

# Internationales und europäisches Umfeld

## Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich im Frühjahr zwar moderat fortgesetzt, doch haben sich die Aussichten für die kommenden Monate unter dem Eindruck der Entwicklungen an den Finanzmärkten zuletzt wieder eingetrübt. Die Industrieproduktion in den G7-Ländern und den kleineren Staaten in Westeuropa lag im Zeitraum April/Juni saisonbereinigt um durchschnittlich 1½ % höher als im ersten Quartal. Damit wurde der Stand vor Jahresfrist nur noch um 1½ % unterschritten, verglichen mit einem Minus von 5½ % in den ersten drei Monaten des Jahres. (Angaben zum BIP-Wachstum im zweiten Quartal liegen bisher erst für wenige Länder vor.) In Westeuropa und in Nordamerika wurde die konjunkturelle Erholung durch die Aufhellung des Preisklimas und den damit einhergehenden geringeren Kaufkraftverlust bei den Konsumenten gestützt. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe lag hier im Juni – gemessen an der Vorjahrsrate – im Mittel nur noch bei 1,4 %, verglichen mit 1,7 % im Januar 2002 und 2,7 % vor einem Jahr. Dazu haben Preisrückgänge bei Mineralölprodukten und Nahrungsmitteln beigetragen. Die Finanzpolitik in den USA setzte den Mitte 2001 eingeschlagenen expansiven Kurs fort; im Euro-Raum blieben die öffentlichen Defizite auch wegen des Wirkenlassens der automatischen Stabilisatoren weiterhin hoch. Die Geldpolitik in den großen Wirtschaftsräumen hielt die Notenbankzinsen auf unverändert niedrigem Niveau.

*Moderate  
Belebung der  
Weltkonjunktur  
im Frühjahr  
fortgesetzt, ...*

Von der konjunkturellen Belebung in den Industriestaaten im ersten Halbjahr 2002 haben

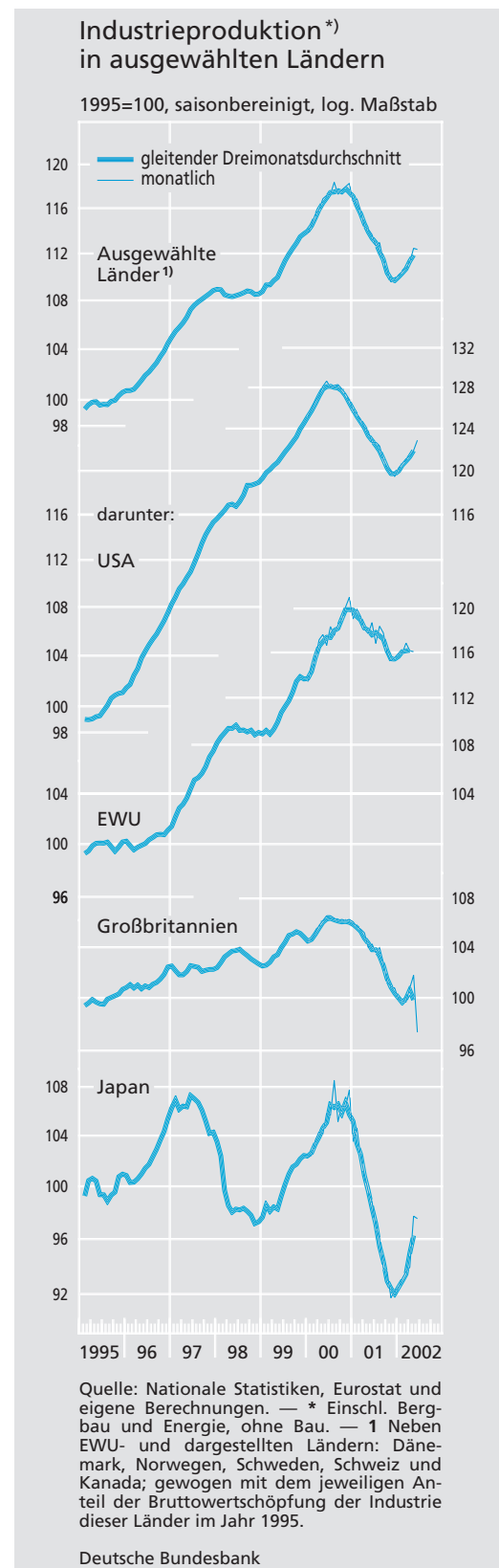
auch die Schwellenländer in Ostasien profitiert, die wegen ihrer starken Ausrichtung auf Güter der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) von der vorangegangenen globalen Abschwächung besonders stark betroffen waren. Die meisten Reformländer in Mittel- und Osteuropa haben die negativen Einflüsse der weltweiten Konjunkturabkühlung im Jahr 2001 durch ein kräftiges Wachstum der inländischen Endnachfrage abfedern können. Das 2001 noch recht hohe Expansionstempo in Russland und den meisten anderen GUS-Staaten scheint sich jedoch in diesem Jahr etwas zu verlangsamen.

... aber  
Rückschläge in  
Lateinamerika

Einige südamerikanische Volkswirtschaften sind in den letzten Monaten stärker in den Sog der argentinischen Krise geraten. Dies gilt insbesondere für Uruguay, Venezuela und Brasilien, für deren Anleihen an den Märkten inzwischen außergewöhnlich hohe Risikoprämien verlangt werden. Im Hinblick auf Brasilien hängt die erhebliche Verunsicherung der Investoren wohl auch mit den bevorstehenden Präsidentschaftswahlen zusammen. Die realwirtschaftliche Lage des Landes erscheint jedoch deutlich besser als in Argentinien vor Ausbruch der Krise. Zur Beruhigung der finanziellen Turbulenzen hat der IWF Anfang August Brasilien einen Kredit in Höhe von 30 Mrd US-\$ zugesagt. Auch die Weltbank und die Interamerikanische Entwicklungsbank haben angekündigt, zusätzliche Kredite bereitzustellen.

Aussichten  
durch  
Aktienbaisse  
verschlechtert

Die globalen Konjunkturperspektiven sind in den letzten Monaten auch durch die massiven Kursverluste an den internationalen Aktienmärkten getrübt worden. Der Kursrück-



gang, der für den Beginn einer globalen Aufschwungsphase eher untypisch ist, hat dazu beigetragen, dass sich die Stimmung der Konsumenten und Investoren vor allem in Nordamerika, aber auch in Westeuropa in den letzten Monaten wieder verschlechtert hat. Die Aktienbaisse könnte, wenn sie länger anhält, den globalen Wachstumsprozess belasten. Da das Aktiensparen der privaten Haushalte in den USA ein relativ hohes Gewicht hat und der Aktienmarkt eine wichtige Finanzierungsquelle für viele Unternehmen ist, scheint die konjunkturelle Anfälligkeit in den USA im Hinblick auf das Börsengeschehen ausgeprägter zu sein als etwa in Kontinentaleuropa.

*Zur aktuellen  
Diskussion über  
Deflations-  
risiken*

In jüngerer Zeit wird in Nordamerika und in Westeuropa wieder stärker über deflatorische Risiken diskutiert. Dabei wird auf die Gefahr hingewiesen, dass beide Regionen auf eine ähnlich krisenhafte Entwicklung zusteuern könnten, wie sie Japan seit Anfang der neunziger Jahre durchlaufen hat, als die Spekulationsblasen an den Immobilien- und Aktienmärkten platzten. Im Euro-Raum sind die Aktienkurse zwei Jahre nach ihrem Höchststand im Frühjahr 2000 sogar etwas kräftiger gesunken als in Japan in den beiden Jahren 1990/91. In den USA ist der Kursrückgang trotz der jüngsten Bilanzskandale zwar etwas geringer ausgefallen, was aber durch die im Vergleich zu Europa höhere Vermögensabhängigkeit des privaten Konsums relativiert wird. Die Investitionstätigkeit neigte in den beiden Regionen sogar noch mehr zur Schwäche, als dies in Japan 1990/91 der Fall gewesen war.

Allerdings darf dies nicht den Blick auf wichtige Unterschiede verstellen, die zu der Aussage führen, dass das Deflationsrisiko sowohl für die USA als auch für den Euro-Raum eher gering zu veranschlagen ist. Einer der wichtigsten Unterschiede zeigt sich bei der Betrachtung der Immobilienmärkte. Hier kam es Anfang der neunziger Jahre in Japan zu einer beträchtlichen Überhitzung, die in drastische Preiserhöhungen mündete. Dagegen hat sich in Westeuropa und in Nordamerika in den letzten Jahren keine auch nur annähernd vergleichbare Immobilienblase gebildet. Folglich sind auch schockartige Rückgänge der Grundstücks- und Gebäudepreise wie damals in Japan eher unwahrscheinlich. Diese hatten das Volumen an notleidenden Krediten bei japanischen Banken Anfang der neunziger Jahre erheblich ansteigen lassen und dadurch zu der bis heute andauernden Krise des Finanzsektors erheblich beigetragen. Im Übrigen sind auch die strukturellen Probleme in Japan zu Beginn der neunziger Jahre deutlich größer gewesen, als es gegenwärtig in den USA und Westeuropa der Fall ist. Hier ist vor allem die schwache Wettbewerbsorientierung des Inlandsmarkts zu nennen, die auch in dem relativ geringen Offenheitsgrad der japanischen Wirtschaft zum Ausdruck kommt.

In der gegenwärtigen Diskussion über Deflationsgefahren werden zudem die Hintergründe der spürbaren Preisberuhigung in den USA und in Westeuropa zu wenig gewürdigt. So ist derzeit keineswegs der für eine Deflation typische nach unten gerichtete Preisdruck auf Grund einer allgemeinen Nachfrageschwäche festzustellen. Vielmehr wird das Preisbild sehr stark von Sonderfaktoren geprägt. Dazu ge-

## Preisentwicklung in ausgewählten Industrieländern

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Land/Region	2001		2002			
	Jahr	4. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	Juni	Juli
<b>Verbraucherpreise insgesamt</b>						
USA	2,8	1,9	1,3	1,3	1,1	...
EWU 1)	2,4	2,2	2,6	2,1	1,8 2)	1,9
darunter:						
Deutschland 1)	2,4	1,7	2,0	1,1	0,7	1,0
Japan	-0,7	-1,0	-1,4	-0,9	-0,7	-0,6
OECD-Raum 3)	2,3	1,6	1,3	1,3	1,1	...
<b>Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel</b>						
USA	2,6	2,7	2,5	2,4	2,3	...
EWU 4)	2,1	2,4	2,6	2,6	2,6	...
darunter:						
Deutschland 4)	1,5	1,7	2,0	1,8	1,6	1,6
Japan	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	...
OECD-Raum 3)	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	...

Quelle: Nationale Statistiken und Eurostat. — 1 HVPI. — 2 Eurostat-Schätzung. — 3 Ohne Hochinflationenländer Un-

garn, Mexiko, Polen und Türkei. — 4 HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel.

Deutsche Bundesbank

hört der Preisrückgang bei Mineralölprodukten und Nahrungsmitteln im Vorjahrsvergleich. Die ohne diese Güter berechnete Kernrate war im Frühjahr 2002 in den USA mit 2,4 % genauso hoch wie zwei Jahre zuvor, nachdem sie in der Zwischenzeit etwas darüber gelegen hatte. Im Euro-Raum war der Vorjahrsabstand bei den Preisen ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel mit zuletzt 2,6 % mehr als doppelt so hoch wie vor zwei Jahren.

verglichen mit 1,2 % vor der Revision. Dabei wurden alle großen Komponenten der privaten inländischen Endnachfrage zurückgenommen. Das Verlaufsbild beim US-BIP für das Jahr 2001 hat sich ebenfalls geändert. Nach der neuen Rechnung kam es in den ersten drei Quartalen 2001 zu einer Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung, was nach der vor allem in den USA populären Lesart eine technische Rezession bedeutet. Vor der Revision war nur für das dritte Quartal ein Rückgang des realen BIP festgestellt worden. Die neuen VGR-Angaben passen auch besser zu dem Befund des amerikanischen Business Cycle Dating Committee vom November 2001, demzufolge die Rezession in den USA bereits im März 2001 begonnen hatte. Die Korrektur des realen BIP impliziert zudem, dass die Produktivität außerhalb der Land-

Revision der  
amerikanischen  
VGR-Daten

Für die USA sind im Rahmen einer bis 1999 zurückreichenden Revision der VGR-Daten die BIP-Wachstumsraten für die Jahre 2000 und 2001 sowie für das erste Quartal 2002 teilweise deutlich nach unten korrigiert worden. So wird jetzt für 2001 nur noch ein reales Wachstum von 0,3 % ausgewiesen,

wirtschaft im Durchschnitt der Jahre 2000/2001 mit 2 % um gut einen halben Prozentpunkt langsamer gestiegen ist als nach der alten Rechnung. Die Gewinne der Unternehmen wurden für den gesamten Revisionszeitraum reduziert. Besonders starke Abstriche gab es jedoch für das Jahr 2000, mit der Folge, dass sich die Ertragslage der nicht-finanziellen Unternehmen nun deutlich schlechter darstellt als bisher angenommen. Die Sparquote der Privaten Haushalte wurde dagegen angehoben, und zwar für 2000 um 1,8 Prozentpunkte auf 2,8 % und für 2001 um 0,7 Prozentpunkte auf 2,3 % des verfügbaren Einkommens.

*BIP-Wachstum  
in den USA im  
zweiten Quartal*

Im Frühjahr konnte die amerikanische Wirtschaft das – auch nach der Revision noch hohe – Wachstumstempo des ersten Quartals 2002 (saison- und kalenderbereinigt + 1 ¼ %) nicht halten. Das reale BIP nahm nach den ersten Schätzungen im Zeitraum April/Juni nur noch um ¼ % gegenüber der Vorperiode zu, übertraf damit aber das (im Rahmen der Revision reduzierte) Niveau der entsprechenden Vorjahrszeit um gut 2 %. Eine Verlangsamung der Expansion im zweiten Jahresviertel war zwar allgemein erwartet worden, unter anderem weil nicht mit einem Anhalten der kräftigen expansiven lagerzyklischen Effekte, die in den Wintermonaten noch einen Wachstumsbeitrag von drei viertel Prozentpunkten geliefert hatten, zu rechnen war. Überrascht hat jedoch das Ausmaß der Tempoverringung. Ausschlaggebend dafür war die deutliche Verschlechterung des realen Außenbeitrags, die vor allem mit der starken Zunahme der Importe um saisonbereinigt 5 ½ % zusammenhing. Zudem ist der Staatsver-

brauch nicht mehr so kräftig ausgeweitet worden wie im Vorquartal. Die private inländische Endnachfrage expandierte dagegen im Frühjahr mit saisonbereinigt ½ % genauso stark wie in der Vorperiode. Bemerkenswert dabei ist, dass die gewerblichen Investitionen zum siebten Mal in Folge schrumpften. Die saisonbereinigte Sparquote der privaten Haushalte lag mit 4,0 % so hoch wie im Sommer 2001.

Die Konjunkturperspektiven für die kommenden Monate haben sich aus den eingangs erwähnten Gründen zuletzt beträchtlich eingetrübt. Die Auftragseingänge für Investitionsgüter gaben im Juni deutlich nach, und der Index der Einkaufsmanager im Verarbeitenden Gewerbe fiel im Juli fast auf den Stand vom Januar dieses Jahres zurück. Außerdem ist das Vertrauen der Konsumenten weiter gesunken. Den von den Aktienmärkten ausgehenden negativen Einflüssen auf den privaten Konsum steht jedoch ein nach wie vor robuster Immobilienmarkt gegenüber. Hinzu kommt, dass die Kaufkraft der Konsumenten derzeit vergleichsweise wenig durch Preissteigerungen geschmälert wird. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe lag im Juni bei 1,1 % und war damit so niedrig wie im Januar/Februar. Alles in allem dürfte sich der gesamtwirtschaftliche Wachstumsprozess im Sommerquartal mit verhaltenem Tempo fortsetzen.

*Aussichten für  
Sommerquartal  
gedämpft*

Die japanische Wirtschaft hat im ersten Halbjahr 2002 die konjunkturelle Talsohle durchschritten. Das reale Bruttoinlandsprodukt ist im Zeitraum Januar/März 2002 erstmals seit Anfang 2001 wieder saisonbereinigt gestie-

*Japan*

gen, auch wenn die Zunahme um 1½ % die Grunddynamik erheblich überzeichnet. Im zweiten Quartal hat sich – soweit erkennbar – die Aufwärtsentwicklung fortgesetzt. Die Industrieproduktion nahm saisonbereinigt um 3½ % zu und verkürzte damit den Rückstand gegenüber dem Niveau vor Jahresfrist deutlich. Dazu haben vor allem kräftige außenwirtschaftliche Impulse beigetragen. Die reale Ausfuhr legte im zweiten Jahresviertel erneut zu; insbesondere wurden wieder vermehrt IKT-Güter exportiert. Stabilisierend wirkte zudem, dass der Lagerabbau offensichtlich weitgehend zum Stillstand gekommen ist. Die heimische Endnachfrage tendierte jedoch weiterhin zur Schwäche. Bei den gewerblichen Investitionen zeichnet sich allerdings insofern eine Besserung ab, als die inländischen Bestellungen von Maschinen im Frühjahr spürbar anzogen. Der Preisrückgang hat sich zuletzt abgeschwächt. Die Vorjahrsrate lag im Juli bei – 0,6 %, verglichen mit – 1,6 % im Februar 2002. Die ohne Energie und Nahrungsmittel berechnete Kernrate erhöhte sich von ihrem Tiefpunkt im Februar bis Juni um 0,3 Prozentpunkte, blieb aber noch im negativem Bereich.

#### Großbritannien

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Großbritannien ist nach ersten Berechnungen im zweiten Quartal saison- und kalenderbereinigt um knapp 1% gewachsen, nachdem sie in den beiden Vorperioden praktisch stagniert hatte. Das Niveau vor Jahresfrist wurde um 1½ % übertroffen. Nach dem unerwartet kräftigen Rückgang der Industrieproduktion im Juni gegenüber dem Vormonat, der bei der ersten BIP-Schätzung noch nicht bekannt war, zeichnet sich jedoch eine deutliche Kor-

rektur der Zuwachsraten nach unten ab. Im Durchschnitt der Frühjahrsmonate hat die britische Industrie ihre Erzeugung gleichwohl saisonbereinigt leicht gesteigert und damit die im Herbst 2000 begonnene Talfahrt beendet. Hinzu kommt eine kräftigere Expansion des Dienstleistungssektors. Wie in anderen Industrieländern sind zuletzt aber auch in Großbritannien angesichts der weltweiten Aktienbaisse wichtige Stimmungsindikatoren gesunken oder haben sich zumindest nicht mehr verbessert. Die Einzelhandelsumsätze gingen im Juni zum zweiten Mal in Folge saisonbereinigt zurück. All dies könnte bedeuten, dass die konjunkturelle Erholung im Sommer an Fahrt verliert. Insgesamt befindet sich die britische Wirtschaft jedoch zur Jahresmitte 2002 immer noch in einer besseren Verfassung als die übrigen großen Industrieländer. So hat die Beschäftigung im Frühjahr weiter zugenommen, und die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Mai mit 5,1% nur wenig über ihrem zyklischen Tiefstand. Die Preise auf der Verbraucherstufe (ohne Hypothekenzinsen) sind im Juli gegenüber dem Vormonat erneut leicht gesunken, binnen Jahresfrist aber – unter anderem wegen eines Basiseffekts – mit 2,0 % erheblich stärker gestiegen als noch im Juni (1,5 %).

### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im Euro-Raum ist nach einem leichten Rückgang im Herbst 2001 im ersten Quartal 2002 wieder gewachsen, und zwar um saisonbereinigt ¼ %. Der Stand vor Jahresfrist wurde eben-

*Leichte BIP-Zunahme im ersten Quartal und verhaltene Aufwärtstendenz im Frühjahr*

falls um ¼ % überschritten. Die zyklische Erholung war allerdings noch nicht breit fundiert; sie wurde ganz überwiegend vom Export getragen, während die reale Inlandsnachfrage weiter rückläufig war. Auch im zweiten Jahresviertel verlief die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum ohne Schwung. Die Industrieproduktion ging im April/Mai saisonbereinigt nicht über den Stand der Wintermonate hinaus und war noch um 1 % niedriger als ein Jahr zuvor. Zu diesem schwachen Ergebnis haben jedoch verschiedene Sonderfaktoren geführt. Im April waren es streikbedingte Produktionsausfälle in Italien und eine „technische Gegenbewegung“ nach einem sehr kräftigen Anstieg im Vormonat in Irland. Im Mai schlugen Streiks in Deutschland sowie die in diesem Jahr besonders hohe Zahl an Feiertagen beziehungsweise Brückentagen negativ zu Buche. Erste Länderergebnisse für Juni deuten aber darauf hin, dass zumindest ein Teil dieser Produktionsausfälle wieder aufgearbeitet worden ist. Die Kapazitätsauslastung im Euro-Raum blieb im Frühjahr praktisch unverändert.

*Ergebnisse der EU-Umfragen durchwachsen*

Nach der jüngsten Umfrage im Auftrag der Europäischen Kommission stagnierte das Industrier Vertrauen im Juli auf dem gedrückten Stand des Vormonats. Bemerkenswert ist jedoch, dass sich die Beurteilung der Auftragsgänge im Rahmen der vierteljährlichen Umfrage im Juli gegenüber April deutlich verbessert hat. Dahinter stehen vor allem günstigere Ergebnisse aus Deutschland, Italien, Österreich und Finnland. Bei den Konsumenten im Euro-Raum hat sich die Stimmung erneut verschlechtert. Negativer als zuvor wurden die allgemeine wirtschaftliche Entwick-

lung und die Tendenzen am Arbeitsmarkt in den nächsten zwölf Monaten eingeschätzt. In das insgesamt durchwachsene Konjunktur- bild passen auch die Ergebnisse der Investitions- umfrage der Europäischen Kommission vom März/April. Danach planen die Industrie- unternehmen im Euro-Raum für 2002 eine Kürzung ihrer realen Investitionsausgaben um 6 %, nachdem sie im Herbst 2001 noch ein Minus von 4 % veranschlagt hatten. Ohne Deutschland gerechnet, wo die Industrieun- ternehmen zum Erhebungszeitpunkt nur rela- tiv geringe Einschnitte bei ihren Budgets für neue Ausrüstungen und Bauten vornehmen wollten, sind die Investitionspläne sogar um fast ein Zehntel gekürzt worden.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im Früh- jahr weiter eingetrübt. Die standardisierte Ar- beitslosenquote ist saisonbereinigt von 8,2 % im März auf 8,4 % im Juni gestiegen. Zur Jah- resmitte 2001 hatte sie noch bei 8,0 % ge- legen. Von der Zunahme der Arbeitslosigkeit waren die meisten EWU-Länder betroffen.

*Anstieg der Arbeitslosigkeit*

Das Preisklima hat sich in den Frühjahrsmona- ten etwas entspannt. Gemessen am Vorjahrs- abstand des HVPI ist die Teuerung von 2,7 % zu Jahresanfang auf 2,4 % im April und 1,8 % im Juni gefallen; im Juli ist sie der Schätzung von Eurostat zufolge wieder leicht auf 1,9 % gestiegen. Für diesen tendenziellen Rückgang war neben einem Nachlassen des kurzfristigen Preisdrucks vor allem das „Her- ausfallen aus der Jahresrate“ von sehr kräfti- gen Teuerungsschüben im Vorjahr wesentlich, als die Preise von Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln stark gestiegen waren. Energieträger sind zuletzt wieder preiswerter

*Preis- entwicklung insgesamt*

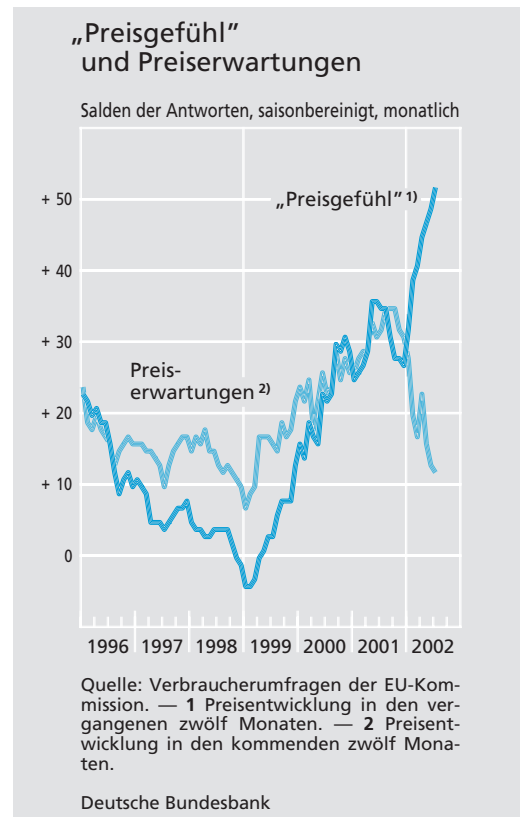
geworden; ihren vergleichbaren Vorjahrsstand unterschritten sie im Juni – weitergehende Angaben für die Komponenten des HVPI liegen bisher noch nicht vor – um 3,6 %. Bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln setzte sich die Normalisierung der Preise nach dem wetterbedingten Schock zu Jahresanfang fort. Trotzdem waren sie zur Jahresmitte noch um 1,1 % teurer als zwölf Monate zuvor.

*Kernrate*

Ohne die volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gerechnet, verharrt der Vorjahrsabstand seit Anfang des Jahres bei 2,6 %. Ursächlich für die hohe Teuerungsrate bei den trägeren Komponenten des HVPI sind vor allem kräftige Preissteigerungen bei Dienstleistungen. Aber auch die Teuerung bei gewerblichen Waren war deutlich höher als im Durchschnitt der letzten Jahre. Allerdings hat sich der Preisdruck in diesem Segment im Verlauf des zweiten Vierteljahrs zurückgebildet.

*„Preisgefühl“  
und Preis-  
erwartungen*

Den Umfragen der EU-Kommission zufolge rechnen die Verbraucher in der nahen Zukunft mit einer vergleichsweise günstigen Preisentwicklung. Der Indikator für die in den nächsten zwölf Monaten erwartete Teuerung sinkt nunmehr – mit einer kurzen Unterbrechung – seit neun Monaten. Gleichzeitig haben die Verbraucher jedoch die Preisentwicklung der jeweils zurückliegenden Zwölfmonatsfrist von Monat zu Monat ungünstiger eingestuft. Ein solch starkes Auseinanderlaufen von „Preisgefühl“ und Preisermwartungen hat es seit Beginn der Umfragen im Jahr 1985 noch nicht gegeben. Auch stand das „Preisgefühl“ bisher in einem engen Zusammen-



hang mit der gemessenen tatsächlichen Teuerungsrate. Die Vorjahrsrate des HVPI lag im Juli immerhin um 0,8 Prozentpunkte niedriger als im Januar 2002; der Indikator für das „Preisgefühl“ ist aber in diesem Zeitraum deutlich gestiegen. Die anhaltende Eintrübung des „Preisgefühls“ dürfte wohl auch im Zusammenhang mit den kräftigen Preiserhöhungen zu Jahresbeginn zu sehen sein. Diese haben aber offensichtlich nicht die Preisermwartungen tangiert.

Nach Regionen betrachtet verlief die Preisentwicklung in den Frühjahrsmonaten sehr uneinheitlich. In fünf Ländern lagen die aus dem Vorjahrsvergleich abgeleiteten Teuerungsraten teilweise deutlich unter 2 %, in zwei Ländern zwischen 2 % und 3 % und in fünf Ländern sogar über 3 %. Diese Inflationsdifferenzen

*Inflationsdifferenzen  
unverändert  
groß*



zen beruhen zum einen auf kürzerfristigen konjunkturellen Unterschieden und mittelfristigen Wachstumsdivergenzen. Zum anderen spielen Änderungen der Steuergesetze oder der Marktregulierung eine Rolle. Gemessen an der gewichteten Standardabweichung, bei der die Länder gemäß ihren Anteilen an den privaten Verbrauchsausgaben im Euro-Raum berücksichtigt werden, ist die Streuung der Teuerungsraten ohne die volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel seit Anfang 2000 praktisch unverändert geblieben.

### Leistungsbilanz und Wechselkurse

#### *Außenhandel und Leistungs- bilanz*

Vom Außenhandel sind in den Frühjahrsmonaten positive Impulse auf die Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum ausgegangen. Nachdem die Ausfuhrumsätze der Anbieter aus dem Euro-Gebiet um die Jahreswende die Talsohle durchschritten hatten, stiegen die Exporte in den letzten drei Monaten, für die entsprechende Angaben vorliegen (März/Mai 2002), saisonbereinigt um 2 % gegenüber der Vorperiode (Dezember 2001/Februar 2002). Gleichzeitig hat sich zwar auch die Einfuhrfähigkeit wieder etwas belebt; der Zuwachs blieb hier mit 1½ % aber hinter der Ausfuhrentwicklung zurück, so dass sich der Überschuss in der EWU-Handelsbilanz auf 30½ Mrd € vergrößerte (nach 28½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten).

Die „unsichtbaren“ grenzüberschreitenden Leistungstransaktionen mit Partnern außerhalb des Euro-Gebiets schlossen dagegen saisonbereinigt mit einem höheren Passivsaldo,

was auf stark gestiegene Netto-Zahlungen des Euro-Raums im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der laufenden Übertragungen zurückzuführen war. Im Ergebnis sank daher der Überschuss in der EWU-Leistungsbilanz trotz der höheren Netto-Exporterlöse in den Monaten März bis Mai 2002 saisonbereinigt auf 1½ Mrd €, nach 7 Mrd € in der Vorperiode.

Der Euro hat im Laufe des Frühjahrs an den Devisenmärkten deutlich an Boden gewonnen. Nachdem die Kursentwicklung in den ersten Monaten dieses Jahres im Allgemeinen noch recht uneinheitlich gewesen war, verzeichnete die gemeinsame europäische Währung seit Mitte April insbesondere gegenüber dem US-Dollar kräftige Kursgewinne. Im Verhältnis zu anderen Währungen, wie vor allem dem japanischen Yen oder dem Schweizer Franken, hielten sich die Kursveränderungen dagegen in engeren Grenzen; zum Teil gaben hier die Euro-Notierungen sogar etwas nach.

Das Geschehen an den Devisenmärkten wurde aber durch die Kursentwicklung gegenüber dem US-Dollar geprägt. Nachdem die sehr optimistischen Wachstumserwartungen für die US-Wirtschaft mehr und mehr in Zweifel gezogen wurden und sich die Einschätzung am Markt verbreitete, dass sich die Erholung doch langsamer vollziehen würde als Anfang des Jahres erwartet worden war, stießen Dollaranlagen offenbar zunehmend auf Zurückhaltung am Markt. Von Mitte April bis Mitte Juli stieg der Dollarkurs des Euro von 0,88 US-\$ auf über 1,01 US-\$ an. Damit übertraf er zum ersten Mal seit Februar 2000 wieder die Parität zum US-Dollar. Seitdem hat

*Wechselkurs  
des Euro ...*

*... gegenüber  
US-Dollar, ...*

der Euro einen Teil der Kursgewinne aber wieder abgegeben. Mitte August notierte er bei 0,98 US- $\text{\$}$ .

Die Abschwächung des US-Dollar gegenüber dem Euro hatte allerdings nicht allein konjunkturelle Gründe. Die allgemeine Enttäuschung und Verunsicherung der Marktteilnehmer durch die Bilanzskandale großer amerikanischer Firmen hat der US-Wirtschaft erheblich geschadet. Damit wurde zugleich eine Korrektur an den Aktienmärkten eingeleitet, die von vielen Beobachtern als überfällig angesehen wurde. Sie vollzog sich nicht zuletzt über nachlassende Kapitalzuflüsse aus ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen. Angesichts der hohen und in letzter Zeit noch gewachsenen Defizite in der amerikanischen Leistungsbilanz und der verschlechterten Haushaltslage in den USA nach den Terrorattacken vom 11. September vorigen Jahres kommt dem außenwirtschaftlichen Anpassungskanal eine wichtigere Rolle zu.

... japanischem  
Yen ...

Verglichen mit der Entwicklung gegenüber dem US-Dollar hat sich der Euro während des Berichtszeitraums gegenüber anderen Währungen nur wenig verändert. So hat er sich im Verlauf der Frühjahrsmonate zeitweilig zwar auch gegenüber dem Yen befestigt. Die vor allem durch höhere Exporte etwas verbesserte Lage der japanischen Wirtschaft, die sich in einem weiteren Anstieg des japanischen Handels- und Leistungsbilanzüberschusses niederschlug und die verhältnismäßig robuste Verfassung des japanischen Aktienmarkts sorgten aber wiederholt für entsprechende Gegenbewegungen, so dass sich die Kursveränderungen im Ergebnis in engen



Grenzen hielten. Dabei könnten auch mehrere Devisenmarktinterventionen der japanischen Zentralbank zu Lasten des Yen eine Rolle gespielt haben. Zuletzt wurde der Euro zu einem Kurs von 115 Yen und damit etwa 2 % niedriger als Anfang April gehandelt.

Gegenüber dem britischen Pfund konnte der Euro bis zum Juni ebenfalls leichte Kursgewinne verzeichnen, nachdem das Wirt-

... und  
britischem  
Pfund

schaftswachstum im Vereinigten Königreich im ersten Quartal dieses Jahres fast zum Stillstand gekommen war. Auch die Spekulationen um eine baldige Volksabstimmung zur Übernahme des Euro mögen das Pfund Sterling belastet haben, da es bei den derzeitigen Kursverhältnissen im Vergleich zum Euro unter Marktbeobachtern als recht hoch bewertet gilt. Zeitweilig hat das Pfund Sterling gegenüber dem Euro dann allerdings wieder an Wert gewonnen. Mitte August notierte der Euro mit knapp 0,64 Pfund Sterling um 4 ½ % höher als Anfang April.

*Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro*

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner der EWU hat sich der Euro im Berichtszeitraum daher weniger stark aufgewertet als gegenüber dem US-Dollar für sich betrachtet. Von Anfang April bis zuletzt stieg der effektive Wechselkurs des Euro um 4 ½ %, verglichen mit 11% gegenüber dem US-Dollar allein. Auch unter Berücksichtigung der Unterschiede zwischen der Inflationsrate im Euro-Gebiet und in den wichtigsten Partnerländern außerhalb der EWU ergibt sich ein ähnliches Bild. Der reale effektive Wechselkurs des Euro liegt auch nach der Anpassung immer noch deutlich unter längerfristigen Vergleichswerten aus der Zeit vor dem Eintritt in die Währungsunion. Die damit verbundenen Wettbewerbsvorteile der Produzenten aus der EWU auf ihren Exportmärkten in Drittländern sind durch die jüngste Entwicklung also keinesfalls schon aufgezehrt oder gar schon ins Gegenteil verkehrt worden. Eine umfassende Wertung der jüngeren Wechselkursentwicklung muss überdies die realen Einkommensgewinne in Rechnung

stellen, die sich aus der aufwertungsbedingten Verbesserung der Preisrelationen im Außenhandel der EWU-Länder („Terms of Trade“) für Konsumenten und Investoren ergeben. Die unmittelbar daraus resultierenden expansiven Wirkungen auf die Inlandsnachfrage im Euro-Gebiet sind in der gegenwärtigen Lage sicher ebenso zu begrüßen wie die Entlastung, die die Aufwertung für die Geldpolitik auf der Preisseite bedeutet. Die Erfahrungen der deutschen Geld- und Währungspolitik haben überdies gezeigt, dass die positiven Effekte einer Stärkung der heimischen Währung letztlich auch der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zugute kommen.

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

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen des Eurosystems in den letzten Monaten unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 3,25 % ausgeschrieben, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen weiterhin 4,25 % beziehungsweise 2,25 %. Für eine anhaltende Zinspolitik der ruhigen Hand sprach das gemischte Bild, das die einzelnen Frühindikatoren über die Stabilitätsperspektiven gaben. So hat sich das Geldmengenwachstum in den Frühjahrsmonaten wieder verstärkt. Der Grund dafür lag aber primär in erneuten Portfolioumschichtungen auf Grund der gestiegenen Unsicherheiten an den Finanzmärkten. Gleichzeitig wertete sich der Euro an den Devisenmärkten insbesondere gegenüber dem US-Dollar kräftig auf. Dies dürfte die In-

*Zinssätze des  
Eurosystems  
unverändert*

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die laufende Geldmarktsteuerung erfolgte in den Sommermonaten ausschließlich durch den Einsatz von Haupttendern. Bei ihrer Bemessung hatte das Eurosystem insbesondere der Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – vor allem in der zweiten Junihälfte – Rechnung zu tragen. In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass ab Juli der Mindestreserveultimo (23. eines Monats) von den bislang üblichen hohen Liquiditätsbelastungen auf Grund von Steuerzahlungen an öffentliche Haushalte systematisch entlastet und damit die für Kreditinstitute ohnehin schwierige „Ultimo“-Disposition erleichtert wird. Diese Steuerzahlungen – in Italien – erfolgen jetzt überwiegend bereits zwei Geschäftstage vor dem Mindestreserveultimo (nähere Informationen können auf der Homepage der EZB eingeholt werden: <http://www.ecb.int>). Zudem musste die Volumenskürzung des Basistenders kompensiert werden. Die Verringerung des Zuteilungsbetrags pro Geschäft von 20 Mrd € auf 15 Mrd € ab Ende Juli ist eine Konsequenz aus dem jetzt niedriger zu veranschlagenden Liquiditätsbedarf des Bankensystems im zweiten Halbjahr 2002. Hierin spiegelt sich der vergleichsweise verhaltene Wiederanstieg des Banknotenumlaufs nach dem Cash Changeover vom Jahresanfang. Insgesamt glich das Eurosystem die Liquiditätswirkungen der autonomen Marktfaktoren recht zeitnah aus, so dass die Kreditinstitute ihre Reserveverpflichtung vergleichsweise stetig erfüllen konnten.

Von April bis Juli sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 17,3 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Hierin spiegelt sich vorrangig der Anstieg des Banknotenumlaufs wider. Während in den ersten Monaten des Jahres der Rückfluss der national denominierten Banknoten deutlich stärker war als der Aufbau der Bestände an Euro-Noten, kehrte sich dieses Verhältnis im 2. Quartal um. Die starken Veränderungen bei den Nettowährungsreserven und den Sonstigen Faktoren in der Reserveperiode Juni/Juli erklären sich vorwiegend durch die Neubewertung der Fremdwährungspositionen zum Quartalsultimo. Die Veränderungen kompensieren sich zum großen Teil, da die Neubewertung liquiditätsneutral ist.

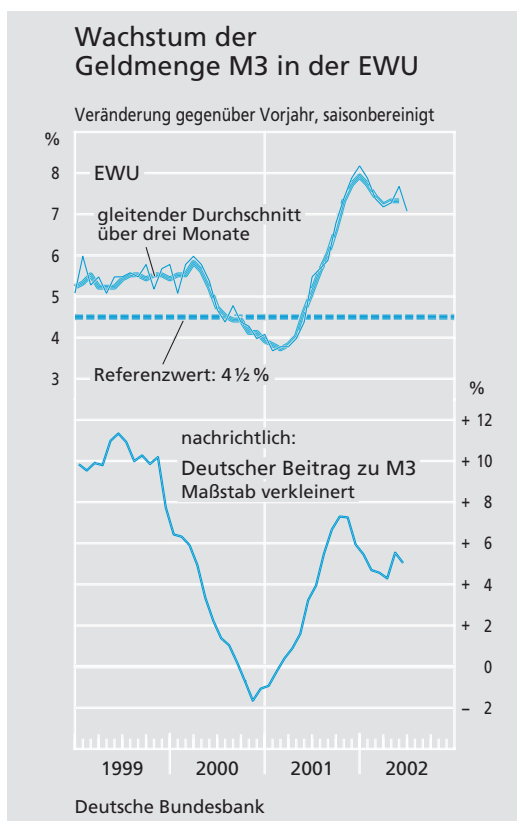
1 Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14\*/15\* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 2 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 3 Einschließ-

lich in Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen).

### Liquiditätsbestimmende Faktoren <sup>1)</sup>

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2002		
	24. April bis 23. Mai	24. Mai bis 23. Juni	24. Juni bis 23. Juli
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 7,8	- 7,1	- 12,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 6,7	+ 4,1	- 9,3
3. Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>2)</sup>	+ 2,3	- 1,5	- 27,1
4. Sonstige Faktoren <sup>3)</sup>	+ 1,8	+ 2,3	+ 30,9
Insgesamt	+ 3,0	- 2,2	- 18,1
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 2,1	+ 2,0	+ 17,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	+ 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,3	+ 0,4	- 0,3
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	- 0,1	+ 0,2
Insgesamt	- 2,5	+ 2,3	+ 17,7
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,5	+ 0,1	- 0,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,4	- 0,0	+ 0,3



flation dämpfen. Mit der Aufwertung sowie dem Kursverfall und der hohen Volatilität an den Aktienmärkten nahmen auch die Unsicherheiten über die weitere konjunkturelle Entwicklung zu.

*Zinsstruktur  
am Geldmarkt  
abgeflacht*

Vor dem Hintergrund des stabilen Mindestbietungssatzes bei den Haupttendern veränderten sich die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze – von Ausschlägen des EONIA am Ende der Mindestreserveerfüllungsperiode Mai/Juni und am Halbjahresresultimo abgesehen – in den letzten Monaten nur wenig. Die längerfristigen Terminalsätze, die im Mai bei aufkommenden Zinssteigerungserwartungen gestiegen waren, gingen anschließend noch stärker zurück. Die Zinsstruktur am Geldmarkt hat sich im Ergebnis deshalb völlig abgeflacht.

Nach der Normalisierung im ersten Quartal dieses Jahres hat sich das Wachstum der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet im zweiten Vierteljahr wieder beschleunigt. Vor allem im April und Mai war das Expansions-tempo hoch, im Juni ließ es dann deutlich nach. Im Verlauf des gesamten zweiten Quartals weitete sich die Geldmenge M3 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 8 % aus, verglichen mit knapp 2 ½ % im ersten. Im Durchschnitt der Monate April bis Juni war M3 um 7,4 % höher als vor Jahresfrist. Ursächlich für die verstärkte monetäre Expansion war in erster Linie die spürbar gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten über die zukünftige Zins- und Aktienmarktentwicklung. Sie hat das Interesse der Geldanleger an einem vorübergehenden „Parken“ liquider Mittel in M3-Komponenten wieder erkennbar aufleben lassen. Insoweit ist die Geldmengenentwicklung weiterhin durch Portfoliodispositionen verzerrt.

*Beschleunigung  
der monetären  
Expansion*

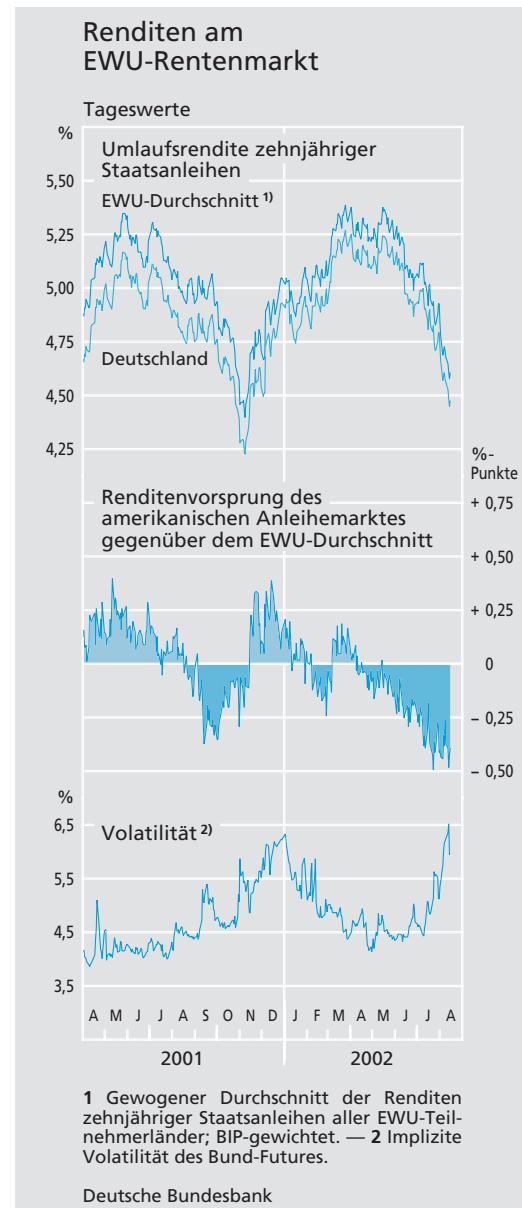
Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind die täglich fälligen Einlagen, die im ersten Quartal zurückgegangen waren, im Berichtszeitraum merklich gewachsen. Die Zunahme der Euro-Bargeldbestände außerhalb des MFI-Sektors hat sich weiter verstärkt. Hierzu könnte eine steigende Akzeptanz der Gemeinschaftswährung außerhalb des Euro-Währungsgebiets beigetragen haben. Im Ergebnis hat die Geldmenge M1 in den Monaten April bis Juni mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 13 % zugenommen. Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wurden im Berichtszeitraum weiter aufgestockt. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei

*Komponenten  
der Geldmenge*

Jahren sind mit einer annähernd unveränderten Jahresrate von gut 2% nur mäßig gewachsen. Die marktfähigen Finanzinstrumente konnten nach ihrem Rückgang im Vorquartal ebenfalls wieder zulegen.

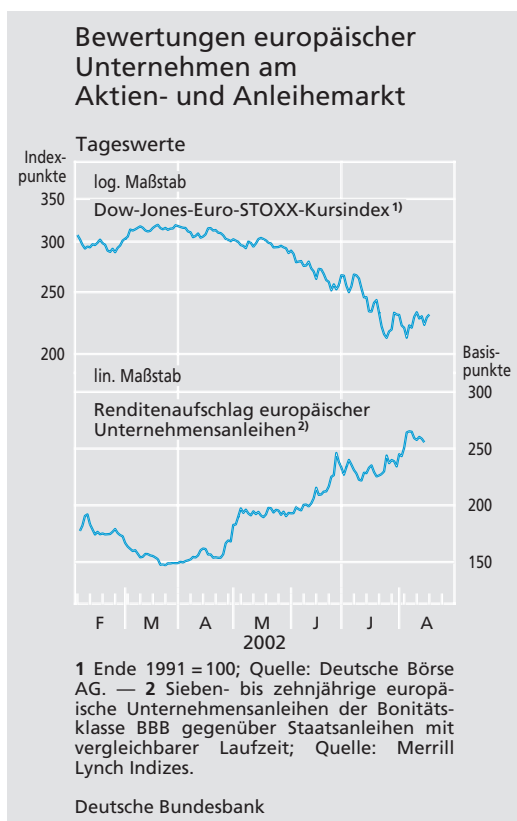
*Bilanz-  
gegenposten*

Die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die sich im Verlauf des ersten Quartals belebt hatte, hielt sich im zweiten auf unverändertem Niveau. Die Buchkredite an Unternehmen und Private wuchsen mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 6% und damit schneller als im zweiten Halbjahr 2001, aber weiterhin deutlich langsamer als im Jahr 2000. Ihre Wertpapierausleihungen an die Unternehmen haben die MFIs von April bis Juni mit 2,2 Mrd € nur wenig aufgestockt. Die Vorjahrsrate ihrer gesamten Kredite an den privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet schwächte sich deshalb bis Ende Juni auf 5,4% ab. Die Kredite an die öffentlichen Haushalte in der EWU wurden im zweiten Vierteljahr zurückgeführt. Der Abbau betraf ausschließlich die Buchkredite, während die MFIs Wertpapiere öffentlicher Haushalte erwarben. Die Geldkapitalbildung bei MFIs im Euro-Gebiet war im zweiten Quartal nach wie vor verhalten. Im Zahlungsverkehr mit dem EWU-Ausland kam es zu einem Umschwung von Geldabflüssen zu einem spürbaren Mittelzustrom, durch den das Geldmengenwachstum für sich betrachtet ebenfalls gefördert wurde. Die Umkehr der Zahlungsströme dürfte vor allem eine Neuorientierung von Wertpapierkäufern widerspiegeln. Dabei fragten nun EWU-Ansässige nur in vergleichsweise geringem Umfang ausländische Wertpapiere nach, während das EWU-Ausland verstärkt inländische Papiere erwarb.



Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind in den letzten Monaten zurückgegangen. Im Durchschnitt der EWU-Länder sanken die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen gegenüber Anfang April um rund drei Viertel Prozentpunkte auf gut 4 ½%. Sie folgten damit in abgeschwächter Form der Zinsbewegung amerikanischer Staatsanleihen. Die Renditenentwicklung wurde zum einen vom nachlassenden Opti-

*Kapitalmarkt-  
zinsen  
rückläufig*



mismus der Anleger hinsichtlich der konjunkturellen Aussichten insbesondere in den USA geprägt; vor diesem Hintergrund erlangten zehnjährige europäische Anleihen, deren Rendite zu Beginn des zweiten Quartals noch um elf Basispunkte unter derjenigen vergleichbarer US-Treasuries lag, einen Vorsprung, der sich mittlerweile auf knapp einen halben Prozentpunkt ausgeweitet hat. Zum anderen wurde der Rückgang der Kapitalmarktzinsen von der Vertrauenskrise an den Aktienmärkten getrieben, da die Investoren ihre Portefeuilles in größerem Maße in krisensichere Rentenwerte umschichteten.

*Kursunsicherheit gestiegen*

Die gestiegenen Risiken über das Ausmaß und die Dauerhaftigkeit des Wirtschaftsaufschwungs haben sich allerdings auch in höheren Kursschwankungen bei Schuldverschrei-

bungen niedergeschlagen. Entsprechend nahm die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Kursentwicklung von Rententiteln, messbar anhand der impliziten Volatilität von Optionen auf den Terminkontrakt langfristiger Bundesanleihen, spürbar zu. Die erwarteten Realzinsen für zehn Jahre Laufzeit gingen im Ergebnis etwas zurück und lagen im Juli bei rund 3 % pro Jahr.

Die für den EWU-Raum maßgebende Zinsstrukturkurve deutscher Bundeswertpapiere hat sich seit Anfang April über den gesamten Laufzeitbereich um gut drei viertel Prozentpunkte nach unten verschoben. Bei geringfügig niedrigerem Dreimonats-EURIBOR verkürzte sich der Abstand gegenüber den Renditen kurzlaufender Bundestitel auf nur noch wenige Basispunkte. Diese Entwicklung spiegelt wider, dass sich die Konjunkturerwartungen der Marktteilnehmer mittlerweile etwas eingetrübt haben. Infolgedessen hat sich auch das Zinsgefälle zwischen den Geldmarktsätzen und den langfristigen Kapitalmarktzinsen im EWU-Raum verringert, und zwar von 193 Basispunkten Anfang April auf zuletzt 127 Basispunkte.

*Zinsstrukturkurve nach unten verschoben*

Unternehmen im Euro-Währungsgebiet mit geringerer Bonität sahen sich im Verlauf des zweiten Quartals entgegen der allgemeinen Entwicklung mit steigenden langfristigen Kapitalmarktsätzen konfrontiert. Denn der durchschnittliche Renditenaufschlag für nicht erstklassige Unternehmensanleihen weitete sich im Berichtszeitraum von 151 Basispunkten auf zuletzt 257 Basispunkte aus. Der Anstieg dieser Risikoprämien vollzog sich in einem globalen Umfeld von gedämpftem

*Risikoprämien für nicht erstklassige Unternehmensanleihen gestiegen*

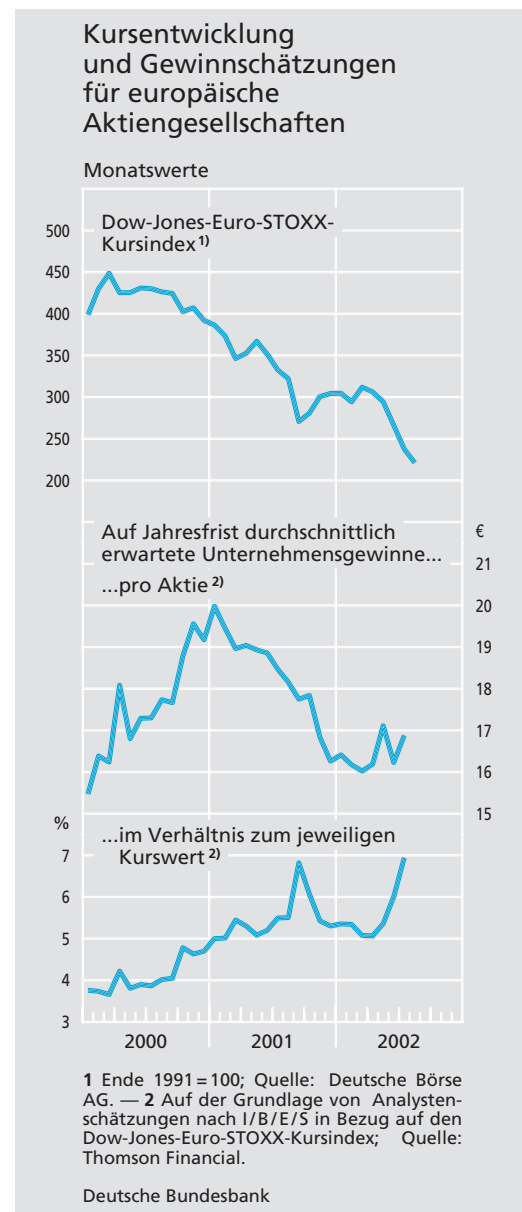
Wachstumsoptimismus sowie Vertrauensverlusten infolge von Bilanzierungsskandalen in erster Linie bis Mitte Juni; danach entwickelten sich diese ungeachtet des weiteren Kursverfalls an den Börsen überwiegend seitwärts. Offenbar wurde die Situation an den Aktienmärkten auch von Faktoren belastet, die sich an den Anleihemärkten nicht unmittelbar auswirkten.

*Kräftiger  
Kurseinbruch*

Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet verzeichneten im zweiten Quartal beträchtliche Kursverluste. Gegenüber Anfang April wies der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex bei Abschluss dieses Berichts einen Abschlag von gut über einem Viertel auf. Der Kursrückgang setzte ein und beschleunigte sich spürbar, als die Marktteilnehmer mit unerwartet mäßigen konjunkturellen Frühindikatoren konfrontiert wurden. Im Juli brachen die Notierungen regelrecht ein, und der oben genannte marktweite Index für das Euro-Währungsgebiet fiel auf seinen niedrigsten Stand seit Ende 1997. Seitdem haben sich die Aktienkurse ein wenig erholt. Zuletzt lagen die Börsennotierungen europäischer Unternehmen um rund 25 % unter ihrem Stand zu Jahresanfang und um über die Hälfte unter ihren historischen Höchstständen vom März 2000.

*Große  
Nervosität an  
den Börsen*

Mit den rapide fallenden Notierungen stieg auch die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung, die in der impliziten Volatilität von Indexoptionen zum Ausdruck kommt, auf Rekordhöhen, wie sie zuletzt während der Finanzmarkturbulenzen im Herbst 1998 gesehen wurden. Aktien von Unternehmen aus der Telekommunikations- und Technologiebranche entwickelten sich vor dem Hinter-



grund ihres hohen Verschuldungsgrades bei zugleich relativ unsicheren Geschäftsaussichten besonders ungünstig. Infolge des allgemeinen Kursverfalls gerieten aber auch die Notierungen von Banken und Versicherungen, die sich zum Teil in großem Maße von Aktienanlagen trennten, deutlich unter Druck.



*Tiefe  
Vertrauenskrise  
nach jahre-  
langer Euphorie*

Die Kursentwicklung an den europäischen Börsen wurde wesentlich durch die Ereignisse in den USA beeinflusst. Seit geraumer Zeit galt das allgemeine Bewertungsniveau von Dividendenwerten an der Wall Street als überhöht. Die Notierungen kamen ab Mitte April dann zunehmend ins Rutschen, als eine Reihe von Bilanzfälschungen das Vertrauen der Anleger erschütterte. Dabei traten immer klarer strukturelle Schwächen auf den amerikanischen Aktienmärkten zu Tage. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich festgestellt hat, gab es im Zusammenwirken von Unternehmen, Wirtschaftsprüfern und Wertpapierhäusern eine Tendenz zur Überzeichnung laufender, zur mangelnden Kontrolle ausgewiesener und zu optimistischen Prognosen künftiger Gewinne. Inzwischen wird in der Qualitätssicherung von Unternehmensinformationen eine Kernvoraussetzung für eine nachhaltige Erholung der Aktienmärkte gesehen. Die Auswirkungen der gegenwärtigen Vertrauenskrise blieben an den weitgehend globalisierten Börsen nicht regional begrenzt, auch wenn bei europäischen Unternehmen bislang keine vergleichbaren

Misstände in der Bilanzierung bekannt wurden. Das Misstrauen äußerte sich hier eher in einer nochmals kritischeren Haltung gegenüber als riskant oder undurchsichtig empfundenen Geschäftsstrategien.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten in der EWU wurde im Berichtszeitraum auch stark von Einschätzungen auf Seiten der Anleger über die Angemessenheit des Bewertungsniveaus geprägt. Die Analysten haben ihre mittelfristigen Prognosen für die Unternehmensgewinne im Mittel seit April kaum mehr verändert. Die entsprechenden Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen wegen der stark gefallen Kurse derzeit unterhalb vergleichbarer Durchschnittswerte für die vergangenen zehn Jahre, wobei zugleich von einer deutlichen Erholung der Gewinne ausgegangen wird. Die verhältnismässig hohe – wenn auch zuletzt etwas rückläufige – Streuung der Analystenschätzungen zeigt, dass in der Markteinschätzung nach wie vor ein beträchtliches Maß an Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Ertragslage börsennotierter Unternehmen besteht.

*Gewinnschätzungen kaum mehr verändert*