierung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität benötigen. Die hohen überschüssigen Liquiditätsbestände sind jedoch weitgehend Folge früherer Portfolioumschichtungen, so dass sie wohl vor allem für Anlagezwecke gehalten werden. Da ihre Verwendung für Ausgabezwecke jedoch nicht von vornherein ausgeschlossen werden kann, ist eine sorgfältige Beobachtung der Geldmengenentwicklung weiterhin angezeigt.

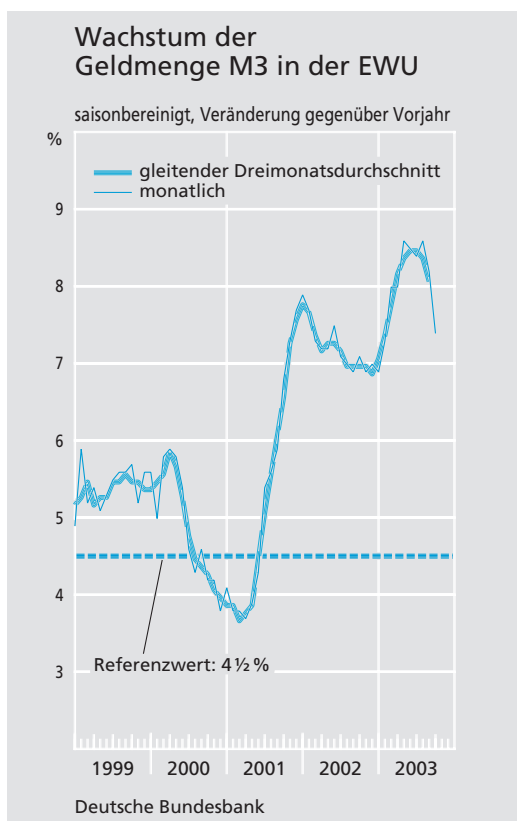
*Zinsent-
wicklung am
Geldmarkt*

Angesichts des stabilen Mindestbietungssatzes bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften veränderte sich der Tagesgeldzins (EONIA) – von Ausschlägen am Ende der Mindestre-

serveerfüllungsperioden beziehungsweise am Monatsultimo abgesehen – in den letzten Monaten kaum. Dagegen nahmen die Sätze für die längeren Laufzeiten am Geldmarkt im Berichtszeitraum zu. Nur vorübergehend waren sie auf die Höhe des Tagesgeldzinses gefallen, stiegen dann im Oktober aber wieder und übertrafen zuletzt ihr Niveau von Anfang August. Insgesamt gehen die Anleger nun wieder von steigenden Zinsen aus, was sich auch in den Notierungen am Zinsterminmarkt niederschlägt.

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im dritten Vierteljahr deutlich langsamer gewachsen als in den vorangegangenen Quartalen. Die annualisierte saisonbereinigte Zuwachsrate betrug Ende September 5 ½ %, nach 9 ½ % Ende Juni und 7 ½ % Ende März. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten ging von 8,5 % für die Monate April bis Juni auf 8,1 % für Juli bis September zurück. Die Anleger bevorzugten nun offenkundig wieder stärker Anlagen außerhalb der Geldmenge M3, wozu die vom wiedergekehrten Konjunkturoptimismus geprägte Situation an den Finanzmärkten beigetragen haben dürfte. So legten im dritten Quartal die Aktienkurse insgesamt zu, und die Unsicherheit über die zukünftige Kursentwicklung, wie sie in den entsprechenden Optionspreisen ihren Niederschlag findet, ging tendenziell weiter zurück. Auch die Lage an den Rentenmärkten, die im Vorquartal die Geldhaltung noch gefördert hatte, beruhigte sich im dritten Vierteljahr, nachdem es dort zu einer spürbaren Korrektur der Kapitalmarktzinsen nach oben gekommen war.

*Geldmengen-
anstieg
abgeschwächt*



*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im dritten Quartal die täglich fälligen Einlagen erneut stark gestiegen. Ihre annualisierte saisonbereinigte Zuwachsrates nahm von 8½ % im zweiten Vierteljahr auf 9½ % im dritten Quartal zu. Auch die Bargeldbestände weiteten sich in den Monaten Juli bis September stärker aus als im vorherigen Dreimonatszeitraum. Die annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate des Bargeldumlaufs betrug Ende September gut 25½ %, Ende Juni hatte dieser Wert bei 19½ % gelegen. Obwohl der Bargeldumlauf nur 6 % des M3-Bestandes ausmacht, trug er zuletzt rund einen Prozentpunkt zur Vorjahrsrate von M3 in Höhe von 7,4 % bei. Dementsprechend expandierte die Geldmenge M1 deutlich schneller als das Aggregat M3. Dazu trug allerdings auch bei, dass die anderen kurzfristigen Bank-

einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Berichtszeitraum vergleichsweise zurückhaltend aufgestockt wurden. Der starke saisonbereinigte Anstieg der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wurde durch einen Abbau der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren gedämpft. Zu dieser anhaltenden Verschiebung im Anlagespektrum dürfte erneut vor allem die Gestaltung der Zinsen für Bankeinlagen beigetragen haben. Die von der EZB veröffentlichten Daten für die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet weisen darauf hin, dass kurzfristige Spareinlagen ihren Zinsnachteil gegenüber den kurzfristigen Termineinlagen weiter verringern konnten. Die marktfähigen Finanzinstrumente sind von Juli bis September saisonbereinigt leicht zurückgegangen, nachdem sie im Vorquartal noch stark gewachsen waren. Dabei fragten die inländischen Anleger (ohne MFIs) zwar erneut Geldmarktfondszertifikate nach, gleichzeitig verringerten sie aber ihre Repogeschäfte und vor allem ihre Bestände an Geldmarktpapieren und kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen inländischer MFIs.

Von den Bilanzgegenposten ist das Geldmengenwachstum im Berichtszeitraum vor allem durch umfangreiche Mittelabflüsse in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets gedämpft worden. Die Nettoauslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem EWU-Ausland niederschlägt, ging im dritten Quartal um 60,7 Mrd € zurück, nach einem Anstieg um 96,1 Mrd € im Vorquartal. Für den Umschwung der Zahlungsströme war vor allem

*Bilanzgegen-
posten*

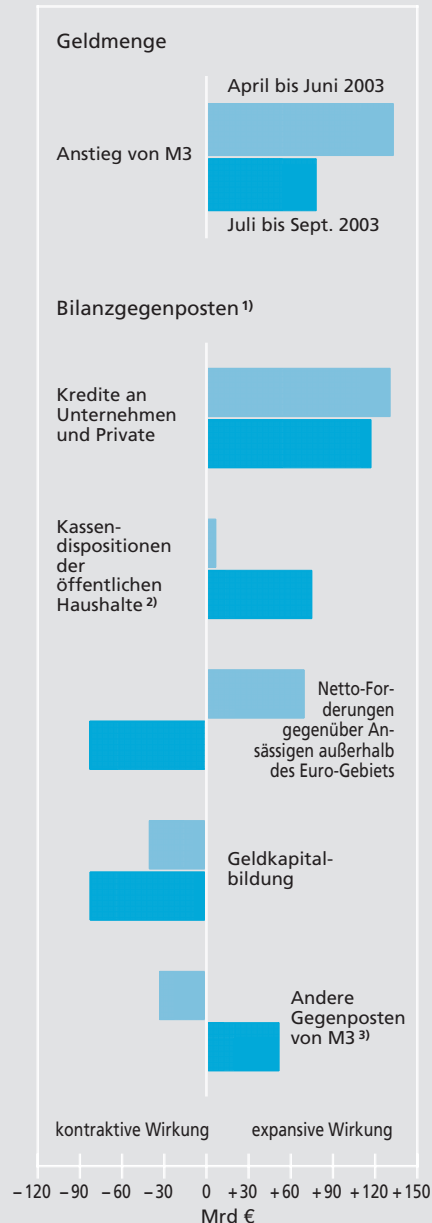
der Wertpapierverkehr mit dem Ausland verantwortlich.

Darüber hinaus sind in den Monaten Juli bis September auch etwas weniger Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen vergeben worden als im Zeitraum von April bis Juni. Allerdings resultierte dies ausschließlich aus einem geringeren Erwerb von Wertpapieren inländischer privater Emittenten durch MFIs im Euro-Währungsgebiet. Die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor hat sich gegenüber den Vorquartalen dagegen weiter beschleunigt. Erstmals seit Anfang 2002 expandierte sie in der Quartalsbetrachtung wieder schneller als das Geldmengenaggregat M3. Neben den niedrigen Zinsen könnte hier auch die erwartete Konjunkturbelebung zu einer gestiegenen Verschuldungsbereitschaft der privaten Nichtbanken beigetragen haben. Zusätzlich haben die MFIs umfangreiche Kredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet vergeben, die in nicht saisonbereinigter Betrachtung im dritten Quartal um 33,7 Mrd € zunahm. Im gleichen Vorjahrszeitraum waren die Ausleihungen noch um 3,5 Mrd € gesunken. Wie in den vorangegangenen Quartalen entfiel dabei der Zuwachs im Berichtszeitraum fast ausschließlich auf den Erwerb von Wertpapieren inländischer öffentlicher Emittenten.

Die längerfristige Mittelanlage bei MFIs im Euro-Währungsgebiet hat sich im Berichtszeitraum ebenfalls weiter beschleunigt, was für sich betrachtet das Geldmengenwachstum tendenziell gedämpft hat. Von Juli bis September nahmen die längerfristigen finan-

Geldmenge M3 in der EWU und ihre Bilanzgegenposten

Mrd €, saisonbereinigt,
Veränderung im angegebenen Zeitraum



1 Die Veränderungen der Bilanzgegenposten sind entsprechend ihrer expansiven (+) bzw. kontraktiven (-) Wirkung auf die Geldmenge gezeigt. — 2 Kredite der Banken an öffentliche Haushalte abzüglich der von Zentralregierungen im Euro-Raum gehaltenen Einlagen und Bestände vom MFI-Sektor begebener Wertpapiere. — 3 Als Restposten aus den übrigen Positionen der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors gerechnet.

Deutsche Bundesbank

ziellen Verbindlichkeiten der MFIs mit einer annualisierten saisonbereinigten Zuwachsrate von 8 ½ % zu, nach 4 % Ende Juni. Wohl besonders auf Grund der gestiegenen Kapitalmarktzinsen konnten die Banken erneut vor allem längerfristige Bankschuldverschreibungen außerhalb des MFI-Sektors platzieren. Mit einem Anstieg um 42,1 Mrd € (nicht saisonbereinigt) fiel der Zuwachs sogar nochmals etwas höher aus als im Vorquartal (+ 40,0 Mrd €) und deutlich größer als im gleichen Vorjahrszeitraum (+28,6 Mrd €). Darüber hinaus nahmen auch die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren stark zu (+ 13,8 Mrd €), während die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten mit einem Rückgang um 4,2 Mrd € etwas langsamer abnahmen als in den Vorquartalen.

Finanzmärkte unter dem Einfluss aufgehellter Konjunkturerwartungen

Die Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet standen in den Sommermonaten unter dem Einfluss aufgehellter Konjunkturerwartungen. Dennoch deuten zwischenzeitlich erhöhte Kursschwankungen am Aktien- und am Rentenmarkt auf eine nach wie vor bestehende gewisse Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der Stärke eines möglichen Konjunkturaufschwungs hin. Dabei könnten auch die Erfahrungen aus dem Frühjahr 2002 eine Rolle spielen. Damals reagierten die Finanzmärkte auf positive Signale von Stimmungskennindikatoren, die später dann nicht durch die tatsächliche Konjunkturerwartung bestätigt wurden.

Europäische Kapitalmarktzinsen schwanken deutlich

Die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus den EWU-Ländern stieg zunächst bis Mitte Juli deutlich an. In der

Folgezeit setzte sich die Entwicklung nur noch in abgeschwächter Form fort. Anfang September übertraf die Rendite mit 4,4 % ihren Stand von Mitte Juni beinahe um einen Prozentpunkt. Im Laufe des September ging sie vorübergehend aber auf knapp 4 % zurück. Der Grund hierfür mag vor allem in Portfolioumschichtungen aus Aktien in Anleihen liegen, was im Einklang mit den gleichzeitigen Kursverlusten am Aktienmarkt im September steht. Im Oktober zog das Zinsniveau wieder an. Die durchschnittliche Rendite für zehnjährige Staatsanleihen im Euro-Raum lag bei Abschluss dieses Berichts bei 4 ½ %.

Die Rendite langfristiger US-Staatsanleihen zeigte sich im Berichtszeitraum deutlich volatiler als die europäischen Kapitalmarktzinsen. Nachdem das US-Zinsniveau im Juni gut 40 Basispunkte tiefer gefallen war als die Rendite vergleichbarer EWU-Staatsanleihen, kam es danach auch zu einem deutlicheren Anstieg. Im August rentierten US-Treasuries zeitweise rund 40 Basispunkte oberhalb des europäischen Renditeniveaus. Bis zum Abschluss des Berichts hat sich das Zinsgefälle allerdings wieder eingeebnet.

Annäherung von amerikanischem und europäischem Kapitalmarktzinsniveau

Die seit Mitte des Jahres deutlich gestiegenen langfristigen Nominalzinsen spiegeln in erster Linie höhere Realzinsen und damit verbesserte Konjunkturerwartungen wider. Dies ergibt sich jedenfalls, wenn man als Maß für den erwarteten Preisanstieg die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer aus Umfragen zu Grunde legt, die zuletzt im Euro-Währungsgebiet 1,8 % und in den USA 2,2 % betragen. Vor allem in den USA liegen

Anstieg der Realzinsen

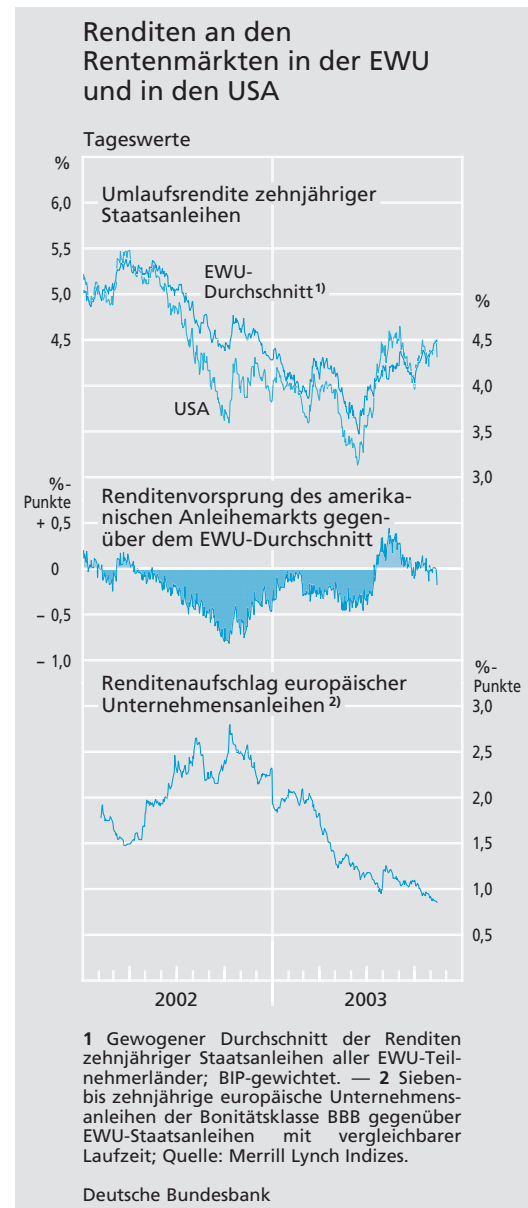
die so gemessenen Realzinsen nun mit 2,2 % für zehnjährige Staatsanleihen deutlich höher als noch im Juni, als sie unterhalb von 1 % lagen. Das Realzinsniveau langfristiger EWU-Staatsanleihen liegt mit derzeit 2,5 % noch merklich unter seinem Mittelwert von rund 3 % seit Beginn der Währungsunion 1999.

*Kursgewinne
am
Aktienmarkt*

Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet konnten ihre seit März dieses Jahres erzielten Kursgewinne im Berichtszeitraum ausbauen. Im August stieg der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex zunächst weiter an und stand gegen Monatsende rund 40 % über seinem Tiefstand von Mitte März. Erst im September waren dann zeitweise deutliche Kursverluste zu verzeichnen. Gründe dafür waren Zweifel der Marktteilnehmer an der fundamentalen Rechtfertigung des Kursaufschwungs der vorangegangenen Monate und zudem die zeitweilige Furcht vor einer „Erwartungsblase“. Bald danach erholten sich die Aktienkurse aber wieder, so dass es seit der Jahresmitte im Ergebnis zu einem Anstieg des Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex um 13 % kam.

*Geringere Kurs-
unsicherheit am
Aktienmarkt*

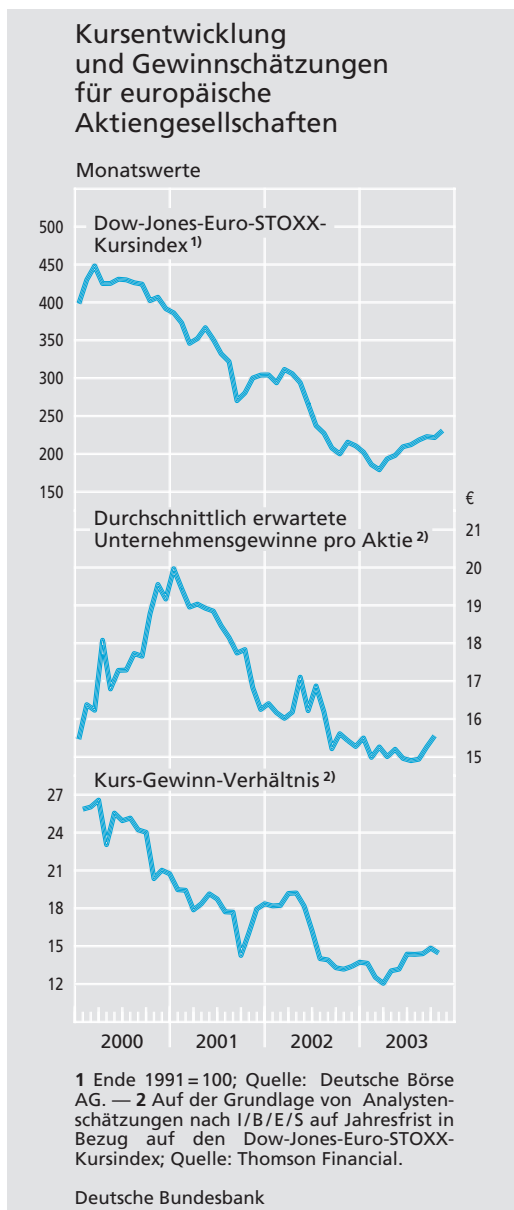
Die Unsicherheit der Marktteilnehmer am Aktienmarkt, gemessen durch die implizite Volatilität von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Kursindex, ist seit Beginn des jüngsten Kursaufschwungs im März ständig zurückgegangen. Sie liegt mittlerweile unterhalb ihres Mittelwertes seit 1999. Insgesamt deutet diese Entwicklung auf eine gestiegene Zuversicht bezüglich des derzeitigen Aktienkursniveaus hin.



Auch die Ertragsaussichten der Unternehmen werden von Analysten inzwischen etwas positiver eingeschätzt. Die Prognose für die durchschnittlichen Gewinne auf Jahresfrist für den Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex wurde von 15,0 € im August auf 15,6 € im Oktober angehoben.³⁾ Auch die längerfristigen Gewinnaussichten haben sich seit August

*Gesunkenes
Bewertungs-
niveau durch
leicht gestie-
gene Gewinn-
erwartungen*

³ I/B/E/S Analystenschätzungen.



leicht verbessert, nachdem sie zuvor seit Jahresbeginn deutlich reduziert worden waren. Das Bewertungsniveau europäischer Aktien hat sich damit trotz der Kurssteigerungen im Berichtszeitraum verbessert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne stand im Oktober bei etwa 14,7.

Die Aufhellung der Konjunkturerwartungen hat sich auch am Markt für Unternehmensanleihen in günstigeren Finanzierungsbedingungen niedergeschlagen. Seit Jahresmitte sanken die Zinsaufschläge von Anleihen mit einem BBB-Rating über Staatsanleihen gleicher Laufzeit um gut 30 Basispunkte auf Werte unter einem Prozentpunkt. Noch im Oktober des vergangenen Jahres betrug der Zinsaufschlag zeitweise 280 Basispunkte. Diese Entwicklung reflektiert vermutlich die gestiegene Nachfrage von Anlegern nach höherverzinslichen Alternativen angesichts des derzeit niedrigen Renditeniveaus von Staatsanleihen. Gleichwohl deutet das gesunkene Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen von Unternehmen durch Ratingagenturen darauf hin, dass sich die Bonitätsrisiken verringert haben. Im dritten Quartal des laufenden Jahres wurden lediglich eineinhalbmal so viele Anleihen herabgestuft wie heraufgestuft. Im ersten Quartal betrug das Verhältnis noch 13:1. Während in den ersten drei Monaten des Jahres der Rückgang der Risikoprämien am Markt für Unternehmensanleihen mit sinkenden Aktienkursen einherging, steht die jüngste Entwicklung außerdem wieder im Einklang mit Kursgewinnen am Aktienmarkt.

Zinsaufschläge für nicht erstklassige Unternehmensanleihen weiter gesunken

In Übereinstimmung mit dem positiveren Konjunkturausblick ist die für den EWU-Raum maßgebende Zinsstrukturkurve deutscher Bundeswertpapiere seit Mitte des Jahres erneut steiler geworden. Das Zinsgefälle zwischen den im Berichtszeitraum nahezu unveränderten Geldmarktsätzen und den gestiegenen langfristigen Kapitalmarktzinsen hat sich auf rund 2 ½ Prozentpunkte erhöht. Der in den Monaten Juni und Juli zu beobachtende in-

Märkte erwarten keine Zinssenkung der EZB mehr

verse Verlauf der Zinsstrukturkurve am kurzen Ende hat sich dabei vollständig zurückgebildet. Dies kann dahingehend verstanden wer-

den, dass die Marktteilnehmer auf den Rentenmärkten keine weiteren Zinssenkungen der EZB mehr erwarten.