

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Weltwirtschaft war im ersten Halbjahr 2000 durch eine hohe Dynamik gekennzeichnet. Dazu haben die weiteren Fortschritte bei der Erholung in den ostasiatischen Schwellenländern, die deutliche Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in Lateinamerika sowie die ausgesprochen günstige Entwicklung der mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften maßgeblich beigetragen. Zudem konnten die Industrieländer ein relativ hohes Wachstum verbuchen. Die amerikanische Wirtschaft, die inzwischen die längste Aufschwungphase seit einem Jahrhundert verzeichnen kann, hat bis zuletzt sehr kräftig expandiert. Die private Endnachfrage, die im Zentrum der konjunkturellen Entwicklung steht, verlor jedoch im Frühjahr an Schwung, so dass nach wie vor mit einer „weichen Landung“ gerechnet wird. Die Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven in Westeuropa haben sich im ersten Halbjahr 2000 weiter verbessert und sind inzwischen so gut wie seit einem Jahrzehnt nicht mehr. In Japan mehren sich zwar die Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung, die wirtschaftliche Situation ist aber nach wie vor schwierig.

*Weltwirtschaft
weiter auf
Expansionskurs*

Mit zunehmender Dauer der weltweiten Expansion erhöhen sich jedoch tendenziell die zyklischen Risiken für die Preisstabilität. Wie stark diese Gefahren derzeit zu gewichten sind, lässt sich allerdings nur schwer abschätzen. So wird darauf verwiesen, dass sich durch den vermehrten Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie das Produktivitätswachstum beschleunigt, die Ausweitung der Produktionskapazitäten einer

*Gestiegene
Preisrisiken*

Volkswirtschaft dauerhaft verstärkt und der Spielraum für ein spannungsfreies Produktionswachstum erhöht. In den USA scheint es einen solchen positiven Einfluss auf den Produktivitätsanstieg, der unter dem Schlagwort „New Economy“ diskutiert wird, seit Mitte der neunziger Jahre zu geben. Dieser Effekt hat wohl mit dazu beigetragen, dass die Wirtschaft ein – auch im Vergleich zu Westeuropa – sehr kräftiges Wachstum bei langer Zeit moderater Teuerung erzielen konnte. Allerdings haben dabei auch günstige Sonderinflüsse eine Rolle gespielt. In den übrigen Industrieländern hat sich der vermehrte Einsatz der Informations- und Kommunikationstechnologie – so auch nach Untersuchungen der OECD – bisher zumeist noch nicht in einer messbaren nennenswerten Verstärkung des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums niedergeschlagen. Dies könnte daran liegen, dass die neuen Technologien dort (noch) ein geringeres Gewicht haben. Zum Teil lässt sich diese in den amtlichen Statistiken aufscheinende Diskrepanz zwischen den USA und der Mehrzahl der anderen Industrieländer aber auf methodische Unterschiede, insbesondere bei der Erfassung der Produktion von EDV- und Kommunikationsgeräten und der Nutzung dieser Güter, zurückführen. Deshalb dürften auch die „Technologielücke“ sowie das Wachstumsgefälle zwischen den USA und Deutschland weniger groß sein, als es der Vergleich der amtlichen Statistiken anzeigt (vgl. hierzu die Erläuterungen auf S. 8).

*Auswirkungen
der Öl-
verteuerung*

Die drastische Ölverteuerung hat das Preisklima global belastet. Zudem hat die mit den höheren Ölpreisen einhergehende Veränderung der Terms of Trade einen beträchtlichen

Einkommenstransfer von den ölverbrauchenden Ländern zu den ölexportierenden Staaten zur Folge. Die dämpfenden Effekte der Verteuerung der Energieeinfuhren auf das Wirtschaftswachstum der Industrieländer sind heute jedoch merklich niedriger zu veranschlagen als Mitte der siebziger und Anfang der achtziger Jahre, weil deren Abhängigkeit vom Öl – gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) – seitdem beträchtlich abgenommen hat und das stabilitätspolitische Umfeld günstiger ist. In globaler Hinsicht stehen dem Kaufkraftentzug auf Seiten der ölimportierenden Länder zudem Realeinkommensgewinne bei den Ölförderstaaten gegenüber, die erheblich zur Stabilisierung der Wirtschaftslage, vor allem in Russland und in einigen lateinamerikanischen Ländern, beigetragen haben.

Die Risiken des starken Anstiegs der Ölnotierungen liegen derzeit eher auf der Preisseite, zumal dann, wenn sie in den Verbraucherländern Anlass zu weiteren Preis- und Kostenerhöhungen geben. Dafür gibt es zwar bisher in den Industrieländern kaum Anzeichen. Je länger der Preisdruck von dieser Seite anhält, umso größer wird aber die Gefahr, dass es zu solchen Zweitrundeneffekten kommt und sich die (hausgemachte) Kerninflation nachhaltig verstärkt. Dieses Risiko besteht insbesondere in Ländern mit bereits hoher Auslastung der Produktionskapazitäten, deren Zahl auf Grund des weltweit höheren konjunkturellen Gleichlaufs rasch zunehmen dürfte. Die Notenbanken in Nordamerika und in Westeuropa sind deshalb den gestiegenen Preisrisiken frühzeitig mit Zinserhöhungen begegnet. Die Geldpolitik trägt damit auch zur Verstärkung der gesamtwirtschaftlichen Entwick-

Probleme internationaler Wachstumsvergleiche auf Grund unterschiedlicher Deflationierungsmethoden – dargestellt am Beispiel der EDV-Ausrüstungen in Deutschland und den USA

Ein wesentliches Merkmal der so genannten New Economy in den USA ist der starke gesamtwirtschaftliche Produktivitätsanstieg seit Mitte der neunziger Jahre, der auch zu einem entsprechend höheren spannungsfreien Wirtschaftswachstum beitrug. Dagegen hat die Mehrzahl der anderen Industrieländer in den letzten Jahren kein vergleichbares „Produktivitätswunder“ aufzuweisen. Diese Diskrepanz wird zu einem erheblichen Teil auf das relativ hohe Gewicht der Produktion von Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie und deren stärkere Nutzung in den verschiedenen Sektoren der amerikanischen Wirtschaft zurückgeführt.

Nach dem Zahlenbild der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen scheint auch Deutschland bei der Produktion und der Anwendung der neuen Technologien, insbesondere der Informationsverarbeitung, gegenüber den Vereinigten Staaten stark im Hintertreffen zu sein. Stellt man exemplarisch auf die Investitionen in EDV-Ausrüstungen (ohne erworbene und selbst-erstellte Software) als Indikator für die Nutzung neuer Technologien ab, für die in beiden Ländern amtliche Angaben in annähernd vergleichbarer Abgrenzung vorliegen, so sind im Zeitraum von 1992 bis 1999 die realen Ausgaben für EDV-Geräte und -Anlagen in den USA (gewerbliche Wirtschaft) im Jahresdurchschnitt um rund 40 % gestiegen.¹⁾ Dagegen nahmen sie in Deutschland der amtlichen Statistik zufolge lediglich um 6 % zu.²⁾

Die Diskrepanz in der Entwicklung der realen EDV-Ausrüstungen zwischen beiden Ländern ist jedoch wegen unterschiedlicher Methoden der Deflationierung bei diesen Gütern überzeichnet.³⁾ So wird in den USA im Rahmen der Berechnung von Preisindizes für EDV-Güter (sowie für andere ausgewählte Güter) insbesondere zur Berücksichtigung von Qualitätsänderungen, die für eine zuverlässige Preismessung unabdingbar ist, schon seit längerem ein so genannter hedonischer Ansatz verwendet.⁴⁾ Dagegen stützt man sich in Deutschland bisher auf eher traditionelle Methoden zur Bewertung von Qualitätsänderungen. Diese laufen häufig darauf hinaus, dass der Geldwert der Qualitätsänderung nach Maßgabe von Regeln, die das Statistische Bundesamt aufgestellt hat, fallweise geschätzt wird.⁵⁾ Es spricht vieles dafür, dass die traditionellen Ansätze an ihre Grenzen stoßen, wenn sehr starke Qualitätsänderungen auftreten, die sich nicht oder nur teilweise in entsprechenden Preiserhöhungen beziehungsweise -senkungen niederschlagen. Bei EDV-Gütern, die schon seit längerem in besonderem Maße durch rasche und umfangreiche Leistungssteigerungen gekennzeichnet sind, führen sie in der Tendenz wahrscheinlich zu einer Unterschätzung der qualitativen Komponente und

damit auch zu einer Unterschätzung des echten Preisrückgangs. Hinter der auf ökonometrischen Verfahren basierenden hedonischen Preisschätzung, die allerdings auch eigene methodische Probleme aufwirft, steht die Grundidee, dass sich verschiedene Varianten eines heterogenen Gutes als unterschiedliche Kombinationen von einzelnen, wohldefinierten Produkteigenschaften darstellen lassen. Auf Wettbewerbsmärkten erklären sich Preisunterschiede zu einem bestimmten Zeitpunkt dann durch Abweichungen in den Eigenschaften der verschiedenen „Modelle“ eines Gutes. So enthalten hedonische Preisgleichungen für Computer üblicherweise unter anderem Taktfrequenz, Kapazität des Arbeitsspeichers und der Festplatte als „erklärende Variablen“.

Um die Effekte der unterschiedlichen Deflationierung bei EDV-Gütern in den USA und Deutschland näherungsweise bestimmen zu können, werden zunächst die impliziten Deflatoren der EDV-Ausrüstungen errechnet. Dabei zeigt sich, dass Computer und Peripheriegeräte nach der US-Statistik von 1991 bis 1999 qualitätsbereinigt um vier Fünftel billiger geworden sind, während die Preise der deutschen Preisstatistik zufolge „nur“ um ein Fünftel gesunken sind. In einem zweiten Schritt werden die nominalen EDV-Ausrüstungen in Deutschland mit dem entsprechenden US-Deflator preisbereinigt. Bei dieser Vorgehensweise, die sich theoretisch auf das „Gesetz des einheitlichen Preises“ bei handelbaren Gütern stützt, wird implizit unterstellt, dass die Abweichungen zwischen den Preisentwicklungen in den USA und Deutschland allein auf die erwähnten methodischen Unterschiede zurückzuführen sind. Die mit dem US-Deflator preisbereinigten EDV-Investitionen in Deutschland waren 1998 mit schätzungsweise 64 Mrd DM mehr als doppelt so hoch wie die realen Investitionen nach der amtlichen Statistik; im Jahr 1999 betrug der Abstand sogar reichlich 170 %. Für die Jahre seit 1991 ergibt sich auf amerikanischer Preisbasis ein Anstieg der realen EDV-Ausrüstungen in Deutschland um jahresdurchschnittlich 27 ½ %, verglichen mit 6 % nach dem traditionellen Ansatz.

Eine Anpassung der realen EDV-Ausrüstungen in Deutschland in dieser Größenordnung bedeutete rein rechnerisch einen höheren Beitrag der Ausrüstungsinvestitionen zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts und damit auch, isoliert betrachtet, ein stärkeres Wirtschaftswachstum. Wie groß der „Wachstumseffekt“ einer hedonischen Preismessung bei EDV-Gütern in Deutschland tatsächlich ist, lässt sich jedoch nur im Rahmen umfangreicher Berechnungen abschätzen, die auch die in anderen Nachfragekomponenten enthaltenen EDV-Güter berücksichtigen müssten.

1 Zur Verbesserung der Vergleichbarkeit wurden die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Angaben zu den Ausrüstungsinvestitionen in „Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräte und -maschinen“ um die (geschätzten) Investitionen in Büromaschinen korrigiert. — 2 Die Angaben für 1999 wurden geschätzt, da noch keine entsprechenden amtlichen Daten für Deutschland vorliegen. — 3 Vgl. hierzu auch: OECD-Wirtschaftsausblick, Nr. 67, Juni 2000, S. 203. — 4 In Westeuropa verwenden Frankreich, Schweden und Dänemark für die Deflationierung von EDV-

Gütern ebenfalls hedonische Preisindizes. Vgl.: Scarpetta, S. u. a., Economic Growth in the OECD Area: Recent Trends at the Aggregate and Sectoral Level, OECD-Economics Department Working Papers, No. 248, Juni 2000, S. 92. — 5 Näheres dazu siehe: Szenzenstein, J., Die Behandlung von Qualitätsänderungen im Preisindex für die Lebenshaltung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Zur Diskussion über den Verbraucherindex als Inflationsindikator, Frankfurt, 1999, S. 41 ff.

lung bei. Dies wird ihr umso besser gelingen, je mehr Unterstützung sie von der Finanzpolitik erhält.

*Weitere
Schwachstellen*

Neben den Preisrisiken sind die wachsenden Diskrepanzen im grenzüberschreitenden Güter- und Leistungsverkehr im Blick zu behalten, wobei an erster Stelle die andauernde Ausweitung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zu nennen ist. Außerdem gibt es nach wie vor Schwachstellen in einigen Schwellenländern sowie in Japan, die von der noch nicht hinreichend gefestigten finanziellen Lage im Banken- und Unternehmenssektor beziehungsweise einer übermäßig hohen öffentlichen Verschuldung herrühren. Gleichwohl steht der Aufschwung der Weltwirtschaft auf einem solideren Fundament als noch vor einem Jahr.

USA

In den USA ist die gesamtwirtschaftliche Produktion nach ersten Berechnungen im zweiten Quartal saison- und kalenderbereinigt mit rund 1¼ % genauso stark gestiegen wie im ersten Jahresviertel. Das Niveau vor Jahresfrist wurde um 6 % übertroffen. Dies passt auf den ersten Blick nicht zu dem allgemein erwarteten Szenario eines „soft landing“, also einer deutlichen Verlangsamung der Expansion schon im Verlauf dieses Jahres. Eine nähere Betrachtung der einzelnen Nachfragekomponenten zeigt jedoch, dass sich der private Verbrauch, der seit langem eine tragende Säule des Aufschwungs in den USA darstellt, zuletzt in ruhigerem Fahrwasser bewegte. Preis- und saisonbereinigt nahm er im Frühjahr „nur“ noch um ¾ % zu (nach einem Plus von 1½ % bis 2 % in den beiden Vorperioden). Die darin enthaltenen Käufe von Ge-

brauchsgütern, die dem Volumen nach zu etwa vier Zehnteln auf Autos und Kfz-Zubehör entfallen, waren in den Frühjahrsmonaten sogar niedriger als am Jahresanfang, was mit den höheren Zinsen für Konsumentenkredite sowie den nachlassenden Vermögenseffekten in engem Zusammenhang stehen dürfte. Nimmt man die Bruttoanlageinvestitionen, die mit saisonbereinigt 3½ % nicht mehr ganz so kräftig wuchsen wie im Vorquartal, mit ins Bild, so scheint die private Endnachfrage im Frühjahr auf einen flacheren Wachstumspfad eingeschwenkt zu sein. Dem standen jedoch eine kräftige Zunahme der Staatsausgaben und eine umfangreiche Lageraufstockung gegenüber. Der Befund, dass sich die Grunddynamik in der amerikanischen Wirtschaft zuletzt etwas vermindert hat, wird auch durch den starken Anstieg der Auftragsgänge bei Gebrauchs- und Investitionsgütern im Juni nicht in Frage gestellt, da vor allem Großaufträge an die Flugzeugindustrie hierfür ausschlaggebend waren. Die Exportwirtschaft konnte ihre Lieferungen ins Ausland zwar spürbar ausweiten, die Importe sind aber wiederum stärker gestiegen. Das Defizit im grenzüberschreitenden Handel mit Waren und Dienstleistungen hat infolgedessen einen neuen Höchststand erreicht, der sich im Frühjahr auf 4½ % des BIP belief.

Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe hat sich deutlich verstärkt, und zwar gemessen an der Vorjahrsrate von 3,0 % im April auf 3,5 % im Juli. Dies ist im Wesentlichen auf das erneute Anziehen der Ölpreise zurückzuführen. Die Kerninflation, das heißt ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise gerechnet, zog jedoch seit Jahresbeginn ebenfalls

an. Die entsprechende Rate erhöhte sich von 1,9 % im Januar auf 2,4 % im Juli.

Japan

In Japan ist noch kein klarer Aufwärtstrend zu erkennen, allerdings scheint die Wirtschaft den zyklischen Tiefpunkt überwunden zu haben. Die Industrieproduktion übertraf im Zeitraum April/Juni das Ergebnis des ersten Quartals saisonbereinigt um 1½ % und den Stand vor Jahresfrist um 6¾ %. Die konjunkturelle Belebung wird zum einen von der kräftig wachsenden Auslandsnachfrage getragen, die sich vor allem auf Elektronikprodukte und Kraftfahrzeuge richtet. Zum anderen hat die damit einhergehende höhere Auslastung der Produktionskapazitäten zusammen mit der weiteren Verbesserung der Ertragslage die Investitionsbereitschaft der japanischen Unternehmen gestärkt. Der private Verbrauch neigte dagegen weiterhin zur Schwäche, nicht zuletzt weil erneut per saldo Arbeitsplätze abgebaut wurden und die Löhne und Gehälter je Beschäftigten praktisch stagnierten.

Die lahrende Konsumnachfrage hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die Preise auf der Verbraucherstufe – trotz des drastischen Ölpreisanstiegs – im Zeitraum April/Juli um 0,7 % niedriger waren als vor einem Jahr. Die Chancen stehen zwar gut, dass sich im Gefolge der konjunkturellen Erholung die Beschäftigungssituation und mit ihr das Konsumklima nachhaltig verbessern. Bis dahin bleibt die japanische Konjunktur aber insofern verwundbar, als ihre Hauptstütze, der Export, sehr stark auf die USA konzentriert ist und bei einer stärkeren Abschwächung im wichtigsten Abnehmerland erheblich in Mit-

leidenschaft gezogen würde. Vor diesem Hintergrund ist auch zu sehen, dass die japanische Regierung bisher noch nicht den früher oder später unausweichlichen Kurswechsel in Richtung Haushaltskonsolidierung vollzogen hat.

Das reale BIP in Großbritannien nahm im Frühjahr nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um 1 % gegenüber dem Vorquartal zu; es war damit um 3 % höher als in der entsprechenden Vorjahrszeit. Seit dem Frühjahr 1992, als die konjunkturelle Erholung begann, hat die gesamtwirtschaftliche Produktion um ein Viertel beziehungsweise um 3 % pro Jahr zugenommen. Gegenüber dem Winterhalbjahr ist das Expansionstempo zuletzt wieder gestiegen. Ausschlaggebend dafür war, dass die industrielle Erzeugung, die im Herbst 1999 saisonbereinigt betrachtet stagniert hatte und am Jahresanfang 2000 merklich gesunken war, spürbar anzog. Wesentliche Impulse kamen dabei von dem globalen Nachfrageboom bei Computern und Kommunikationsgeräten. Einen erheblichen Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum lieferte erneut der private Dienstleistungssektor, der schon seit langem die tragende Säule des Aufschwungs in Großbritannien darstellt. Die Arbeitslosenquote fiel im Juni auf saisonbereinigt 3,8 % (bzw. 5½ % in der standardisierten Abgrenzung); dies ist der niedrigste Stand seit 25 Jahren. Gleichwohl ist das Preisklima bisher nicht durch etwaige Verspannungen an den Güter- und Faktormärkten in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Verbraucherpreise einschließlich Nahrungsmittel und Energie, jedoch ohne Hypothekenzinsen waren im Juli

Großbritannien

2,2 % höher als vor Jahresfrist. Der von Eurostat berechnete Index für die Kerninflation zeigt im Frühjahr sogar einen leichten Preisrückgang gegenüber dem Vorjahr an.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Kräftiges
Wachstum im
ersten Quartal*

Die günstigen internationalen Rahmenbedingungen haben die Volkswirtschaften in der EWU bis zuletzt merklich beflügelt. Die konjunkturelle Erholung hat sich hier im ersten Quartal mit unverminderter Dynamik fortgesetzt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm – wie schon in den beiden Vorquartalen – saisonbereinigt um rund 1% zu (die erste BIP-Schätzung von Mitte Juni hatte noch eine spürbare Wachstumsverlangsamung angezeigt). Gemessen am entsprechenden Vorjahrsstand wurde mit 3 ½ % die stärkste Expansion seit dem Boom Anfang der neunziger Jahre erreicht. Besonders kräftige Impulse gingen erneut vom Export aus, dem jedoch hohe Importsteigerungen gegenüberstanden. Die Anlageinvestitionen und der private Verbrauch lieferten mit jeweils einem halben Prozentpunkt gleich hohe Wachstumsbeiträge. Dies spricht dafür, dass der Aufschwung im Euro-Raum inzwischen auf einem breiten Fundament steht.

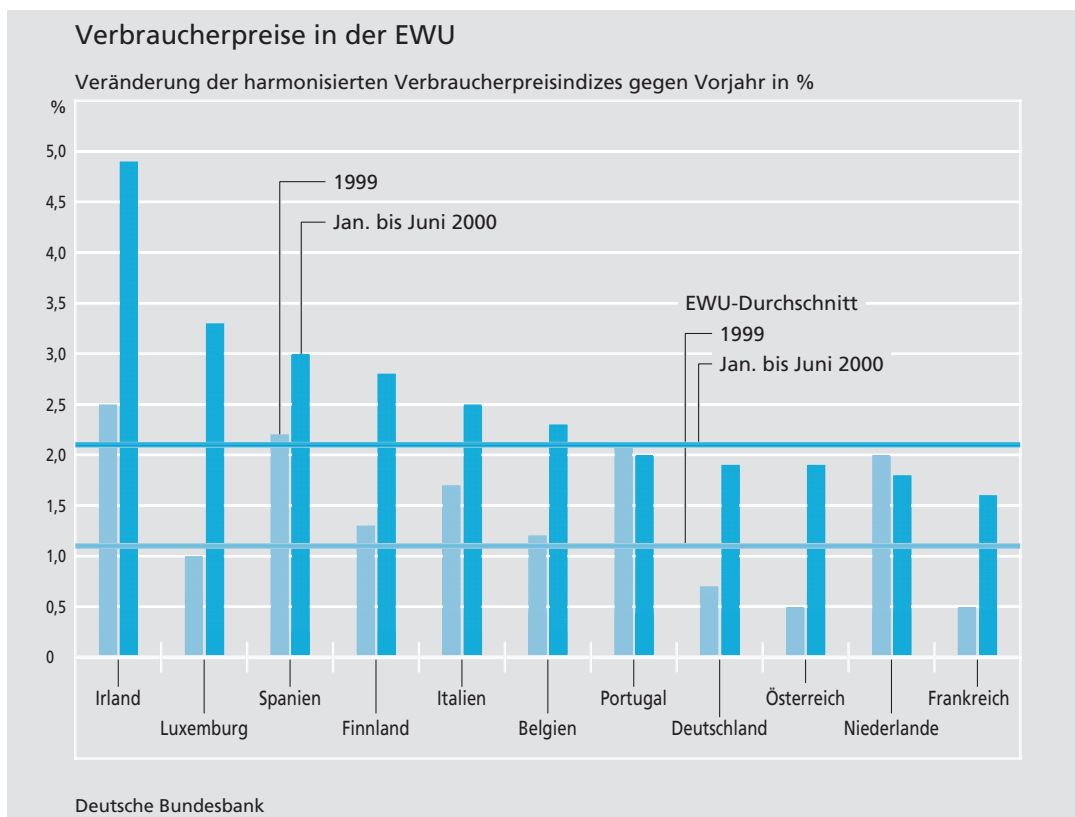
*Konjunktur im
Frühjahr
besonders
schwungvoll*

Im zweiten Quartal, für das noch keine Angaben zum BIP-Wachstum vorliegen, scheint die konjunkturelle Schubkraft noch größer geworden zu sein. Die Industrieproduktion expandierte im April/Mai saisonbereinigt um 2% gegenüber dem Vorquartal und um 6 ¾ % gegenüber dem Stand vor Jahresfrist.

Der Indikator für das Vertrauen in der Industrie lag im Juni/Juli erstmals über dem Spitzenwert in der Aufschwungphase 1987/91. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie nahm im Frühjahr ebenfalls weiter zu, wenn auch nur leicht. In dieses Bild passt, dass nach der Umfrage vom März/April 2000 die Verarbeitende Industrie in den EWU-Ländern ihre Investitionspläne gegenüber den Umfrageergebnissen vom Herbst 1999 kräftig nach oben revidiert hat. Die Verbraucherstimmung hielt sich bis zuletzt auf einem sehr hohen Niveau. Die anhaltend günstige konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum hat auch maßgeblich zu der weiteren Verbesserung der Arbeitsmarktlage beigetragen. Die standardisierte Arbeitslosenquote ist von saisonbereinigt 9,4% im März auf 9,1% im Juni gesunken, vor einem Jahr hatte sie noch bei 9,9% gelegen. In fünf der elf EWU-Staaten waren zuletzt weniger als 5% der Erwerbspersonen als arbeitslos registriert. Nur noch zwei Länder (Spanien und Italien) wiesen zweistellige Arbeitslosenquoten auf.

Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe hat sich zur Jahresmitte nochmals verstärkt. Gemessen an der Vorjahrsveränderung des harmonisierten Index für die Lebenshaltung belief sich die Teuerung im Juni insgesamt auf 2,4%. Damit wurde die in den fünf Monaten zuvor registrierte Teuerung von teilweise unter 2% deutlich übertroffen. In sieben der elf Staaten lagen die Preissteigerungsraten im ersten Halbjahr 2000 über der Stabilitätsnorm im Euro-Raum. Maßgeblich für den verstärkten Preisauftrieb war der erneute kräftige Anstieg der Energiepreise. Trotz mehrmaliger Ankündigungen von Produktionsausweitun-

*Preis-
entwicklung
unter starkem
Einfluss der
Ölnotierungen*



gen durch die OPEC Länder gaben die internationalen Notierungen für Rohöl und Mineralölzerzeugnisse nur vorübergehend nach. Demgegenüber hielt sich die Teuerung bei den übrigen Waren und Diensten in Grenzen. Die Kerninflation, bei der die Preise für Energie und Nahrungsmittel ausgeschaltet werden, ging auch im Juni nicht über 1,3% hinaus. Gedämpft wurde die Preisentwicklung insbesondere durch die gewerblichen Waren (ohne Energie), die um die Jahresmitte lediglich um ½% teurer waren als ein Jahr zuvor. Darüber hinaus haben sich die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel nur unterdurchschnittlich erhöht. Für Dienstleistungen mussten rund 1¾% mehr gezahlt werden als zwölf Monate zuvor.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Das günstige weltwirtschaftliche Umfeld hat die Exportkonjunktur in den Ländern des Euro-Währungsgebiets weiter kräftig gefördert. In den letzten beiden Monaten (April/Mai), für die die Außenhandelsdaten der EWU verfügbar sind, übertrafen die Ausfuhren des Euro-Raums in Drittländer ihren entsprechenden Vorjahrsstand dem Wert nach um nicht weniger als 25 ½%. Auch real – also zu konstanten Preisen gerechnet – lag das Exportwachstum in einer ähnlichen Größenordnung, da die binnen Jahresfrist eingetretenen Preissteigerungen auf der Exportseite relativ gering waren.

*Ausfuhren in
Drittländer*

Einfuhren

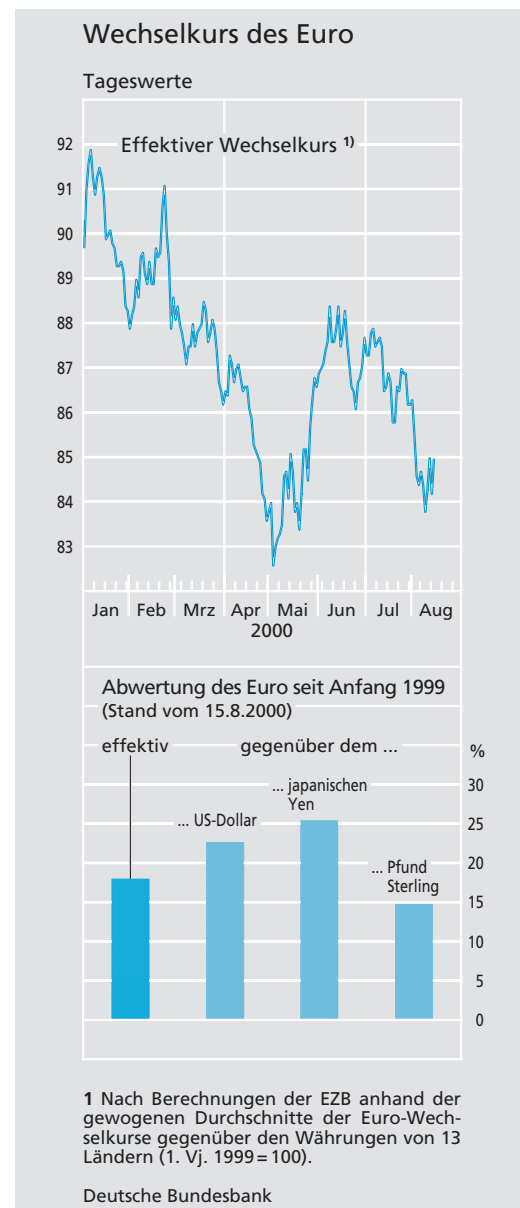
Im Gegensatz dazu sind die Importpreise, vor allem auf Grund der starken Verteuerung der Erdöleinfuhren, aber auch wegen des niedrigeren Euro-Wechselkurses, schätzungsweise um über 20% gestiegen. Die wertmäßigen Einfuhren haben daher mit 31½% noch wesentlich stärker zugenommen als die Ausfuhren. Der Exportüberschuss, den das Euro-Währungsgebiet in den beiden Berichtsmo-naten erzielte, hat sich durch diese starke Ver-schiebung in den Preisrelationen – trotz der günstigen Exportkonjunktur – von knapp 14 Mrd Euro in der entsprechenden Vorjahrszeit auf 11 Mrd Euro vermindert.

Leistungsbilanz

Auch bei den „unsichtbaren“ Leistungstran-saktionen des Euro-Raums mit Drittländern sind per saldo die Ausgaben stärker als die Einnahmen gestiegen. Im Ergebnis verzeich-neten die Euro-Länder im Dienstleistungsver-kehr, bei den Erwerbs- und Vermögensein-kommen sowie den Laufenden Übertragun-gen im April/Mai ein Defizit von zusammen genommen gut 14½ Mrd Euro, verglichen mit 10½ Mrd Euro ein Jahr zuvor. Die Lei-stungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies daher im Berichtszeitraum ein Defizit von knapp 4 Mrd Euro auf, nachdem im Vorjahr noch ein Überschuss von gut 3 Mrd Euro erzielt worden war.

Wechselkurs-entwicklung

Der Euro hat seine Schwächeneigung im Be-richtszeitraum nur vorübergehend überwun-den. Nachdem die Kursnotierungen gegen-über den wichtigsten Weltwährungen An-fang Mai ihre bisher tiefsten Stände erreicht hatten, war die weitere Entwicklung bis An-fang Juni zwar durch eine deutliche Erholung



gekennzeichnet, in der Folgezeit wurden die Wertgewinne aber wieder abgegeben.

Ausschlaggebend für die zeitweilige Stärkung des Euro an den Devisenmärkten waren die sich im Frühsommer mehrenden Anzeichen einer deutlichen Beschleunigung des Wachstums in den EWU-Ländern, während sich die wirtschaftliche Entwicklung jenseits des Atlantiks merklich abzukühlen schien. Dem-

US-Dollar

entsprechend befestigte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar von seinem Tiefstand bei 0,89 US-\$ Anfang Mai bis Anfang Juni auf 0,97 US-\$. In der Folgezeit tendierte er aber wieder etwas schwächer. Nach der Bekanntgabe des amerikanischen BIP-Wachstums, das überraschend hoch ausfiel, verlor der Euro Ende Juli wieder stark an Boden. Zuletzt notierte er bei 0,91 US-\$ und damit wieder nahe dem Tiefstand vom Mai. Gegenüber dem Wert bei seiner Einführung Anfang 1999 bedeutet dies eine Abwertung von 23 %.

November 1999 erreicht. Diese Entwicklung war durch nun geringer eingeschätzte Inflationsgefahren für die britische Wirtschaft und die damit einhergehenden Anpassungen der Zinserwartungen beeinflusst. In der Folgezeit konnte der Euro das erreichte Niveau aber auch gegenüber dem Pfund Sterling nicht halten und verlor wieder etwas an Wert. Zuletzt lag er mit 0,61 Pfund Sterling noch 6 % über seinem Tiefstand und fast 15 % unterhalb seines Werts beim Eintritt in die dritte Stufe der EWU Anfang 1999.

Yen und...

Auch gegenüber dem japanischen Yen erholte sich die europäische Gemeinschaftswährung von ihrem Tiefstand Mitte Mai nur vorübergehend. Die zeitweilige Aufwertung gegenüber dem Yen fiel jedoch etwas geringer aus als gegenüber dem US-Dollar. Die Kursentwicklung des Yen wurde in den letzten Monaten vor allem durch die immer wieder wechselnden Einschätzungen hinsichtlich der letztlich aufgegebenen „Null-Zins-Politik“ der japanischen Notenbank geprägt. Während sich eine allmähliche Aufhellung der Wachstumsaussichten für die japanische Wirtschaft abzeichnete, ließen Probleme einzelner Unternehmen wieder Zweifel an der Robustheit dieser Entwicklung angebracht erscheinen. Zuletzt notierte der Euro mit 98,45 Yen nur knapp 3 % über dem Tiefstwert von Mitte Mai und 26 ½ % niedriger als noch zum Jahresanfang 1999.

Im Ergebnis hat der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner der EWU-Länder seit dem Tiefstand Anfang Mai etwa 2 ½ % an Wert gewonnen. Gegenüber seinem Stand beim Eintritt in die Währungsunion Anfang letzten Jahres beläuft sich die Abwertung damit aber immer noch auf gut 18 %. Die zuvor zu beobachtende Asymmetrie in der Reaktion des Euro-Wechselkurses auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen scheint trotz der zeitweiligen Befestigung der Notierungen weiterhin den Markt zu prägen. So fand beispielsweise die erfolgreiche Verabschiedung der deutschen Steuerreform kaum Eingang in die Wechselkursentwicklung, während sich – wie erwähnt – das überraschend hohe amerikanische BIP-Wachstum im zweiten Quartal, das Ende Juli bekannt gegeben wurde, relativ schnell in einer entsprechenden Abschwächung des Euro-Wechselkurses niederschlug. Aus geldpolitischer Sicht kommt es darauf an, die innere Stärke des Euro auch weiterhin zu festigen. Die übrigen Politikbereiche müssen den eingeschlagenen Weg wachstumsfreundlicher Strukturrefor-

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

... Pfund Sterling

Etwas nachhaltiger war dagegen die Aufwertung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Bis Mitte Juni hatte sich der Euro um 12 % gegenüber seinem Tiefstand Anfang Mai aufgewertet und damit wieder das Niveau von

men entschlossen fortsetzen, um die Aufwertungsspielräume deutlicher erkennbar werden zu lassen.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

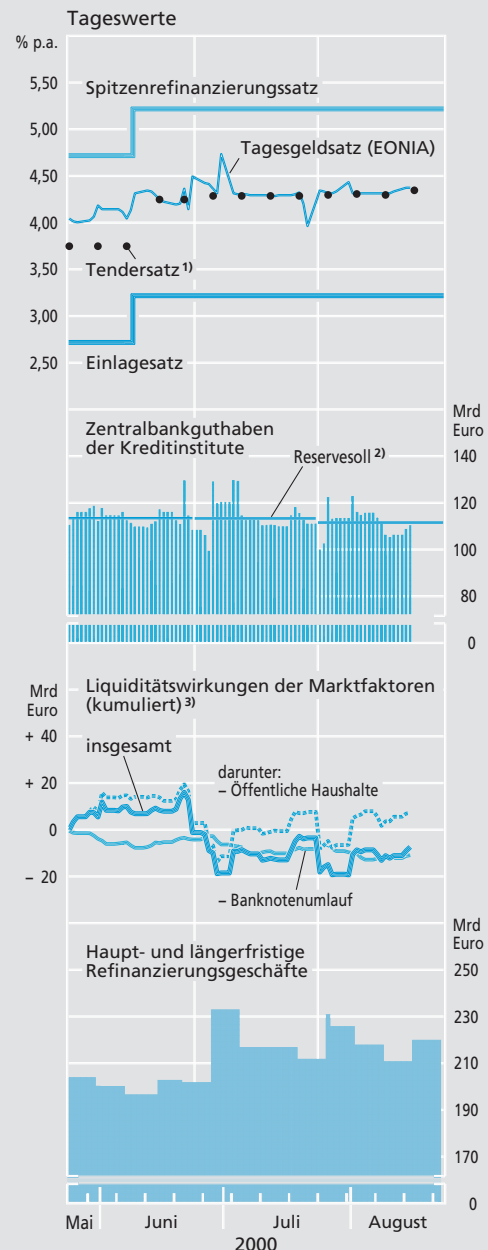
Notenbank-
zinsen im Juni
erhöht

Der EZB-Rat hat im Juni seinen geldpolitischen Kurs erneut gestrafft. Er erhöhte zum 9. Juni die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität um jeweils einen halben Prozentpunkt auf 5,25 % beziehungsweise 3,25 %. Außerdem hob er mit Wirkung vom 15. Juni den Zinssatz für die zunächst weiterhin als Mengentender ausgeschrieben Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 3,75 % auf 4,25 % an. Damit übertrafen die Schlüsselzinssätze am Euro-Geldmarkt ihren Tiefstand vom Herbst vergangenen Jahres um einheitlich $1\frac{3}{4}$ Prozentpunkte. Diese vierte Zinsanhebung im laufenden Jahr war darauf gerichtet, den im Frühjahr weiter gestiegenen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegen zu wirken. Hierauf wiesen sowohl das über dem Referenzwert liegende Wachstum der Geldmenge M3 als auch der steigende Preisdruck auf den Vorstufen, insbesondere bei den Einfuhrpreisen, hin.

Übergang zum
Zinstender
erfolgreich

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit Beginn des letzten Juni-Geschäfts bis auf weiteres als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchzuführen. Hierfür wurde ein Mindestbietungssatz festgelegt, der mit 4,25 % dem Festsatz der vorangegangenen Mengentender entsprach. Der Mindestbietungssatz übernahm die geldpolitische Sig-

Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosysteem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, einheitlicher (bei Mengentender) bzw. marginaler Zuteilungssatz (bei Zinstender). — 2 Erfüllungsperioden: 24.5. bis 23.6., 24.6. bis 23.7. und 24.7. bis 23.8.2000. — 3 Banknotenumlauf, Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosysteem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

nalfunktion, die bislang dem Festzins des Mengentenders zukam. Der Übergang zum Zinstender bedeutete keine weitere Änderung des geldpolitischen Kurses, sondern war eine Reaktion auf die massiven Überbietungen, die sich zuvor beim Mengentenderverfahren ergeben hatten. Tatsächlich bildeten sich die Bietungsvolumina drastisch zurück; sie sanken in etwa auf das zwei- bis dreifache der Zuteilungsbeträge, nachdem beim Mengentender zuletzt mehr als das hundertfache der Ankaufsbeträge geboten worden war. Auch zinspolitisch verlief der Übergang zum Zinstender glatt. Die marginalen Zuteilungssätze lagen zunächst in einem engen, auf rund fünf Basispunkte begrenzten und zudem recht stabilen Abstand oberhalb des Mindestbietungssatzes. Mitte August vergrößerte sich der Abstand etwas. Der Tagesgeldsatz, der sich im Frühjahr vom Mengentendersatz wegbewegt hatte, hielt sich nahe am marginalen Refinanzierungssatz.

*Anstieg der
Geldmarktsätze*

Die Termingeldsätze waren bereits im Vorfeld der vom Markt erwarteten Anhebung der Notenbankzinsen gestiegen. Nach der für viele Marktteilnehmer überraschend kräftigen Zinsmaßnahme erhöhten sich die Terminotierungen weiter. Im Ergebnis lagen sie Mitte August um 30 bis 40 Basispunkte über ihrem Stand von Anfang Juni. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt wies somit weiterhin einen recht steilen Verlauf auf.

*Veröffent-
lichung des
erwarteten
Liquiditäts-
bedarfs*

Seit Ende Juni wird die Ankündigung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte ergänzt um die Angabe des vom Eurosystem erwarteten Liquiditätsbedarfs des Bankensystems. Dieser errechnet sich aus der von den nationalen

Zentralbanken geschätzten Entwicklung der autonomen Faktoren, wie beispielsweise des Banknotenumlaufs oder der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem. Veröffentlicht wird sein Durchschnittswert für den Zeitraum vom Tag der Tenderankündigung bis zum Tag der Abwicklung des Haupttenders der folgenden Woche (d. h. in der Regel für neun Tage) beziehungsweise beim letzten Tender einer Periode bis zum Ende der Erfüllungsperiode. Diese Schätzung ist zwar mit Unsicherheiten behaftet, doch ermöglicht sie es den Kreditinstituten – zusammen mit Informationen über das Reservesoll, die bereits erfolgte Mittelbereitstellung und die bislang geleistete Reserveverfüllung –, Vorstellungen über das Zuteilungsvolumen des anstehenden Haupttenders zu entwickeln. Letztlich ist der erwartete Liquiditätsbedarf jedoch nur einer unter mehreren Bestimmungsfaktoren für die Zuteilungsentscheidung der EZB.

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems erfolgte im Berichtszeitraum nahezu ausschließlich über Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Ihr Gewicht wird tendenziell weiter zunehmen, da die ab Ende Juli bis zum Jahresende noch abzuwickelnden Basistender nur noch jeweils in Höhe von 15 Mrd Euro zuteilt werden, verglichen mit zuvor 20 Mrd Euro. Am 21. Juni begegnete die EZB einer unerwartet hohen Inanspruchnahme der Einlagefazilität am Vorabend durch einen liquiditätszuführenden eintägigen Zinsschnelltender. Im Ergebnis gelang es, größere Ausschläge des Tagesgeldsatzes auf die Enden der Erfüllungsperioden und den Halbjahresultimo zu begrenzen.

*Liquiditäts-
steuerung
über Haupt-
refinanzierungs-
geschäfte...*

*... und
Feinststeuerungs-
operation*

Anstieg des
Liquiditäts-
bedarfs

Insgesamt betrachtet wurden den Kreditinstituten von Mai bis Juli durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren Mittel in Höhe von 14,8 Mrd Euro entzogen (vgl. nebenstehende Tabelle). Zudem erhöhte sich das Mindestreservesoll um 2,0 Mrd Euro. Diesen Veränderungen standen eine Aufstockung der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems von per saldo 15,2 Mrd Euro und ein Abbau des Rückgriffs auf die Einlagefazilität gegenüber.

Geldmengen-
wachstum
abgeschwächt

Nach dem kräftigen Wachstum der Geldmenge M3 im ersten Quartal dieses Jahres hat sich die monetäre Expansion im zweiten Vierteljahr saisonbereinigt betrachtet verlangsamt. Hierzu dürften die Zinsanhebungen des Eurosystems beigetragen haben. Im Juni, als M3 absolut zurückging, kamen offensichtlich Sondereinflüsse hinzu, die zu einem starken Anstieg der nicht zur Geldmenge zählenden Einlagen der Zentralstaaten bei MFIs führten. Ende Juni übertraf M3 seinen Vorjahrsstand im gesamten Währungsgebiet um 5,4 %, verglichen mit 6,5 % Ende März. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten betrug von April bis Juni 6,0 %; damit lag das Geldmengenwachstum 1½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4½ %. Die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft ist folglich weiterhin reichlich.

Komponenten
der Geldmenge
M3

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im zweiten Quartal 2000 vor allem die täglich fälligen Einlagen schwächer gewachsen. Die Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen nahm von 11,1% Ende März auf 7,1% Ende Juni ab. Der Bargeldbestand ist im zweiten Quartal wieder moderat

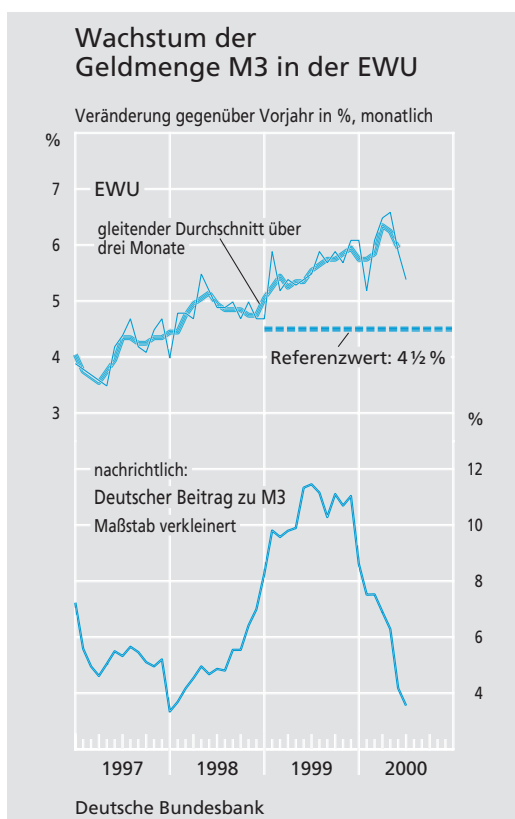
Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von
Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2000		
	24. Mai bis 23. Juni	24. Juni bis 23. Juli	24. Mai bis 23. Juli
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 0,3	- 2,9	- 3,2
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	+ 3,6	- 12,1	- 8,5
3. Veränderung der Nettowährungsreserven 1)	- 0,7	+ 2,7	+ 2,0
4. Sonstige Faktoren 2)	- 0,3	- 4,7	- 5,0
Insgesamt	+ 2,3	- 17,1	- 14,8
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 1,7	+ 17,0	+ 15,3
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,1	- 0,0	- 0,1
c) Sonstige Geschäfte	+ 0,2	- 0,2	± 0,0
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,1	+ 0,1	- 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 1,5	+ 0,3	+ 1,8
Insgesamt	- 0,2	+ 17,1	+ 17,0
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 2,2	- 0,0	+ 2,2
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 2,1	+ 0,1	- 2,0
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	140,9	157,9	157,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	59,9	59,9	59,9
Sonstige Geschäfte	0,2	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	0,4	0,4
Einlagefazilität	0,8	0,5	0,5

* 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



angestiegen, nachdem er am Jahresanfang zurückgegangen war. Insgesamt übertraf die Geldmenge M1 ihren Vorjahrsstand Ende Juni um 6,8 %, verglichen mit 10,0 % Ende März. Die geringere Liquiditätsneigung der Anleger dürfte vor allem das Resultat der gestiegenen Geldmarktzinsen sein, die Umschichtungen in höherverzinsliche Geldanlagen gefördert haben. Vor allem die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren haben hiervon profitiert. Die marktfähigen Finanzinstrumente sind im zweiten Quartal demgegenüber recht mäßig aufgestockt worden. Die zinsmäßig weniger attraktiven Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wurden abgebaut.

Die Kreditgewährung der MFIs an den privaten Sektor hat sich im zweiten Quartal 2000

ebenfalls abgeschwächt. Die Ausleihungen der MFIs an die privaten Haushalte und Unternehmen im Euro-Währungsgebiet überstiegen Ende Juni ihren Vorjahrsstand um 9,8 %, nach 10,8 % Ende März. Zu der Verlangsamung trugen sowohl die Wertpapierkredite bei, die von umfangreichen Termingeschäften deutscher MFIs geprägt waren, als auch die Buchkredite. Sie nahmen saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet von April bis Juni um 8 % zu, verglichen mit 13 ½ % im ersten Quartal. Zu diesem unterschiedlichen Verlauf dürfte ähnlich wie bei der Geldmenge das zinspolitische Umfeld beigetragen haben. Am Jahresanfang haben Zinssteigerungserwartungen die Kreditnachfrage anscheinend noch angeregt, während diese mittlerweile von dem eingetretenen Zinsanstieg eher gebremst wird. Die Kredite an die öffentlichen Haushalte wurden im zweiten Quartal deutlich abgebaut; hiervon waren insbesondere die Wertpapierkredite betroffen. Außerdem haben die Zentralstaaten ihre nicht zur Geldmenge zählenden Einlagen bei MFIs stark aufgestockt. Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem EWU-Ausland sind im zweiten Quartal erstmals seit längerem wieder Mittel zugeflossen. Sie konzentrierten sich allerdings auf den Juni und standen zum Teil im Zusammenhang mit den umfangreichen Termingeschäften deutscher MFIs mit dem EWU-Ausland.

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet, der sich seit Ende letzten Jahres schwächer entwickelt als das EWU-Aggregat, ist im zweiten Quartal dieses Jahres saisonbereinigt betrachtet zurückge-

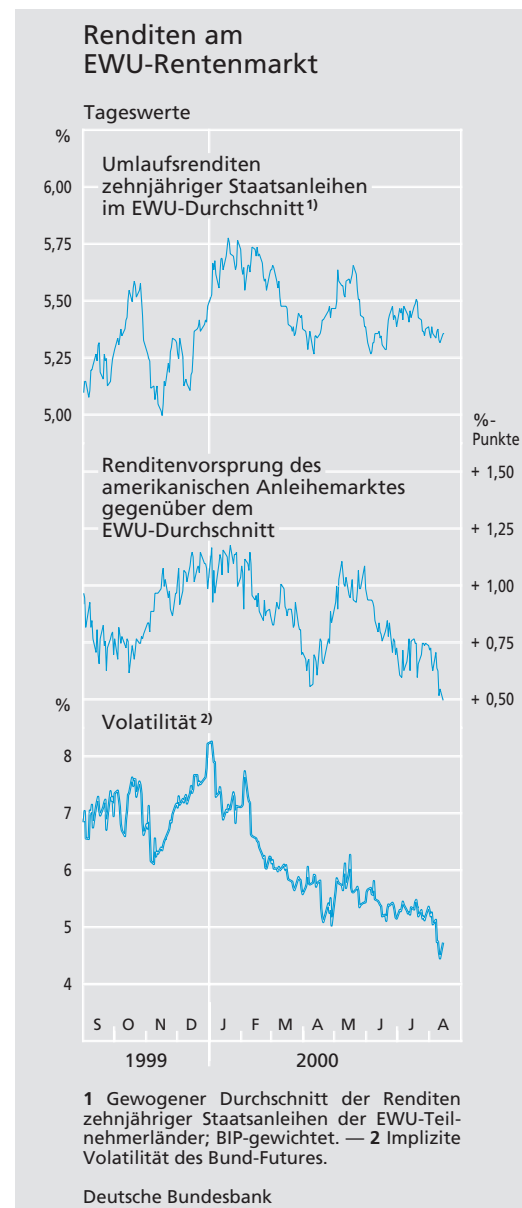
*Deutscher
Beitrag*

gangen. Ende Juni war er noch um 3,6 % höher als vor Jahresfrist. Selbst diese Rate dürfte die Liquiditätsausweitung in Deutschland allerdings noch statistisch überzeichnen, da Anleger außerhalb des Euro-Währungsgebiets entsprechend den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik weiter deutsche Geldmarktpapiere erworben haben.¹⁾ Bei der schwachen Entwicklung des deutschen Beitrags könnte eine Rolle spielen, dass nach den hohen Geldzuflüssen aus dem Ausland nach dem Beginn der Währungsunion in jüngster Zeit Gelder aus Deutschland in die übrigen EWU-Länder abfließen.

Kapitalmarktzinsen und Aktienkurse

*Kapitalmarkt-
zinsen weiter
niedrig*

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet gingen in den Sommermonaten im Ergebnis leicht zurück. Die Rendite für zehnjährige Staatsanleihen im Durchschnitt der EWU-Länder betrug bei Abschluss dieses Berichts Mitte August gut 5 1/3 %. Angesichts der günstigen Wachstumsperspektiven im Euro-Raum sind die Kapitalmarktzinsen in Europa weiterhin ausgesprochen niedrig. Hierzu hat die vorausschauende und konsequent am Ziel der Preisstabilität orientierte Geldpolitik des Eurosystems maßgeblich beigetragen. Ihr ist es offenbar gelungen, die langfristigen Inflationserwartungen in der Einschätzung der Marktteilnehmer auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren. Auch die Unsicherheit über die künftige Zinsentwicklung am Kapitalmarkt hat sich weiter verringert. So ging die implizite Volatilität des Bund-Future, die das Ausmaß der von den Marktakteuren am Terminmarkt in nächster



Zeit erwarteten Kursschwankungen misst, bis Mitte August noch einmal deutlich zurück. Der gegenläufigen Entwicklung der Zinsen am langen und kurzen Marktende entsprechend hat das Zinsgefälle zwischen Kapital-

¹ Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von inländischen MFIs gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Akteuren außerhalb des Euro-Raums in die Geldmenge M3 ein.

markt und Geldmarkt in den letzten Monaten weiter abgenommen, und zwar gegenüber Mitte Mai um fast 70 Basispunkte auf nur noch gut einen halben Prozentpunkt.

*Zinssenkende
Einflüsse aus
den USA*

Gestützt wurde das freundliche Zinsklima am Kapitalmarkt neben den „hausgemachten“ Einflüssen auch von der Zinsentwicklung am amerikanischen Rentenmarkt. Dort ist die Umlaufrendite zehnjähriger Staatsanleihen von Mai bis Mitte August um drei Viertel Prozentpunkte gefallen, so dass sich der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen aus EWU-Ländern auf rund einen halben Prozentpunkt ermäßigte. Gemessen an der Differenz zwischen den Festzinsen für zehnjährige Zinsswapgeschäfte hat sich das Zinsvoraus der USA gegenüber dem Euro-Raum im gleichen Zeitraum sogar noch stärker verringert, und zwar von knapp zwei auf rund $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte. Angetrieben wurde der Rückgang der Langfristzinsen in den USA maßgeblich von verstärkten Erwartungen auf eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft, die von den Marktteilnehmern als notwendige Bedingung für eine Eindämmung des Preisdrucks angesehen wird.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet konnten sich von der im Frühjahr einsetzen-

den scharfen Kurskorrektur im Verlauf der Sommermonate leicht erholen und sind nach traditionellen Bewertungskriterien immer noch vergleichsweise hoch. Gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex lagen die Notierungen europäischer Dividendenwerte Mitte August knapp 7% unter ihrem Höchststand von Anfang März und damit nur geringfügig über dem Niveau von Ende 1999. Hinter dieser Kursentwicklung standen allerdings beträchtliche sektorale Unterschiede. Während die Aktien aus eher traditionellen Branchen bei nur geringen Schwankungen stetig gestiegen sind, bestimmten die stark volatilen Werte aus den Hochtechnologiesegmenten das ausgeprägt zyklische Kursmuster des Gesamtmarkts (siehe S. 24). Die Talfahrt bei den Notierungen für technologielastrige Wachstumswerte vom Frühjahr dürfte maßgeblich auf eine realistischere Einschätzung der mit einem Investment in solchen Titeln verbundenen Risiken zurückzuführen sein, die zuerst an der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq einsetzte und von dort auf die europäischen Börsenplätze übersprang. Seit dieser Zeit hat sich auch der üblicherweise recht enge Gleichlauf zwischen der Aktienkursentwicklung in Europa und in den USA wieder kontinuierlich verstärkt.

*Aktienkurse auf
hohem Niveau
stabilisiert*