

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die retardierenden Kräfte, die im Winterhalbjahr 2002/2003 das wirtschaftliche Geschehen vor allem in den Industrieländern belastet hatten, sind im Frühjahr schwächer geworden. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte jedenfalls nach den bisher verfügbaren Länderangaben etwas stärker als in den beiden Vorperioden gestiegen sein. Wichtige Voraussetzungen für eine Erholung der Weltkonjunktur haben sich in den letzten Monaten spürbar verbessert. Inzwischen mehren sich auch die Anzeichen für eine Belebung des globalen Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2003.

*Bessere Lage
und aufgehellte
Perspektiven*

Die hohe Unsicherheit im Vorfeld des Irakkrieges, die sich vor allem in einem starken Ölpreisanstieg und erneuten Kursrückgängen an den Aktienmärkten gezeigt hatte, bildete sich schon bald nach dem Beginn der militärischen Intervention zurück, als sich deren rasches Ende abzeichnete. Bereits Mitte März gaben die internationalen Ölnotierungen deutlich nach. Sie hielten sich zunächst auch in dem von der OPEC anvisierten Korridor von 22 US-\$ bis 28 US-\$\$; seit Anfang Juli bewegen sie sich jedoch am oberen Rand oder sogar leicht darüber. Die Aktienkurse tendierten seit dem letzten Tiefstand Anfang März deutlich nach oben und lagen – gemessen am S&P 500 – zuletzt wieder auf dem Stand von Ende Juni 2002. Inzwischen ist auch die SARS-Krankheit abgeklungen, die in den am meisten betroffenen ostasiatischen Ländern Produktion und die Nachfrage zeitweise recht stark beeinträchtigt hatte. Die Lage in Latein-

*Geringere welt-
wirtschaftliche
Belastungen*

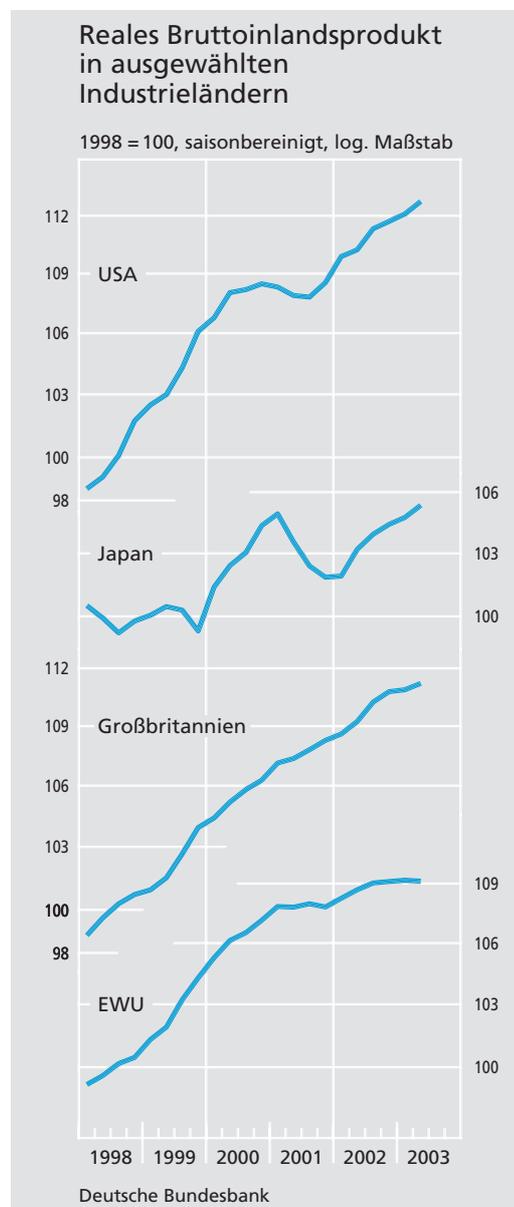
amerika scheint sich ebenfalls etwas entspannt zu haben, auch wenn das Rückschlagspotenzial nach wie vor groß ist, zumal die Wiederbelebung der Kapitalzuflüsse zu einem erheblichen Teil mit den sehr niedrigen Zinsen in den Industrieländern zusammenhing.

*Makropolitik
mit neuen
Impulsen*

Die weit verbreitete Erwartung einer merklichen Belebung der Weltwirtschaft in den kommenden Monaten stützt sich nicht zuletzt auf die expansive Wirtschaftspolitik in den Industrieländern. Die Notenbankzinsen sind im Euro-Raum Anfang Juni, in den USA Ende Juni und in Großbritannien Mitte Juli nochmals gesenkt worden. Zusätzliche Impulse dürften von dem in den USA Ende Mai verabschiedeten Steuerpaket ausgehen. Die vorgesehenen Entlastungen belaufen sich auf 350 Mrd US-\$ über einen Zeitraum von zehn Jahren, wobei ein großer Teil auf die Jahre 2004 und 2005 entfällt. Bereits im Sommerquartal 2003 wird die amerikanische Finanzverwaltung Steuerschecks an die Haushalte versenden, die – zusammen mit der schon wirksamen Senkung der Lohnsteuer – im zweiten Halbjahr das verfügbare Einkommen erhöhen und den privaten Konsum voraussichtlich spürbar anregen werden. Im Euro-Raum wirken die öffentlichen Finanzen im Rahmen der automatischen Stabilisatoren weiterhin nachfragegestützend.

*Ruhiges
Preisklima*

Positiv ist in diesem Zusammenhang auch die weltweite Beruhigung des Preisklimas zu werten, zu der vor allem der Rückgang der Energiepreise beigetragen hat. Die Kaufkraft der Verbraucher ist dadurch tendenziell gestärkt worden. In den Industrieländern insgesamt



lag die Teuerungsrate auf der Konsumentenebene im Juni bei 1,6%, verglichen mit 2,2% im ersten Quartal 2003. Vor Jahresfrist war sie mit 1,1% allerdings noch niedriger ausgefallen. Die durchschnittliche Preissteigerungsrate für die Industrieländer wird jedoch von dem zuletzt wieder etwas stärkeren Preisrückgang in Japan merklich nach unten gezogen. In dem Länderkreis ohne Japan belief sich der Preisanstieg im Juni auf 2,1%. Vor

dem Hintergrund der anhaltend ruhigen Preistendenzen und der in jüngerer Zeit wieder aufkeimenden Konjunkturoffnungen haben sich die zeitweise stark betonten Deflationssorgen weitgehend zurückgebildet.

*Fortschritte im
Finanz- und
Unternehmens-
sektor*

Neben diesen makroökonomischen Veränderungen gehört auch ins Bild, dass sich die Ertrags- und Finanzierungsverhältnisse im Banken- und Versicherungssektor in den meisten Industrieländern zuletzt gebessert haben. Außerdem haben viele Produktionsunternehmen die schwierige Zeit für Umstrukturierungen und Konsolidierungsmaßnahmen im real- und finanzwirtschaftlichen Bereich genutzt. Das Ausscheiden von Grenzbetrieben, die Neuordnung der Geschäftsfelder, die Modernisierung der Produktpalette und die Überprüfung der Wertschöpfungsketten sind wichtige Elemente einer neuen Basis für die wirtschaftliche Entwicklung. Dem stehen allerdings noch die niedrige Kapazitätsauslastung, die hohe Arbeitslosigkeit und das vielerorts noch nicht gefestigte Vertrauen der Investoren als hemmende Faktoren gegenüber.

*Erneut
konjunkturelle
Vorreiterrolle
der USA*

Die Aufhellung der Konjunkturaussichten in den Industrieländern ist regional noch nicht breit angelegt, sondern konzentriert sich auf die USA. Dort deutet die Mehrzahl der vorlaufenden Konjunkturindikatoren inzwischen nach oben. Insbesondere das kräftige Plus bei den Bestellungen von Ausrüstungsgütern wird vielfach als Vorbote einer lebhafteren Investitionstätigkeit angesehen. Nicht in dieses Bild passt allerdings das enttäuschende Ergebnis der Verbraucherumfrage des Conference Board von Ende Juli, das jedoch vor dem Hintergrund anderer recht positiver Kon-

sumsignale nicht überbewertet werden sollte. So waren die Einzelhandelsumsätze im Juli saisonbereinigt um 1½ % höher als im Vormonat und übertrafen damit den Stand vor Jahresfrist um 5¼ %. Die amerikanische Notenbank geht in ihrer jüngsten Prognose jedenfalls davon aus, dass das reale BIP im vierten Quartal 2003 um 2½ % bis 2¾ % und Ende 2004 um 3¾ % bis 4¾ % über dem Niveau der jeweiligen Vorjahrszeit liegen wird.

Problematisch für die internationale Entwicklung ist, dass die Rolle der globalen Konjunkturlokomotive wohl erneut allein bei den USA liegt, zum Teil unterstützt von den ostasiatischen Schwellenländern und den in der Mehrzahl recht solide wachsenden Reformstaaten in Mittel- und Osteuropa. Eine solche weltwirtschaftliche Konstellation erscheint recht störanfällig und auf Dauer kaum tragfähig. Ein größerer Wachstumsvorsprung der US-Wirtschaft über längere Zeit würde die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Welt weiter erhöhen und das Risiko abrupter Wechselkursveränderungen tendenziell verstärken. Als zusätzliche Risiken für einen globalen Aufschwung sind die nach wie vor bestehende Terrorismusgefahr und neue geopolitische Spannungen, insbesondere im Nahen Osten, zu nennen.

*Außenwirtschaftliche
Ungleichgewichte als
Risiko*

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA ist im Frühjahr nach ersten Berechnungen saison- und kalenderbereinigt um gut ½ % gegenüber der Vorperiode gestiegen, verglichen mit knapp ½ % in den beiden vorangegangenen Quartalen; binnen Jahresfrist ergibt sich ein Plus von 2¼ %. Hinter dieser eher moderaten Zunahme des Wachstums-

US-Wirtschaft

tempos steht jedoch eine deutlich höhere Gangart der amerikanischen Binnenkonjunktur. Die private Endnachfrage nahm saisonbereinigt um 1% zu und damit mehr als doppelt so stark wie im ersten Jahresviertel. Kräftige expansive Impulse gingen dabei von den gewerblichen Investitionen aus, die saisonbereinigt betrachtet – nach einem Rückgang in den Wintermonaten – um 1¾% wuchsen und damit erstmals seit Anfang 2001 wieder das entsprechende Vorjahrsniveau übertrafen. Zudem legten die realen Ausgaben für Wohnbauten erneut merklich zu. Der private Konsum stieg dank beträchtlich höherer Anschaffungen von Gebrauchsgütern stärker als zuvor. Neben der privaten Endnachfrage wurden – im Zusammenhang mit dem Irakkrieg und der anschließenden Truppenstationierung – auch die konsumtiven und investiven Ausgaben der öffentlich Hand mit saisonbereinigt 1¾% beträchtlich ausgeweitet. Die zusätzliche private und öffentliche Endnachfrage im zweiten Quartal war jedoch im Inland nur teilweise unmittelbar produktionswirksam. Zum einen sind Läger abgebaut worden; daraus resultierte rechnerisch ein negativer Wachstumsbeitrag von einem viertel Prozentpunkt. Zum anderen expandierten die Importe saisonbereinigt um nicht weniger als 2¼%. Da außerdem die Exporte rückläufig waren, nahm die Lücke im realen Außenbeitrag wieder zu.

Japan

In Japan ist die gesamtwirtschaftliche Erzeugung im zweiten Quartal saisonbereinigt um gut ½% gestiegen, nachdem sie in den Wintermonaten nur um ¼% zugenommen hatte. Nicht zuletzt dank der relativ kräftigen Expansion im zweiten Halbjahr 2002 wurde

das entsprechende Vorjahrsniveau um reichlich 2% übertroffen. Das BIP-Wachstum wurde vor allem von der privaten Inlandsnachfrage getragen. Der private Konsum lag zwar mit preis- und saisonbereinigt ¼% nur relativ wenig über dem Stand des ersten Jahresviertels. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass die japanischen Reiseausgaben im Ausland auf Grund der Verunsicherungen durch den Irakkrieg und den Ausbruch der SARS-Krankheit in benachbarten Staaten im Frühjahr drastisch gesunken sind. Dies hat sich auch in geringeren Dienstleistungsimporten niedergeschlagen und maßgeblich zu dem Rückgang der realen Importe insgesamt beigetragen. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Inland sind dagegen – nicht zuletzt wegen Sonderfaktoren, die die konjunkturelle Grundtendenz etwas überlagert haben – recht kräftig gestiegen.

Einen ähnlich hohen Wachstumsbeitrag wie der private Verbrauch lieferten die gewerblichen Investitionen, die im Frühjahr erneut kräftig anzogen, und zwar um saisonbereinigt 1¼%. Damit übertrafen sie den Stand vor Jahresfrist um nicht weniger als 7%. Hierbei dürften unter anderem die Verbesserung der Ertragslage japanischer Unternehmen, höhere Absatzerwartungen und möglicherweise auch die Erholung der Aktienkurse eine Rolle gespielt haben. Nach der jüngsten Umfrage der Bank of Japan bei Unternehmen, dem so genannten „Tankan“-Bericht¹, wird sich die Belebung der Investitionskonjunktur in den nächsten Monaten fortsetzen; die

¹ Der „Tankan“-Bericht der Bank von Japan erscheint vierteljährlich und beruht auf einer umfassenden Befragung japanischer Unternehmen.

Stimmung in der Wirtschaft hat sich spürbar verbessert. Die realen Exporte haben mit saisonbereinigt 1% ebenfalls recht kräftig expandiert. Gebremst wurde das gesamtwirtschaftliche Wachstum von den weiter rückläufigen Wohnungsbauinvestitionen und den nochmals reduzierten öffentlichen Ausgaben.

Auch wenn die japanische Wirtschaft nun sechs Quartale in Folge gewachsen ist, wäre es voreilig, daraus schon auf einen sich selbst tragenden Aufschwung zu schließen. Die noch bestehenden Probleme im Unternehmens- und Finanzsektor und der hohe Schuldenstand des Staates sind weiterhin empfindliche Schwachstellen. Außerdem sind die deflatorischen Tendenzen noch nicht überwunden. Der Preisrückgang auf der Verbraucherstufe, der – gemessen an der Vorjahrsrate – im März/April fast zum Stillstand gekommen war, hat sich seitdem wieder verstärkt; im Juni/Juli lag er bei 0,5%. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet, gaben die Preise im Frühjahr um durchschnittlich 0,3% nach.

Großbritannien

Das Wachstum der britischen Wirtschaft blieb im Frühjahr nach ersten Schätzungen mit saison- und kalenderbereinigt $\frac{1}{4}$ % recht verhalten; gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit belief es sich auf $1\frac{3}{4}$ %, verglichen mit 2% im ersten Quartal. Nach der entstehungsseitigen Betrachtung, auf der die erste Schätzung basiert, ist die relativ schwache BIP-Expansion im zweiten Jahresviertel zu einem guten Teil auf die stagnierende Erzeugung in der Industrie zurückzuführen. Außerdem verharrte das Dienstleistungsgewerbe, das im Jahr 2002 noch das Schwungrad der britischen Konjunktur gebildet hatte, auf dem

zum Beginn des Jahres eingeschlagenen flacheren Wachstumspfad. Allerdings dürfte die Wertschöpfung des Einzelhandels überdurchschnittlich stark gestiegen sein, da die Umsätze hier im zweiten Quartal saisonbereinigt um nicht weniger als $1\frac{1}{2}$ % expandierten. Im Vorjahrsvergleich legten sie um $4\frac{1}{2}$ % zu. Dies zeigt recht deutlich, dass zumindest die Konsumkonjunktur in Großbritannien immer noch intakt ist.

Einen wesentlichen Anteil daran hat die nach wie vor günstige Arbeitsmarktlage, die sich in einer relativ niedrigen standardisierten Arbeitslosenquote von 5% und einem anhaltenden Beschäftigungswachstum äußert. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass ein Großteil der in den letzten zwölf Monaten per saldo geschaffenen neuen Stellen im öffentlichen Sektor und hier vor allem im Gesundheitswesen entstanden sind. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe hat sich seit Frühjahrsbeginn merklich abgeschwächt. Am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessen – auf dessen Grundlage die britische Regierung in Zukunft ihr Inflationsziel festlegen will – lag die Teuerung im Juli bei 1,3%, verglichen mit 1,6% im März.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Im Euro-Raum hielt die Konjunkturflaute in den Frühjahrsmonaten an. Der Schnellschätzung von Eurostat („Flash estimate“) zufolge hat das reale BIP saisonbereinigt stagniert und ist damit seit dem Sommer 2002 praktisch nicht mehr gewachsen. Der Stand vor

*Gesamtwirtschaftliche
Produktion im
zweiten Quartal*

Jahresfrist wurde nur noch um knapp ½ % übertroffen.

*Industrielle
Erzeugung*

Die Industrieproduktion lag im Zweimonatsdurchschnitt April/Mai saisonbereinigt um ½ % unter dem Stand des ersten Quartals und um ½ % niedriger als ein Jahr zuvor. Ersten Länderergebnissen zufolge dürfte die industrielle Erzeugung im Juni im Verlauf betrachtet wieder etwas zugenommen haben, für das zweite Quartal insgesamt zeichnet sich jedoch für den Euro-Raum ein Minus ab. Besonders deutlich gab im April/Mai die Produktion von Investitionsgütern nach. Dazu dürfte zum einen der Rückgang der Bestellungen aus dem Nicht-EWU-Raum beigetragen haben, der neben der noch zögerlichen Belebung des Welthandels zu einem guten Teil auf die vorangegangene kräftige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen ist. Zum anderen wurden in den EWU-Ländern im Zeitraum April bis Juni saisonbereinigt knapp 1½ % weniger neue PKW zugelassen als im vorangegangenen Dreimonatsabschnitt und gut 3 % weniger als ein Jahr zuvor.

*EU-Konjunktur-
umfrage*

In das Bild einer gedämpften Industriekonjunktur im Euro-Raum in den Frühjahrsmonaten passt der erneute Rückgang der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe. Der Nutzungsgrad in diesem Wirtschaftszweig war im Juli wieder fast so niedrig wie Anfang 1997, als sich die Industrie in einem zyklischen Zwischentief befand. Die Ergebnisse der monatlichen Konjunkturumfrage in der Industrie, die im Auftrag der Europäischen Kommission durchgeführt wird, sind ebenfalls enttäuschend ausgefallen. Der Vertrauensin-

dikator ging im Juli wieder zurück, nachdem er sich im Juni auf niedrigem Niveau gehalten hatte. Dieser Befund sollte jedoch nicht überbewertet werden, vor allem weil die Angaben für die drei großen Mitgliedsländer schwer interpretierbar sind. So wird für Italien bei der Teilkomponente Produktionserwartungen eine sehr starke Eintrübung ausgewiesen, die von anderen Befragungsdaten aus der Industrie nicht gedeckt wird. In Frankreich und Deutschland ist der Vertrauensindikator nach der EU-Umfrage im Juli saisonbereinigt gesunken, während die entsprechenden, jedoch statistisch anders aufbereiteten nationalen Ergebnisse in beiden Ländern eine leichte Stimungsverbesserung signalisieren.

Das Konsumentenvertrauen im Euro-Raum hat sich der jüngsten EU-Erhebung zufolge im Juli weiter leicht erholt; der Saldo aus positiven und negativen Antworten lag wieder auf dem Stand vom Januar 2003. Ausschlaggebend dafür dürften die Verringerung der geopolitischen Unsicherheiten und damit einhergehend die optimistischere Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung in den nächsten zwölf Monaten gewesen sein.

Die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum hat im Frühjahr, saisonbereinigt betrachtet, weiter zugenommen, wenn auch langsamer als in den Monaten zuvor. Die Anzahl der betroffenen Personen stieg um 200 000 gegenüber dem ersten Vierteljahr 2003, in dem sie noch um 270 000 nach oben gegangen war. Insgesamt waren im zweiten Quartal 12,42 Millionen Arbeitnehmer ohne Beschäftigung; dies entsprach einer Quote von 8,9 %, nach 8,7 % im Durchschnitt der Monate Januar bis

Arbeitsmarkt

Verbraucherpreise in der EWU

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Position	2002				2003	
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Nahrungs- und Genussmittel	4,9	2,9	2,3	2,3	2,0	2,6
unverarbeitet	7,0	2,5	1,4	1,7	0,2	1,6
verarbeitet	3,5	3,2	2,9	2,7	3,2	3,4
Energieträger	- 2,1	- 2,3	- 0,7	2,9	7,0	1,5
Gewerbliche Waren (ohne Energieträger)	1,7	1,6	1,3	1,2	0,7	0,9
Dienstleistungen	3,1	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6
Harmonisierter Verbraucherpreisindex	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,0
Nachrichtlich: ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energieträger	2,6	2,6	2,5	2,3	2,0	2,1

Deutsche Bundesbank

März. Ein Jahr zuvor hatte die standardisierte Arbeitslosenquote noch 8,3 % betragen.

Verbraucher-
preise

Die Preisentwicklung auf der Verbraucherstufe, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), hat sich bis zur Jahresmitte merklich beruhigt. Der Vorjahrsabstand lag im zweiten Quartal mit 2,0 % nur wenig über der Preisnorm im Eurosystem. In den Wintermonaten hatte die Preissteigerungsrate mit 2,3 % noch deutlich höher gelegen. Nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse verteuerte sich die Lebenshaltung der privaten Haushalte im Frühjahr um 0,2 % (bzw. auf ein Jahr hochgerechnet um 0,9 %). Dies war der schwächste Anstieg seit rund vier Jahren. Dazu hat vor allem der Rückgang der Energiepreise um beinahe 3 % beigetragen. Aber auch unverarbeitete Nahrungsmittel wurden

– saisonbereinigt betrachtet – kaum teurer. Ohne diese beiden volatilen Komponenten gerechnet, stieg der HVPI ähnlich stark wie in den Quartalen zuvor, und zwar um 0,5 %. Der Vorjahrsabstand des Index ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel lag im Frühjahr praktisch unverändert bei rund 2 %. Dabei verteuerten sich verarbeitete Nahrungs- sowie Genussmittel (+3,4 %) – vor allem wegen höherer Steuern auf Tabak in einigen Mitgliedsländern – und Dienstleistungen (+2,6 %) überdurchschnittlich, während der Preisanstieg bei den übrigen Gebrauchs- und Verbrauchsgütern mit weniger als 1 % recht verhalten blieb. Das insgesamt ruhige Preisklima hielt – nach der vorläufigen Schätzung von Eurostat – im Juli an; trotz wieder etwas höherer Rohölpreise gab die Jahresrate leicht auf 1,9 % nach.

Leistungsbilanz und Wechselkurse

Außenhandel und Leistungs- bilanz

Das Auslandsgeschäft des Euro-Raums stand im Frühjahr 2003 unter dem Einfluss der verhaltenen Konjunktorentwicklung bei wichtigen Handelspartnern und der Aufwertung des Euro. So verringerten sich die Wareneinfuhren im Zeitraum März bis Mai (statistische Informationen sind bis zu diesem Zeitpunkt vorhanden) nach Ausschaltung von Saisoninflüssen um fast 2 ½ % gegenüber den vorangegangenen drei Monaten. Auch die Einfuhren gaben im Dreimonatsvergleich nach und fielen leicht hinter das Niveau der Vorperiode zurück (–1%). Damit schwächte sich der Aktivsaldo in der Handelsbilanz des Euro-Währungsgebiets – März bis Mai zusammen genommen – auf 25 Mrd € ab, nachdem er im vorangegangenen Dreimonatszeitraum noch 28 ½ Mrd € betragen hatte.

Gleichzeitig nahm das Defizit im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen saisonbereinigt zu. Dies ging auf höhere Nettoausgaben bei den laufenden Übertragungen, die an Partner außerhalb der EWU geleistet wurden, und auf ein geringeres Plus in der Dienstleistungsbilanz zurück. Dagegen blieb der Passivsaldo in der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen nahezu unverändert. Im Ergebnis sank daher der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Gebiets im Zeitraum März/Mai in saisonbereinigter Rechnung um mehr als 6 ½ Mrd € gegenüber den vorangegangenen drei Monaten auf 3 Mrd €.

Wechselkurs- entwicklung

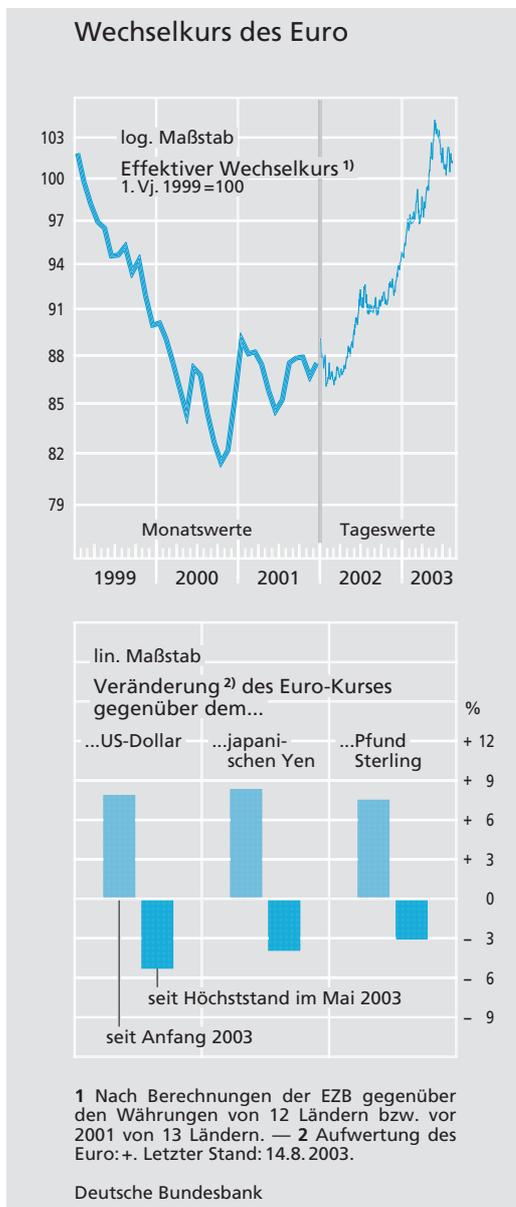
In den ersten Monaten dieses Jahres war ein erneuter Aufwertungsschub des Euro zu verzeichnen, der Ende Mai in neuen Höchststän-

den gegenüber den wichtigen Währungen gipfelte. Einen Teil der zuvor erzielten Kursgewinne musste der Euro aber im Berichtszeitraum wieder abgeben. Im Blickpunkt der Märkte stand dabei wie üblich das Verhältnis zum US-Dollar.

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs im Mai dieses Jahres mit einer Kursnotierung von über 1,19 US-\$ den bislang höchsten Stand seit dem Beginn der Währungsunion erreicht hatte, bewegte er sich in der Folgezeit zunächst in einem recht engen Band zwischen 1,17 US-\$ und 1,19 US-\$. Dabei kamen in den Kursbewegungen vor allem die wechselnden Markteinschätzungen hinsichtlich der Konjunkturaussichten für die USA zum Ausdruck. Positive Meldungen zum Verbraucher- und Unternehmensvertrauen in den USA einerseits und neue Daten über die zunächst anhaltende Schwäche am US-Arbeitsmarkt andererseits gaben ein gemischtes Bild über die Lage der US-Konjunktur und lieferten für die Wechselkursentwicklung keine richtungsweisenden Impulse.

Der Anfang Juni vorgenommene Zinssenkungsschritt der Europäischen Zentralbank war an den Devisenmärkten allgemein erwartet worden und hatte keinen erkennbaren Einfluss auf die weitere Kursentwicklung. Nach der Ende Juni vorgenommenen Zinssenkung der Federal Reserve verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar dagegen spürbar an Wert und fiel bis Mitte Juli auf 1,11 US-\$. Offenbar hatte die Maßnahme in Verbindung mit der zuversichtlichen Konjunktureinschätzung der amerikanischen Notenbank dazu geführt, dass an den Märkten die Erwartun-

US-Dollar



gen über die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft nach oben korrigiert wurden. Demgegenüber wurden die Wachstumsprognosen für das Euro-Währungsgebiet in Anbetracht der wechselkursbedingten Wettbewerbsverluste zunehmend nach unten revidiert. Daneben hat sich der Zinsrückstand der USA gegenüber der EWU im langfristigen Bereich abgebaut und ist zuletzt sogar in einen Vorsprung umgeschlagen. Nach dem deut-

lichen Aufwertungsschub des Euro in den Frühjahrsmonaten dürften auch Gewinnmitnahmen an den Devisenmärkten den Euro belastet haben. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei 1,13 US-\$ und lag damit rund 8 % über dem Stand zu Beginn dieses Jahres.

Auch gegenüber dem Yen erreichte der Euro Ende Mai dieses Jahres mit einer Notierung von 140 Yen einen neuen Höchststand und verharrte zunächst knapp unter diesem Niveau. Anfang Juli geriet der Euro gegenüber dem Yen aber unter erheblichen Abgabedruck und fiel bis zur Monatsmitte unter die Marke von 132 Yen. Die Kursabschwächung des Euro gegenüber dem Yen setzte ein, nachdem die Bank von Japan in ihrem weltweit stark beachteten „Tankan“-Bericht auf eine unerwartet deutliche Verbesserung des japanischen Wirtschaftsklimas hingewiesen hatte. In der Folgezeit hat sich der Yen im Zuge von Veröffentlichungen positiver Daten zur Wirtschaftslage in Japan weiter befestigt. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro mit knapp 135 Yen rund 8 ½ % über der Notierung zum Jahresanfang.

Yen

Gegenüber dem Pfund Sterling stieg der Euro ebenfalls bis Ende Mai auf einen neuen Höchststand von 0,72 Pfund Sterling. Im Laufe des Juni legte die britische Währung allerdings wieder um knapp 4 ½ % gegenüber dem Euro zu. Die zwischenzeitliche Erholung des Pfund Sterling ist auch vor dem Hintergrund der Veröffentlichung neuer Daten zur britischen Konjunktur zu sehen, die trotz moderatem Wachstum besser als erwartet ausfielen. Demgegenüber wurde das Ergebnis der vom britischen Schatzamt durch-

Pfund Sterling

geführten ökonomischen Tests, wonach der Beitritt des Vereinigten Königreichs zur EWU derzeit noch nicht ratsam sei, von den Marktteilnehmern antizipiert und hatte keinen erkennbaren Einfluss auf die Kursentwicklung. Nach dem Mitte Juli durchgeführten Zinssenkungsschritt der Bank von England, der mit den ungünstigen Konjunkturaussichten für die britische Wirtschaft begründet wurde, konnte der Euro unter Schwankungen einen Teil der zuvor erzielten Wertverluste wieder wett machen. Zuletzt lag er bei 0,70 Pfund Sterling und damit rund 7½ % über seinem Wert zu Beginn des Jahres.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Im Ergebnis hat der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner Ende Mai dieses Jahres den höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion erreicht. Auch wenn ein Teil der Kursgewinne zur Jahresmitte wieder abgegeben wurde, lag der effektive Wechselkurs des Euro zuletzt noch 6½ % über seinem Stand zum Jahresanfang. Gemessen am langfristigen Durchschnitt und unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Inflationsraten im Euro-Raum und den wichtigsten Partnerländern dürfte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie weiterhin als neutral einzustufen sein.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Erneute Zinssenkung im Juni...

Wie in den beiden Vorquartalen verdichteten sich auch im Verlauf des zweiten Vierteljahrs die Hinweise darauf, dass die Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet gerin-

ger ausfallen würden als zunächst erwartet. Der EZB-Rat entschloss sich deshalb auf seiner Sitzung Anfang Juni, die Leitzinsen um einen weiteren halben Prozentpunkt zurückzunehmen. Seit dem 6. Juni 2003 betragen die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität 3 % beziehungsweise 1 %; die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden seit dem 11. Juni 2003 durchgehend als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % abgeschlossen.

Für einen geringeren Preisdruck sprach zum einen die schwache wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum, die trotz des schnellen Endes des Irakkrieges im zweiten Quartal keine Beschleunigungstendenzen aufwies. Zum anderen dämpfte die Aufwertung des Euro den Preisanstieg im Euro-Währungsgebiet. Die vom Stab des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen weisen deshalb einen spürbaren Rückgang der Inflationsrate in diesem und im nächsten Jahr aus. Obwohl die Geldmenge im zweiten Vierteljahr erneut stark gestiegen ist, signalisiert auch die monetäre Seite derzeit keine unmittelbaren Inflationsgefahren. Sowohl das anhaltend moderate Kreditwachstum im Euro-Währungsgebiet als auch die Mittelzuflüsse im Rahmen des Wertpapierverkehrs mit dem Ausland legen den Schluss nahe, dass die rasch wachsenden Liquiditätsbestände noch immer vor allem Folge einer vorsichtigen Mittelanlage und nicht Ausdruck einer bevorstehenden Ausweitung der Ausgabetätigkeit des privaten Sektors sind. Allerdings dürften auch die niedrigen Zinsen die Geldhaltung gefördert haben.

... auf Grund nachlassender Inflationsrisiken

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die laufende Geldmarktsteuerung des Eurosystems erfolgte in den zurückliegenden drei Mindestreserveperioden im Wesentlichen über Hauptrefinanzierungsgeschäfte. In einem Fall wurde eine liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperation durchgeführt.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte per 7. Mai und per 9. Juli wurden als Tender-Split-Operationen abgewickelt, die jeweils aus einem Tender mit einwöchiger und einem zweiten Tender mit zweiwöchiger Laufzeit bestanden. In beiden Fällen wurde so eine Angleichung der Tendervolumina der ausstehenden Geschäfte erreicht.

Nachdem am Ende der Mindestreserveperiode April/Mai die Spitzenrefinanzierungsfazilität an zwei aufeinander folgenden Tagen mit relativ hohen Beträgen in Anspruch genommen worden war, führte das Eurosystem am 23. Mai eine Feinststeuerungsoperation in Form der Hereinnahme von Termineinlagen mit dreitägiger Laufzeit durch, mit der dem Markt 3,9 Mrd € entzogen wurden. Dies stellte sicher, dass die Reserveperiode mit einer normalen Übererfüllung von 600 Mio € endete.

Starke Zinssenkungserwartungen führten dazu, dass der am 4. Juni abzuwickelnde Haupttender unterboten wurde. Daraus resultierende große Reservedefizite der Kreditinstitute wurden über einen entsprechend höheren Zuteilungsbetrag beim folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäft ausgeglichen.

Nach der Senkung der Leitzinsen durch den EZB-Rat am 5. Juni verharrten die EONIA-Geldmarktsätze am Interbankenmarkt in den folgenden Wochen zunächst deutlich über dem neuen Mindestbietungssatz von 2,0%. Durch eine „flutende“ Netto-Liquiditätsbereitstellung von 33 Mrd € mit dem Haupttender per 23. Juli wurde eine deutliche Annäherung des Tagesgeldsatzes an den Mindestbietungssatz erreicht. Die Erfüllungsperiode Juni/Juli endete auf Grund dieser Maßnahme jedoch mit einer Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 5,3 Mrd €.

Im Zeitraum von April bis Juli sind den Kreditinstituten durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo Mittel in Höhe von 23,9 Mrd € entzogen worden (vgl. nebenstehende Tabelle). Wie schon in den vorangegangenen Reserveperioden erwies sich neben dem Rückgang der Nettowährungsreserven die starke Banknotennachfrage als treibende Kraft hinter dieser Entwicklung. Die niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung sowie die stärkere Nachfrage nach Euro-Banknoten durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind wesentliche Erklärungsfaktoren dafür. Wie im Frühjahr wirkten die Sonstigen Faktoren liquiditätsbereitstellend. Das Mindestreservesoll nahm im Berichtszeitraum um 1,6 Mrd € zu.

Zur Deckung des erhöhten Liquiditätsbedarfs weitete das Eurosystem die Offenmarktgeschäfte in den letzten drei Reserveperioden um insgesamt 25,3 Mrd € auf durchschnittlich 249,7 Mrd € aus.

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. Apr. 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: -)	- 7,7	- 7,0	- 9,5
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 9,5	- 10,0	+ 0,2
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 4,3	- 1,8	- 10,9
4. Sonstige Faktoren ³⁾	+ 5,0	+ 2,3	+ 10,3
Insgesamt	+ 2,5	- 16,5	- 9,9
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 2,3	+ 17,6	+ 10,0
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	+ 0,0	+ 0,0
c) Sonstige Geschäfte	- 0,1	- 0,1	+ 0,2
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,3	- 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,0	- 0,1	+ 0,0
Insgesamt	- 2,1	+ 17,4	+ 10,2
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,3	+ 1,0	+ 0,3
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,4	- 0,8	- 0,4

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

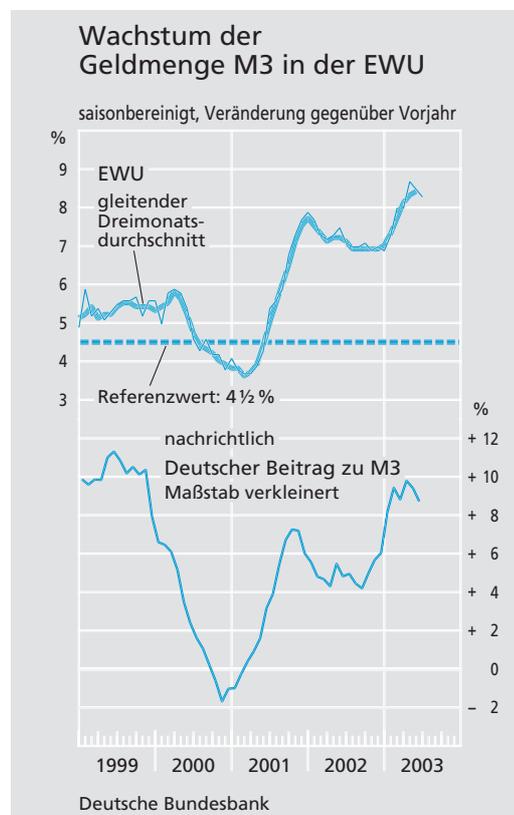
Zinsentwicklung am
Geldmarkt

Bereits im Vorfeld der Zinssenkung Anfang Juni hatten die Terminalsätze zum Teil deutlich unter den entsprechenden Kassasätzen gelegen. Insofern kam der Zinsschritt für viele Marktteilnehmer nicht überraschend. Auch der Umfang der Zinssenkung war von Vielen erwartet worden. Ein vorsichtiges Bietungsverhalten der Disponenten, nicht zuletzt auch auf Grund des bevorstehenden Halbjahresresultimos, zu dem Liquidität stets gesucht wird, verhinderte nach der Zinssenkung Anfang Juni zunächst einen kräftigeren Zinsrückgang am Geldmarkt. Der marginale Zuteilungssatz der Haupttendergeschäfte lag bis weit in den Juli hinein um zehn oder mehr Basispunkte über dem Mindestbietungssatz; der EONIA bewegte sich entsprechend deutlich über dem geldpolitisch intendierten Satz von 2%. Erst auf Grund einer großzügigen Liquiditätsbereitstellung im Rahmen des Tendergeschäfts am 23. Juli verringerte sich der Abstand zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz merklich, so dass sich dann auch der Tagesgeldsatz der Marke von 2% deutlich annäherte. Gleichzeitig war aber die Unsicherheit am Geldmarkt recht ausgeprägt, was sich in kräftigen Zinsbewegungen niederschlug.

Geldmenge stark
gewachsen

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist in den Monaten April bis Juni stark gestiegen. Dabei hat sich die monetäre Expansion gegenüber dem Vorquartal sogar noch beschleunigt. Die annualisierte saisonbereinigte Zuwachsrate nahm von 7 1/2% Ende März auf 9% Ende Juni zu. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten der Monate April bis Juni lag mit 8,5% über dem Wert der Monate Januar bis März (7,8%). Insgesamt

Wachstum der
Geldmenge M3 in der EWU



samt dürfte erneut die anhaltend hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten die Geldhaltung gefördert haben. Zwar kam es im Verlauf des zweiten Vierteljahres zu einem kräftigen Anstieg der Aktienkurse, dafür nahm aber die Unsicherheit über die Kursentwicklung an den Rentenmärkten merklich zu. Auch Hoffnungen auf eine Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet noch im ersten Halbjahr 2003 erfüllten sich nicht, so dass die Anleger ihre Gelder weiterhin vor allem in sicheren und liquiden Bankeinlagen hielten.

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im zweiten Quartal die täglich fälligen Einlagen wieder kräftig gestiegen. Dabei hat das Expansionstempo allerdings etwas nachgelassen. In den Monaten April bis Juni nahmen die Sichteinlagen mit

Komponenten
der Geldmenge

einer annualisierten saisonbereinigten Zuwachsrate von 8 ½ % zu, nach 9 ½ % im ersten Quartal 2003. Auch der Bargeldumlauf weitete sich im zweiten Vierteljahr weniger stark aus als im Vorquartal. Die Zunahme der Bargeldbestände blieb allerdings hoch. Die Geldmenge M1 expandierte insgesamt etwas schneller als das Aggregat M3. Wie im Vorquartal wurden im Berichtszeitraum auch wieder die anderen kurzfristigen Bankeinlagen (ohne täglich fällige Einlagen) kräftig aufgestockt. Die rückläufigen Zinsen und die unsichere Kursentwicklung an den Rentenmärkten hat offenbar ihre Attraktivität erhöht. Besonders die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wuchsen stark an. Zuletzt lagen sie um 10,5 % über ihrem Vorjahrsstand. Dagegen wurden die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren in den vergangenen zwölf Monaten sogar abgebaut. Die marktfähigen Finanzinstrumente sind von April bis Juni deutlich gestiegen. Vor Ausschaltung von Saisoneinflüssen waren dabei ausschließlich Geldmarktfondszertifikate gefragt, während die Repogeschäfte sowie die Geldmarktpapiere und kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen abgebaut wurden.

*Bilanz-
gegenposten*

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet ist das Geldmengenwachstum im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2003 besonders von hohen Mittelzuflüssen an den inländischen Nichtbankensektor aus dem EWU-Ausland gefördert worden. Die Nettoauslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem EWU-Ausland niederschlägt, erhöhte sich im Berichtszeitraum um 93,4 Mrd €, wozu er-

neut der Wertpapierverkehr mit den Nicht-EWU-Staaten beigetragen haben dürfte.

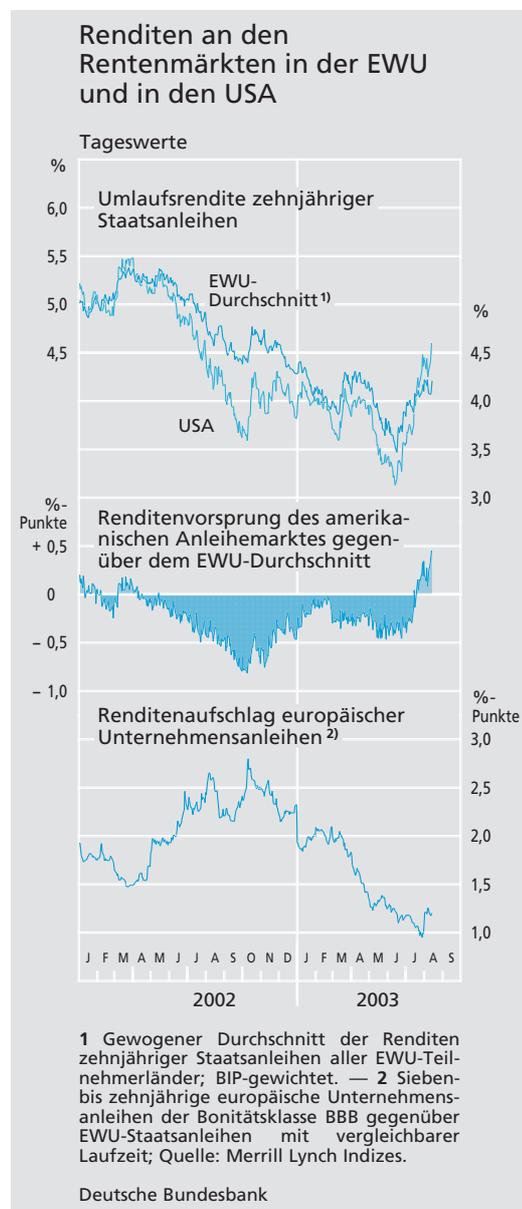
Dagegen sind die Buchkredite an den inländischen privaten Sektor im zweiten Quartal in saisonbereinigter Betrachtung erneut deutlich langsamer gewachsen als die Geldmenge M3. Hier hat wohl vor allem die verhaltene Konjunktorentwicklung die Kreditnachfrage gedämpft. Mit einer annualisierten saisonbereinigten Zuwachsrate von 5 % fiel der Anstieg der unverbrieften Ausleihungen im Berichtszeitraum aber immerhin erneut etwas höher aus als im Vorquartal (gut 4 ½ %). Damit dürfte sich die Buchkreditvergabe im Euro-Raum nicht zuletzt infolge der rückläufigen Zinsen mittlerweile stabilisiert haben. Darüber hinaus haben die MFIs auch ihre Bestände an Wertpapieren inländischer Unternehmen merklich aufgestockt. Neben festverzinslichen Wertpapieren wurden auch Aktien und sonstige Dividendenwerte per saldo ins Portefeuille genommen, von denen sich die Banken im Vorquartal noch getrennt hatten. Die Wertpapierkredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet nahmen im zweiten Vierteljahr ebenfalls deutlich zu (um 36,7 Mrd €). Dem stand eine Verringerung der Buchkredite an öffentliche Haushalte um 8,7 Mrd € gegenüber. Insgesamt stiegen die Ausleihungen an öffentliche Schuldner im Euro-Gebiet damit um 28,0 Mrd €. Von April bis Juni des Vorjahres waren sie noch um 11,5 Mrd € abgebaut worden.

Die längerfristige Mittelanlage bei MFIs im Euro-Währungsgebiet hat sich im Berichtszeitraum ebenfalls beschleunigt und so das Geldmengenwachstum tendenziell ge-

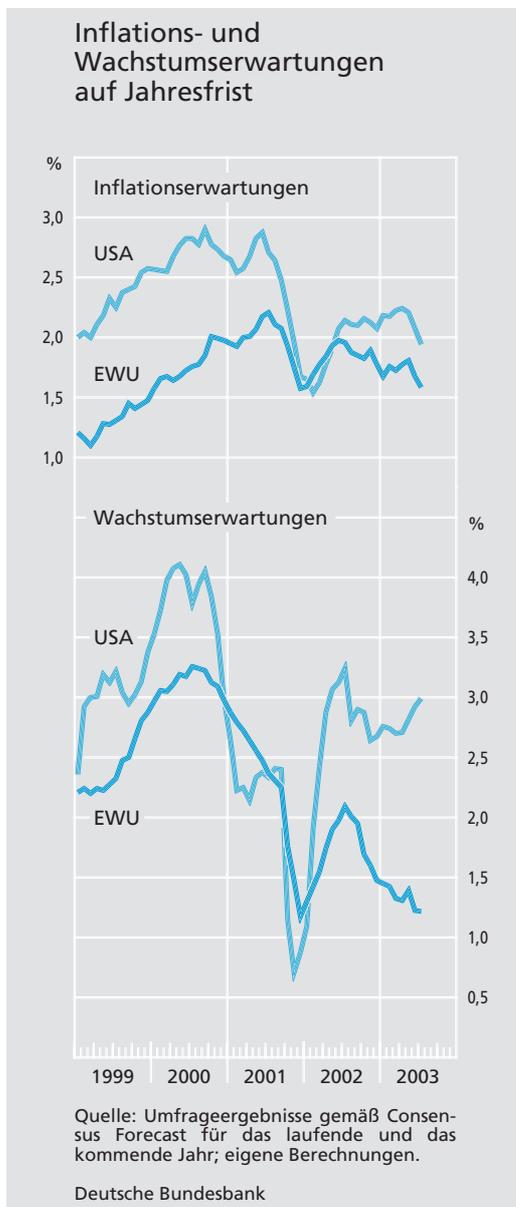
dämpft. Ohne Kapital und Rücklagen gerechnet expandierte das Geldkapital im Euro-Raum in den letzten zwölf Monaten mit einer Rate von 5,4 %, nach 5,0 % Ende März. Mit einem Nettoabsatz von 40,3 Mrd € konnten die Banken dabei deutlich mehr längerfristige Bankschuldverschreibungen außerhalb des MFI-Sektors platzieren als noch im gleichen Vorjahrszeitraum (+29,3 Mrd €). Dem stand jedoch ein etwas geringerer Zuwachs an Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und an Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten gegenüber. Von April bis Juni 2003 betrug ihre Zunahme 2,7 Mrd €, nach 3,2 Mrd € vor Jahresfrist.

*Kapitalmarkt-
zinsen im
Zeichen
unsicherer
Konjunktur-
und Preis-
aussichten*

Die Kapitalmärkte im Euro-Währungsgebiet waren im Berichtszeitraum von einer Phase stark fallender Zinsen und einem darauf folgenden raschen Zinsanstieg geprägt. Bis Mitte Juni sanken die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen im Durchschnitt der EWU-Länder unter 3½ % und damit auf ein historisch niedriges Niveau. Seither sind sie aber wieder um fast drei viertel Prozentpunkte angestiegen. Damit folgten sie in abgeschwächter Form der Zinsbewegung amerikanischer Staatsanleihen. Zehnjährige US-Treasuries hatten mit 3,14 % Mitte Juni ihren tiefsten Stand seit Ende der fünfziger Jahre erreicht. Infolge des anschließenden Zinsaufschwungs von 1½ Prozentpunkten erlangten die amerikanischen Staatstitel Mitte August einen Zinsvorsprung von einem Drittel Prozentpunkt gegenüber den entsprechenden EWU-Anleihen. Der Zinsrückgang amerikanischer und europäischer Staatsanleihen bis Mitte Juni dürfte zum Teil durch die Sorge um mögliche



Deflationsgefahren getrieben worden sein, die durch Äußerungen von Mitgliedern des Federal Reserve Board nach der Sitzung vom 6. Mai 2003 zusätzlichen Auftrieb erhalten hatte. Diese Sorge hat sich jedoch offenbar nur teilweise in den Umfrageergebnissen zu den Inflationserwartungen widerspiegelt. Die so gemessenen Inflationsprognosen auf Jahresfrist verringerten sich zwischen Mai und Juli lediglich um etwa einen viertel Pro-



zentpunkt (vgl. oben stehendes Schaubild). Die vorübergehende Abkoppelung des Rentenmarkts von den Erwartungen über Inflation und Wirtschaftswachstum, die in der Regel die Entwicklung des Nominalzinses maßgeblich bestimmen, wurde durch die Mitte Juni einsetzende Aufwärtsbewegung der Zinsen zumindest teilweise wieder korrigiert. Die im Vergleich zu den USA niedrigen Wachstums- und Inflationserwartungen für die EWU

deuten darauf hin, dass das Zinsniveau in der EWU selbst zum Zeitpunkt des Tiefstandes Mitte Juni weniger von den fundamentalen Entwicklungen abwich als in den USA, in denen die Diskussion über deflationäre Tendenzen ihren Ursprung hatte (vgl. nebenstehendes Schaubild und Schaubild auf S. 19). Die im EWU-Durchschnitt erwarteten Realzinsen für zehn Jahre Laufzeit gingen gegenüber April etwas zurück und lagen im Juli bei 2 %.

Fortbestehende Risiken über das Ausmaß der konjunkturellen Aufhellung haben zudem zu anhaltend hohen Kursschwankungen geführt. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Kursentwicklung von Rententiteln, die in der impliziten Volatilität von Optionen auf den Terminkontrakt langfristiger Bundesanleihen zum Ausdruck kommt, verharrt seit Beginn des Zinsanstiegs im Juni auf einem hohen Niveau.

Kursunsicherheit anhaltend hoch

Die für den EWU-Raum maßgebende Zinsstrukturkurve deutscher Bundeswertpapiere hat sich seit Anfang April zunächst über den gesamten Laufzeitbereich hinaus nach unten verschoben. Der inverse Verlauf am kurzen Laufzeitende, der sich bereits im Vorfeld des Zinsschritts der EZB vom 5. Juni 2003 herausgebildet hatte, bestand auch in der Folgezeit fort. So rentierten kurzlaufende Bundestitel Mitte Juni fast 30 Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR, stiegen danach aber – als Reaktion auf die aufgehellten Konjunkturaussichten – an und lagen zuletzt mehr als einen zehntel Prozentpunkt über dem Satz für Dreimonatsgeld. Für verbesserte Konjunkturerwartungen spricht auch der zunehmend steile Verlauf der Zinsstruktur durch den Zins-

Zinsstruktur spiegelt aufgehellte konjunkturelle Aussichten wider

anstieg längerfristiger Bundespapiere seit Mitte Juni. Das Zinsgefälle zwischen den Geldmarktsätzen und den langfristigen Kapitalmarktzinsen im EWU-Raum hat sich im Ergebnis von 1½ Prozentpunkten Anfang April auf zuletzt zwei Prozentpunkte erhöht.

*Risikoprämien
am Markt für
nicht erst-
klassige Unter-
nehmens-
anleihen
anhaltend
niedrig*

Am Markt für Unternehmensanleihen sind die Finanzierungsbedingungen trotz des allgemeinen Anstiegs des Zinsniveaus nach wie vor günstig. Das zeigen auch die weiterhin geringen Zinsaufschläge europäischer Unternehmensanleihen, die trotz ihres bereits ausgesprochen niedrigen Niveaus im Berichtszeitraum weiter abgenommen haben. In der EWU rentierten sieben- bis zehnjährige Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB – dem niedrigsten Investment Grade Rating – Mitte August knapp 1¼ Prozentpunkte über Staatsanleihen gleicher Laufzeit, nachdem dieser Renditeaufschlag Ende Juli sogar die Marke von einem Prozentpunkt unterschritten hatte. Dies steht im Gegensatz zu weiterhin gegebenen Bonitätsrisiken. Zumindest ist die Insolvenzwelle europäischer Unternehmen auch im laufenden Jahr noch nicht abgeebbt. Ursächlich für die hohen Anleihekurse dürfte das große Interesse seitens der Investoren gewesen sein, in stärkerem Umfang risikoreichere, aber renditeträchtige Titel in ihr Portfolio aufzunehmen. Auf der Angebotsseite sprechen die hohen Netto-Emissionen europäischer Unternehmensanleihen dafür, dass kapitalsuchende Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt nutzen.

Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet verzeichneten im Berichtszeitraum beträcht-



liche Kursgewinne. Gegenüber Anfang April hat der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex bis Mitte Juni um etwa ein Fünftel zugelegt und bewegt sich seitdem seitwärts. Damit erreichten die Börsennotierungen ihren höchsten Stand seit Anfang Dezember 2002; gleichwohl liegen sie weniger als halb so hoch wie zum Zeitpunkt ihres historischen Höchststandes im März 2000. Der Kursanstieg ging einher mit einer abnehmenden Unsicherheit der

*Kräftige
Kursenerholung
europäischer
Aktien*

Anleger über die weitere Kursentwicklung am Aktienmarkt, denn die implizite Volatilität von Indexoptionen bildete sich spürbar zurück. Zudem scheint die Risikoscheu der Anleger gesunken zu sein, was zusammen mit der hohen Liquidität im Markt die positive Entwicklung an den Aktienbörsen unterstützt haben dürfte.

*Steigende
Kurse trotz
rückläufiger
Gewinn-
schätzungen*

Der Kursanstieg an den europäischen Aktienmärkten ist insbesondere vor dem Hintergrund zurückgestufter Gewinnschätzungen auf Unternehmensebene bemerkenswert.

Aktienanalysten nahmen ihre Prognose für das durchschnittliche längerfristige Gewinnwachstum der Unternehmen im Dow Jones Euro STOXX seit April um mehr als einen Prozentpunkt auf 9,2% im Juli zurück. Zudem senkten sie im Mittel ihre Zwölf-Monats-Gewinnerwartungen für diese Werte seit April geringfügig ab. Angesichts der Kurssteigerungen hat sich damit das am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessene Bewertungsniveau europäischer Aktien auf der Grundlage der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne von 13,3 auf 14,6 erhöht.