



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

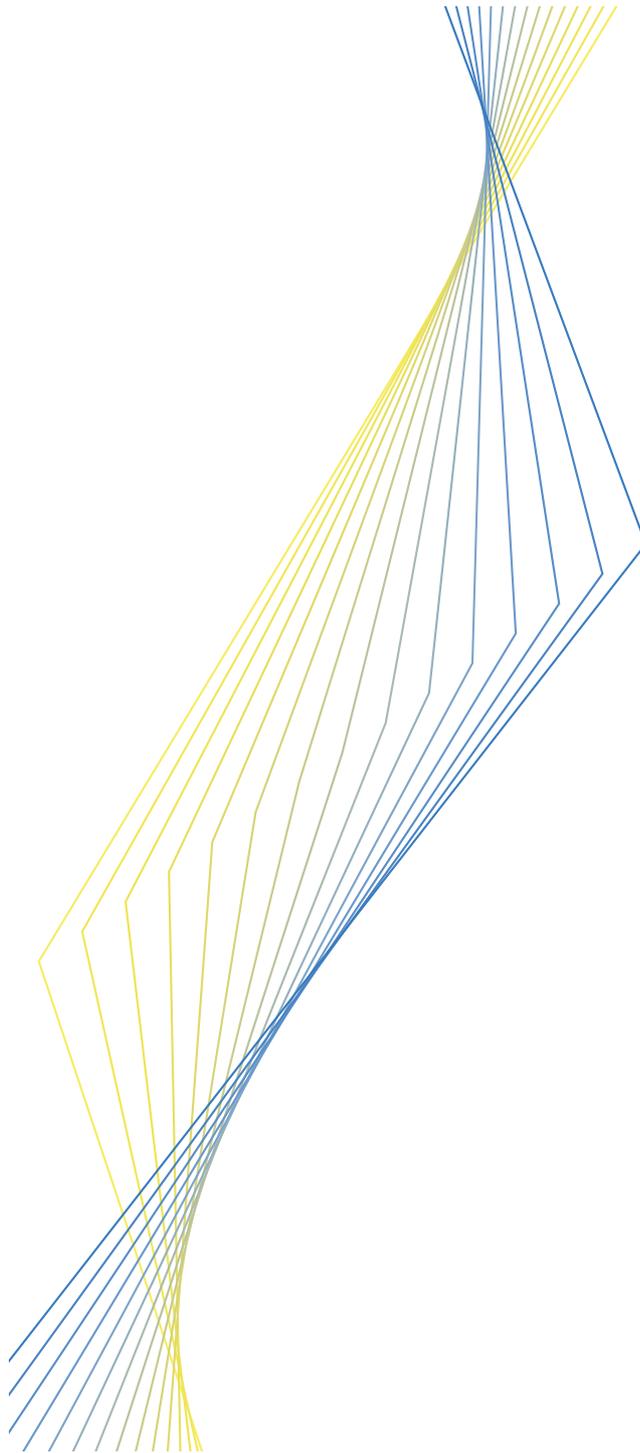
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Februar 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Februar 2002

© Europäische Zentralbank, 2002

Anschrift	Kaiserstraße 29 D-60311 Frankfurt am Main
Postanschrift	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main
Telefon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 6. Februar 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	25
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	36
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
2 Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen	18
3 Ergebnisse der Konjunkturumfrage im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets	30
4 Der Informationsgehalt offener Stellen im Euro-Währungsgebiet	34
Aktienmarkt und Geldpolitik	43
Jüngste Entwicklungen in der internationalen Zusammenarbeit	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	87*

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien
DK	Dänemark
DE	Deutschland
GR	Griechenland
ES	Spanien
FR	Frankreich
IE	Irland
IT	Italien
LU	Luxemburg
NL	Niederlande
AT	Österreich
PT	Portugal
FI	Finnland
SE	Schweden
UK	Vereinigtes Königreich
JP	Japan
US	Vereinigte Staaten

Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

Entsprechend der in der Gemeinschaft angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Nationalsprachen aufgeführt.

Auf seiner Sitzung am 7. Februar 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 %.

Dieser Beschluss spiegelt die Einschätzung wider, dass die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht in den letzten Wochen weitgehend unverändert geblieben sind. Der EZB-Rat ist der Ansicht, dass das gegenwärtige Zinsniveau geeignet ist, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so stieg der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 von 7,4 % im Zeitraum von September bis November 2001 auf 7,8 % im Zeitraum von Oktober bis Dezember. Der Aufbau von Liquidität, der sich in diesen Zahlen niederschlägt, fand in einem durch relativ große Unsicherheit gekennzeichneten wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld statt und dürfte daher nur vorübergehender Natur sein. In diesem Zusammenhang sollte das hohe M3-Wachstum bislang nicht als Hinweis auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität gewertet werden. Diese Einschätzung wird durch die rückläufige Tendenz bei der Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt. Allerdings könnte ein anhaltend kräftiges M3-Wachstum eine Neubewertung der monetären Entwicklung erforderlich machen, insbesondere wenn es weitere Anhaltspunkte für eine Konjunkturerholung im Euroraum gibt.

Im Hinblick auf die Analyse der zweiten Säule ist das Produktionswachstum im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal 2001 und Anfang dieses Jahres voraussichtlich verhalten geblieben, aber jüngste Daten haben die Erwartung einer allmählichen Konjunkturerholung im Verlauf des Jahres bestätigt. Die Unsicherheit hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Lage scheint allmählich abzunehmen.

Jüngste für das Eurogebiet veröffentlichte Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit festigen dürfte. Die Erwartung einer Konjunkturerholung wird durch die gegenwärtigen günstigen Finanzierungsbedingungen, die nach wie vor stabilen wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Eurogebiets und die stärkere Zunahme des real verfügbaren Einkommens aufgrund des vergangenen und des erwarteten Rückgangs der Inflation untermauert. Auch die Entwicklung an den Finanzmärkten spiegelt Erwartungen einer Erholung der Wirtschaftstätigkeit in der nächsten Zeit wider. Insgesamt gesehen weisen die verfügbaren Daten auf ein Wiederanziehen des Wirtschaftswachstums hin, wenngleich der Zeitpunkt und das Ausmaß des Aufschwungs noch unklar sind.

Was die Verbraucherpreisinflation betrifft, so wird gegenwärtig erwartet, dass der mittelfristige Inflationsdruck gedämpft bleibt. Allerdings werden, wie bereits erwähnt, die jährlichen Inflationsraten zu Jahresbeginn gewissen Schwankungen unterliegen. Eine vorläufige Schätzung von Eurostat deutet auf einen Anstieg der HVPI-Inflationsrate im Vorjahresvergleich von 2,1 % im Dezember 2001 auf 2,5 % im Januar 2002 hin. Die jüngste Zunahme der Inflationsrate sollte keine mittelfristigen Auswirkungen haben, da sie vor allem auf Sondereinflüsse und kurzlebige Faktoren zurückzuführen war wie etwa besonders ungünstige Witterungsbedingungen in einigen Teilen des Eurogebiets, die zu einer kräftigen Erhöhung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel führten. Wie erwartet spiegelte der Anstieg auch Auswirkungen wider, die von höheren indirekten Steuern und nachteiligen Basiseffekten aufgrund der sinkenden Energiepreise Anfang 2001 herrührten. Bislang gibt es keine Anzeichen dafür, dass von der Euro-Bargeldumstellung ein signifikanter Aufwärtsdruck auf das Preisniveau ausgegangen wäre. Es besteht vielmehr Grund zu der Annahme, dass die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen den Wettbewerb stärken und damit zur Gewährleistung von Preisstabilität beitragen wird.

In den kommenden Monaten dürften – falls keine unvorhergesehenen Entwicklungen eintreten – die jährlichen Inflationsraten zurückgehen, was unter anderem auf die Rückbildung der vorangegangenen Steigerungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen ist. Die Entwicklung der Erzeugerpreise weist ebenfalls in diese Richtung. Insgesamt gesehen wird derzeit erwartet, dass sich die HVPI-Inflationsrate im Jahr 2002 in Übereinstimmung mit der Definition der EZB von Preisstabilität auf einem Niveau einpendeln wird, das deutlich unter 2 % liegt.

Die Erwartung einer anhaltenden Lohnzurückhaltung ist ein wichtiges Element bei der aktuellen Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität durch die EZB. Fortgesetzte Lohnzurückhaltung würde nicht nur die Aufgabe der Geldpolitik erleichtern, sondern sich auch positiv auf die Schaffung von Arbeitsplätzen, das Produktionswachstum sowie letztlich auf das verfügbare Einkommen auswirken.

Auf seiner Sitzung am 7. Februar hob der EZB-Rat die Bedeutung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und seiner sorgfältigen Umsetzung mittels der geeigneten Verfahren hervor. Er betonte, dass die Verantwortung für die Verfahren zur Gewährleistung der Einhaltung des Pakts bei der Europäischen Kommission und den EU-Finanzministern liegt. Der EZB-Rat unterstützt voll und ganz alle in einzelnen Mitgliedstaaten durchgeführten Maßnahmen zur Vermeidung übermäßiger Haushaltsdefizite sowie sämtliche Bestrebungen,

die öffentlichen Schuldenquoten zurückzuführen und die Finanzpolitik mit den Stabilitätsprogrammen in Einklang zu bringen und damit auch die Glaubwürdigkeit der mittelfristigen Verpflichtungen zu erhöhen, die mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt eingegangen wurden.

Eine mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik in Übereinstimmung mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt trägt maßgeblich zu einem langfristigen, inflationsfreien Wirtschaftswachstum bei, da sie die Erwartungen der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der Stabilität der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung günstig beeinflusst. In diesem Sinne sind alle Initiativen zur weiteren Förderung der Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten im Eurogebiet zu unterstützen. Die Bedeutung, die diesen Themen im Rahmen des Gipfeltreffens des Europäischen Rats in Barcelona im März 2002 beigemessen wird, sollte dazu führen, dass entschlossene Bemühungen unternommen werden, um die wesentlichen Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten rasch zu realisieren, was wiederum das Wachstumspotenzial des Eurogebiets erhöhen dürfte.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Artikel. Der erste Artikel befasst sich mit der Rolle des Aktienmarkts in der Volkswirtschaft und in der Geldpolitik. Der zweite Artikel beschäftigt sich mit den jüngsten Entwicklungen in der internationalen Zusammenarbeit im Bereich der Geld- und Finanzpolitik.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

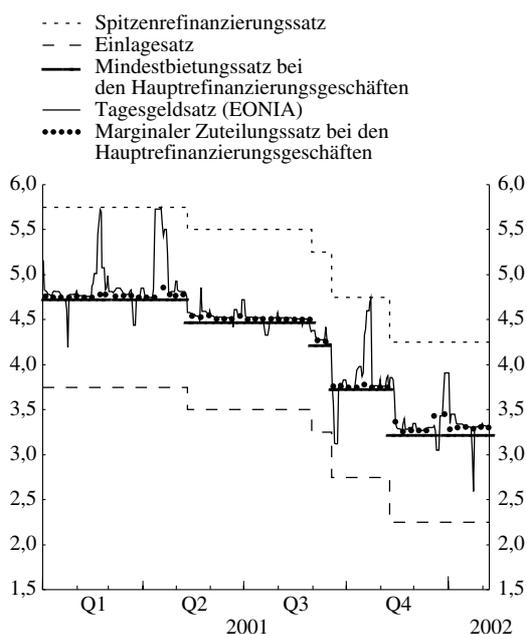
Auf seiner Sitzung am 7. Februar 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % (siehe Abbildung 1).

Nachlassen der kurzfristigen Dynamik von M3 im Dezember

Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im Dezember 2001 auf 8,0 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3, der die anhaltend hohe Jahreswachstumsrate von M3 widerspiegelte, erhöhte sich in der Zeit von Oktober bis Dezember 2001 auf 7,8 %, nachdem er im Zeitraum von September bis No-

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

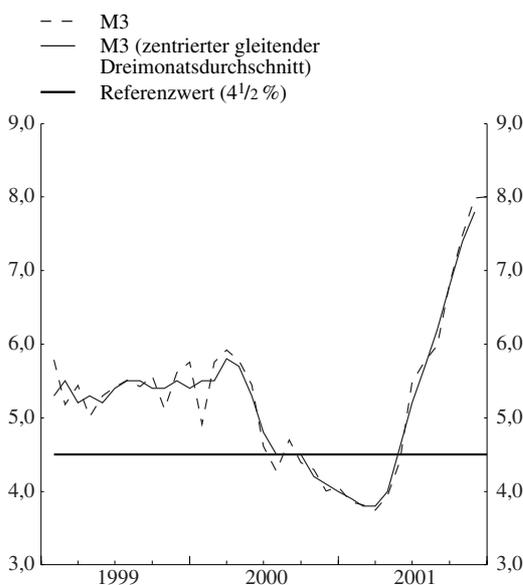


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %; bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente.

vember 7,4 % betragen hatte (siehe Abbildung 2).

Das hohe Niveau der jährlichen Wachstumsraten weist eine enge Korrelation zur starken Dynamik des M3-Wachstums in den Monaten nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten auf, als die Unsicherheit an den Finanzmärkten einen kräftigen Anstieg der Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen mit sich brachte. Im Dezember ging das Wachstum der Geldmenge M3 im Vormonatsvergleich deutlich auf 0,3 % (gegenüber einem Durchschnittswert von 0,8 % in den drei Monaten davor) zurück. Dies könnte im Einklang mit dem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve und der gegen Ende 2001 geringer gewordenen Unsicherheit an den internationalen Aktienmärkten ein erster Hinweis auf eine Normalisierung des Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet sein.

Das Geldmengenwachstum im Dezember könnte allerdings auch durch die Euro-Bargeldumstellung gebremst worden sein. Die jährliche Veränderungsrate des Bargeldumlaufs sank im Dezember auf -32,1 %, gegenüber -19,4 % im November. Anders als in den Vormonaten wurde die Verringerung der Bargeldbestände im Dezember nicht vollständig durch einen Anstieg der täglich fälligen Einlagen ausgeglichen. Damit fiel die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 gegenüber dem Vormonatsstand (6,0 %) auf 5,0 % im Dezember (siehe Tabelle 1). Es gibt Anzeichen dafür, dass der Rückfluss von Banknoten aus dem Ausland zu dieser Wachstumsabschwächung beigetragen haben könnte. Überdies könnten der Verkauf der Euro-Starters-Kits sowie in einigen Fällen die sofortige Belastung der Unternehmen mit dem Wert der ihnen im Wege der *Sub-Frontloading* zur Verfügung gestellten Euro-Banknoten zu einem geringfügigen Rückgang des Bargeldumlaufs und der kurzfristigen Einlagen geführt haben. Was diese beiden Faktoren betrifft, so wird sich die entsprechende Erhöhung des Bestands an Euro-Banknoten und

-Münzen erst an den Angaben für Januar 2002 ablesen lassen.

Insgesamt gibt es keinen Grund, von der Einschätzung abzuweichen, dass das starke M3-Wachstum am Ende des vergangenen Jahres bislang wohl keine Risiken für die Preisstabilität in sich birgt. Die Liquiditätsausweitung trat in einer Phase auf, die durch eine große Unsicherheit weltweit gekennzeichnet war, und dürfte daher vorübergehender Natur sein. Diese Einschätzung geringer Inflationsrisiken wird darüber hinaus auch durch die rückläufige Wachstumsrate bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt. Eine Fortsetzung des starken M3-Wachstums könnte allerdings eine Neubewertung der monetären Entwicklung in den kommenden Monaten erfordern, insbesondere wenn es weitere Anzeichen für eine konjunkturelle Erholung im Euroraum gibt.

Betrachtet man die Entwicklung des Banknotenumlaufs nach der Bargeldumstellung genauer, so belief sich der Gesamtwert der vom Eurosystem ausgegebenen Euro-Banknoten

Tabelle 1
Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	2,4	3,9	5,4	5,0	5,2	6,0	5,0
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-3,2	-7,5	-18,5	-11,0	-14,5	-19,4	-32,1
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	3,5	6,3	10,3	8,3	9,2	11,2	12,5
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,4	4,9	5,8	5,1	5,5	5,8	7,1
M2	3,4	4,5	5,6	5,0	5,4	5,9	6,1
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,3	16,2	21,1	18,9	21,7	22,0	20,1
M3	4,3	6,0	7,6	6,8	7,5	8,0	8,0
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	3,1	2,2	2,8	2,3	2,3	3,2	3,4
Kredite an öffentliche Haushalte	5,4	5,6	5,2	5,2	5,1	5,4	5,3
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-5,3	-1,9	-0,6	-1,2	-1,1	-0,0	0,2
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	-1,3	-1,4	-0,8	-0,6	-1,2	-0,3	-1,1
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	8,8	7,8	6,9	7,1	6,9	6,9	6,7
	8,3	7,4	6,5	6,7	6,5	6,6	6,1

Quelle: EZB.

am 31. Januar 2002 auf 221,7 Mrd €, während der Wert der noch nicht an die nationalen Zentralbanken zurückgeführten Banknoten der Vorläuferwährungen 92,4 Mrd € betrug. Damit erreichte der Gesamtwert aller in Umlauf befindlichen Banknoten einen Stand von 314,1 Mrd €. Die Euro-Fortschrittsquote, die den Anteil der Euro-Banknoten am Gesamtwert aller Banknoten außerhalb des Eurosystems angibt, belief sich auf 70,6 %, gegenüber 56,4 % am 16. Januar 2002.

Die Entwicklung des Banknotenumlaufs in den vergangenen Monaten war durch einen signifikanten Rückgang im Vorfeld der Bargeldumstellung sowie einen erwartungsgemäß relativ kräftigen Anstieg im Januar gekennzeichnet. Dieser Verlauf deutet auf eine recht ausgeprägte Zunahme des Bargeldumlaufs (wie er in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen wird)¹ im Januar hin. Es ist jedoch anzunehmen, dass die Auswirkungen auf das M3-Wachstum verhältnismäßig gering sein werden, da der Bargeldumlauf lediglich 6 % der Geldmenge M3 ausmacht (Durchschnittswert für 2001). Darüber hinaus dürfte der im Januar gestiegene Bestand an Banknoten weitgehend über eine Verringerung der kurzfristigen Einlagen finanziert und damit innerhalb des Geldmengenaggregats M3 ausgeglichen worden sein.

Bei den übrigen Komponenten der Geldmenge M3 stieg die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) von 5,8 % im November auf 7,1 % im Dezember. Dies spiegelte in erster Linie die kräftige Zunahme der jährlichen Zuwachsrate der kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) auf 7,5 % im Dezember wider (nach 6,0 % im November). Dieser Anstieg könnte mit der Abnahme des Bargeldumlaufs durch die Auflösung von Bargeldhorten seitens der privaten Haushalte im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung in Zusammenhang stehen. Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente schließlich ging von 22,0 % im November auf 20,1 % im Dezember zurück.

Verlangsamung des Jahreswachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor hielt im Dezember an

Die jährliche Wachstumsrate der Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet lag im Dezember bei 5,3 % und blieb somit weitgehend stabil. Dahinter verbargen sich allerdings gegenläufige Entwicklungen bei den Hauptkomponenten dieser Position. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an öffentliche Haushalte verzeichnete einen leichten Anstieg von 0,0 % im November auf 0,2 % im Dezember und lag damit zum ersten Mal seit Februar 2000 im positiven Bereich. Im Gegensatz dazu war die jährliche Zuwachsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter rückläufig; sie verringerte sich von 6,9 % im November auf 6,7 % im Dezember (siehe Tabelle 1). Ausschlaggebend für diesen Rückgang war die Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Buchkredite an den privaten Sektor von 6,6 % im November auf 6,1 % im Dezember.

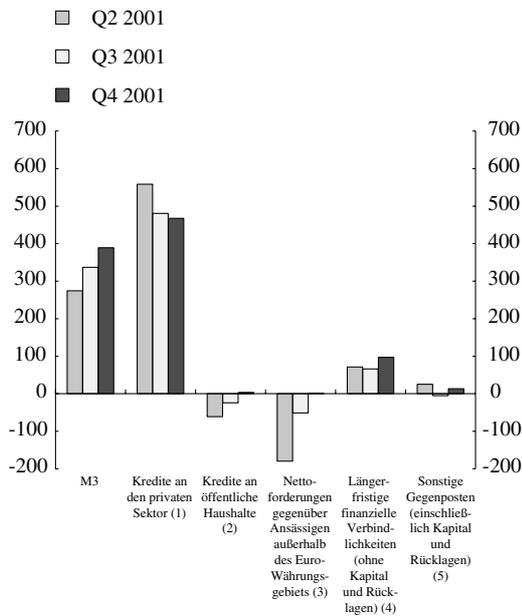
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) stieg im Dezember weiter auf 3,4 % an, verglichen mit 3,2 % im November. Die in jüngster Zeit beobachtete leichte Erholung dieser Position hängt vermutlich mit dem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve zusammen, durch den sich die Attraktivität längerfristiger Anlageformen erhöhte. Im Dezember stieg der durchschnittliche Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonats-EURIBOR auf rund 160 Basispunkte, nach einem Durchschnitt von nur 70 Basispunkten im August.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums gingen im Berichtsmonat um 8,0 Mrd € zurück, nachdem sie

¹ Die Definition des Banknotenumlaufs weicht in zweierlei Hinsicht von der des Bargeldumlaufs ab: Der Bargeldumlauf umfasst auch Münzen, enthält jedoch den Kassenbestand der MFIs nicht. Für gewöhnlich übersteigt der Wert des Banknotenumlaufs den des Bargeldumlaufs bei weitem.

Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente.

$$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$$

sechs Monate in Folge zugenommen hatten. Im Zwölfmonatszeitraum bis Dezember blieben die Nettoforderungen der MFIs im Euro-Raum gegenüber Gebietsfremden nahezu unverändert.

Emission von Schuldverschreibungen weitete sich im November aus

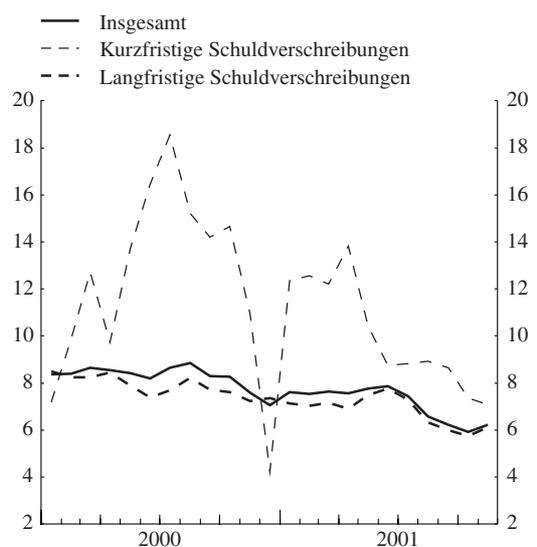
Die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 5,9 % im Oktober 2001 auf 6,2 % im November. Dies war insgesamt auf eine Beschleunigung des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen von 5,8 % im Oktober auf 6,1 % im November zurückzuführen, während die Jahresrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 7,4 % auf 7,1 % sank (siehe Abbildung 4).

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass bei der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen des Euroraums begebenen Euro-Schuldverschreibungen ein leichter Rückgang von 6,1 % im Oktober 2001 auf 6,0 % im November zu verzeichnen war. Gleichzeitig war die Emission von auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen im November relativ hoch.

Was die Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen betrifft, so verringerte sich die jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen von 5,7 % im Oktober 2001 auf 5,5 % im November. Diese Entwicklung war auf Nettotilgungen kurzfristiger Schuldverschreibungen durch diesen Sektor zurückzuführen. Auch bei der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war ein leichter Rückgang zu verzeichnen, und zwar von 18,2 % im Oktober auf 17,9 % im November.

Abbildung 4 Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ab Januar 2001 sind Angaben zu Griechenland enthalten. Aus Gründen der Vergleichbarkeit beziehen sich auch die Jahreswachstumsraten für die Zeit vor Januar 2001 auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands.

In diesem Sektor stand einer Verringerung der Wachstumsrate kurzfristiger Schuldverschreibungen eine Zunahme bei den langfristigen Schuldverschreibungen gegenüber. Die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen durch diesen Sektor hängt tendenziell mit dem Konjunkturzyklus zusammen. Im Gegensatz zu anderen Bereichen des privaten Sektors nahm das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen insgesamt von 34,9 % im Oktober auf 36,5 % im November zu.

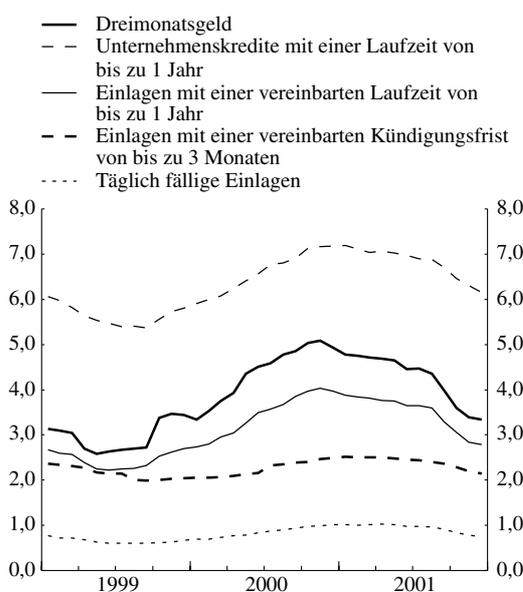
Im öffentlichen Sektor war im November 2001 gegenüber dem Vormonat ein leichter Rückgang der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen auf 2,3 % zu beobachten. Die jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen, die von sonstigen öffentlichen Haushalten begeben wurden, ging ebenfalls zurück, und zwar von 22,8 % im Oktober 2001 auf 22,5 % im November.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Dezember insgesamt kaum verändert

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren im Dezember 2001 nach wie vor leicht rückläufig und folgten damit dem gegen Ende des Jahres 2001 bei den Geldmarktzinsen beobachteten Trend (siehe Abbildung 5). Der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel im Dezember um 6 Basispunkte im Vergleich zum Vormonat, und die durchschnittliche Verzinsung der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und der täglich fälligen Einlagen nahm im selben Zeitraum um 4 bzw. 3 Basispunkte ab. Der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr sank von November bis Dezember 2001 um 15 Basispunkte, womit sich der Rückgang dieses Zinssatzes seit Anfang 2001 auf insgesamt etwa 100 Basispunkte beläuft.

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



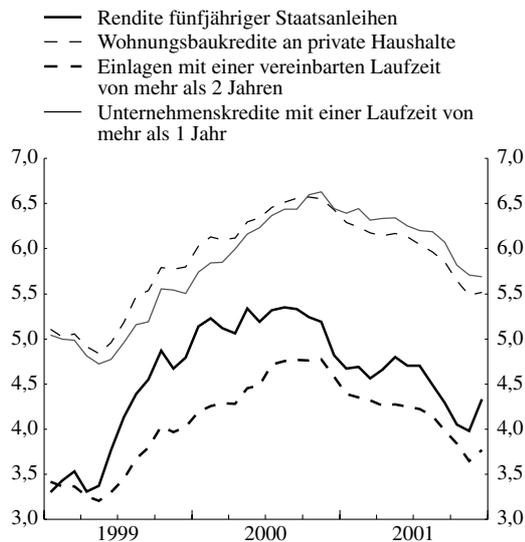
Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken wiesen im Dezember 2001 ein etwas uneinheitliches Verlaufsmuster auf. Während sich die Einlagensätze – im Einklang mit dem im Dezember beobachteten Anstieg der durchschnittlichen Rendite fünfjähriger Staatsanleihen – allgemein erhöhten, waren einige Kreditzinssätze rückläufig (siehe Abbildung 6). Die Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren legten um 4 bzw. 12 Basispunkte zu. Auch der durchschnittliche Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stieg von November bis Dezember 2001 um 4 Basispunkte an. Im Gegensatz dazu verringerte sich der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr um 2 Basispunkte. Verglichen mit den Anfang 2001 gültigen Kreditzinsen fielen die Sätze für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und Woh-

Abbildung 6
Langfristzinsen im Kundengeschäft
der Banken und vergleichbarer
Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

nungsbaukredite an private Haushalte rund 70 bzw. 80 Basispunkte niedriger aus.

Anstieg der Geldmarktzinsen im Januar

Im Januar war bei den Geldmarktzinsen ein Anstieg zu verzeichnen, der bei den längeren Laufzeiten besonders ausgeprägt war. Infolgedessen nahm die positive Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zu. Die Kurzfristzinsen, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, stiegen im selben Zeitraum ebenfalls stark an.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz war zum Jahreswechsel leicht volatil und lag geringfügig über dem Anfang Januar für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz. Grund hierfür war vor allem die relativ angespannte Liquiditätssituation infolge der Bargeldumstellung, da die Nachfrage nach Euro-Banknoten höher als zunächst angenommen war und die Rückgabe der nationalen Banknoten langsa-

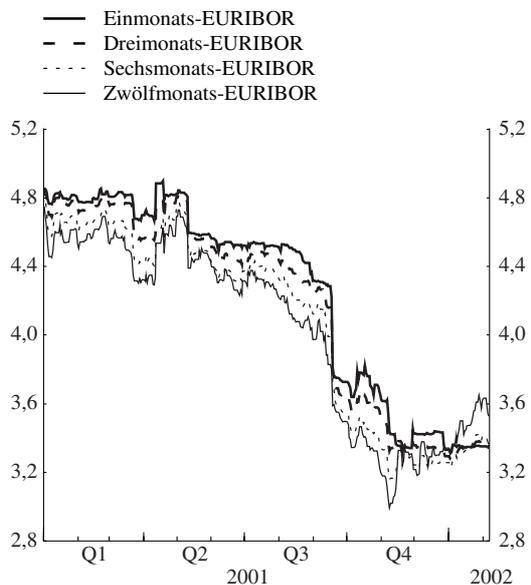
mer als erwartet verlief (siehe Kasten I). Zwei vom Eurosystem durchgeführte Feinststeuerungsoperationen, die dazu dienen sollten, den Geschäftspartnern Liquidität zuzuführen, trugen dazu bei, dass sich der EONIA schrittweise wieder auf einem Niveau einpendelte, das geringfügig über dem Mindestbietungssatz lag.

Bei den im Januar und Anfang Februar 2002 abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz zwischen 3 und 7 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze verharrten im Zeitraum zwischen Ende Dezember und dem 6. Februar auf einem Stand, der geringfügig über dem Mindestbietungssatz lag.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR erhöhten sich zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um 2 bzw. 6 Basispunkte und lagen am letztgenannten Datum bei 3,34 % bzw. 3,35 % (siehe Abbildung 7). Der marginale und der durch-

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Während der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Dezember 2001 bis zum 23. Januar 2002 wickelte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) und zwei Feinsteuerungsoperationen (FSO) ab. Die Ergebnisse sind in der folgenden Übersicht zusammengefasst.

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	28/12/2001	09/01/2002	105,6	85,0	1,2	331	3,25	3,45	3,52
HRG	02/01/2002	16/01/2002	88,7	31,0	2,9	241	3,25	3,28	3,29
HRG	09/01/2002	23/01/2002	155,9	83,0	1,9	360	3,25	3,30	3,32
HRG	16/01/2002	30/01/2002	116,8	22,0	5,3	329	3,25	3,31	3,32
HRG	23/01/2002	06/02/2002	146,3	103,0	1,4	382	3,25	3,29	3,30
FSO	04/01/2002	07/01/2002	57,6	25,0	2,3	61	3,25	3,30	3,32
FSO	10/01/2002	11/01/2002	59,4	40,0	1,5	63	3,25	3,28	3,30

Quelle: EZB.

Wegen der Bargeldumstellung war es schwieriger als sonst, den Liquiditätsbedarf in der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode vorherzusagen. In den ersten zwei Wochen des neuen Jahres war die Nachfrage nach Banknoten höher als von der EZB angenommen, und zwar aufgrund der stärker als erwartet ausgefallenen Nachfrage nach den Euro-Banknoten und des geringer als vorausgesagt ausgefallenen Rücklaufs der alten nationalen Banknoten vom Bankensystem ins Eurosystem. Um diesen höheren Liquiditätsbedarf zu decken, führte die EZB in der ersten Januarhälfte zwei liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperationen durch. Diese Operationen wurden in Form von Zinstendern zu einem Mindestbietungssatz von 3,25 % mit eintägiger Laufzeit durchgeführt. Zusätzlich zu dem Standardverfahren der Veröffentlichung von wöchentlichen Schätzungen des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems im Rahmen der regelmäßigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte aktualisierte die EZB außerdem mehrmals die veröffentlichten Schätzungen des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems.

Der EONIA stieg am letzten Geschäftstag des Jahres 2001, am Freitag, dem 28. Dezember auf 3,91 %; dies spiegelte die üblicherweise hohe Liquiditätsnachfrage der Finanzinstitute zum Jahresende aufgrund von Bilanzerwägungen wider. Die vergleichsweise angespannte Liquiditätslage und die allgemeine Unsicherheit bezüglich des Liquiditätsbedarfs der einzelnen Banken aufgrund der Bargeldumstellung führte dazu, dass der EONIA sich in den ersten drei Januarwochen um den Stand von etwa 3,35 % bewegte, d. h. etwas oberhalb des Mindestbietungssatzes (3,25 %) bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften der EZB. Zwei Tage vor Ablauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode fiel der EONIA mit 3,03 % unter den Mindestbietungssatz, und am 23. Januar sank er noch weiter auf 2,59 %, da die Liquiditätsversorgung inzwischen als reichlich eingeschätzt wurde.

So endete die Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit einer Netto-Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von insgesamt 6,4 Mrd € (wobei die Spitzenrefinanzierungsfazilität am 23. Januar mit 0,7 Mrd € und die Einlagefazilität mit 7,1 Mrd € in Anspruch genommen wurde). Zudem waren die so genannten Überschussreserven, d. h. die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beim

Eurosystem (130,4 Mrd €) und dem Mindestreserve-Soll (128,7 Mrd €), mit 1,7 Mrd € sehr viel höher als sonst. Dies weist darauf hin, dass einige Banken ihren Liquiditätsbedarf während der Bargeldumstellung nur schwer abschätzen konnten und deshalb verstärkt Liquiditätspolster bildeten. Die dadurch bedingte Verteilung der Reserven führte bei vielen Kreditinstituten zu einer frühzeitigen Erfüllung des Mindestreserve-Solls, so dass tendenziell mehr Überschussreserven als üblich angesammelt wurden.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren (d. h. die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren) entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 51,6 Mrd € (Posten (b) in der folgenden Tabelle). Die zusammen mit den Tenderankündigungen veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 33,1 Mrd € und 73,2 Mrd €. Die große Schwankungsbreite entstand hauptsächlich durch das Belastungsverfahren für die vorzeitige Abgabe des Euro-Bargelds (Frontloading), demzufolge jeweils ein Drittel des vorab ausgelieferten Betrags von 133,5 Mrd € am 2. Januar, 23. Januar und am 30. Januar belastet wurde. Wie bereits oben erwähnt lagen in den ersten zwei Wochen der Bargeldumstellung die Ist-Zahlen um bis zu 15,4 Mrd € über den Schätzungen. Im restlichen Verlauf der Erfüllungsperiode blieben sie dagegen um bis zu 7,1 Mrd € hinter den Schätzungen zurück. Diese ungewöhnlich großen Abweichungen zwischen den veröffentlichten Zahlen und dem tatsächlichen Ergebnis resultierten aus den Problemen bei der Vorhersage des Banknotenumlaufs während der Bargeldumstellung.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Dezember 2001 bis 23. Januar 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	182,6	0,6	+ 182,0
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	118,5	-	+ 118,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+ 60,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,6	- 0,1
Sonstige Geschäfte	3,7	-	+ 3,7
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	385,2	436,8	- 51,6
Banknotenumlauf	-	344,3	- 344,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	38,3	- 38,3
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	385,2	-	+ 385,2
Sonstige Faktoren (netto)	-	54,2	- 54,2
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			130,4
(d) Mindestreserve-Soll			128,7

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

schnittliche Zuteilungssatz bei dem am 31. Januar dieses Jahres abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen bei 3,31 % bzw. 3,33 % und damit nahe an dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Dreimonats-EURIBOR sowie 2 Basispunkte über den entsprechenden Zuteilungssätzen bei dem am 21. Dezember 2001 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt stiegen die Zinssätze stärker an. Der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR erhöhten sich im Zeitraum zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um 12 bzw. 20 Basispunkte auf 3,37 % bzw. 3,53 %. Aufgrund dieser Entwicklung nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve, die anhand der Differenz zwischen dem Zwölf-

monats- und dem Einmonats-EURIBOR ermittelt wird, im Berichtszeitraum erheblich von 1 Basispunkt auf 19 Basispunkte zu.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, stiegen im Verlauf des Januar ebenfalls stark an. Insgesamt erhöhten sich die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni und September 2002 zum Ausdruck kommen, im Zeitraum zwischen Ende Dezember und dem 6. Februar um 18, 17 bzw. 8 Basispunkte und lagen am 6. Februar bei 3,32 %, 3,36 % bzw. 3,55 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Januar und Anfang Februar weitgehend stabil

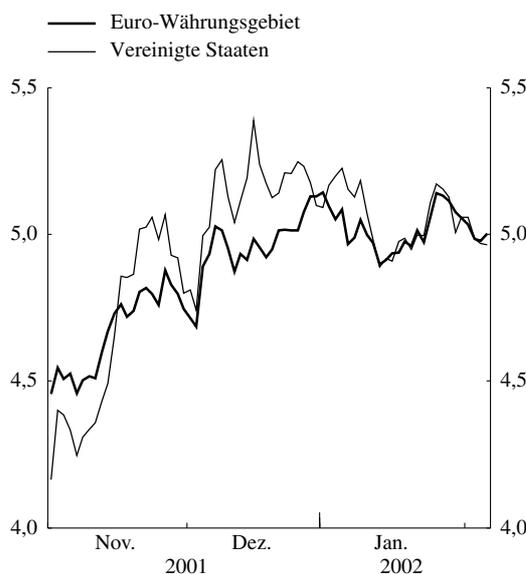
Die durchschnittlichen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet blieben zwischen Ende Dezember und dem 6. Februar insgesamt weitgehend unverändert und beliefen sich zum Schluss auf rund 5 % (siehe Abbildung 8), wenngleich sie im Verlauf des Januar Schwankungen ausgesetzt waren. In den Vereinigten Staaten unterlagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Januar ebenfalls Schwankungen, veränderten sich jedoch insgesamt gesehen kaum und lagen am 6. Februar bei rund 5 %. Infolgedessen blieb der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet insgesamt weitgehend unverändert und betrug am 6. Februar annähernd null.

In den Vereinigten Staaten verzeichneten die Staatsanleiherenditen bis Mitte Januar über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg starke Rückgänge, denen gleichermaßen ausgeprägte Anstiege folgten. Diese aufeinander folgenden gegenläufigen Entwicklungen waren in erster Linie auf eine Neubewertung der Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten seitens der Marktteilnehmer zurückzuführen. In der ersten Januarhälfte schienen die Marktteilnehmer die Aussichten für eine

Abbildung 8

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet auch die Daten zu Griechenland.

schnelle Konjunkturerholung nicht optimistisch einzuschätzen. Diese Beurteilung änderte sich später, und die Veröffentlichung positiver Wirtschaftsdaten ließ die Anleiherenditen steigen. Allerdings schien die Unsicherheit hinsichtlich der Verlässlichkeit der Angaben zu den Unternehmensgewinnen zu Investitionsverschiebungen zu Ungunsten der Aktienmärkte zu führen, die diesem Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Staatsanleihen entgegenzuwirken schienen. Im Gegensatz zu den starken Schwankungen der langfristigen Zinssätze verringerte sich die Unsicherheit der Investoren hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der US-Anleiherenditen, die in der impliziten Volatilität zum Ausdruck kommt, zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar dieses Jahres von 9,1 % auf rund 8,5 %. Der letztgenannte Wert lag allerdings immer noch 2 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen drei Jahre, worin die anhaltende Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Konjunkturaussichten zum Ausdruck kommt.

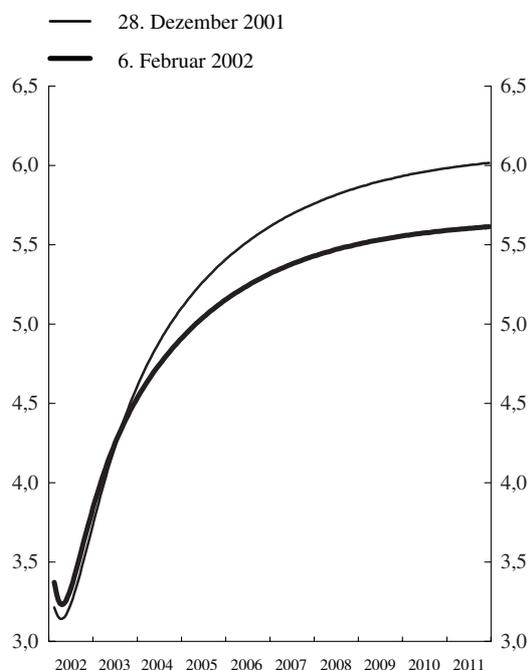
In Japan stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um etwa 15 Basispunkte und lagen am letztgenannten Datum bei rund 1,5 %, dem höchsten Stand der letzten neun Monate. Die Anzeichen für eine anhaltend schwache und von Deflationstendenzen geprägte japanische Wirtschaft könnten einen Abwärtsdruck auf die Renditen der japanischen Staatsanleihen ausgeübt haben, der aber scheinbar von einem Anstieg der Kreditrisikoprämie für Schuldentitel des japanischen Staats ausgeglichen wurde.

Hinter den im Euro-Währungsgebiet zwischen dem 31. Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 insgesamt nur wenig veränderten Renditen zehnjähriger Staatsanleihen verbargen sich während dieses Zeitraums Schwankungen von ähnlichem Ausmaß wie in den Vereinigten Staaten. Im Gegensatz zu den langfristigen Anleihen, deren Renditen insgesamt stabil waren, erhöhten sich die Renditen zweijähriger Anleihen im Eurogebiet um 15 Basispunkte. Dies hatte eine Abflachung der Zinsstrukturkurve, d. h. eine Verringerung der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger und zweijähriger Anleihen, um 30 Basispunkte auf rund 115 Basispunkte zur Folge. Allerdings wurde der Verlauf der aus der Differenz zwischen den Renditen zweijähriger Anleihen und dem Dreimonats-EURIBOR errechneten Zinsstrukturkurve zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 etwas steiler und erreichte rund 50 Basispunkte. Dies spiegelte eine leicht veränderte Einschätzung unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der zu erwartenden Entwicklung der Kurzfristzinsen im Euroraum wider, welche sich auch für den mittleren Laufzeitenbereich in einem geringfügig flacheren Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet im genannten Berichtszeitraum niederschlug (siehe Abbildung 9). Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die kurzfristige Entwicklung zehnjähriger Anleihen, wie sie in der impliziten Volatilität am Anleihemarkt zum Ausdruck kommt, ging zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um etwa 1,5 Prozentpunkte auf einen Stand von 4,9 % zurück

und lag damit um ½ Prozentpunkt unter dem von Januar 1999 bis Dezember 2001 verzeichneten Durchschnittswert.

Die Entwicklung an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets scheint auf leicht verbesserte Konjunkturerwartungen des Marktes für die nähere Zukunft hinzudeuten, sowie auf die Einschätzung, dass sich die konjunkturellen Abwärtsrisiken im Euroraum verringert haben. Für diese Interpretation sprechen die Entwicklung der impliziten Volatilität am Anleihemarkt und die zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 insgesamt geringfügig veränderte Realrendite französischer indexgebundener Anleihen im Zehnjahresbereich (siehe Kasten 2). Die anhand der Renditedifferenz zwischen indexierten Anleihen und festverzinslichen An-

Abbildung 9
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.
 Anmerkung: Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Termin-Zinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Termin-Zinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht von Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

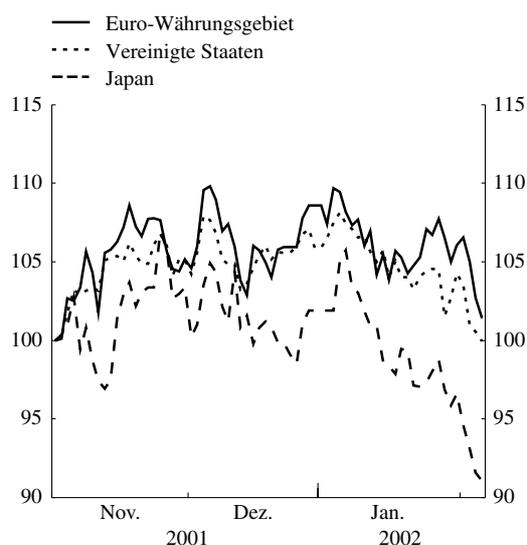
leihen mit vergleichbarer Laufzeit errechneten zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten waren während dieses Zeitraums weitgehend stabil, was darauf hindeutet, dass die durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet praktisch unverändert geblieben sind.

Rückgang der Aktienkurse im Januar und Anfang Februar

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan waren, gemessen am Dow Jones Euro STOXX, dem Standard & Poor's 500 bzw. dem Nikkei 225, zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 alle rückläufig (siehe Abbildung 10). Gemessen an der impliziten Volatilität erhöhte sich gleichzeitig die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung dieser drei Indizes (siehe Abbildung 11). Wengleich die Marktteilnehmer im Verlauf des Januars

Abbildung 10 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Index: 1. November 2001 = 100; Tageswerte)

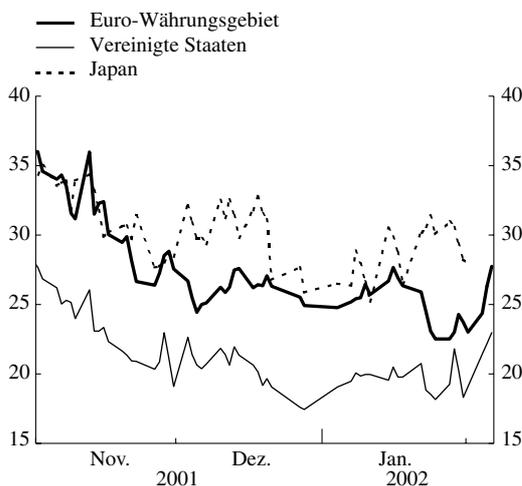


Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet auch die Daten zu Griechenland.

Abbildung 11 Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Optionspreisen von Aktienkursindizes impliziert wird. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

vermehrt Anzeichen dafür wahrnahmen, dass die konjunkturelle Talsohle in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet bereits durchschritten ist, wurden die Aktienmärkte nach wie vor von den verhaltenen Gewinnerwartungen negativ beeinflusst.

In den Vereinigten Staaten ist der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um 6 % zurückgegangen und erreichte damit ein Dreimonatstief. Dies war hauptsächlich auf einen wachsenden Pessimismus unter den Anlegern bezüglich der Aussichten für eine rasche Erholung der Unternehmensgewinne zurückzuführen. Insbesondere nachdem verschiedene Unternehmen im Energie-, Einzelhandels- und Telekommunikationssektor im Dezember und Januar Konkurs angemeldet hatten, nahm dieser Pessimismus weiter zu. Andere Firmen gaben gleichfalls wegen finanzieller Probleme (wie unerwartet niedriger Erträge oder Schwierigkeiten bei der Schuldentilgung)

Kasten 2

Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen

Langfristige Anleihen, deren Kupons an eine Inflationsrate gebunden sind, bieten eine Messgröße für die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer. Von September 1998 bis Oktober 2001 war im Euroraum nur eine Anleihe dieser Art verfügbar. Diese wurde von der französischen Regierung begeben und ist an den französischen Verbraucherpreisindex (VPI) ohne Tabakwaren gebunden.¹ Am 1. November 2001 begab die französische Regierung eine neue Anleihe, die an eine Messgröße der Inflation im Eurogebiet gekoppelt ist, nämlich an die vorläufige Schätzung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) des Euroraums unter Ausklammerung von Tabakwaren.² Anhand dieses neuen Finanzinstruments lassen sich nun genauere Informationen zu den langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet gewinnen.

Die langfristigen Inflationserwartungen können aus indexierten Anleihen anhand der Differenz zwischen der nominalen Rendite einer Standardanleihe und der realen Rendite einer inflationsindexierten Anleihe desselben Emittenten mit vergleichbarer Laufzeit abgeleitet werden. Diese Messgröße wird generell als Breakeven-Inflationsrate bezeichnet, da sie die geschätzte Höhe der erwarteten Inflation angibt, bei der ein Anleger unter bestimmten Annahmen von beiden Anleihen dieselbe Rentabilität erwarten würde. Seit der Emission der neuen Anleihe hat die daraus berechnete Breakeven-Inflationsrate im Durchschnitt bei rund 1,8 % gelegen,³ d. h. etwa 50 Basispunkte über der Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der an den französischen VPI ohne Tabakwaren gebundenen Anleihe ergibt. Die Differenz zwischen diesen beiden Raten dürfte ein Anzeichen dafür sein, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen für Frankreich von denen für das Eurogebiet insgesamt unterscheiden.

Seit 1995 liegt die auf Jahresrate hochgerechnete Preissteigerung gemessen am französischen VPI ohne Tabakwaren 55 Basispunkte unter der entsprechenden Rate auf der Grundlage des HVPI für das Eurogebiet ohne Tabakwaren.⁴ Die jüngste Veröffentlichung langfristiger Prognosen von *Consensus Economics* vom Oktober 2001 deutet darauf hin, dass diese Differenz nach Auffassung der Prognostiker noch einige Zeit bestehen bleiben wird. Die Erhebung zeigt, dass die Differenz zwischen den langfristigen Inflationserwartungen in Frankreich und im gesamten Euroraum etwa 30 Basispunkte betragen dürfte.⁵

Es sollte jedoch bedacht werden, dass Breakeven-Inflationsraten keine vollkommen verlässliche Messgröße für die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie von verschiedenen Prämien beeinflusst werden. So kommen in den Breakeven-Inflationsraten der an den HVPI des Eurogebiets und den französischen VPI gebundenen Anleihen nicht nur die Inflationserwartungen für das Eurogebiet bzw. Frankreich zum Tragen, sondern auch eine positive Inflationsrisikoprämie sowie eine negative Prämie wegen der höheren Liquidität der nominalen Anleihen, die der Breakeven-Inflationsrate zu Grunde liegen. Somit könnte die oben erwähnte Differenz zwischen der Breakeven-Inflationsrate der an den französischen VPI gekoppelten Anleihe und der entsprechenden Rate der an den HVPI für den Euroraum gebundenen Anleihe auch zu einem gewissen Teil mit der unterschiedlichen Liquidität der beiden indexgebundenen Anleihen zusammenhängen. Es ist

¹ Eine detailliertere Darstellung französischer preisindexierter Anleihen und ihres Informationsgehalts findet sich im Kasten „Ableitung von Inflationserwartungen aus an Preisindizes gebundenen Anleihen“ im Monatsbericht vom Februar 1999.

² Diese Schätzung bezieht sich auf die ersten offiziellen Eurostat-Daten zum HVPI für das Eurogebiet und unterscheidet sich daher von den von Eurostat berechneten „Blitzprognosen“. Die Schätzung hat insofern vorläufigen Charakter, als die HVPI-Daten für einige der Länder des Eurogebiets am Tag der Pressemitteilung noch vorläufig und nachträgliche Änderungen nicht auszuschließen sind. Tabakwaren müssen aus der Berechnung ausgeklammert werden, um dem französischen Gesetz zur Anti-Tabak-Kampagne zu entsprechen.

³ Bei der nominalen Anleihe, auf der die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate in diesem Kasten basiert, handelt es sich um die *Obligation Assimilable du Trésor (OAT)* mit Fälligkeit im Dezember 2012.

⁴ Mangels verfügbarer Daten für den HVPI im Eurogebiet ohne Tabakwaren lassen sich die Preisindizes für den Zeitraum vor 1995 nicht vergleichen.

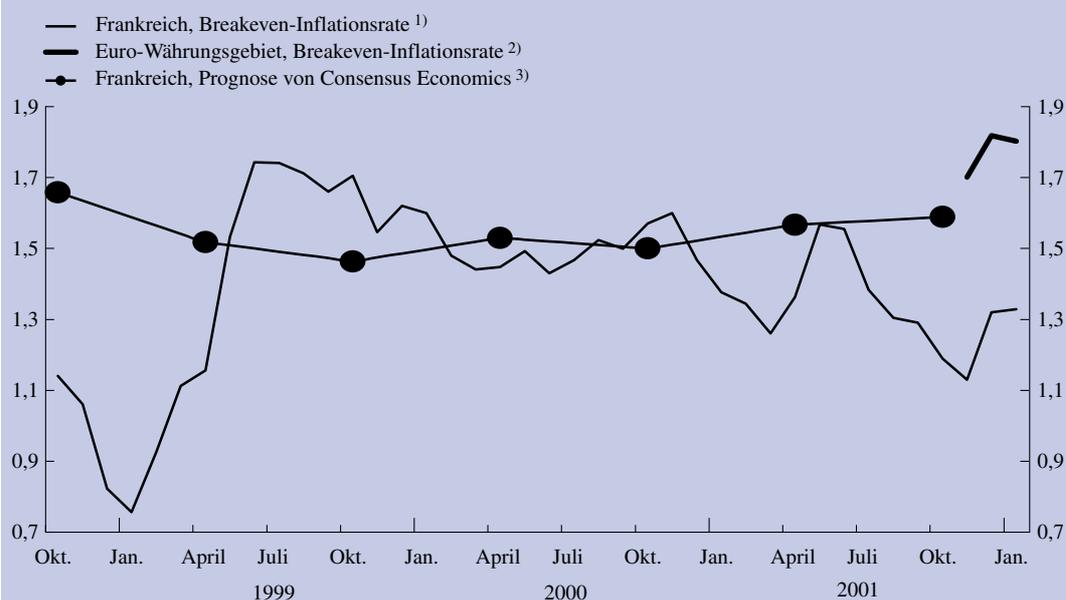
⁵ *Consensus Economics* veröffentlicht keine langfristige Inflationsprognose für das Eurogebiet insgesamt. Die hier verwendete Zahl für das Eurogebiet wurde anhand der Angaben zum nationalen VPI für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande berechnet. Auf diese Länder entfällt ein Anteil von etwa 85 % des HVPI für das Eurogebiet.

allerdings schwierig, diese Differenz genau zu beziffern. Außerdem könnte sich die höhere Breakeven-Inflationsrate der an den HVPI für den Euroraum gebundenen Anleihe auch teilweise mit der längeren Laufzeit dieser Anleihe (2012) gegenüber der an den französischen VPI gekoppelten Anleihe (2009) erklären lassen.

Um einen Anhaltspunkt für die relative Bedeutung solcher Prämien zu erhalten, ist es nützlich, die Breakeven-Inflationsraten über einen längeren Zeitraum hinweg mit anderen Messgrößen der Inflationserwartungen zu vergleichen. Da die neue Anleihe erst vor drei Monaten begeben wurde, können nur aus der alten, im September 1998 begebenen preisindexierten Anleihe Schlussfolgerungen gezogen werden. Die unten stehende Abbildung zeigt die für die alte Anleihe berechnete Breakeven-Inflationsrate sowie die langfristigen Inflationserwartungen für Frankreich gemäß der Erhebung von *Consensus Economics* ab Oktober 1998. Auffallend ist, dass die beiden Kurven außer im Zeitraum um Oktober 1998 und Oktober 2001 sehr eng beieinander liegen. Zwischen April 1999 und April 2001 betrug die absolute Differenz zwischen den beiden Messgrößen im Durchschnitt nur rund 20 Basispunkte. Ähnlich verhält es sich mit der neuen, an den HVPI für das Eurogebiet ohne Tabakwaren gebundenen Anleihe. Hier lag die durchschnittliche Breakeven-Inflationsrate für Januar 2002 rund 10 Basispunkte unter der langfristigen Inflationserwartung für das Euro-Währungsgebiet laut *Consensus Economics* und auf demselben Niveau wie die im vierten Quartal 2001 von dem *Survey of Professional Forecasters* der EZB ermittelten Erwartungen für die Inflationsrate im Euroraum in fünf Jahren.

Verschiedene Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Französisches Schatzamt, Reuters und Consensus Economics.

1) Differenz zwischen der Nominalrendite der französischen OAT mit Fälligkeit im April 2009 und der realen Rendite französischer, an den französischen VPI gebundener Anleihen mit Fälligkeit 2009.

2) Differenz zwischen der Nominalrendite der französischen OAT mit Fälligkeit im Dezember 2012 und der realen Rendite französischer, an den HVPI des Euro-Währungsgebiets gebundener Anleihen mit Fälligkeit 2012.

3) Durchschnittliche Inflationserwartungen für Frankreich für den Zeitraum bis 2009 gemäß Consensus Economics.

Die deutlichen Abweichungen, die Ende 1998 und Ende 2001 zwischen der französischen Breakeven-Inflationsrate und den von *Consensus Economics* erhobenen langfristigen Inflationserwartungen für Frankreich zu verzeichnen waren, lassen sich wahrscheinlich zum größten Teil durch eine Betrachtung der Liquiditätslage erklären. In beiden Zeiträumen waren die Finanzmärkte von außergewöhnlichen Turbulenzen geprägt: im Herbst 1998 wegen der Auswirkungen der Asienkrise (speziell der Russlandkrise und des Ausfalls des

Hedgefonds LTCM) und im Herbst 2001 im Gefolge der Terroranschläge vom 11. September. In diesen Zeiträumen wandten sich risikoscheue Anleger zunehmend sicheren und liquiden Anlageformen zu. Da indexgebundene Anleihen in der Regel weniger liquide sind als nominale Anleihen, geht der Nominalzins in solchen Zeiten generell stärker zurück als der Realzins, was einen Abwärtsdruck auf die Breakeven-Inflationsrate zur Folge hat. Somit scheint die V-förmige Bewegung der Breakeven-Inflationsrate nach September 2001 vor allem auf die unterschiedliche Auswirkung der Kapitalflüsse im Zusammenhang mit dieser „Flucht in die Sicherheit“ (und ihrer anschließenden Umkehr) auf die realen und nominalen Anleiherenditen zurückzuführen zu sein, welche wiederum mit der unterschiedlichen Liquidität an den entsprechenden Märkten zusammenhing, und nicht auf Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen. Dies wird auch durch andere Messgrößen der Inflationserwartungen bekräftigt, die sich nach dem 11. September 2001 nur wenig änderten. Die Liquiditätsprämie kann also – besonders, wenn die Finanzmärkte von außergewöhnlich starken Turbulenzen geprägt sind – zu erheblichen Verzerrungen bei der Breakeven-Inflationsrate führen. Auch in ruhigeren Zeiten kann die Breakeven-Inflationsrate durch die Liquiditätsprämie nach unten verzerrt werden, wenngleich dieser Effekt dann in der Regel weniger stark ausfällt und im Verlauf der Zeit geringeren Schwankungen unterliegt.

Aus dieser Analyse lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen. Erstens sollte die Entwicklung von Breakeven-Inflationsraten immer auch anhand von anderen Messgrößen der Inflation gegengeprüft werden, und es sollte eine gründliche Analyse der Schocks erfolgen, die plötzliche kräftige Bewegungen der Breakeven-Inflationsraten nach sich ziehen könnten. Zweitens kann es angesichts der verschiedenen Prämien, die sich in den Breakeven-Inflationsraten niederschlagen, sinnvoller sein, das Augenmerk auf die Veränderungen dieser Raten zu lenken statt lediglich auf ihre Höhe.

Warnungen aus. Darüber hinaus kam es unter den Marktteilnehmern verstärkt zu Bedenken hinsichtlich der Verlässlichkeit der Daten zur Ertragslage der Unternehmen in den USA. Vor diesem Hintergrund haben die Anleger offenbar Mittel vom Aktienmarkt in den Staatsanleihenmarkt umgeschichtet.

In Japan fiel der Nikkei 225 zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. Februar 2002 um 11 % und erreichte somit den tiefsten Stand seit 18 Jahren. Der Aktienmarkt wurde nach wie vor negativ durch die Einschätzung der Marktteilnehmer beeinflusst, die davon ausgingen, dass die binnenwirtschaftliche Schwäche anhalten und damit zu einer weiteren Verschlechterung der Arbeitslosenzahlen und der Produktion im verarbeitenden Gewerbe führen würde. Ferner schienen auch die Sorgen am Markt über die Schwäche des Bankensektors und die Verluste im Einzelhandel anzuhalten. Die implizite Aktienkursvolatilität blieb im Januar auf einem Stand, der dem Durchschnitt des Vorjahres entsprach.

Im Euro-Währungsgebiet sank der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index zwischen Ende De-

zember 2001 und dem 6. Februar 2002 um 7 %. Im Wesentlichen war dies offensichtlich auf eine von Bedenken über die Verlässlichkeit der Gewinndaten – insbesondere Ende Januar und Anfang Februar – ausgehende Sogwirkung aus den USA zurückzuführen. Dies dürfte die sich verbessernde Stimmung am Markt im Hinblick auf die Konjunkturaussichten des Euroraums überwogen haben. Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass die rückläufigen Aktienkurse großenteils durch relativ hohe Kursverluste bei den Technologie- und Telekommunikationswerten bedingt waren. Ursache für die weniger optimistische Markteinschätzung der Perspektiven für den Telekommunikationssektor war insbesondere ein – aufgrund von Marktsättigung und Unsicherheit über die Rentabilität der Investitionen in Telekommunikationsprojekte der dritten Generation – geringerer Anstieg der Verkaufszahlen. Die implizite Aktienkursvolatilität erhöhte sich in diesem Umfeld gegen Monatsende und lag am 6. Februar 2002 auf einem Niveau knapp über dem Durchschnitt der Jahre 2000 und 2001.

2 Preisentwicklung

Vorausschätzung von Eurostat weist auf eine höhere Jahresteuerrate nach dem HVPI im Januar 2002 hin

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich die Jahresteuerrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet von 2,1 % im Dezember 2001 auf 2,5 % im Januar 2002. Zwar ist diese Vorausschätzung mit einiger Unsicherheit behaftet, da sie auf vorläufigen nationalen Angaben beruht, doch scheint dieser Anstieg der Teuerung nach dem HVPI eine Reihe von Sonderfaktoren widerzuspiegeln. So können die höheren Preise für Obst und Gemüse auf die ungünstigen Witterungsverhältnisse zurückgeführt werden. Darüber hinaus dürfte die in einigen Euro-Ländern vor-

genommene Anhebung der Tabaksteuer zu einem Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln geführt haben. Unter Berücksichtigung der oben erwähnten Faktoren deutet nichts mehr auf einen nennenswerten Aufwärtsdruck auf die Preise aufgrund der Euro-Bargeldumstellung hin. Eine tiefer greifende Analyse der zugrunde liegenden Entwicklungen wird nach der Veröffentlichung der amtlichen Zahlen zur Teuerungsrate nach dem HVPI im Januar 2002 und ihrer einzelnen Preiskomponenten möglich sein. Die für Januar 2002 gemessene höhere Inflationsrate bestätigt die Erwartungen der letzten Zeit, dass der Rückgang der Teuerung in den ersten Monaten des laufenden Jahres aufgrund von Basiseffekten, staatlichen Maßnahmen

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2002
				Q1	Q2	Q3	Q4	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,1	2,4	2,7	2,6	3,2	2,7	2,2	2,8	2,5	2,4	2,0	2,1	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,7	2,8	3,5	2,7	1,8	2,8	2,3	2,1	1,5	1,7	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,6	3,2	5,0	5,3	4,9	5,2	5,2	5,2	4,7	4,7	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,0	1,2	2,9	2,0	2,8	3,4	3,5	3,4	3,5	3,6	3,5	3,6	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,1	1,7	7,2	5,2	8,4	8,1	6,9	7,8	7,8	7,8	6,5	6,6	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,8	2,6	2,8	1,5	0,3	1,7	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,5	1,2	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	.
Energie	2,3	13,4	2,8	7,3	7,3	1,2	-4,1	2,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,6	.
Dienstleistungen	1,6	1,7	2,5	2,3	2,5	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	1,7	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	.
Lohnstückkosten ²⁾	1,3	1,1	.	2,2	2,5	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,0	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,3	2,5	.	2,4	2,5	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,7	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6
Rohstoffpreise ⁵⁾	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-10,7	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Internationale Rohölbörse, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

(z. B. Steueränderungen) oder der Entwicklung einiger volatiler Komponenten leicht erratisch sein dürfte.

Der geringe Anstieg der Teuerungsrate nach dem HVPI von November bis Dezember 2001 – von 2,0 % auf 2,1 % – spiegelt eine leichte Erhöhung der Jahresänderungsraten aller wichtigen Teilkomponenten des HVPI wider, mit Ausnahme der Rate der Dienstleistungspreise, die unverändert blieb (siehe Tabelle 2). Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie stieg von 2,4 % im November auf 2,5 % im Dezember 2001.

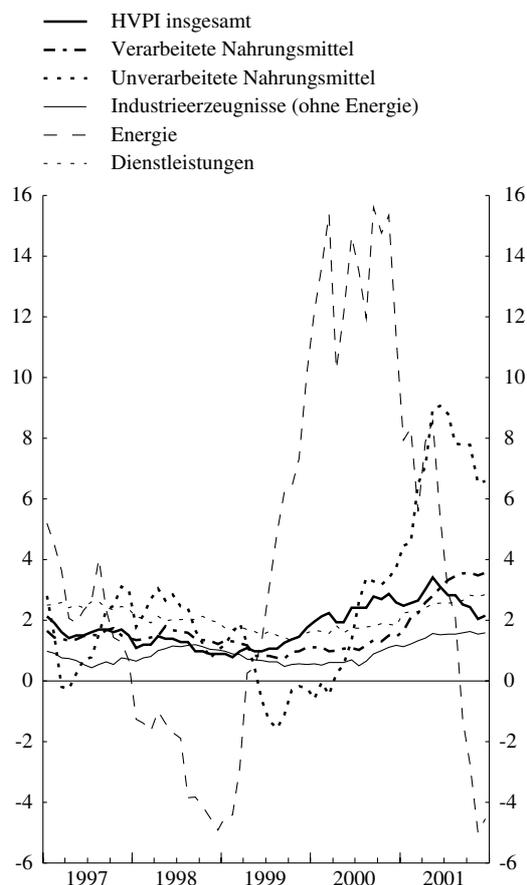
Wenngleich sich die Jahreswachstumsraten sowohl des HVPI insgesamt als auch des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie von November bis Dezember 2001 etwas erhöhten, zeigen die kurzfristigen Veränderungen, gemessen anhand der auf die Jahresrate hochgerechneten saisonbereinigten Dreimonatsrate, dass das in letzter Zeit zu beobachtende Nachlassen des kurzfristigen Preisauftriebs im Dezember anhielt. Allerdings sind diese kurzfristigen Veränderungen aufgrund ihres recht volatilen Charakters mit Vorsicht zu interpretieren.

Die Jahresrate des Rückgangs der Energiepreise lag im Dezember 2001 bei 4,6 %, verglichen mit 5,0 % im November (siehe Abbildung 12). Diese verhaltenere Abschwächung ist in vollem Umfang auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit den niedrigeren Energiepreisen im Dezember 2000 zurückzuführen. So sank das Energiepreisniveau im Dezember 2001 gegenüber dem Vormonat um 1,1 %, was teilweise auf dem leichten Rückgang der Ölpreise von 21,7 € je Barrel im November auf 21,5 € im Dezember beruhte. Im Januar 2002 zogen die Ölpreise an und wurden im Durchschnitt mit 22,6 € je Barrel notiert.

Die Jahresänderungsrate sowohl der Preise für verarbeitete als auch der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich im Dezember 2001 um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf 3,6 % bzw. 6,6 %. Die erhöhte Jahressteigerungsrate der Preise für unverarbeitete

Abbildung 12 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

Nahrungsmittel ist ausschließlich auf die höheren Gemüsepreise infolge des durch die Witterungsverhältnisse beeinträchtigten Marktangebots zurückzuführen. Mit Nachlassen der negativen Auswirkungen der Witterungsverhältnisse wird ein Absinken der Jahresänderungsraten erwartet.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) erhöhte sich im Dezember 2001 leicht auf 1,6 %. Die Veränderungsrate dieser Komponente gegenüber dem Vorjahr blieb seit Mai 2001 weitgehend unverändert. Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise war – im dritten Monat in Folge – stabil und lag im Dezem-

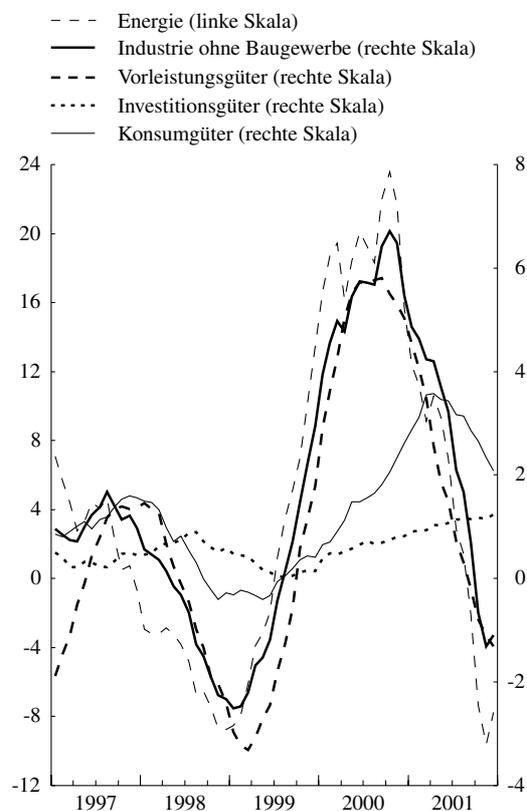
ber 2001 bei 2,8 %. Dies lässt auf eine beginnende Abschwächung der zeitlich verzögerten Auswirkungen des vorangegangenen Ölpreisanstiegs auf diese beiden Komponenten schließen.

Die jährliche Steigerungsrate nach dem HVPI lag 2001 im Durchschnitt bei 2,7 %

Mit dem im Dezember erzielten Wert von 2,1 % belief sich die jährliche durchschnittliche Steigerungsrate des HVPI auf 2,7 % und lag somit 0,3 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Steigerungsrate des Jahres 2000. Die entsprechende durchschnittliche Änderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie beträgt 2,2 %, gegenüber 1,3 % im Jahr 2000.

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

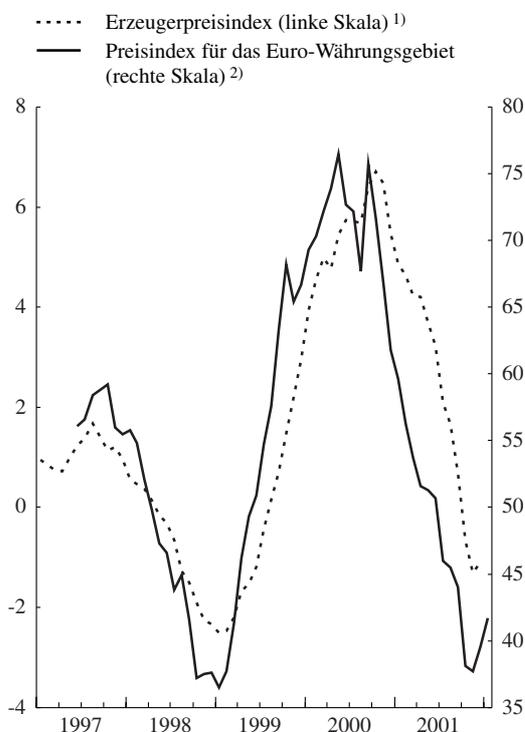
Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

Weiter nachlassender Druck auf die Erzeugerpreise im Dezember 2001

Der Preisdruck im Industriesektor ließ im Dezember 2001 weiter nach, was sich in der Entwicklung aller wichtigen Teilkomponenten widerspiegelte. Zwar verlangsamte sich der Rückgang der Jahresrate (siehe Abbildung 13) der industriellen Erzeugerpreise im Dezember 2001 etwas (auf 1,1 %, gegenüber 1,3 % im November), aber das Niveau der Erzeugerpreise sank weiterhin. Der leicht gebremste Rückgang der Jahresrate liegt ausschließlich in einem Basiseffekt (im Zusammenhang mit der starken Abschwächung der Energiepreiskomponente im Dezember 2000) begründet.

Abbildung 14 Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

Den jüngsten Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Reuters-Umfrage zum Purchasing Managers' Index zufolge lag der Indexwert auch für Januar 2002 unter 50; dies zeigt einen weiteren Rückgang der Durchschnittspreise für Vorleistungen im verarbeitenden Gewerbe an (siehe Abbildung 14). Der erwartete Rückgang war jedoch weniger ausgeprägt als in den vorangegangenen drei Monaten, was wiederum mit dem von Dezember 2001 bis Januar 2002 zu verzeichnenden Anstieg der Preise für Energie und für Rohstoffe ohne Energie in Einklang steht.

Anstieg der Arbeitskosten vom zweiten bis dritten Quartal weitgehend unverändert

Bis zum Ende des dritten Quartals 2001 blieb die Lohnentwicklung gemäßigt. Dies spiegelt sich nicht nur in den verfügbaren Informationen über die Tariflöhne wider, sondern auch in der Jahressteigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, die vom zweiten bis dritten Quartal 2001 unverändert 2,5 % betrug. Auch die Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität lag während dieses Zeitraums unverändert bei 0,0 %. In diesem niedrigen Anstieg des Arbeitsproduktivitätsniveaus schlägt sich die konjunkturelle Abschwächung nieder. Aufgrund der unveränderten Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität wird geschätzt, dass die Lohnstück-

kosten sowohl im zweiten als auch im dritten Quartal 2001 im Vorjahresvergleich um 2,5 % angestiegen sind.

Gemäß der zweiten von Eurostat veröffentlichten Schätzung erhöhten sich die Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im dritten Quartal 2001 gegenüber dem Vorjahr um 3,4 %, verglichen mit 2,9 % im vorangegangenen Quartal. Die jüngste Entwicklung der Gesamtarbeitskosten pro Stunde ist jedoch nicht auf einen echten Arbeitskostendruck, sondern auf veränderte Lohnzahlungspraktiken (Behandlung von Sonderzahlungen, rückwirkenden Zahlungen usw.) in einem Land des Euro-Währungsraums zurückzuführen; daher wird derzeit davon ausgegangen, dass der Anstieg der Arbeitskosten überzeichnet ist.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so ist eine Fortführung der derzeitigen Lohnzurückhaltung geboten, um mittelfristig die Beschäftigung zu erhöhen und günstige Perspektiven für die Preisstabilität zu fördern. Vor diesem Hintergrund wird die EZB die kommenden Tarifverhandlungen genau beobachten und alle Anzeichen für einen Anstieg der Arbeitskosten einer Bewertung unterziehen. Falls die Lohnzurückhaltung beibehalten wird und sich auch andere wesentliche Faktoren günstig entwickeln, dürfte die jährliche Teuerungsrate in diesem Jahr auf unter 2 % sinken, was der Definition der EZB von Preisstabilität entspricht.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Weiterhin gedämpfte Konjunktur-entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2001

Wie in der letzten Ausgabe des Monatsberichts angeführt, nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal des letzten Jahres um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu. Die Wachstumsrate blieb damit gegenüber dem zweiten Vierteljahr unverändert (siehe Tabelle 3). Bei den einzelnen Beiträgen zu den vierteljährlichen Wachstumsraten waren jedoch in den beiden Quartalen leicht unterschiedliche Entwicklungen zu verzeichnen. Im dritten Quartal fiel der Beitrag der inländischen Nachfrage mit -0,1 Prozentpunkten negativ aus, während der Außenbeitrag

+0,2 Prozentpunkte beisteuerte. Somit kehrte sich die im zweiten Quartal 2001 beobachtete Entwicklung um, als der Außenbeitrag einen negativen und die Inlandsnachfrage einen positive Wachstumsbeitrag leistete.

Aus den Angaben zur Industrieproduktion lassen sich gewisse Rückschlüsse auf die Konjunkturentwicklung im Schlussquartal 2001 ziehen. Im Vergleich zum Vormonat sank die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im November um 0,7 %, nach einem Rückgang von 1,5 % im Oktober (siehe Tabelle 4). Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt verringerte sich die industrielle Erzeugung im Dreimonatszeitraum bis November um 1,5 % gegenüber dem entsprechenden Zeitraum bis August. Da die Industriepro-

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %; saisonbereinigt)

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾									Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1998	1999	2000	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,9	2,6	3,4	3,2	2,8	2,5	1,6	1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	
<i>darunter:</i>														
Inländische Verwendung	3,6	3,2	2,8	2,8	2,2	1,7	1,0	0,8	0,1	0,5	0,2	0,3	-0,1	
Private Konsumausgaben	3,0	3,2	2,6	2,5	1,9	2,0	1,8	1,8	0,1	0,2	0,9	0,5	0,2	
Konsumausgaben des Staats	1,2	2,1	1,9	1,6	1,6	2,0	2,0	2,1	0,1	0,7	0,7	0,4	0,2	
Bruttoanlageinvestitionen	5,2	5,4	4,4	3,9	3,3	1,4	-0,4	-1,3	0,9	0,0	-0,4	-0,8	0,0	
Vorratsveränderungen ^{3),4)}	0,4	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-0,2	
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	-0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,2	
Exporte ⁵⁾	7,3	5,2	11,9	12,2	11,9	8,8	5,2	0,8	3,5	2,4	-0,2	-0,6	-0,7	
<i>darunter:</i> Waren	7,3	4,9	12,2	12,2	12,3	9,9	4,6	1,1	3,4	2,4	0,2	-1,5	-0,1	
Importe ⁵⁾	9,9	7,2	10,7	11,4	10,7	7,0	3,7	-0,6	2,9	2,2	-1,3	-0,1	-1,4	
<i>darunter:</i> Waren	10,4	6,9	11,1	12,1	12,3	7,9	3,8	-1,2	3,6	2,3	-1,8	-0,2	-1,4	
Reale Bruttowertschöpfung:														
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	1,5	2,2	0,1	0,5	-0,6	0,3	0,0	-0,3	1,2	-0,7	-0,5	0,1	0,9	
Industrie	2,6	1,1	4,1	3,8	3,5	2,7	1,0	0,0	0,6	0,4	1,0	-1,1	-0,3	
Dienstleistungen	3,1	3,2	3,5	3,3	3,3	2,9	2,5	2,4	0,6	0,8	0,7	0,5	0,4	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

3) Als Beitrag zum realen BIP-Wachstum; in Prozentpunkten.

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

5) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Im- und Exporten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt. Diese Angaben sind daher nicht vollständig mit den Zahlungsbilanzdaten vergleichbar.

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Tabelle 4**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001
			Sept.	Okt.	Nov.	Sept.	Okt.	Nov.	Im Vergleich zum Vormonat	Gleitender Dreimonatsdurchschnitt			
									2001	2001	2001	2001	2001
									Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	2,0	5,5	-0,7	-2,6	-4,2	-0,6	-1,5	-0,7	-1,2	-0,5	-0,6	-0,4	-1,5
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	1,8	5,7	-0,9	-2,8	-4,7	-1,5	-1,3	-0,8	-1,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,8
Vorleistungsgüter	1,5	5,9	-2,1	-3,8	-5,8	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-0,3	-0,5	-1,0	-2,1
Investitionsgüter	2,4	8,6	-0,1	-1,8	-4,3	-1,2	-0,8	-0,8	-1,2	-0,4	-0,4	-0,1	-1,3
Konsumgüter	1,7	2,3	0,1	-1,8	-3,2	-0,4	-1,3	-0,8	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-1,4
Gebrauchsgüter	1,3	5,9	-4,3	-7,8	-7,9	-3,2	-2,7	-0,5	-2,6	-1,9	-2,2	-2,0	-4,1
Verbrauchsgüter	1,8	1,6	1,1	-0,6	-2,2	0,2	-1,1	-0,8	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,8
Energie	1,6	1,6	0,8	-0,4	1,3	0,2	-0,8	0,6	1,2	0,9	0,1	-0,2	-0,2
Verarbeitendes Gewerbe	2,0	5,9	-0,9	-2,9	-4,9	-0,6	-1,7	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-0,5	-1,8

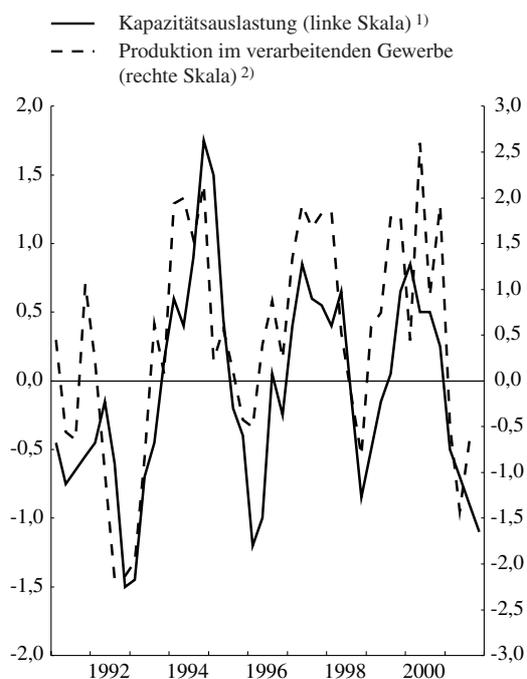
*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).*

duktion in den drei Monaten bis Oktober nur um 0,4 % rückläufig war, bedeutet dies einen neuerlichen Wachstumsrückgang, nachdem sich in den Sommermonaten eine gewisse Erholung abgezeichnet hatte. Die schwachen Zahlen von Oktober und November deuten darauf hin, dass die vierteljährliche Wachstumsrate der Industrieproduktion für das Schlussquartal wohl noch geringer ausfallen wird als im dritten Quartal, als sie bei -0,6 % gelegen hatte. Dies wird sich negativ auf das Gesamtwachstum des realen BIP im letzten Quartal auswirken.

Die Produktionsentwicklung im verarbeitenden Gewerbe verlief ähnlich wie bei der industriellen Erzeugung (ohne Baugewerbe). Auch hier deutet sich ein Einbruch des vierteljährlichen Wachstums im vierten Quartal 2001 gegenüber dem Vorquartal an. Ein solcher Rückgang ist auch aus den Umfrageergebnissen zur Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe abzuleiten (siehe Abbildung 15). Im Januar des laufenden Jahres belief sich die Auslastungsquote auf 80,8 % (nach 81,8 % im Oktober 2001). Für das Schlussquartal 2001 ergab sich somit eine

durchschnittliche Kapazitätsauslastung von 81,3 %, die unter der durchschnittlichen Quote von 82,4 % im dritten Vierteljahr liegt. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass die Produktion im November in allen Sektoren (außer dem Energiebereich) gegenüber dem Vormonat rückläufig war. Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt war der stärkste Rückgang im Dreimonatszeitraum bis November gegenüber dem Dreimonatszeitraum bis August in der Verbrauchs- und Vorleistungsgüterindustrie zu verzeichnen (-4,1 % bzw. -2,1 %), während er in der Verbrauchs- und Investitionsgüterbranche (-0,8 % bzw. -1,3 %) nicht ganz so ausgeprägt war. Die in den letzten Monaten relativ robuste Produktion im Investitionsgütersektor war zum Großteil der Entwicklung im Kraftfahrzeugbau zuzuschreiben.

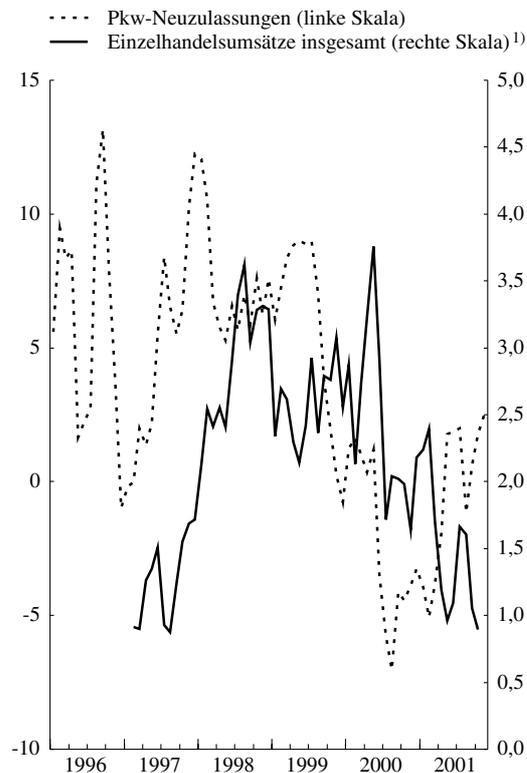
Das Einzelhandelsvolumen im Euro-Währungsgebiet stieg im November 2001 um 1,2 % gegenüber dem Vormonat, nachdem es im Oktober um 0,9 % gesunken war. Nimmt man die Angaben für Oktober und November zusammen, so gingen die Umsätze im Einzelhandel verglichen mit dem Durchschnitt

Abbildung 15**Kapazitätsauslastung und Produktion im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets***(saisonbereinigte Daten; Quartalsdurchschnitt)*

Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

- 1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in Prozentpunkten.
 2) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

des dritten Quartals 2001 um 0,2 % zurück. Daher könnte das vierteljährliche Umsatzwachstum im Einzelhandel im Schlussquartal 2001 geringer ausgefallen sein als im dritten Vierteljahr, als es 0,3 % betragen hatte. Gleichzeitig legten die Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vorquartal kräftig zu (von -5,3 % im dritten auf 2,1 % im vierten Vierteljahr) und stützten die Entwicklung der privaten Konsumausgaben im Schlussquartal 2001. Im Vorjahrsvergleich zeigt sich seit Mitte 2000 insgesamt ein Abwärtstrend beim Umsatzwachstum im Einzelhandel, während sich die Änderungsraten bei den Pkw-Neuzulassungen im gleichen Zeitraum etwas erholten (siehe Abbildung 16).

Abbildung 16**Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet***(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)*

Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (European Automobile Manufacturers' Association, Brüssel).

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Geschäftsklima im Januar 2002 weiter verbessert

Die jüngsten Umfrageergebnisse zum verarbeitenden Gewerbe im Euroraum lassen ein weiter steigendes Stimmungsbarometer bei den Unternehmen zu Beginn dieses Jahres erkennen. So legte der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe des Euro-Währungsgebiets im Januar 2002 kräftig zu, und zwar um 2,1 Indexpunkte auf 46,2 Punkte. Dies war in der kurzen Geschichte des Einkaufsmanager-Index seit Mitte 1997 der stärkste Anstieg, nachdem im November und Dezember 2001 bereits geringere Zunahmen von rund 0,5 Indexpunkten verbucht werden konnten. Eine Auf-

schlüsselung nach Komponenten zeigt, dass die Aufhellung vom Januar in erster Linie auf bessere Ergebnisse beim Auftragseingang und der Produktion zurückzuführen war, während die Teilindizes für den Einkaufsbestand und die Lieferzeiten der Anbieter nur leicht stiegen und der Beschäftigungsindex geringfügig sank. Die Branchenumfrage der Europäischen Kommission ergab, dass auch das Vertrauen in der Industrie im Januar 2002 im zweiten Monat in Folge zugenommen hat (siehe Tabelle 5). Ausschlaggebend für den Vertrauensschub waren vor allem die optimistischere Produktionserwartungen und die günstigere Beurteilung der Fertigwarenlager. Dagegen blieb die Einschätzung der Auftragslage unverändert. Die jüngsten Verbesserungen beim PMI und beim Vertrauensindikator für die Industrie haben sich bisher noch nicht in den tatsächlichen Produktionszahlen niedergeschlagen, die nur bis November 2001 vorliegen (siehe Abbildung 17). Auch das Geschäftsklima im Dienstleistungssektor verbesserte sich im Januar des laufenden Jahres wei-

ter und kehrte damit den Einbruch von September und Oktober 2001 weitgehend um. Diese Angaben liegen allerdings erst für einen recht kurzen Zeitraum vor und sollten daher mit der gebotenen Vorsicht interpretiert werden. (Nähere Einzelheiten über diese Umfrage finden sich in Kasten 3.)

Das Vertrauen der Verbraucher nahm im Januar des laufenden Jahres ab, nachdem es im Dezember 2001 gestiegen war. Die Einschätzung hinsichtlich der künftigen allgemeinen Wirtschaftslage verbesserte sich zwar im Januar weiter; dies wurde jedoch durch pessimistischere Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf ihre eigene finanzielle Situation und ihre Sparfähigkeit mehr als aufgezehrt. Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in den kommenden zwölf Monaten wurde genauso beurteilt wie im Dezember. Zusammengefasst deuten die Umfrageergebnisse darauf hin, dass die jüngste Stabilisierung des Verbrauchervertrauens nach der vorangegangenen Phase eines anhaltenden

Tabelle 5
Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigte Daten)

	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,2	2,6	-2,8	-0,6	-1,4	-1,3	-1,4	-0,6	0,0	-1,0	-0,5	0,3	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	7	12	6	12	9	3	0	3	2	1	-1	1	0
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	8	2	-3	-10	-3	-4	-9	-11	-10	-7
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	14	21	15	19	17	13	11	12	15	12	10	11	8
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	0	5	-1	3	-1	-1	-4	-3	-1	-4	-4	-5	-7
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	3	7	-8	3	1	-9	-27	-9	-11	-25	-29	-28	-22
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,2	-0,4	-0,6	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	81,9	83,9	82,8	84,0	83,3	82,4	81,3	-	-	81,8	-	-	80,8

Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

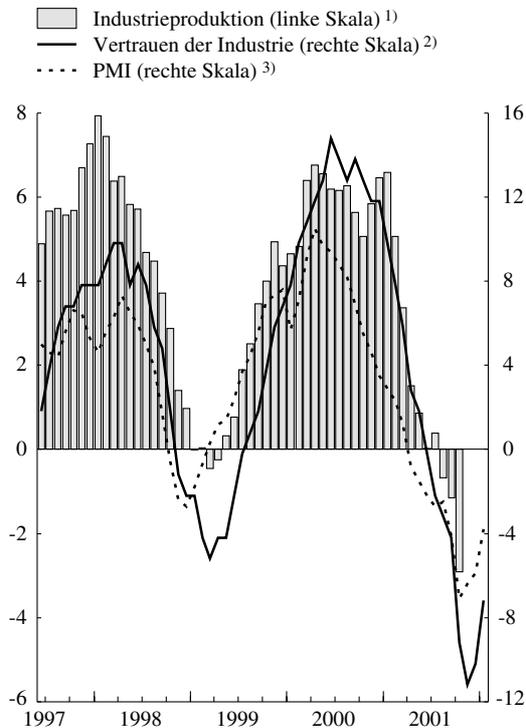
2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauf folgenden Quartals. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.

Abbildung 17 Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-täglich bereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Rückgangs auf unsicheren Füßen steht und eine dauerhafte und deutliche Stimmungsaufhellung bei den Verbrauchern noch nicht stattgefunden hat.

Insgesamt gesehen weisen die Angaben zur tatsächlichen Konjunkturentwicklung zwar darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum im Schlussquartal 2001 weiterhin verhalten war, doch legen die jüngsten Umfrageergebnisse die Vermutung nahe, dass sich die Stimmung zur Jahreswende aufzuhellen begann. Die Verbesserung des Geschäftsklimas ist weitgehend auf eine optimistischere Einschätzung der Wirtschaftsaussichten zurückzuführen. Dies

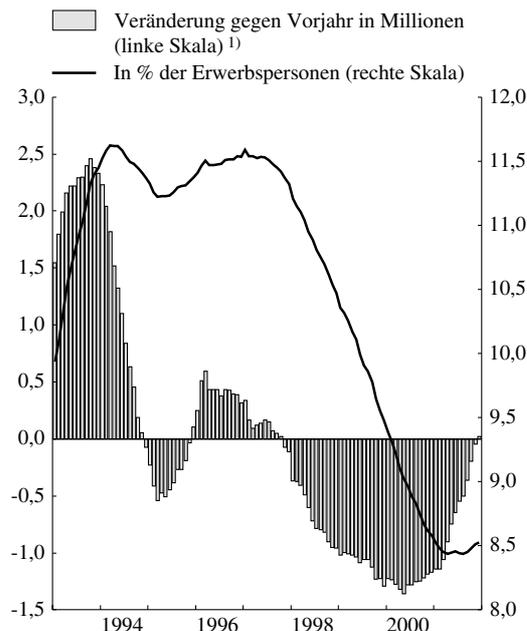
lässt darauf schließen, dass die große Unsicherheit im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September zu weichen beginnt. Die Erwartung einer allmählichen konjunkturellen Erholung im Jahresverlauf gründet sich auf verschiedene Faktoren. Dazu zählen die abnehmende – wenn auch nach wie vor große – Unsicherheit über die weltwirtschaftliche Entwicklung, solide Fundamentaldaten im Euro-Währungsgebiet, günstige Finanzierungsbedingungen und die positiven Auswirkungen des bisherigen und erwarteten künftigen Teuerungsrückgangs auf das real verfügbare Einkommen.

Arbeitslosenquote im Dezember 2001 unverändert bei 8,5 %

Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Dezember 2001 bei 8,5 % und blieb damit seit September unverändert (siehe Tabelle 6). Gleichzeitig stieg die Zahl der Arbeitslosen

Abbildung 18 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

Kasten 3

Ergebnisse der Konjunkturumfrage im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets

Konjunkturstatistiken zu den Dienstleistungssektoren gibt es nur wenige. Wenngleich einige Bestimmungen zu Dienstleistungsstatistiken in verschiedenen EG-Verordnungen zu unterschiedlichen statistischen Bereichen (z. B. zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, den Konjunkturstatistiken und den Arbeitsmärkten) existieren, sind aufgrund der langen Umsetzungszeiten und der in den Verordnungen gewährten Ausnahmeregelungen bisher nur wenige Angaben zum Euro-Währungsgebiet verfügbar. Eine Verbesserung auf diesem Gebiet wird für das Jahr 2003 erwartet; dann sollen die Ergebnisse zu ausgewählten Dienstleistungsbereichen auf der Grundlage der Verordnung über Konjunkturstatistiken (Umsatz und Beschäftigung in den verschiedenen Wirtschaftsbereichen) zur Verfügung gestellt werden. Darüber hinaus räumte der Wirtschafts- und Finanzausschuss der Weiterentwicklung einer breiteren statistischen Basis für den Dienstleistungssektor hohe Priorität im Rahmen der WWU-Statistiken ein; dieser Auffassung schloss sich im November 2001 auch der ECOFIN-Rat an.¹

Für das Euro-Währungsgebiet insgesamt beschränken sich die quantitativen Informationen hauptsächlich auf Quartalsangaben zur realen Bruttowertschöpfung und zur Beschäftigung im Dienstleistungssektor, wie in Tabelle 5.1 und 5.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Berichts dargestellt. In der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts werden in Tabelle 5.3 des Statistikeils erstmals auch qualitative monatliche Umfrageergebnisse zum Dienstleistungssektor aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission dargestellt. In diesem Kasten werden diese Angaben näher erläutert und ihre Zweckmäßigkeit für die Analyse der aktuellen Wirtschaftsentwicklung erörtert.

Umfrageergebnisse zum Dienstleistungssektor im Euroraum werden aus zwei Quellen gewonnen

Die Ergebnisse der von der Europäischen Kommission durchgeführten Umfrage im Dienstleistungssektor werden von der GD ECFIN monatlich auf saisonbereinigter Grundlage kurz nach Ende des Monats zusammen mit den anderen Umfrageergebnissen des „Gemeinsamen harmonisierten Programms der EU für Konjunkturumfragen bei Unternehmen und Verbrauchern“ veröffentlicht. Die Umfrageergebnisse aus dem Dienstleistungssektor sind damit ein sehr zeitnaher Konjunkturindikator für diesen Bereich. Derzeit deckt die Umfrage nur ausgewählte marktbestimmte Dienstleistungen ab, etwa die Vermietung von Maschinen und Geräten, Dienstleistungen im Computer- und IT-Bereich, Forschung und Entwicklung, Erbringung von Dienstleistungen überwiegend für Unternehmen (z. B. Beratung, Architektur- und Ingenieurbüros) sowie einige öffentliche Dienstleistungen. Es ist vorgesehen, die Umfrage auf die Bereiche Transport, Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie das Gastgewerbe auszuweiten.

Die von der Europäischen Kommission durchgeführte Umfrage im Dienstleistungssektor enthält fünf Fragen, die 1) die Beurteilung des Geschäftsklimas, 2) die Nachfrageentwicklung in den vergangenen Monaten, 3) die erwartete Nachfrageentwicklung in den kommenden Monaten, 4) die Beschäftigungsentwicklung in den vergangenen Monaten und 5) die erwartete Beschäftigungsentwicklung in den kommenden Monaten betreffen. Beim zusammengesetzten Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor handelt es sich um den Durchschnitt der prozentualen Salden der ersten drei Fragen. Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet liegen für den Zeitraum seit April 1995 vor.

Neben der Umfrage der Europäischen Kommission im Dienstleistungssektor stehen auch Umfrageergebnisse vom Eurozone Services Purchasing Managers' Index, der von Reuters/NTC veröffentlicht wird, zur Verfügung. Die PMI-Umfrage deckt eine große Anzahl von Ländern des Eurogebiets ab und umfasst alle Dienstleistungen

¹ *Information requirements in EMU, Fourth progress report on the implementation of the Monetary Committee's report, Wirtschafts- und Finanzausschuss, 26. Oktober 2001.*

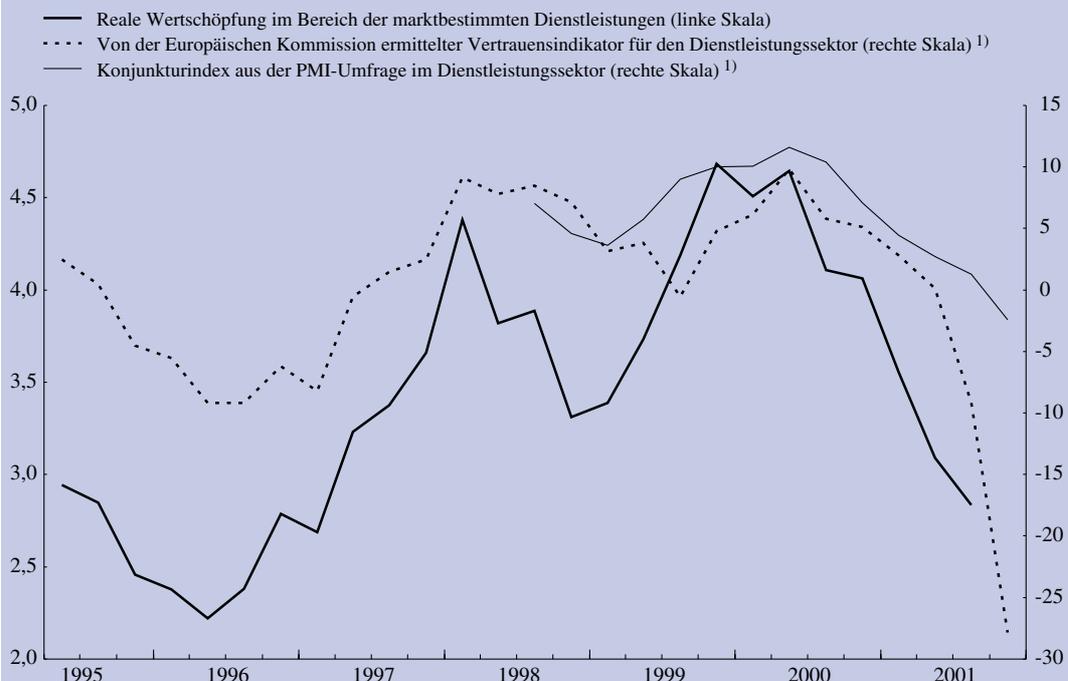
des privaten Sektors. Die Zeitreihen für das Euro-Währungsgebiet sind seit Juli 1998 verfügbar. Im Gegensatz zu der von der Europäischen Kommission durchgeführten Umfrage im Dienstleistungssektor enthalten die Ergebnisse der PMI-Umfrage in diesem Sektor keinen zusammengesetzten Indikator, der sich aus der Beantwortung der einzelnen Fragen errechnet, wie dies etwa bei der PMI-Umfrage im verarbeitenden Gewerbe der Fall ist.

Indikatoren aus Umfragen im Dienstleistungssektor zeigen einen weitgehend ähnlichen Verlauf wie das Produktionswachstum in diesem Sektor

Um beurteilen zu können, welchen Informationsgehalt die Umfragen im Dienstleistungssektor für die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung haben, können ihre Ergebnisse mit jenen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur realen Bruttowertschöpfung im Bereich marktbestimmter Dienstleistungen, also allen Dienstleistungen mit Ausnahme der öffentlichen Verwaltung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheitswesen, verglichen werden. Insgesamt ist deutlich erkennbar, dass sowohl der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor als auch der Konjunkturindex aus der PMI-Umfrage in diesem Sektor parallel zur Jahreswachstumsrate der Wertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen verlaufen (siehe Abbildung). Allerdings ist dieser Gleichlauf der Vertrauensindikatoren für den Dienstleistungssektor und des Wertschöpfungswachstums im Bereich marktbestimmter Dienstleistungen in einzelnen Teilperioden unterschiedlich stark ausgeprägt. So ist im Zeitraum von Mitte 1998 bis heute die Korrelation bei der Umfrage der Europäischen Kommission im Dienstleistungssektor relativ gering; dies hängt mit unterschiedlichen Entwicklungen Mitte 1999 zusammen. Eine mögliche Erklärung für

Wertschöpfungswachstum und Umfrageergebnisse im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Salden in % sowie Indexpunkte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Alle Angaben sind saisonbereinigt.

1) Quartalsdurchschnitt. Der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ist für den Zeitraum ab April 1995 mittelwertbereinigt. Der aus der PMI-Umfrage im Dienstleistungssektor abgeleitete Konjunkturindex stellt die Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten dar; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

solche Abweichungen könnte der größere Erfassungsgrad bei den Dienstleistungen sein, die in die Berechnung der Wertschöpfung einfließen.

In dem relativ kurzen Zeitraum, für den Umfrageergebnisse im Dienstleistungssektor vorliegen, war deren Korrelation mit dem Jahreswachstum der Wertschöpfung im Bereich marktbestimmter Dienstleistungen etwas geringer als zwischen den entsprechenden Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und dem Jahreswachstum der Industrieproduktion ohne Baugewerbe. Insgesamt kann festgehalten werden, dass Umfrageergebnisse im Dienstleistungssektor wertvolle Informationen hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung im Bereich marktbestimmter Dienstleistungen enthalten, zumal allgemein kaum Angaben zu diesem Sektor verfügbar sind. Gleichwohl ist eine gewisse Vorsicht angeraten, da diese Umfrageergebnisse bisher erst für einen kurzen Zeitraum vorliegen. Eine fundierte Beurteilung der Indikatoreigenschaften von Umfrageergebnissen zum Dienstleistungssektor sollte idealerweise auf einem längeren Zeitraum basieren.

weiter an. Die im Dezember verzeichnete Zunahme um 27 000 lag unter der durchschnittlichen Erhöhung der drei vorangegangenen Monate (40 000) und deutlich unter dem Anstieg im November (der auf 50 500 nach unten korrigiert wurde). Die geringere Zunahme im Dezember dürfte allerdings auf Sonderfaktoren am Jahresende wie etwa befristete Einstellungen im Zusammenhang mit der Bargeldumstellung und weniger auf eine Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen zurückzuführen sein. Aufgrund eines Rückgangs der Arbeitslosigkeit in der ersten Jahreshälfte 2001 belief sich die Arbeitslosenquote für das Gesamtjahr auf 8,5 % und fiel damit 0,4 Prozentpunkte niedriger aus als im Jahr 2000. Die Gesamtzahl der Arbeitslosen im Euro-Währungsgebiet war im Dezember vorigen Jahres etwas höher als im Dezember 2000 (siehe Abbildung 18).

Die Arbeitslosenquoten bei den unter 25-Jährigen und den über 25-Jährigen blieben im Dezember 2001 mit 16,9 % bzw. 7,4 % unverändert. Der Anstieg der Arbeitslosenzahl fiel jedoch bei den unter 25-Jährigen mit 17 000 stärker aus. Verglichen mit dem Vorjahr waren die Arbeitslosenquoten im Jahr 2001 in beiden Altersgruppen rückläufig, und zwar sanken sie um 0,8 Prozentpunkte auf 16,7 % bei den unter 25-Jährigen und um 0,4 Prozentpunkte auf 7,4 % bei den über 25-Jährigen.

Weiterhin schwaches Beschäftigungswachstum im dritten Quartal 2001

Wie bereits im letzten Monatsbericht dargelegt, weisen die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigung für das dritte Quartal 2001 mit 0,2 % gegenüber dem Vorquartal einen nach wie vor schwachen, aber konstanten Zuwachs aus

Tabelle 6
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001
				Q1	Q2	Q3	Q4	Jul	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	
Insgesamt	10,0	8,9	8,5	8,5	8,4	8,4	8,5	8,4	8,4	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Unter 25 Jahren ¹⁾	19,5	17,5	16,7	16,7	16,7	16,7	16,9	16,7	16,7	16,7	16,8	16,9	16,9	16,9
25 Jahre und älter	8,6	7,8	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Im Jahr 2001 entfielen auf diese Gruppe 23,6 % der Arbeitslosen insgesamt.

Tabelle 7**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

	1998	1999	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2000	2000	2001	2001	2001
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,6	1,6	2,1	2,1	2,2	1,9	1,6	1,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,2
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-1,4	-2,9	-1,5	-1,8	-0,1	-0,3	-0,6	-1,2	0,0	0,3	-0,2	-0,7	-0,7
Industrie	1,0	0,3	1,0	1,1	1,3	1,3	0,8	0,4	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,1
Ohne Baugewerbe	1,1	0,0	0,8	1,1	1,1	1,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,1	-0,2
Baugewerbe	0,3	1,0	1,6	0,9	1,7	1,4	1,1	1,1	0,3	1,0	0,0	-0,1	0,3
Dienstleistungen	2,2	2,6	2,8	2,8	2,7	2,4	2,0	1,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Handel und Verkehr ³⁾	1,7	2,3	2,8	2,8	2,6	1,9	1,6	1,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,5
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,0	5,5	5,9	5,9	5,5	4,8	3,9	3,3	1,1	1,1	0,8	0,8	0,4
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,4	1,5	1,3	1,3	1,5	1,7	1,6	1,6	0,2	0,5	0,4	0,4	0,2

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**2) Umfasst auch Forstwirtschaft.**3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.**4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.**5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.*

(siehe Tabelle 7). Die Jahreswachstumsrate der Beschäftigung war indessen weiter rückläufig und lag im dritten Quartal bei 1,3 %.

Während das Beschäftigungswachstum insgesamt im dritten Quartal keine Veränderungen gegenüber dem zweiten Vierteljahr aufwies, waren in den einzelnen Sektoren unterschiedliche Entwicklungen zu verzeichnen. Im Einklang mit den schwachen Produktionszahlen und den geringen Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe ging die Zuwachsrate der Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im dritten Quartal weiter auf -0,2 % gegenüber dem Vorquartal zurück, wohingegen sich das Beschäftigungswachstum im Baugewerbe beschleunigte und den Rückgang in anderen Bereichen der Industrie ausglich. Im Dienstleistungssektor blieb der vierteljährliche Beschäftigungszuwachs im Einklang mit der verzögerten Wirkung des in der ersten Jahreshälfte 2001 relativ robusten privaten Verbrauchs mit 0,4 % im dritten Quartal unverändert. Im Vorjahresvergleich war das Beschäftigungswachstum in diesem Sektor jedoch weiter rückläufig und sank erstmals seit dem zweiten Quartal 1998

auf unter 2,0 %. In den einzelnen Teilbereichen des Dienstleistungssektors wurden im dritten Quartal unterschiedliche vierteljährliche Zuwachsraten verzeichnet. So beschleunigte sich der Beschäftigungszuwachs im Teilssektor „Handel und Verkehr“, während er sich in den Teilssektoren „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ sowie „Öffentliche Verwaltung“ abschwächte.

Die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission für das verarbeitende Gewerbe abzulesenden Beschäftigungserwartungen gingen im Januar weiter zurück, was darauf hindeutet, dass sich das Beschäftigungswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) Anfang des laufenden Jahres weiter verlangsamen dürfte. Dafür spricht auch der Beschäftigungsindikator aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index im verarbeitenden Gewerbe. Auch im Baugewerbe sind die Beschäftigungserwartungen gemäß der Branchenumfrage der Europäischen Kommission weiterhin gering. Im Vergleich zum verarbeitenden Gewerbe und zum Baugewerbe fallen die Aussichten für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor offenbar günstiger aus.

Kasten 4

Der Informationsgehalt offener Stellen im Euro-Währungsgebiet

Der Begriff „offene Stellen“ umfasst neu geschaffene Arbeitsplätze, bereits bestehende, aber neu zu besetzende Stellen sowie Positionen, die in naher Zukunft frei werden und für die sich der Arbeitgeber in jüngster Zeit bereits aktiv um einen geeigneten Kandidaten bemüht hat. Angaben zu offenen Stellen können als Vorlaufindikator für bestimmte Arbeitsmarktvariablen, insbesondere Beschäftigung und Arbeitslosigkeit, dienen und daher als eine Größe angesehen werden, deren Beobachtung wichtig ist.

Leider sind derzeit keine Statistiken zur Zahl der offenen Stellen im Euro-Währungsgebiet insgesamt verfügbar, wengleich die Europäische Kommission (Eurostat) kürzlich eine Diskussion dazu in Gang gesetzt hat. Einige Euro-Länder veröffentlichen bereits einen Indikator der offenen Stellen, wobei jedoch bei der Analyse dieser Daten eine Reihe von Einschränkungen zu berücksichtigen sind. Erstens ist allgemein anzumerken, dass die vorliegenden Angaben zu den offenen Stellen vermutlich nur einen Bruchteil der tatsächlichen Anzahl offener Stellen am Arbeitsmarkt widerspiegeln, da die Informationen vorwiegend von staatlichen Arbeitsämtern stammen, denen jedoch nicht alle freien Stellen gemeldet werden. Zudem kann dieser Anteil aufgrund institutioneller oder sonstiger Änderungen im Zeitverlauf variieren. Zweitens erstreckt sich eine euroraumweite Schätzung auf Basis der verfügbaren Angaben nur auf eine begrenzte Anzahl von Ländern (d. h. rund 60 % der Erwerbspersonen im Eurogebiet¹). Drittens wird der Begriff „offene Stellen“ in den einzelnen Ländern unterschiedlich definiert; so zählen zum Beispiel in einigen Ländern befristete Stellen oder Arbeitsplätze im öffentlichen Dienst nicht dazu. Gleichwohl dürften die verfügbaren Informationen insoweit von Interesse sein, als sie den allgemeinen Trend bei den offenen Stellen widerspiegeln und in Verbindung mit anderen Arbeitsmarktindikatoren für das Euro-Währungsgebiet analysiert werden können.

Verhältnis der Quote der offenen Stellen zur Arbeitslosenquote, zur Beschäftigung und zum realen BIP

Die Abbildung zeigt eine auf Basis der verfügbaren Daten vorgenommene Schätzung der Quote der offenen Stellen (oder Vakanzquote) im Euro-Währungsgebiet im Vergleich zur Arbeitslosenquote (beide Messgrößen sind jeweils als prozentualer Anteil an den Erwerbspersonen insgesamt dargestellt). Es zeigt sich, dass sich die Quote der offenen Stellen und die Arbeitslosigkeit im Einklang mit dem Konjunkturverlauf entwickeln und weitgehend gegenläufig tendieren: Eine Konjunkturbelebung ist im Allgemeinen verbunden mit einem Anstieg der Vakanzquote (da die Unternehmen neue Arbeitsplätze schaffen) und einem Rückgang der Arbeitslosenquote. Eine Konjunkturabschwächung führt hingegen dazu, dass weniger neue Arbeitsplätze geschaffen werden und die Arbeitslosenquote entsprechend steigt. Außerdem wird aus der Abbildung ersichtlich, dass die geschätzte Vakanzquote – erwartungsgemäß – ein vorlaufender Indikator für die Arbeitslosenquote ist. Dies spricht dafür, dass es durchaus sinnvoll ist, die Entwicklung der offenen Stellen zu beobachten.

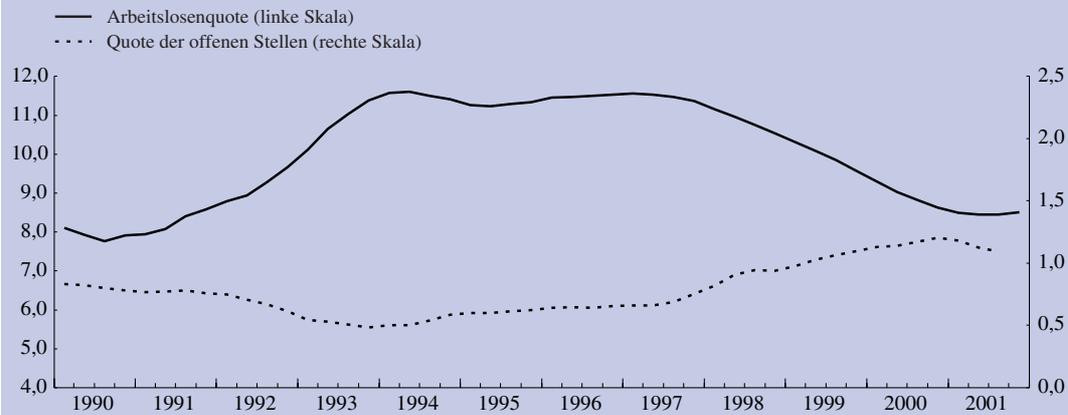
Die Ergebnisse einer Korrelationsanalyse zwischen den konjunkturellen Komponenten² der Vakanzquote, der Arbeitslosenquote, der Beschäftigung und des realen BIP liefern weitere Anhaltspunkte für den erwarteten Zusammenhang zwischen der Quote der offenen Stellen einerseits und der Konjunkturentwicklung sowie Arbeitsmarktvariablen andererseits während des Beobachtungszeitraums (1970 bis 2001). Zum einen zeigte sich eine stark positive Korrelation der Quote der offenen Stellen mit der Beschäftigung und dem realen BIP sowie eine stark negative Korrelation mit der Arbeitslosenquote. Zum anderen wurde festgestellt, dass ein Anstieg der Vakanzquote mit einem Wachstum des BIP einhergeht und Vorlaufeigenschaften im Hinblick auf das Beschäftigungswachstum und den Rückgang der Arbeitslosenquote (mit einem zeitlichen Vorlauf von ein bis zwei Quartalen) aufweist. Aufgrund der fehlenden Harmonisierung der verfügbaren Daten und des

¹ Die erfassten Länder sind Belgien, Deutschland, Spanien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland.

² Unter Verwendung des Hodrick-Prescott-Filters.

Arbeitslosenquote und Quote der offenen Stellen im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

geringen Erfassungsgrads lassen sich daraus dennoch nur bedingt Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung ziehen.

Jüngste Entwicklungen

Die jüngste Entwicklung bei den offenen Stellen steht im Einklang mit der Beschäftigungsentwicklung und dem Verlauf der Arbeitslosigkeit und deutet auf eine Verschlechterung am Arbeitsmarkt hin. Die geschätzte Vakanzquote dürfte im Jahr 2001 durchweg rückläufig gewesen sein, während die Arbeitslosenquote im Schlussquartal des vergangenen Jahres nach einer Verlangsamung des Rückgangs im ersten Vierteljahr und einer Stagnation in den beiden folgenden Quartalen wieder angestiegen ist. Unterstellt man, dass die Quote der offenen Stellen Vorlaufeigenschaften besitzt, so könnte der zuletzt anhaltende Rückgang auf ein geringeres Beschäftigungswachstum und einen weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote zu Anfang des laufenden Jahres hindeuten.

Insgesamt gesehen kann ein Indikator der offenen Stellen nützliche Zusatzinformationen in Ergänzung zu anderen Indikatoren der Arbeitsmarktentwicklung liefern. Bei der Interpretation der aktuellen Schätzungen für das Euro-Währungsgebiet ist jedoch Vorsicht geboten. Verbesserungen im Hinblick auf Erfassungsgrad und Zuverlässigkeit wären wünschenswert, um einen harmonisierten Indikator der offenen Stellen im Euroraum zu erhalten.

Nationale Statistiken im Rahmen der Branchenbefragungen der Europäischen Kommission lassen darauf schließen, dass die Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel im Januar 2002 stabil geblieben sind. In diesem Monat verbesserten sich sowohl die aus der Branchenbefragung der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen im Dienstleistungssektor als auch der Beschäftigungsindikator, der aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index im Dienstleis-

ungssektor ermittelt wird. Insgesamt gesehen deuten die Beschäftigungserwartungen sowie die Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung für die ersten Monate des laufenden Jahres weiterhin auf eine schwache Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet hin. Für diese Entwicklung spricht auch der Rückgang der Zahl der offenen Stellen, der in Kasten 4 („Der Informationsgehalt offener Stellen im Euro-Währungsgebiet“) erörtert wird.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro im Januar und Anfang Februar 2002 leicht abgeschwächt

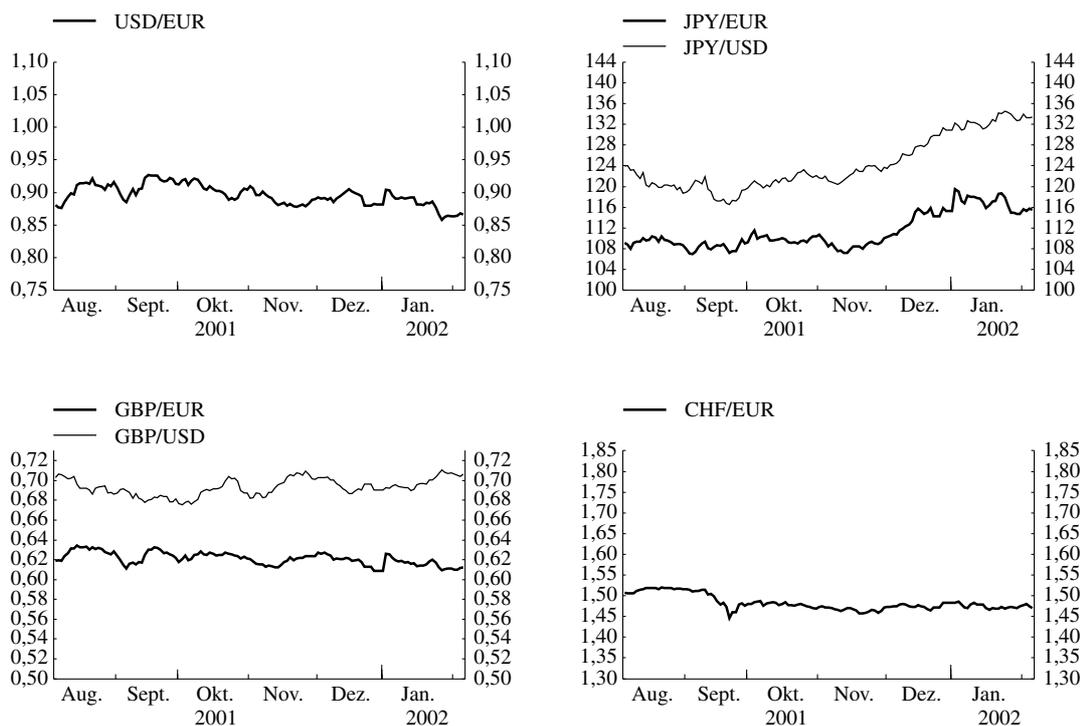
Im Januar und Anfang Februar 2002 standen die Devisenmärkte im Zeichen einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen. Die Dollarstärke war offenbar hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten günstiger als in den anderen Ländern einschätzten. Vor diesem Hintergrund wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken ab, während er gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen im Vergleich zum Ende des vergangenen Jahres weitgehend unverändert blieb. Der effektive Wechselkurs des Euro gab dagegen im Januar und Anfang Februar nur geringfügig nach.

In der ersten Januarhälfte blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar mit durchschnittlich

0,89 USD relativ stabil. In der zweiten Monatshälfte schwächte er sich allerdings gegenüber der US-Währung ab, die zu dieser Zeit infolge der günstigeren Markteinschätzung der Konjunkturaussichten in den USA allgemein fest notierte (siehe Abbildung 19). Dieser Umschwung der Markterwartungen scheint sich zum einen auf die Rede des Vorsitzenden der amerikanischen Notenbank vor dem Haushaltsausschuss des Senats am 24. Januar und zum anderen auf die Veröffentlichung von Daten in den Vereinigten Staaten zurückführen zu lassen, die überraschend zeigten, dass die Wirtschaft im letzten Quartal 2001 eine positive, wenn auch geringfügige Wachstumsrate aufgewiesen hatte. Der Beschluss des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom 30. Januar, seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 1,75 % zu belassen, war allgemein erwartet worden und hatte keine signifikanten Auswirkungen auf die Devisenmärkte. Am 6. Februar notierte der Euro mit 0,87 USD rund

Abbildung 19
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

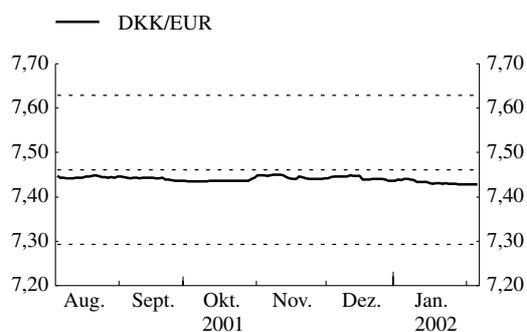
1 ½ % unter seinem Niveau Ende Dezember und 3,3 % unter seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

Im Januar und Anfang Februar schwankte der Yen zum Euro um einen Durchschnittswert von 117 JPY, während er gegenüber dem US-Dollar weiter abwertete. Ausschlaggebend für die jüngste Schwäche der japanischen Währung, die auf ihr niedrigstes Niveau zum US-Dollar seit Oktober 1998 fiel, dürften die sich weiter eintrübende Konjunktur in Japan und die sich mehrenden Anzeichen einer Erholung in den Vereinigten Staaten gewesen sein. Am 6. Februar dieses Jahres lag der Euro bei 115,55 JPY, das heißt auf fast dem gleichen Niveau wie Ende Dezember und 6,3 % über seinem Durchschnitt im vergangenen Jahr, während der US-Dollar mit 133,37 JPY knapp 2 % über seinem Stand Ende 2001 notierte.

Im Januar und Anfang Februar blieb der Euro zum Pfund Sterling weitgehend stabil, während die britische Währung gegenüber dem US-Dollar, der zu diesem Zeitpunkt allgemein zur Stärke neigte, an Boden verlor. Am 10. Januar beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank von England, seinen Leitzins unverändert bei 4 % zu belassen. Am 6. Februar notierte der Euro zum Pfund Sterling mit 0,61 GBP rund ½ % höher als Ende Dezember und 1,6 % unter seinem durchschnittlichen Niveau im vergangenen Jahr.

Abbildung 20
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



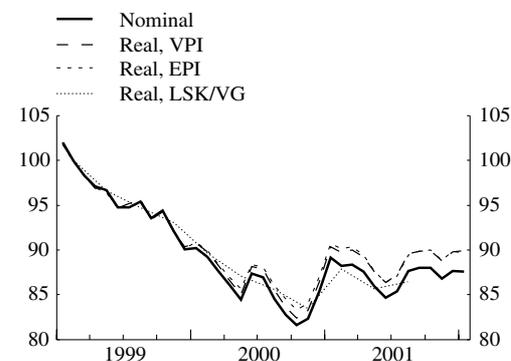
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ($\pm 2,25\%$) für die dänische Krone an.

Abbildung 21
Effektive Euro-Wechselkurse

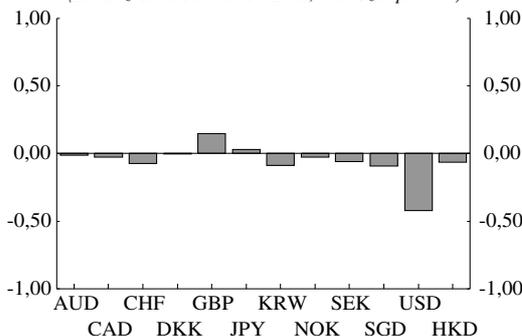
Nominale und reale effektive Wechselkurse¹⁾

(Monats-/Quartalsdurchschnitt; Index: 1999 Q1 = 100)



Beiträge zu den Veränderungen der nominalen effektiven Wechselkurse²⁾

(28. Dez. 2001 bis 6. Febr. 2002; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

- Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Januar 2002. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2001 und sind teilweise geschätzt.
- Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Was andere europäische Währungen betrifft, so schwankte die dänische Krone weiterhin in einem engen Band etwas unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 20). Seit Ende Dezember hat der Euro knapp 1 % gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken an Wert verloren. Am 6. Februar wurde er zum Schweizer Franken mit 1,47 CHF gehandelt, also 2,7 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, ging im Januar hauptsächlich aufgrund seiner Abwertung gegenüber dem

US-Dollar leicht zurück. Am 6. Februar lag er knapp 1 % unter seinem Durchschnittsniveau im vergangenen Jahr. In realer Rechnung verlief die Entwicklung der mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes sowie den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierten effektiven Wechselkurse auch weiterhin nahezu parallel zum nominalen Index (siehe Abbildung 21).

Überschuss in der Leistungsbilanz im November 2001

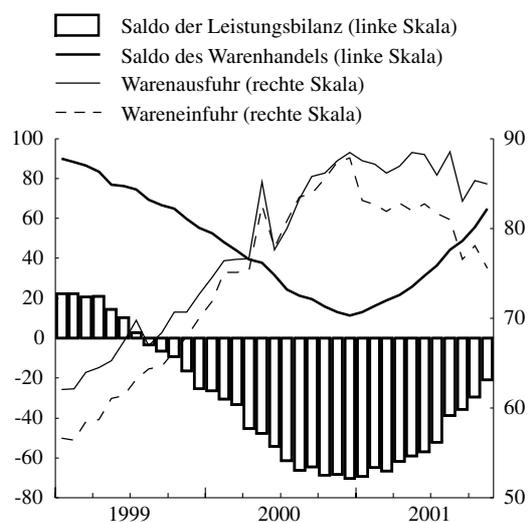
Die Entwicklung der Leistungsbilanz wurde in den letzten Monaten des vergangenen Jahres weiterhin hauptsächlich von dem Anstieg des Warenhandelsüberschusses bestimmt. Zwar verringerten sich analog zur schwachen Auslandsnachfrage die Warenausfuhren, die Wareneinfuhren jedoch gingen infolge der Abschwächung der Inlandsnachfrage und der kräftig gesunkenen Ölpreise noch stärker zurück. Den letzten Angaben zufolge wies die Leistungsbilanz im November 2001 einen Überschuss in Höhe von 2,8 Mrd € auf, verglichen mit einem Defizit von 6,5 Mrd € im November 2000 (siehe Tabelle 8). Ausschlaggebend für die Aktivierung der Leistungsbilanz war vor allem die Umkehr des Warenhandelssaldos von einem Defizit von 0,5 Mrd € in einen Überschuss von 9,3 Mrd € sowie des Saldos der Erwerbs- und Vermögenseinkommen von einem Defizit von 0,8 Mrd € in einen Überschuss von 0,4 Mrd €. Diese Entwicklung wurde teilweise durch den Anstieg des Defizits bei den Dienstleistungen von 0,1 Mrd € auf 1,9 Mrd € kompensiert, während das Defizit im Bereich der laufenden Übertragungen gegenüber November 2000 nahezu unverändert blieb.

In den ersten elf Monaten des Jahres 2001 ging das kumulierte Leistungsbilanzdefizit im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum von 61,9 Mrd € auf 12,2 Mrd € zurück. Dies war weitgehend auf einen Anstieg des kumulierten Warenhandelsüberschusses um 53,4 Mrd € sowie einen Umschwung bei den Dienstleistungen von einem Defizit in Höhe von 2,5 Mrd € hin zu einem Überschuss von

2,6 Mrd € zurückzuführen, was durch den Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 10,1 Mrd € teilweise ausgeglichen wurde. Gleichzeitig ging das Defizit bei den laufenden Übertragungen leicht zurück.

Wie aus den saisonbereinigten Angaben hervorgeht, war der Anstieg des Warenhandelsüberschusses gegen Ende 2001 vor allem dadurch bedingt, dass die Einfuhren stärker zurückgegangen sind als die Ausfuhren, da die schwache Auslandsnachfrage durch die verhaltene Wirtschaftsaktivität im Eurogebiet und die niedrigeren Ölpreise kompensiert wurde (siehe Abbildung 22). Im Bereich der Dienstleistungen hat sich bei den Einnahmen die seit September verzeichnete rückläufige Entwicklung weiter fortgesetzt, was dem Rückgang im internationalen Reiseverkehr infolge der Terroranschläge vom 11. September zuzuschreiben sein könnte, während die Ausgaben im November 2001 im Vergleich

Abbildung 22
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels und Ausfuhr und Einfuhr von Waren im Euro-Währungsgebiet
(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Salden über zwölf Monate kumuliert. Die Angaben zur Ausfuhr und Einfuhr von Waren sind Monatswerte.

Tabelle 8**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

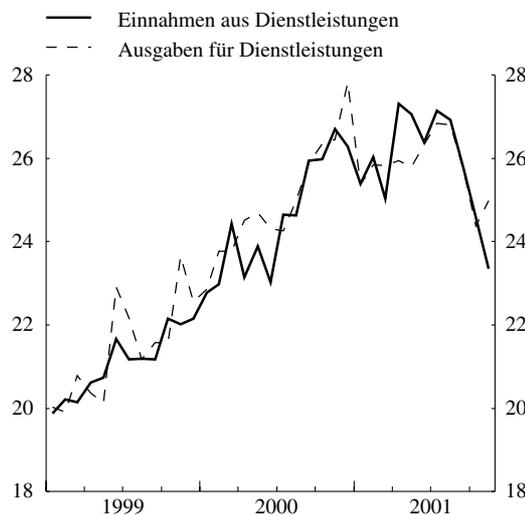
	2000 Jan.–Nov.	2000 Nov.	2001 Jan.–Nov.	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.
Saldo der Leistungsbilanz	-61,9	-6,5	-12,2	0,0	0,1	2,8
Einnahmen	1458,1	145,7	1563,7	132,8	146,6	138,1
Ausgaben	1520,0	152,2	1575,9	132,8	146,5	135,3
Saldo des Warenhandels	10,3	-0,5	63,7	5,4	9,6	9,3
Ausfuhr	890,6	93,0	955,1	80,3	95,1	90,2
Einfuhr	880,3	93,5	891,3	74,9	85,5	80,9
Saldo der Dienstleistungen	-2,5	-0,1	2,6	0,1	0,2	-1,9
Einnahmen	267,4	25,5	285,3	25,8	25,9	22,3
Ausgaben	270,0	25,6	282,7	25,7	25,7	24,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-26,4	-0,8	-36,5	-1,3	-4,3	0,4
Saldo der laufenden Übertragungen	-43,3	-5,0	-42,0	-4,2	-5,4	-4,9
Saldo der Vermögensübertragungen	10,0	1,5	8,2	0,0	0,3	0,4
Saldo der Kapitalbilanz	77,9	3,9	-78,5	-33,0	-14,6	-15,4
Direktinvestitionen	12,4	1,5	-94,5	-15,7	5,3	7,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-362,5	-35,6	-199,6	-19,8	-2,0	-13,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-275,2	-25,7	-122,7	-5,0	-4,6	-6,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-87,3	-9,9	-76,9	-14,9	2,6	-7,3
Im Euro-Währungsgebiet	374,9	37,1	105,1	4,1	7,3	21,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	299,3	24,5	78,4	6,3	3,0	11,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	75,6	12,7	26,7	-2,2	4,3	9,9
Wertpapieranlagen	-112,4	3,3	52,6	44,6	0,3	11,5
Dividendenwerte	-236,3	-9,2	134,7	31,3	19,8	9,9
Aktiva	-254,7	-16,6	-89,1	15,4	-5,8	-12,4
Passiva	18,4	7,4	233,7	15,9	25,6	22,3
Schuldverschreibungen	123,9	12,6	-82,0	13,3	-19,5	1,6
Aktiva	-111,9	-7,2	-152,1	12,5	-30,6	-25,6
Passiva	235,8	19,7	70,1	0,8	11,1	27,1
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-100,0	4,9	-41,9	28,9	5,6	19,3
Finanzderivate	2,6	-2,4	-21,6	-1,1	-3,8	-4,0
Übriger Kapitalverkehr	159,8	-6,3	-27,0	-59,1	-13,8	-30,7
Währungsreserven	15,5	7,8	12,0	-1,6	-2,6	0,0
Restposten	-26,0	1,1	82,4	33,0	14,2	12,1

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

Abbildung 23
Dienstleistungen – Einnahmen und Ausgaben des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

zum Vormonat wieder leicht gestiegen sind (siehe Abbildung 23).

Als wesentlicher Grund für den volumemäßigen Rückgang der Einfuhren des Euro-Währungsgebiets sowohl aus Drittländern als auch aus Ländern innerhalb des Eurogebiets dürfte die starke Abschwächung bei den importintensiven Ausgabenkategorien des Eurogebiets – wie Ausrüstungs- und Vorratsinvestitionen – zu nennen sein (siehe Abbildung 24). Diese Erklärung deckt sich auch mit dem kräftigen Rückgang der Volumina der Einfuhren von Investitionsgütern aus Drittländern, während die Einfuhrvolumina von Konsum- und Vorleistungsgütern weniger stark gefallen sind (siehe Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Gleichzeitig war der Rückgang der Ausfuhrvolumina in Länder außerhalb des Eurogebiets weitgehend bedingt durch die gesunkenen Ausfuhrvolumina von Vorleistungsgütern, auf die fast die Hälfte aller Warenausfuhren des Eurogebiets entfällt. Eine geographische Aufschlüsselung der Ausfuhren des Eurogebiets zeigt, dass sich die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten dem Volumen nach seit Anfang 2001 drastisch verringert haben, während der Rückgang der Ausfuhren nach Asien etwas schwächer aus-

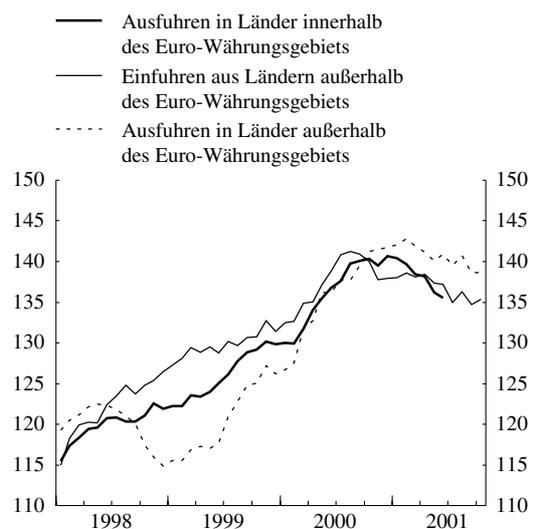
geprägt war. Dagegen ging das Volumen der Exporte in das Vereinigte Königreich nicht zurück, sondern blieben in den ersten drei Quartalen 2001 nahezu unverändert.

Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen verzeichneten im November 2001 weiterhin Netto-Kapitalzuflüsse

Die Entwicklung der Kapitalbilanz war im November 2001 von Netto-Kapitalzuflüssen bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen in Höhe von 19,3 Mrd € geprägt (siehe Tabelle 8). Dabei waren Nettozuflüsse sowohl bei den Direktinvestitionen (7,8 Mrd €) als auch bei den Wertpapieranlagen (11,5 Mrd €) zu verzeichnen.

Abbildung 24
Volumen des Handels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(1995 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

1) Alle Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder (geschätzt auf der Basis von Indizes der Durchschnittswerte für die elf Euro-Länder); die letzten Angaben zu Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf Oktober 2001 und zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf Juni 2001.

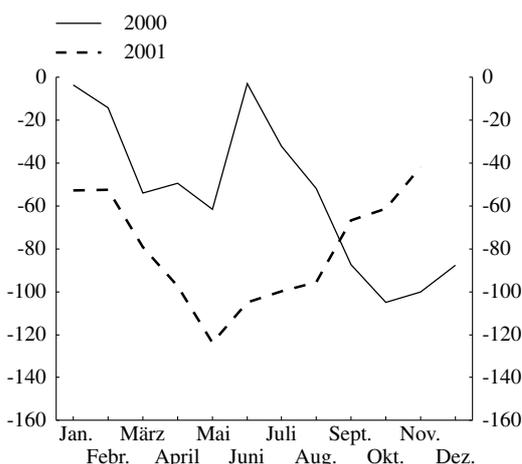
Die Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Direktinvestitionen waren auf Netto-Kapitalzuflüsse bei den Posten „Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne“ (5,2 Mrd €) und „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ (2,6 Mrd €) zurückzuführen.

Im Bereich der Wertpapieranlagen setzte sich mit Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 9,9 Mrd € bei den Anlagen in Dividendenwerten die bereits seit Mai 2001 zu beobachtende Entwicklung im November 2001 fort. Auch bei den Schuldverschreibungen waren – wenn auch in geringerer Größenordnung – Netto-Kapitalzuflüsse (1,6 Mrd €) zu verzeichnen, die sich wiederum aus Nettozuflüssen von 17,6 Mrd € bei den Anleihen und Nettoabflüssen von 16,0 Mrd € bei den Geldmarktpapieren ergaben. Ansässige des Euro-Währungsgebiets legten netto 11,2 Mrd € in ausländischen Geldmarktpapieren an – dies war der höchste Netto-Kapitalabfluss, der unter diesem Posten der Zahlungsbilanz des Eurogebiets bisher zu verzeichnen war. Dagegen verkauften Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets per saldo für 4,9 Mrd € Geldmarktpapiere von Ansässigen des Euroraums.

Die Entwicklung der Kapitalbilanz im November 2001 wurde höchstwahrscheinlich beeinflusst von der erheblichen Verschlechterung der Wirtschaftslage in den Vereinigten Staaten, die aus den in jenem Monat veröffentlichten US-Daten abzulesen war. Dies könnte sich auf die Anlageentscheidungen der Ansässigen außerhalb des Eurogebiets ausgewirkt haben, die Dividendenwerte und Anleihen des Eurogebiets im Betrag von 22,3 Mrd € bzw. 32,0 Mrd € kauften. Der Nettoerwerb ausländischer Dividendenwerte durch Ansässige des Eurogebiets (12,4 Mrd €) fällt ungeachtet der weltweiten Konjunkturabschwächung mit einem in den größeren Volkswirtschaften nach dem Einbruch im September zu

Abbildung 25
Entwicklung der Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets in den Jahren 2000 und 2001

(Mrd €, Angaben kumuliert)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

beobachtenden Wiederanstieg der Börsenindizes zusammen.

In den ersten elf Monaten des vergangenen Jahres waren die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen mit 41,9 Mrd € weniger als halb so hoch wie im gleichen Zeitraum im Jahr 2000 (100,0 Mrd €; siehe Abbildung 25). Diese Entwicklung resultiert in erster Linie aus einem Umschwung bei den Anlagen in Dividendenwerten von Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 236,3 Mrd € im Zeitraum Januar bis November 2000 hin zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 134,7 Mrd € in der gleichen Periode des Jahres 2001, was nur teilweise durch eine Umkehr sowohl bei den Direktinvestitionen als auch bei den Anlagen in Schuldverschreibungen von Netto-Kapitalzuflüssen im Jahr 2000 zu Netto-Kapitalabflüssen im Jahr darauf ausgeglichen wurde.

Aktienmarkt und Geldpolitik

Im vorliegenden Aufsatz wird die Rolle des Aktienmarkts in der Volkswirtschaft und in der geldpolitischen Strategie der EZB erörtert. Aktienmärkte spielen in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets seit jeher eine weniger herausragende Rolle als zum Beispiel in den Vereinigten Staaten. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass sie in den letzten Jahren auch im Euroraum an Bedeutung gewonnen haben.

An einem effizienten Markt werden die Aktienkurse durch den diskontierten Dividendenstrom bestimmt, dessen Ausschüttung an die Aktionäre in der Zukunft erwartet wird. So gesehen sind Aktienkurse an sich zukunftsorientiert und reagieren rasch auf alle neuen Informationen, die die Marktteilnehmer zu einer Korrektur ihrer Erwartungen hinsichtlich der die Aktienkurse bestimmenden Fundamentalfaktoren veranlassen. Die Erfahrung zeigt aber auch, dass die Stimmung der Anleger mitunter zu „Kursblasen“ führen kann. In diesem Fall liegen die tatsächlichen Aktienkurse vorübergehend deutlich über den Fundamentalwerten. Solche Gegebenheiten zu erkennen ist allerdings naturgemäß sehr schwierig.

Aktienkurse können über ihre Auswirkungen auf Kapitalkosten, Vermögen, Vertrauen und Bilanzen die Konjunkturentwicklung beeinflussen. Zudem können sie Aufschluss geben über die Erwartungen am Markt hinsichtlich des zukünftigen Konjunkturverlaufs. Da Aktienkurse somit auch Hinweise auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage- und Angebotsentwicklung geben, müssen sie von den Zentralbanken beobachtet werden, um Risiken für die Preisstabilität erkennen zu können. Zwar stellen die Aktienkurse kein geeignetes Ziel für die Geldpolitik dar, doch kann eine glaubwürdige, auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik durchaus einen wichtigen Beitrag zum effizienten Funktionieren des Aktienmarkts leisten.

I Einleitung

Die Einführung des Euro im Januar 1999 hatte eine Katalysatorwirkung im Hinblick auf das weitere Zusammenwachsen der Aktienmärkte im Eurogebiet. Gleichzeitig wuchs das Interesse der Öffentlichkeit und der Politik an der Aktienkursentwicklung aufgrund der starken Kursschwankungen weltweit. In Anbetracht dessen wird im Folgenden die Rolle des Aktienmarkts in der Volkswirtschaft und in der geldpolitischen Strategie der EZB erörtert.

Zunächst erfolgt eine kurze Beschreibung der Rolle des Aktienmarkts im Finanzsystem un-

ter Vorlage einiger Daten für das Euro-Währungsgebiet. Anschließend werden theoretische Fragen im Zusammenhang mit der Aktienbewertung an einem effizienten Markt sowie mögliche Gründe für eine vorübergehende Marktineffizienz unter besonderer Berücksichtigung von Aktienmarktblasen erörtert. Im Anschluss an eine Beurteilung der Funktion des Aktienmarkts im geldpolitischen Transmissionsprozess wird der Frage nachgegangen, warum und inwieweit dem Aktienmarkt in der geldpolitischen Strategie der EZB Rechnung getragen wird.

2 Die Rolle des Aktienmarkts im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets

Das Finanzsystem erfüllt die wichtige Funktion, die Ersparnisse der privaten Haushalte an den Unternehmenssektor weiterzuleiten und die Anlagemittel unter den Unternehmen zu verteilen. Diese Verteilung kann entweder über den direkten Kontakt zwischen Kredit-

nehmern und -gebern an den Finanzmärkten im Wege der Emission von Wertpapieren (wie etwa Aktien oder Anleihen) oder auch indirekt über Finanzintermediäre (wie etwa Banken, Investmentfonds, Pensionsfonds oder Versicherungsgesellschaften) erfolgen. Inwie-

weit die privaten Haushalte ihr Konsumverhalten im Zeitverlauf ändern und die Unternehmen in der Lage sind, einen Kapitalstock aufzubauen bzw. zu erneuern, hängt davon ab, wie effizient die Finanzmittel und die damit verbundenen Risiken verteilt werden. Folglich ist die Effizienz des Finanzsystems auch für dauerhaftes Wachstum und wirtschaftlichen Wohlstand maßgeblich.

Die grundsätzliche Bedeutung des Aktienmarkts innerhalb des Finanzsystems hängt weitgehend davon ab, wie stark der Unternehmenssektor, private Haushalte und institutionelle Anleger üblicherweise von Aktien als Finanzierungs- und Anlageinstrument Gebrauch machen. Dies richtet sich im Allgemeinen nach den Motiven und Anreizen potenzieller Aktienemittenten und Aktieninhaber, die wiederum einem komplexen Geflecht aus Marktkräften, der Wirtschaftspolitik, dem rechtlichen und regulatorischen Rahmen des Finanzsystems sowie sich langsam ändernden Traditionen und Konventionen unterliegen.¹

In diesem Rahmen emittieren Unternehmen Aktien und veräußern sie entweder an die Öffentlichkeit (börsennotierte und börsengehandelte Aktien) oder in Privatplatzierungen (nichtbörsennotierte Aktien), um zur Finanzierung ihrer Geschäfte Eigenkapital von außen aufzunehmen.² Darüber hinaus können sie zur Anpassung ihrer Kapitalstruktur eigene Aktien begeben oder zurücknehmen. Da Dividendenwerte mit anderen Quellen der Unternehmensfinanzierung konkurrieren, sind die relativen Kosten des Aktienkapitals – d. h. die Differenz zwischen der am Markt geforderten Rendite des Aktienkapitals und dem Zinssatz für Kredite oder Anleihen abzüglich Steuern, Emissionskosten und allen sonstigen Kosten – ein wichtiger Bestimmungsfaktor des Aktienangebots.

Von der Nachfrageseite her betrachtet fließen den Aktieninhabern gewöhnlich regelmäßig Erträge in Form von Dividenden zu. Neben den Dividenden umfassen die Aktienrenditen auch Kapitalgewinne oder -verluste aus Kursveränderungen. Darüber hinaus ist

mit dem Besitz von Aktien in der Regel auch das Recht zur Teilnahme am Entscheidungsprozess eines Unternehmens verbunden. Dies ist bisweilen das vorherrschende Motiv für die Haltung von Aktien, beispielsweise wenn eine Kapitalgesellschaft eine strategische Beteiligung an anderen Unternehmen anstrebt. Private Haushalte nutzen diese Anlageform dagegen in erster Linie als Sparinstrument. Sie können Aktien entweder direkt oder indirekt durch Erwerb von Forderungen auf die Vermögenswerte institutioneller Anleger, die in Aktien investieren, halten. Welchen Teil ihres Geldvermögens private Haushalte am Aktienmarkt anlegen, hängt von ihren Sparmotiven, der Risiko- und Ertragseinschätzung der Aktienportefeuilles in Relation zu anderen Vermögenswerten sowie von ihrer Risikobereitschaft ab.

Aus geldpolitischer Sicht ist zu berücksichtigen, dass die Bedeutung des Aktienmarkts im Finanzsystem und für die Gesamtwirtschaft insgesamt von langfristigen und konjunkturellen Faktoren abhängt, die Aktienangebot und -nachfrage beeinflussen. So bestimmen die unterschiedliche Besteuerung von Aktienkapital und Fremdkapital sowie der Grad der Einbindung des Staates in das Rentensystem (ein Hauptmotiv für langfristiges Sparen der privaten Haushalte ist die Altersvorsorge) in der Regel die trendmäßigen Entwicklungen am Aktienmarkt. Kurzfristige Faktoren dagegen, wie etwa Aktienkurs- und Zinsschläge – die die relativen Eigenkapitalkosten und die Erwartungen der Anleger in Bezug auf Aktienrenditen verändern können – führen zu kurzfristigen Zyklen in Bezug auf die Bedeutung des Aktienmarkts für Emittenten und Aktieninhaber. Eine Zentralbank muss beide Faktoren sorgfältig beobachten, da sie zusammen bestimmen, wie stark Unternehmensinvestitionen und privater Verbrauch im Allgemeinen auf Aktienkursänderungen reagieren. Dieser Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Konjunkturverlauf ist Teil des monetä-

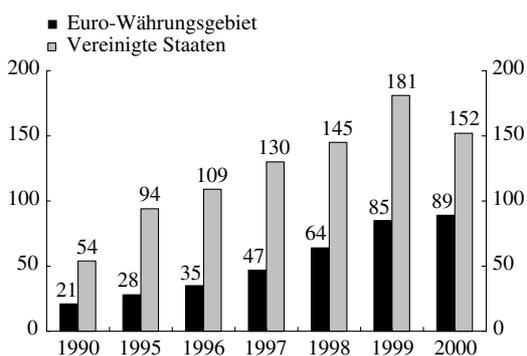
¹ Siehe die EZB-Publikation „The euro equity markets“ vom August 2001.

² Zu den verschiedenen Eigenkapitalarten siehe Monatsbericht vom Februar 2001, Kasten 1 des Aufsatzes „Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“.

ren Transmissionsmechanismus und wird ausführlicher in Abschnitt 4 erörtert. Im restlichen Teil dieses Abschnitts wird kurz beschrieben, wie sich die Bedeutung des Aktienmarkts innerhalb des Finanzsystems des Euroraums in letzter Zeit entwickelt hat.

Da das Finanzsystem des Euroraums nach wie vor von den Banken als Intermediäre beherrscht wird, spielen Aktienmärkte im Eurogebiet eine weit weniger herausragende Rolle als beispielsweise in den Vereinigten Staaten, in denen traditionell stärker auf marktbasierter Finanzierung zurückgegriffen wird. Einige Entwicklungen könnten aber darauf hindeuten, dass die Aktienmärkte im Eurogebiet in den letzten Jahren etwas stärker in den Vordergrund gerückt sind. Die allgemeine Bedeutung des Aktienmarkts wird häufig anhand der Relation zwischen dem Marktwert der an der Börse eines Landes gehandelten inländischen Aktien (Marktkapitalisierung) und dem nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) gemessen. Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Aktienmarktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP für das Eurogebiet und die Vereinigten Staaten von 1990 bis 2000. Einerseits zeigen die Zahlen deutlich, dass der US-Aktienmarkt in diesem Zeitraum rund zwei- bis dreimal größer als der Aktienmarkt des Eurogebiets war. Andererseits ist der Aktienmarkt im Euroraum schneller als in den Vereinigten Staaten gewachsen. Von 1990 bis 2000 hat sich das

Abbildung Marktkapitalisierung der Aktien gebietsansässiger Emittenten in % des BIP



Quellen: FIBV und EZB-Berechnungen.

Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP im Eurogebiet in etwa vervierfacht, in den Vereinigten Staaten hingegen ungefähr verdreifacht. Zum großen Teil war dieser starke Anstieg allerdings auf die Aktienkursentwicklung zurückzuführen. Gemessen an breiten Aktienkursindizes stiegen die Aktienkurse im Euroraum von Ende 1989 bis Ende 2000 um 320 %, während die US-Aktienkurse im gleichen Zeitraum um 240 % zulegten.³

Betrachtet man einen anderen Indikator über einen aktuelleren Zeitraum, so hat sich zwischen Ende 1998 und Ende 2000 die Zahl der an Börsen des Euroraums notierten gebietsansässigen Gesellschaften von 3 900 auf 4 900 erhöht.⁴ Zudem stieg das an Aktienmärkten des Eurogebiets neu aufgenommene Kapital von 130 Mrd € im Jahr 1998 auf 320 Mrd € im Jahr 2000. Während nur ein Drittel des Bruttoabsatzes von Aktien im Eurogebiet im Jahr 1998 auf Erstemissionen entfiel, erhöhte sich ihr Anteil im Jahr 2000 auf 50 %.⁵

Die Bilanzbestandsgrößen und -veränderungen der nichtfinanziellen Sektoren⁶ im Euro-Währungsgebiet bestätigen im Allgemeinen die allmählich zunehmende Bedeutung des Aktienmarkts im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets. Gemessen am Umlauf erhöhte sich der Anteil börsennotierter Aktien an den wichtigsten Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (börsennotierte Aktien, inländische Kredite plus Wertpapiere ohne Anteilsrechte) von 42 % im vierten Quartal 1997 auf 51 % im gleichen Quartal 2000. Der Anteil börsennotierter Aktien an den gesamten Vermögenswerten aller nichtfinanziellen Sektoren stieg von 14 % im Jahr 1997 auf 21 % im Jahr 2000. Das größere direkte Engagement dieser Sektoren an den Aktienmärkten wird ergänzt durch umfangreichere indirekte Aktienbestände, die über

3 Gemessen anhand von marktbreiten Datastream-Börsenkursindizes für das Eurogebiet und die Vereinigten Staaten.

4 Siehe „The euro equity markets“, EZB, August 2001, S. 11.

5 A. a. O., S. 17.

6 Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Alle Zahlen sind aus den im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiet“ des Monatsberichts veröffentlichten Angaben errechnet.

Anlagen in Investmentfonds und Versicherungsprodukten gehalten werden. Der Anteil der Investitionen in Investmentfonds außer Geldmarktfonds an den gesamten Vermögenswerten des nichtfinanziellen Sektors stieg von 8 % im Jahr 1997 auf 12 % im Jahr 2000. Darüber hinaus haben die Investmentfonds den Aktienanteil an ihrem gesamten Anlagevermögen erheblich aufgestockt.⁷ Obgleich die Anlagen der nichtfinanziellen Sektoren in Versicherungsprodukten von 1997 bis 2000 praktisch unverändert rund 21 % des gesamten Geldvermögens ausmachten, dürften Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds ihre Aktienbestände im Vergleich zu anderen Anlagen ebenfalls erhöht haben.

Zum großen Teil spiegelt der höhere Umlauf an börsennotierten Aktien allerdings Bewertungseffekte aufgrund des starken Anstiegs der Aktienkurse wider.⁸ Diese Effekte können anhand der zu Transaktionswerten berechneten Finanzierungsströme berücksich-

tigt werden. Danach erhöhte sich der gesamte Fremdfinanzierungsbedarf nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften vom vierten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 2000 um 27 %, während die Finanzierung im Wege der Begebung börsennotierter Aktien im gleichen Dreijahreszeitraum nur um 17 % zunahm. Damit hat die Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen – zu Transaktionswerten gerechnet – im Vergleich zu anderen Fremdfinanzierungsquellen von 1997 bis 2000 sogar an Bedeutung verloren. Was das Geldvermögen betrifft, so erhöhten sich die Anlagen der nichtfinanziellen Sektoren in finanzielle Aktiva – zu Transaktionswerten gerechnet – vom vierten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 2000 um 21 %. Der Direktbesitz an börsennotierten Aktien nahm in diesem Zeitraum um nicht weniger als 38 % zu, womit die gewachsene Bedeutung von Aktien als Anlageinstrument für die nichtfinanziellen Sektoren bestätigt wird.

3 Die Kursbildung am Aktienmarkt

Damit der Aktienmarkt die ihm zugeordneten wirtschaftlichen Funktionen zufrieden stellend erfüllen kann, dürfen die Aktienpreise nicht systematisch von ihrem „Fundamentwert“ abweichen. Dieser Wert hängt im Allgemeinen von den künftig erwarteten Einkommensströmen ab, die die Unternehmen erwirtschaften. Spiegeln die Aktienpreise alle verfügbaren, für die Bewertung der Aktien relevanten Informationen in vollem Umfang wider, spricht man von der Erfüllung der Effizienzbedingung. Ist sie nicht erfüllt, können die Aktienkurse hinsichtlich der tatsächlichen Ertragslage und Risiken bestimmter Unternehmen oder sogar des gesamten Aktienmarkts falsche Signale an die Marktteilnehmer senden. Dies wiederum würde zu einer ineffizienten Kapitalallokation in der Wirtschaft führen, da einige verhältnismäßig unrentable Unternehmen knappe Finanzierungsmittel binden würden, die alternativ in rentablere und risikoärmere Projekte hätten investiert werden können.

Im Folgenden werden der Standardansatz für die Aktienbewertung – das Dividend-Discount-Modell – und mögliche Ursachen von Marktineffizienzen erläutert, wobei spekulativen Blasen am Aktienmarkt ein besonderes Augenmerk gilt.

Die Bewertung von Aktien anhand des Gegenwartswerts künftiger Dividenden

Gewöhnlich werden Finanzaktiva anhand des Gegenwartswerts des zukünftigen Zahlungsstroms bewertet, den die Anleger aus der Haltung dieser Aktiva erwarten. Die auf die künftigen Zahlungsströme angewandte Dis-

⁷ Nach der Statistik der Europäischen Vereinigung der Investmentfonds und -Gesellschaften (FEFSI) erhöhten die Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet den Aktienanteil an ihrem gesamten Vermögen von 24 % im Jahr 1998 auf 40 % im Jahr 2000. Siehe „The euro equity markets“, EZB, August 2001, S. 29.

⁸ Siehe den Beitrag „Finanzierung und Geldvermögen(s)bildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht Mai 2001.

kontierungsrate entspricht der erwarteten Rendite, die von den Anlegern für die Haltung der Aktiva in ihren Portfolios gefordert wird. Angewandt auf die Aktienbewertung entspricht die Methode der Abzinsung von Zahlungsströmen dem Dividend-Discount-Modell. Dabei entsprechen effiziente Aktienkurse dem Gegenwartswert der (rational) erwarteten künftigen Dividenden (siehe Anhang).

Der Diskontierungszins setzt sich aus einem Maß für die „Opportunitätskosten“, die den erwarteten Renditen aus Investitionen in andere Anlagen als Dividendenwerte entsprechen, und einer aktienspezifischen Risikoprämie zusammen. Würden die Anleger den unterschiedlichen Risiken der verschiedenen Anlageformen keine Beachtung schenken, so wäre zu erwarten, dass im Gleichgewicht alle Anlagen die gleiche Rendite abwerfen. In diesem Fall entspräche die Diskontierungsrate für Aktien diesem einheitlichen Zinssatz. Risikoscheue Anleger fordern jedoch für das Halten risikoreicherer Aktiva höhere Renditen. Die Differenz zwischen den erwarteten Renditen einer risikoreicheren und einer sichereren Anlage stellt also eine Risikoprämie dar und spiegelt sowohl die Risikopräferenzen der Anleger als auch die wahrgenommenen Risikoeigenschaften der Anlagerenditen wider. Da Aktien tendenziell mit mehr Risiko behaftet sind als zum Beispiel Staatsanleihen oder Bankeinlagen, erwarten Anleger für die Haltung von Aktien einen dementsprechend höheren Ertrag. Tatsächlich ist die (Risiko-) Prämie für Aktien, die anhand des langfristigen Durchschnitts der Margen zwischen den beobachteten Aktienrenditen und den Renditen langfristiger Anleihen oder kurzfristiger Bankeinlagen empirisch geschätzt wird, im Allgemeinen positiv.

Aus dem Dividend-Discount-Modell kann im Wesentlichen geschlossen werden, dass Aktienkurse inhärent zukunftsorientiert sind oder, anders ausgedrückt, dass am Aktienmarkt „die Zukunft gehandelt“ wird. Darüber hinaus werden Aktienkurse größtenteils durch „Neuigkeiten“ bestimmt, d.h. durch eingehende Informationen, die die Markt-

teilnehmer veranlassen, ihre Erwartungen hinsichtlich der Fundamentalwerte von Aktien zu revidieren. Diese Eigenschaften können für die Geldpolitik von besonderem Nutzen sein, da die Aktienkurse als Indikator für die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des zukünftigen Konjunkturverlaufs genutzt werden können (der sich auf die zukünftigen Unternehmensgewinne und Dividenden auswirkt). Auf diesen Aspekt wird in Abschnitt 4 ausführlicher eingegangen.

Mögliche Ursachen „ineffizienter“ Kursbildung

Die Tatsache, dass die Fundamentalwerte der Aktienkurse nicht unmittelbar beobachtbar sind, bedeutet, dass für jede Beurteilung, ob Aktien angemessen bewertet sind oder nicht, festgestellt werden muss, ob die Erwartungen der Investoren hinsichtlich der zukünftigen Dividenden, Zinssätze und Aktienkursrisiken gerechtfertigt sind und richtig in den Aktienkursen widerspiegelt werden. Welche Argumente können vorgebracht werden, um zu einer solchen Schlussfolgerung zu gelangen? Einer solchen Beurteilung müssen allgemein sowohl empirische wie auch theoretische Überlegungen zugrunde gelegt werden.

In der Theorie liegt der Hypothese der Markteffizienz die Annahme zugrunde, dass Anleger einen Anreiz haben, bei der Entscheidung, zu welchem Kurs sie Aktien verkaufen oder kaufen, alle verfügbaren Informationen zu berücksichtigen. Auch wenn nicht alle Anleger die zur Verfügung stehenden Informationen zweckmäßig nutzen, stellt ein effizienter Arbitrage-Mechanismus sicher, dass rationale Anleger die Aktienpreise so lenken, dass sie ausreichend nahe an ihren Fundamentalwerten liegen. Die Arbitrage funktioniert zum Beispiel dann ausgezeichnet, wenn rationale Anleger ein „überbewertetes“ Wertpapier auf dem einen Markt verkaufen (oder leer verkaufen) können und gleichzeitig dieses Wertpapier bzw. ein Wertpapier mit gleicher Auszahlungsstruktur als Absicherung an einem anderen Markt kaufen, an dem es korrekt bewertet oder unterbewertet ist. Die

Arbitragegeschäfte bewirken, dass sich die Preise auf den zwei verschiedenen Märkten rasch auf dem durch den Fundamentalwert gerechtfertigten Niveau angleichen. Solange es für Aktien enge Substitute gibt, sorgt dieser Mechanismus für effiziente Preisbildung, auch wenn nicht alle Anleger rational handeln.

In Wirklichkeit sind auf den Aktienmärkten solche perfekten Substitute für Aktien jedoch nicht ohne weiteres verfügbar. Folglich ist die fundamentale Arbitrage mit Risiken behaftet, da unvollkommene Substitute verwendet werden. Dies beinhaltet das Risiko, dass sich das Preisverhältnis zwischen den als über- und als unterbewertet wahrgenommenen Wertpapieren innerhalb des Anlagehorizonts wegen guter oder schlechter Neuigkeiten über eine der Aktien (idiosynkratisches Risiko) oder wegen der Handelstätigkeiten uninformativer Investoren (Investoren, die auf der Grundlage irrelevanter Informationen handeln, auch „Noise Traders“ genannt) noch stärker ausweitet.

Die Möglichkeiten zu risikoreichen Arbitragegeschäften werden durch die begrenzten Kapazitäten der Arbitrageure zur Risikoübernahme eingeschränkt, die sich aus Kreditaufnahmerestriktionen oder kurzen Anlagehorizonten ergeben können. Dies beeinträchtigt insgesamt deren Fähigkeit, die Aktienkurse ihren Fundamentalwerten anzugleichen. Eine kurzfristige Orientierung kann sich zum Beispiel aus delegiertem Portfolio-Management und den damit verbundenen Problemen der Vermögensverwaltung ergeben. Investmentfonds-Manager können sich beispielsweise weigern, eine Arbitrageposition zu eröffnen, wenn sie nicht davon ausgehen, dass die Aktienkurse innerhalb des Bewertungszeitraums für den Anlageerfolg zu ihren Fundamentalwerten zurückkehren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Bezahlung des Investmentfonds-Managers gewöhnlich von kurzfristigen Erfolgskennzahlen abhängig ist. Darüber hinaus befürchten sie vielleicht, dass vorübergehende Verluste aus der Haltung von Arbitragepositionen die privaten Anleger dazu veranlassen, ihre Fondsanteile zu veräußern,

was zur Folge haben kann, dass Investmentfonds Arbitragepositionen glattstellen müssen, bevor die Preise wieder ein effizientes Niveau erreicht haben.

Eine begrenzte Arbitrage reicht jedoch nicht aus, um Marktineffizienzen herbeizuführen. Hinzukommen muss eine Art von irrationalem Verhalten von zumindest einigen Investoren (Stimmung der Investoren). Die Theorien der „Investorenstimmung“ – die sich auf die Ergebnisse experimenteller Studien und psychologische Theorien der Meinungsbildung stützen – versuchen zu erklären, warum sich Anleger so verhalten, dass sich die Preise von den Fundamentalwerten entfernen. Die Gründe können meist unter „Überreaktion“ und „positive feedback trading“ (Kaufentscheidung aufgrund von Kursextrapolation) zusammengefasst werden. Von Überreaktion spricht man, wenn Investoren aufgrund einer Folge von guten Gewinnnachrichten mit übertriebenem Optimismus davon ausgehen, dass die zukünftigen Gewinnankündigungen ebenfalls positiv ausfallen werden, was die Aktienkurse auf ein überhöhtes Niveau steigen lässt. Ebenso können eine Reihe von schlechten Nachrichten die Aktienkurse auf ein übertrieben niedriges Niveau sinken lassen. Bei positivem Feedback kaufen Investoren Aktien zu hohen Kurswerten und verkaufen sie, wenn die Preise gefallen sind. Ein solches Verhalten kann unter anderem aus extrapolativen Preiserwartungen oder technischen Handelsregeln resultieren.

Die Unvollkommenheit der realen Kapitalmärkte und die potenzielle Gefahr irrationalen Handelns einiger Investoren bedeuten, dass die Effizienz der Aktienpreise eine empirische Frage bleibt. Die empirischen Untersuchungen zur Effizienz von Aktienkursen kommen jedoch hauptsächlich aufgrund des jeweils gewählten theoretischen Rahmens und des angewandten empirischen Verfahrens zu recht unterschiedlichen Ergebnissen. Da der Fundamentalwert von Aktien nicht unmittelbar beobachtbar ist, lässt sich nicht mit Sicherheit sagen, ob Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt effizient bewertet sind oder nicht. Die bisherigen Erfahrungen sprechen dessen ungeachtet dafür, dass die Stimmung

der Investoren manchmal zu „spekulativen Blasen“ am Aktienmarkt führen kann, d. h. einer Situation, in der die tatsächlichen Preise die Fundamentalwerte vorübergehend bei weitem übersteigen.

Können spekulative Blasen am Aktienmarkt erkannt werden?

Wie oben erwähnt, könnte eine spekulative Blase entstehen, wenn Investoren infolge einer Reihe von positiven Gewinnmeldungen überreagieren und übersteigert optimistische Gewinn- und Dividendenerwartungen entwickeln („intrinsische Spekulationsblasen“). Darüber hinaus kann eine spekulative Blase entstehen, wenn in einem steigenden Markt zusätzliche Kauforders platziert werden (positive feedback trading), d. h. wenn Investoren in der Hoffnung Aktien kaufen, dass der Kursanstieg anhält, was zur Folge haben kann, dass sich der Kurs aufgrund der steigenden Nachfrage tatsächlich weiter erhöht. Dies wiederum führt zu weiteren Erwartungen zukünftiger Kursanstiege, und so weiter. In diesem Fall sind sich selbst erfüllende Erwartungen die Hauptursache für die Spekulationsblase, die sich verselbstständigt, sobald sie durch ein äußeres Ereignis ausgelöst wurde („extrinsische Blase“).

Es ist jedoch vor allem im Voraus äußerst schwierig, eine spekulative Blase empirisch zu erkennen. Zum Beispiel weisen große Preisschwankungen an sich nicht zwangsläufig auf eine Spekulationsblase hin, da auch effizient bewertete Aktien eine inhärente Tendenz haben, stark auf neue Informationen über Fundamentaldaten zu reagieren.

Ein bewährtes Instrument zur Beurteilung des Kursniveaus ist es, Kennzahlen zur Bewertung von Aktien, wie die Dividendenrendite und das Kurs-Gewinn-Verhältnis, im historischen Zusammenhang zu betrachten. Der Grundgedanke hierbei ist, dass diese Bewertungskennzahlen im Zeitverlauf letztendlich auf ein langfristiges Gleichgewichtsniveau zurückkehren sollten. Nach dem Dividend-Discount-Modell (wie in den Gleichungen 6 und

7 im Anhang dargestellt) ergibt sich dieses langfristige Gleichgewichtsniveau aus dem Wachstumspotenzial der Dividenden oder Unternehmenserträge auf lange Sicht und dem langfristigen Niveau der Realzinsen und der Risikoprämie von Aktien.

Der historische Vergleich kann statistisch auf zwei Arten angestellt werden. Ein einfaches Verfahren ist der Vergleich zwischen aktuellen Bewertungskennzahlen und historischen Durchschnitten. Alternativ kann ein langfristiges Gleichgewichtsverhältnis zwischen den Bewertungskennziffern der Aktienmärkte und zum Beispiel den Realzinsen und dem potenziellen Produktionswachstum (als grobe Messgröße des Dividendenwachstums auf lange Sicht) geschätzt werden, wodurch sich das langfristige Gleichgewicht im Zeitverlauf verändern kann. Bei beiden Verfahren kann eine Über- bzw. Unterbewertung am Aktienmarkt aufgezeigt werden, wenn die aktuellen Bewertungskennziffern erheblich vom geschätzten langfristigen Gleichgewichtsniveau abweichen.

Keiner der beiden Ansätze kann jedoch ausreichende Belege für eine spekulative Blase am Aktienmarkt liefern. So können beispielsweise außergewöhnlich hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse aufgrund zutreffender Erwartungen eines ungewöhnlich starken Wachstums der Unternehmensgewinne über einen längeren künftigen Zeitraum hinweg gerechtfertigt sein. In diesem Fall wäre zu erwarten, dass das anfangs hohe Kurs-Gewinn-Verhältnis im Zeitverlauf abnimmt und sich seinem langfristigen Durchschnittswert nähert. Grund hierfür wären hauptsächlich erfüllte Gewinnerwartungen und nicht etwa starke Kurseinbußen infolge einer geplatzten Spekulationsblase. Eine Darstellung dieser Problemstellungen findet sich in Kasten I, der den jüngsten Fall starker Kursanstiege und darauf folgender Kursrückgänge auf dem Markt für Hochtechnologietitel behandelt.

Historische Vergleiche können also das Problem, Spekulationsblasen verlässlich zu erkennen, nicht lösen. Sie können nur eine Reihe schwacher Anhaltspunkte für periodische

Kasten I

Jüngste Aktienkursentwicklung im Hochtechnologiesektor

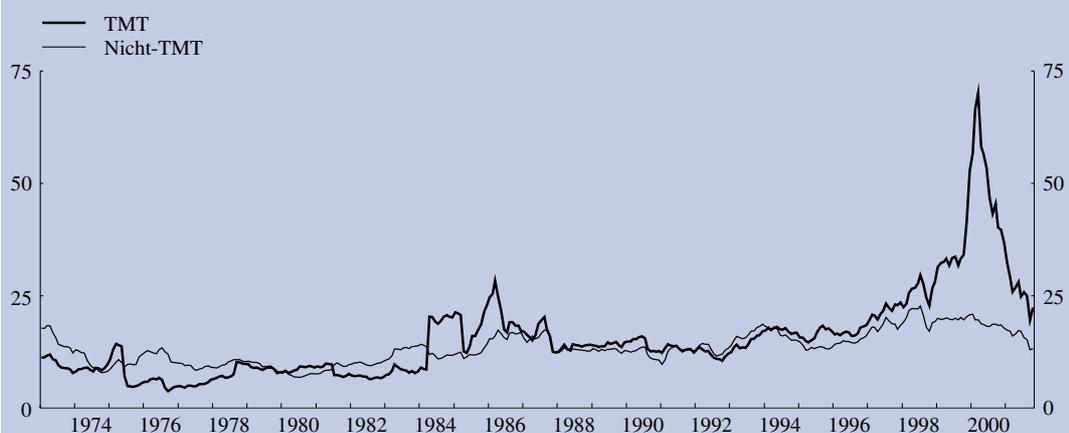
Während des Jahrzehnts von Ende 1989 bis Ende 1999 sind die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – gemessen am Standard-&-Poor's-500-Gesamtindex – im Vergleich zur Entwicklung in den letzten 130 Jahren sowohl nominal (+315 %) als auch real (+275 %) außergewöhnlich stark gestiegen. Zur Erklärung dieser spektakulären Kursanstiege wurden die verschiedensten Begründungen angeführt. Einige Beobachter glaubten aufgrund des technologischen Fortschritts, dass die Entwicklung am Aktienmarkt den Eintritt der US-Wirtschaft in eine „neue Ära“ widerspiegeln, in der das Produktivitätswachstum ein dauerhaft höheres Niveau erreicht habe. Hochtechnologieaktien, etwa solche mit Verbindungen zum Internetgeschäft, profitierten von dieser Vorstellung einer „neuen Ära“ am stärksten. Andere erklärten, dass die Risikoprämie für Aktien infolge von Finanzinnovationen und der Zunahme des institutionalisierten Sparens (die privaten Haushalten eine bessere Streuung des Kursrisikos von Aktien erlaubten) sowie demographischer Faktoren auf ein sehr niedriges Niveau gesunken sei.¹

Man könnte behaupten, dass insbesondere die Aktienkurse im Hochtechnologiesektor durch die Markteuphorie über die längerfristigen Gewinnaussichten solcher Aktien stark aufgebläht waren. Da mehr und mehr Anleger auf dieser Welle mitschwimmen wollten, schossen die Aktienkurse auf beispiellose Höhen. Ausschlaggebend hierfür waren wohl die zunächst an den „inneren Wert“ der Aktien geknüpften euphorischen Erwartungen. Hinzu kam, dass die erhofften Kurssteigerungen umfangreiche zusätzliche Kauforders auslösten.

Der Anstieg der Aktienkurse war zwar in den Vereinigten Staaten am ausgeprägtesten, erfasste aber auch – etwas später – die Aktienmärkte des Eurogebiets. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis im stürmisch wachsenden Hochtechnologiesektor des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich besonders ab November 1999 sprunghaft. Im März 2000 erreichte es bei Aktien der Technologie-, Medien- und Telekommunikationssektoren (TMT) mit einem Monatsdurchschnitt von 70 seinen Höchstwert, gegenüber einem Durchschnittswert von 13 zwischen Januar 1973 und Dezember 1998 (nach Datastream-Angaben). Während die Kurse von TMT-Werten auf solche nie dagewesenen Höhen kletterten, stieg das Kurs-Gewinn-Verhältnis anderer Aktien maximal nur auf 21 (im Januar 2000), nachdem der Durchschnittswert – wie im TMT-Sektor – in der Zeit von 1973 bis 1998 bei 13 gelegen hatte. Wenn die Aktien während der jüngsten Hausse tatsächlich überbewertet waren, so galt dies also hauptsächlich nur für Hochtechnologiewerte.

Kurs-Gewinn-Verhältnis von Technologie-, Medien- und Telekommunikationswerten (TMT) und Nicht-TMT-Werten im Euro-Währungsgebiet

(Monatsdurchschnitte)



Quelle: Datastream.

¹ Siehe Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook*, Mai 2000, S. 87.

Ab April 2000 brachen die Kurse von TMT-Werten ein, weil sich die Anleger zunehmend fragten, ob diese Werte die hohen Gewinnerwartungen würden erfüllen können. Von März 2000 bis Oktober 2001 fielen die Aktienkurse im TMT-Sektor um rund 70 %, die Kurse von Nicht-TMT-Werten im gleichen Zeitraum dagegen nur um 15 %. Im Ergebnis hatte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis von TMT-Aktien im Oktober 2001 auf 22 verringert, lag damit aber noch immer über dem historischen Durchschnitt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Nicht-TMT-Aktien war dagegen auf 15 gesunken, einen Wert, der seinem historischen Durchschnitt sehr nahe kam.

Ausschlaggebend für die stärkere Annäherung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse an ihre historischen Werte waren also nicht etwa unerfüllte Gewinnerwartungen, sondern vielmehr eine Kurskorrektur. Dies deckt sich auch eher mit der Vermutung, dass es sich bei der jüngsten Aktienkursentwicklung im Hochtechnologiesektor um eine Spekulationsblase handelte. Für eine Überbewertung sprechen allerdings nicht so sehr die enttäuschten Gewinnerwartungen der Anleger, sondern vielmehr die allgemeine Dynamik der jüngsten Entwicklung im Hochtechnologiesektor sowie verschiedene Hinweise auf eine außergewöhnliche Markteuphorie und einen überzogenen Gewinnoptimismus Ende der Neunzigerjahre.

Marktüberhitzungen liefern, die die Bewertungskennziffern weit über die historischen Schwellenwerte steigen lassen. Es scheint im Allgemeinen keine Alternative zu einem mehr eklektischen Ansatz zu geben, der unter Ver-

wendung aller verfügbaren Informationen und Instrumente – von ökonomischen Modellen bis hin zu anekdotischen Hinweisen – zu erkennen versucht, ob sich eine Spekulationsblase gebildet hat oder nicht.

4 Aktienkursschwankungen und Konjunktur

Der Prozess, über den die Geldpolitik die Volkswirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen beeinflussen kann, ist als monetärer Transmissionsmechanismus bekannt. Dabei handelt es sich um eine komplexe und lange Kette von Ursachen und Wirkungen, die die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik, den Preisen von Vermögenswerten sowie Angebot und Nachfrage an Güter- und Dienstleistungsmärkten charakterisiert. Der Aktienmarkt ist ein Element, das in diesem Transmissionsmechanismus eine Rolle spielen kann. Bevor auf den Zusammenhang zwischen Aktienkursentwicklung und Realwirtschaft eingegangen wird, folgt zunächst eine kurze Erläuterung, ob und wie die Geldpolitik die Aktienkurse beeinflussen kann.

Kursreaktionen auf die Geldpolitik

Die trendmäßige Entwicklung der realen (d. h. mit einem Preisindex für Güter und Dienstleistungen deflationierten) Aktienkurse spiegelt die langfristige Wachstumsrate der rea-

len Unternehmensgewinne wider. Diese ist wiederum mit der langfristigen Potenzialrate des realen Wirtschaftswachstums verknüpft. Die langfristigen realen Aktienkurse werden zudem durch die Realzinsentwicklung – die ihrerseits ebenfalls mit dem potenziellen Wirtschaftswachstum zusammenhängt – sowie eine von den durchschnittlichen Risikopräferenzen der Anleger und den vorhandenen Möglichkeiten zur Streuung von Aktienmarktrisiken abhängige langfristige Aktienrisikoprämie bestimmt.

Auf lange Sicht kann die Geldpolitik lediglich die Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen beeinflussen, die wiederum Auswirkungen auf die Nominalgewinne und damit auch auf die *nominalen* Aktienkurse hat. Einen langfristigen Einfluss auf die *realen* Aktienkurse hat die Geldpolitik dagegen nur insoweit, als eine stabilitätsorientierte Geldpolitik die Inflationsunsicherheit und mithin die Ungewissheit über die zukünftigen nominalen Vermögenspreise verringert. Dies führt zu einem Rück-

gang der entsprechenden, zum Beispiel in Anleihe- und Aktienkursen enthaltenen Risikoprämien, wodurch die Zuteilung der Produktionsfaktoren effizienter gestaltet und somit das Potenzialwachstum erhöht werden kann. Es ist also davon auszugehen, dass auch eine Ausrichtung der Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität positive Auswirkungen auf das langfristige Niveau der realen Aktienkurse hat. Davon abgesehen hat die Geldpolitik jedoch keinen nachhaltigen Einfluss auf das reale Dividendenwachstum, die Realzinsen, die Risikoprämie für Aktien und somit schließlich auf die realen Aktienkurse.

Auf kurze Sicht kann sich die Geldpolitik gleichwohl über zwei verschiedene, aber miteinander verbundene Kanäle auf die nominalen und realen Aktienkurse auswirken. Zum einen kann sie die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des kurzfristigen Wirtschaftswachstums (und damit der kurzfristigen Unternehmensgewinne und Dividenden) beeinflussen. Zum anderen kann sie über Veränderungen der realen Kurzfristzinsen am Geldmarkt auf die kurzfristigen Diskontierungsraten durchschlagen. In der Praxis nehmen die Anleger – und somit auch die Aktienkurse – die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen häufig vorweg. Die unmittelbare Reaktion des Aktienmarkts auf eine erwartete geldpolitische Entscheidung fällt in der Regel relativ gering aus. Unerwartete geldpolitische Maßnahmen hingegen können nach ihrer Bekanntgabe Kursänderungen zur Folge haben. Da die Auswirkungen auf die Dividendenerwartungen und die Diskontierungssätze tendenziell gleichgerichtet sind, führt eine (überraschende) Zinserhöhung normalerweise zu einem Rückgang und eine (unerwartete) Zinssenkung zu einem Anstieg der Aktienkurse.

Allerdings sind auch Abweichungen von diesem „normalen“ Reaktionsmuster möglich. Wenn zum Beispiel die Zentralbank nach allgemeiner Einschätzung die zukünftige Konjunktorentwicklung besser beurteilen kann als die Öffentlichkeit, könnte eine unerwartete Zinssenkung am Markt auch als Signal für be-

vorstehende „Hiobsbotschaften“ zum Wirtschaftswachstum interpretiert werden. Infolgedessen reagieren Aktienkurse gelegentlich auch negativ auf eine unerwartete Senkung der Leitzinsen. Daher ist es sehr schwierig vorherzusagen, wie Aktienkurse auf eine Leitzinsänderung reagieren.

Aktienkurse und Konjunktur

Der Aktienmarkt kann die Konjunktur-entwicklung im Wesentlichen über vier Kanäle beeinflussen, nämlich über seine Auswirkungen auf die Kapitalkosten, die Vermögen, die Zuversicht und die Unternehmensbilanzen.⁹ Der erste Kanal wirkt über den Einfluss, den die Aktienkurse auf die Eigenkapitalkosten der Unternehmen und somit auf deren Investitionsausgaben ausüben können. Steigende Aktienkurse können gute Investitionsmöglichkeiten signalisieren, da diese Investitionen durch Neuemission von Aktien zu niedrigeren Kosten finanziert werden können. In der Tat ist es so, dass bei steigenden Aktienkursen der Marktwert des Unternehmens in Relation zu den Wiederbeschaffungskosten seines Kapitalstocks („Tobins q “) tendenziell steigt. Demzufolge würde sich eine Ausweitung des Kapitalstocks für das Unternehmen auszahlen, und dadurch würden sich die Investitionsausgaben, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sowie die Produktion erhöhen. Mit der allmählichen Anpassung des Kapitalstocks an seinen höheren langfristigen Wert kehrt q wieder auf Normalniveau zurück.

Mehrere Faktoren können die Wirkung dieses Kanals abschwächen: Unsicherheit, Anpassungskosten und die Unumkehrbarkeit von Investitionsentscheidungen. Unsicherheit über die künftige Rentabilität einer Investition bei einmaligen, anderweitig nicht mehr zu deckenden Fixkosten bedeutet erstens, dass es sinnvoll sein kann, abzuwarten. Dies wiederum beeinflusst den Zeitpunkt von Investitionsentscheidungen. Zweitens können

⁹ Siehe den Aufsatz „Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht Juli 2000.

Schweleneffekte auftreten, sodass sich die Kapitalrenditen möglicherweise deutlich nach oben bewegen müssen, damit Investitionen getätigt werden. Aber auch eine abwartende Haltung verursacht Kosten. Je länger man wartet, desto wahrscheinlicher ist es, dass sehr rentable Investitionsmöglichkeiten von anderen Investoren genutzt werden, sodass im Ergebnis unklar ist, ob es sich lohnt, bei Investitionen abzuwarten.

Der zweite Kanal wirkt über den Einfluss des Vermögens auf den Verbrauch. Ein dauerhafter Anstieg der Aktienkurse führt zu einer Zunahme des Geldvermögens. Unterstellt man, dass die Wirtschaftsakteure versuchen, ihren Konsum im Zeitverlauf zu glätten, so führt der Anstieg des Geldvermögens zu einem höheren aktuellen und zukünftigen Verbrauch und kurbelt damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion an. Dabei ist anzumerken, dass Veränderungen der Aktienkurse bei einem Großteil der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet offenbar nur geringe unmittelbare Vermögens-effekte erzeugen, da die direkten und indirekten Bestände an börsennotierten Aktien nach wie vor relativ gering sind. Es besteht daher Grund zu der Annahme, dass dieser Transmissionskanal derzeit im Eurogebiet keine große Rolle spielt, wenngleich er im Einklang mit den in Abschnitt 2 beschriebenen Entwicklungen in den letzten Jahren etwas an Bedeutung gewonnen haben mag.

Als dritter potenzieller Kanal können Aktienkurse die Investitionstätigkeit und den Verbrauch über Vertrauenseffekte beeinflussen. So kann beispielsweise ein Rückgang der Aktienkurse höhere Abwärtsrisiken für die zukünftige Konjunktur und Beschäftigung signalisieren, was das Vertrauen der Verbraucher und die tatsächlichen Konsumausgaben beeinträchtigen kann, und zwar auch der privaten Haushalte, die keine Aktien besitzen. Ebenso kann ein allgemeiner Kursrückgang dazu führen, dass auch Unternehmen, die keine börsennotierten Aktien emittiert haben, ihre Gewinnerwartungen nach unten revidieren und ihre Investitionsvorhaben kürzen.

Der vierte Kanal betrifft die Möglichkeit, dass Aktienkurse über Bilanzeffekte den Konsum und die Investitionstätigkeit beeinflussen. Aufgrund asymmetrischer Informationen an den Kreditmärkten sind die Möglichkeiten von Unternehmen und privaten Haushalten zur Kreditaufnahme vom Wert der Sicherheiten abhängig, die sie anbieten können. Mit steigendem Wert der Sicherheiten erhöhen sich auch die Verschuldungs- und Investitionsmöglichkeiten. Dieser als Finanzakzelerator bekannte Prozess deutet darauf hin, dass die finanzielle Ausgangssituation (d. h. der Wert der Sicherheiten und das mit ihnen verbundene Risiko) eine entscheidende Rolle spielt, wenn es darum geht, Ausmaß und Dauer der Auswirkungen von Aktienkursänderungen auf die Investitionstätigkeit und den Verbrauch festzustellen.

Vorlaufeigenschaften von Aktienkursen

Zum Verständnis der Vorlaufeigenschaften von Aktienkursen in Bezug auf die zukünftige Konjunkturentwicklung ist es sinnvoll, sich nochmals das so genannte Dividend-Discount-Modell vor Augen zu halten. Diesem Modell zufolge steigen beispielsweise die Aktienkurse, wenn die Anleger in Zukunft höhere Dividenden erwarten, und sie fallen, wenn die Anleger mit niedrigeren Dividenden rechnen. Daraus folgt, dass Aktienkursänderungen eine Neubewertung der kurzfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum am Markt widerspiegeln können, da die Unternehmensgewinne – und somit die Dividenden – eng mit der Konjunkturlage verknüpft sind. Werden die Erwartungen der Marktteilnehmer durch die anschließende wirtschaftliche Entwicklung tendenziell bestätigt, können die Aktienkurse als Prognosevariable oder Frühindikator des realen Wirtschaftswachstums verwendet werden (siehe Kasten 2).

Da die Aktienkurse jedoch auch steigen können, wenn die Anleger einen geringeren Diskontierungssatz – etwa aufgrund der Erwartung niedrigerer Realzinsen, einer höheren Risikobereitschaft oder wegen geringer eingeschätzter Risiken der Aktienanlage –

Kasten 2

Was sagen Aktienkurse über das künftige Wirtschaftswachstum aus?

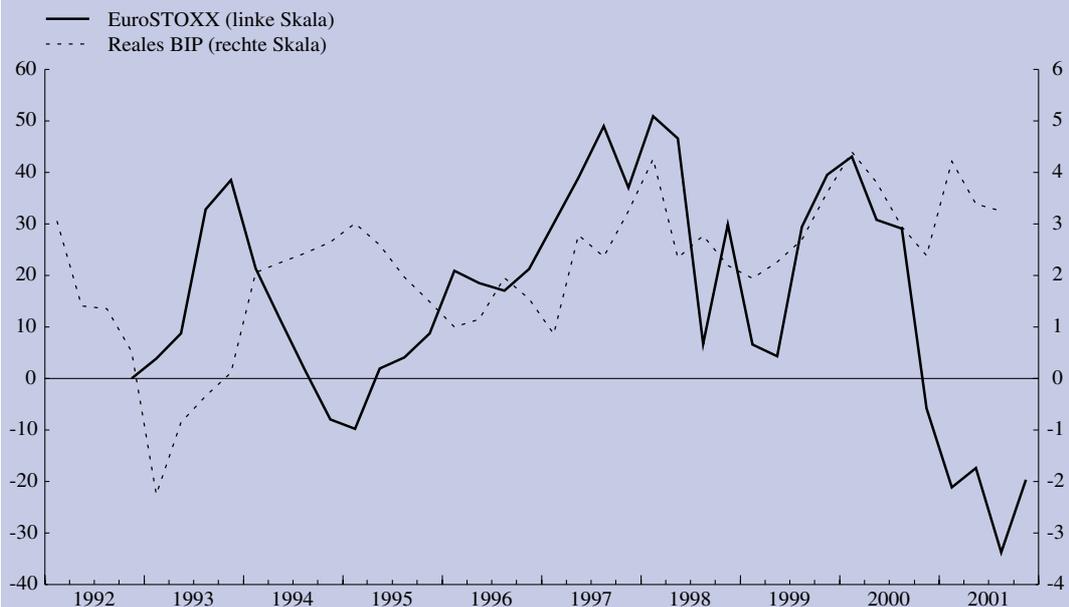
Aktienkurse spiegeln – unter anderem – die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Unternehmensgewinne und Dividenden wider. Sie sollten also auch einen gewissen Prognosegehalt in Bezug auf Gewinne und Dividenden besitzen, wenn sich diese Erwartungen tendenziell erfüllen. Dies bedeutet, dass sich generell das künftige Wirtschaftswachstum anhand der Aktienkurse recht gut voraussagen lassen müsste, da ein enger Zusammenhang zwischen Konjunktur und Unternehmensgewinnen besteht. Dieser Kasten enthält die Ergebnisse empirischer Untersuchungen, die die Frühindikatoreigenschaften von Aktienkursen für die Realwirtschaft im Euro-Währungsraum weitgehend bestätigen.

Erstens zeigt die Abbildung unten die prozentuale Veränderung der Quartalswerte von Aktienkursen und realem BIP des Euro-Währungsgebiets gegenüber dem Vorjahr. Auf die Vorlaufeigenschaft von Aktienkursen lässt sich daraus schließen, dass die meisten Wendepunkte in den Zeitreihen der Veränderungen der Aktienkurse gegenüber dem Vorjahr früher auftreten als die Wendepunkte des BIP-Wachstums gegenüber dem Vorjahr. Es gibt jedoch auch Ausnahmen, wie etwa im Jahr 1999. Zweitens zeigt eine einfache Korrelationsanalyse des Vor- bzw. Nachlaufs der vierteljährlichen prozentualen Veränderungen der beiden Variablen, dass sich die höchste Korrelation bei Aktienkursänderungen und realem BIP-Wachstum zwei Quartale im Voraus ergibt. Drittens deutet eine einfache ökonometrische Analyse darauf hin, dass im Euroraum ein einmaliger 10%iger Anstieg der Aktienkurse ein reales BIP-Wachstum von 0,3 % über die längere Frist vorhersagt. Was das Zeitprofil dieses geschätzten Reaktionsmusters betrifft, so steigt das BIP erstmals zwei Quartale später um rund 0,18 %, und der Gesamteffekt ist nach rund eineinhalb Jahren erreicht.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die angewandten Methoden alle sonstigen möglichen Faktoren außer Acht lassen, die die Aktienkurse oder Konjunktur beeinflussen könnten. Tatsächlich können sich die angegebenen Zahlen durch die Einbeziehung anderer Variablen in die Analyse ändern. Die Untersuchung soll also nur die Frühindikatoreigenschaft der Aktienkurse für das reale BIP-Wachstum veranschaulichen (siehe den Aufsatz „Der Informationsgehalt von Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht November 2001).

Aktienkurse und reales BIP des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Reuters und EZB.

Hervorzuheben ist, dass die Frühindikatoreigenschaft nicht bedeutet, dass Aktienkurse ein reales BIP-Wachstum im wirtschaftlichen Sinne bewirken. Sie können Vorhersagekraft für das BIP-Wachstum besitzen, solange sich die Gewinnerwartungen für die betreffenden Unternehmen erfüllen und im Einklang mit der allgemeinen Konjunktur entwickeln. Allerdings ist es außerordentlich schwierig, diese eher passive Rolle des Aktienmarkts empirisch von seiner aktiven Rolle bei der Transmission geldpolitischer Impulse zu trennen.

zugrunde legen, lässt sich zu einem gegebenen Zeitpunkt nur schwer feststellen, welcher Faktor für die Veränderung der Aktienkurse maßgeblich ist.

Im Allgemeinen ist es äußerst schwierig, wenn nicht gar unmöglich, zwischen Aktienkursbewegungen zu unterscheiden, die durch die in Zukunft erwarteten wirtschaftlichen Entwicklungen begründet sind, und solchen, die auf anderen Faktoren oder unrealistischen Erwartungen hinsichtlich des künftigen Wachstums der Dividenden und damit der Produktion beruhen. So können zum Beispiel erwartete technologische Fortschritte eintreten

oder auch nicht. Falls sie ausbleiben, werden die Erwartungen enttäuscht und es kommt zu einer Korrektur der Aktienkurse, was von außen betrachtet so aussehen mag wie das „Platzen“ einer Blase, bei der die Kurse nicht mehr mit den Fundamentalfaktoren in Einklang gestanden hatten.

Als Fazit lässt sich feststellen, dass der Informationsgehalt von Aktienkursen sorgfältig im Zusammenhang mit anderen Kennziffern und Analysen der Wirtschaft beurteilt werden muss, auch wenn Aktienkurse nicht selten nützliche Vorlaufeigenschaften hinsichtlich wirtschaftlicher Entwicklungen besitzen.

5 Die Bedeutung des Aktienmarkts für die Geldpolitik

Die jüngste weltweite Aktienkursvolatilität hat das Interesse an der möglichen Bedeutung von Vermögenspreisen für die Geldpolitik verstärkt. Im Folgenden wird erläutert, wie dem Aktienmarkt in der geldpolitischen Strategie der EZB Rechnung getragen wird und warum die Geldpolitik die Aktienkurse nicht als ihr Ziel betrachten sollte.

Die Rolle des Aktienmarkts in der geldpolitischen Strategie der EZB

Vorrangiges Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Diese wurde vom EZB-Rat definiert als jährlicher Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 %. Im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie trägt die EZB der Aktienkursentwicklung Rechnung, da die Aktienkurse für die Beurteilung der Konjunkturlage und somit auch der Risiken für die Preisstabilität von Bedeutung sind.¹⁰

Wie in Abschnitt 4 erläutert, können die Aktienkurse als Frühindikatoren der Konjunkturentwicklung betrachtet werden, und zwar entweder als Ausdruck der Markterwartungen hinsichtlich des Konjunkturverlaufs (passive Rolle) oder aufgrund ihrer Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Entwicklung (aktive Rolle). Soweit sie Aufschluss über die gesamtwirtschaftliche Nachfrage- und Angebotsentwicklung im Euroraum geben, können die Aktienkurse dazu beitragen, konjunkturwirksame Schocks zu erkennen und die Ursache und Hartnäckigkeit preislicher Auftriebskräfte im Eurogebiet festzustellen. Allerdings sind Aktienkurse sehr volatil und können bisweilen von dem Niveau abweichen, das den fundamentalen Werten oder „Gleichgewichtswerten“ entspricht. Ihr Informationsgehalt ist daher in der Regel ungewisser und

¹⁰ Nähere Erläuterungen zur geldpolitischen Zielsetzung und Strategie der EZB sind den Artikeln „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht Januar 1999 sowie „Die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB“ im Monatsbericht November 2000 zu entnehmen.

schwieriger zu beurteilen als bei anderen Wirtschaftsindikatoren.

Aktienkurse sind eine der vielen wirtschaftlichen und finanziellen Variablen, die im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB beobachtet werden. Darüber hinaus ergeben sich hin und wieder Synergieeffekte zwischen einer Analyse der Aktienkursentwicklung und der monetären Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB. So kann beispielsweise ein hohes Geldmengen- und Kreditwachstum in Kombination mit rasch steigenden Aktienkursen mitunter darauf hindeuten, dass die Kursentwicklung möglicherweise nicht dauerhaft tragfähig ist. In diesem Sinne können Geldmengenaggregate als Indikatoren von „Aktienmarktblasen“ nützlich sein. Umgekehrt kann die Aktienkursentwicklung zum Erkennen von Sonderfaktoren beitragen, die den Informationsgehalt von Geldmengenaggregaten zeitweise verzerren.

Aktienkurse sind kein geeignetes Ziel der Geldpolitik

Ungeachtet dessen sei darauf hingewiesen, dass Aktienkurse kein geeignetes Ziel für die Geldpolitik darstellen.

Erstens kann die Geldpolitik die Aktienkurse auf lange Sicht nicht steuern. Während nämlich die Entwicklung der Preise für Güter und Dienstleistungen letztlich an den Geldüberhang geknüpft ist, sind für die Entwicklung der realen Aktienkurse in erster Linie realwirtschaftliche, durch die Geldpolitik nicht zu beeinflussende Bestimmungsfaktoren wie etwa die technologische Entwicklung und die Präferenzen maßgeblich. Zweitens hat die Geldpolitik zwar vielleicht kurzfristige Aus-

wirkungen auf die Aktienkurse, doch ist es ihr unmöglich, die Kurse auf kurze Sicht mehr oder weniger präzise zu steuern. Dies liegt schon allein daran, dass Reaktionen der Aktienkurse auf Leitzinsänderungen kaum vorhergesagt werden können. Drittens ist es grundsätzlich sehr unwahrscheinlich, dass Währungsbehörden bessere Informationen über gleichgewichtige Aktienkurse haben als der Markt insgesamt. Und schließlich könnte die Verpflichtung der Zentralbank auf ihr vorrangiges Ziel, nämlich die Gewährleistung von Preisstabilität, in der öffentlichen Wahrnehmung stärker in den Hintergrund rücken, wenn sich die Geldpolitik auf die Aktienkursentwicklung konzentrieren würde.

Selbst eine Geldpolitik, die nur gelegentlich den Versuch unternimmt, die Aktienkurse zu stabilisieren, könnte zu Moral-Hazard-Problemen führen, wenn die Märkte ein solches Vorgehen als eine systematischere geldpolitische Reaktion interpretieren. Würde von der Zentralbank erwartet, dass sie auf akkommodierende Weise einer sich abzeichnenden Fragilität des Finanzsystems entgegenwirkt, so würde sie die Finanzmärkte de facto gegen große Verluste absichern. Damit könnte tatsächlich die Risikobereitschaft des privaten Sektors zunehmen, was wiederum das Entstehen von Kursblasen begünstigen und damit auch die Wahrscheinlichkeit anschließender erheblicher Korrekturen bei den Vermögenspreisen erhöhen würde.

Das soll natürlich nicht heißen, dass die Geldpolitik in Anbetracht des Moral Hazard die Auswirkungen heftiger Aktienkursschwankungen außer Acht lassen sollte. Es sollte jedoch klar sein, dass die Aktienkursentwicklung kein geldpolitisches Ziel, sondern lediglich einer von vielen Indikatoren ist, die im Rahmen der Geldpolitik zu prüfen und zu berücksichtigen sind.

6 Schlussbemerkungen

Trotz des jüngsten Wachstums spielt der Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet eine weniger bedeutende Rolle für die wirtschaftliche

Entwicklung als in den Vereinigten Staaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Aktienmärkte im Euroraum für die Geldpolitik irrelevant sind.

Aktienkurse können insbesondere zusätzliche Informationen über die Erwartungen am Markt hinsichtlich des zukünftigen Konjunkturverlaufs liefern. Überdies scheinen Aktienkursschwankungen einen zwar geringen, aber doch erkennbaren Einfluss auf die gesamtwirtschaftlichen Angebots- und Nachfrageverhältnisse im Eurogebiet zu haben. Außerdem besteht ein Wirkungszusammenhang zwischen der Entwicklung am Aktienmarkt und der Geldmengen- und Kreditentwicklung.

Die aus der Aktienkursentwicklung gewonnenen Informationen werden bei der Beur-

teilung im Rahmen der ersten und zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB in Betracht gezogen. Dabei reagiert die Geldpolitik allerdings nicht auf die Aktienkurse als solche, sondern lediglich auf mögliche zusätzliche Hinweise auf Risiken für die Preisstabilität im Euroraum, die sich aus ihnen ergeben. Gleichzeitig trägt eine glaubwürdige Geldpolitik, die auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtet ist und damit die Unsicherheit über die Nominalpreise in der Volkswirtschaft verringert, zu einem effizienten Funktionieren des Aktienmarkts bei.

Anhang: Aktienbewertung nach dem Dividend-Discount-Modell

Nach dem Dividend-Discount-Modell können Aktien bewertet werden anhand des Gegenwartswerts künftiger Ausschüttungen an ihren Besitzer. Ausschüttungen setzen sich aus Dividenden und Kapitalgewinnen zusammen. Dieses Verfahren kann auf jeden beliebigen Anlagehorizont angewandt werden. Im Folgenden wird die Ableitung des Modells Schritt für Schritt erläutert.

$E_t h_{t+1}$ sei der erwartete und erforderliche Ertrag aus dem Besitz einer Aktie für den darauf folgenden Anlagezeitraum (wobei h den Ertrag und E_t die rationalen Erwartungen auf der Basis der im Zeitraum t verfügbaren Informationen angibt). Die Länge des Zeitraums entspricht dem Abstand, in dem Dividenden ausgeschüttet werden. Der Ertrag für die Haltedauer besteht aus zwei Komponenten: einer Dividende (D_{t+1}) sowie einem Kapitalgewinn oder -verlust ($S_{t+1} - S_t$), jeweils ausgedrückt in % des Aktienkurses S am Ende des Zeitraums t :

$$E_t h_{t+1} = E_t D_{t+1} / S_t + (E_t S_{t+1} - S_t) / S_t \quad (1)$$

Löst man die Gleichung nach dem aktuellen Aktienkurs S_t auf, so erhält man:

$$S_t = (E_t D_{t+1} + E_t S_{t+1}) / (1 + E_t h_{t+1}) = \delta_{t+1} (E_t D_{t+1} + E_t S_{t+1}), \quad (2)$$

wobei $\delta_{t+1} = 1 / (1 + E_t h_{t+1})$ der Abzinsungsfaktor ist (und $E_t h_{t+1}$ die Abzinsungsrate). Gleichung 2 besagt, dass der aktuelle Aktienkurs dem Gegenwartswert der erwarteten Dividende und des erwarteten Aktienkurses der darauf folgenden Periode entspricht, also dem Wert, der sich durch Abzinsung mit der erwarteten Kapitalrendite ergibt. Den für die Periode $t+1$ erwarteten Aktienkurs erhält man, indem man Gleichung 2 um eine Periode nach vorn verschiebt, so dass $E_t S_{t+1} = \delta_{t+2} (E_t D_{t+2} + E_t S_{t+2})$ ist. Setzt man die Werte in Gleichung 2 ein, so erhält man:

$$S_t = \delta_{t+1} E_t D_{t+1} + \delta_{t+1} \delta_{t+2} (E_t D_{t+2} + E_t S_{t+2}). \quad (3)$$

Durch rekursive Substitution und unter der vereinfachenden Annahme, dass die Anleger zu einem konstanten Satz h diskontieren, ergibt sich die folgende Standardformel für das Dividend-Discount-Modell:

$$S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i E_t D_{t+i} + \lim_{T \rightarrow \infty} \delta^T E_t S_{t+T}, \quad (4)$$

$$S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i E_t D_{t+i},$$

$$\text{wenn } \lim_{T \rightarrow \infty} \delta^T E_t S_{t+T} = 0.$$

Der aktuelle Aktienkurs ist eindeutig bestimmt, wenn die zweite Komponente, nämlich der aus der Diskontierung folgende Gegenwartswert des Aktienkurses, für die unendlich lange Frist den Wert null annimmt.

Mit dieser Bedingung werden gleichermaßen Kursblasen ausgeschlossen. Sie ist erfüllt, wenn nicht zu erwarten ist, dass die Aktienkurse schneller als der Diskontfaktor steigen. Dies ist der Fall, solange die Anleger zu den für die Haltedauer erwarteten Erträgen abzinsen. Das Modell sagt voraus, dass die Aktienkurse steigen, wenn die Anleger höhere künftige Dividenden erwarten und/oder eine niedrigere Abzinsungsrate anwenden, und dass sie im umgekehrten Fall fallen. Um die Analyse weiter zu erleichtern, sei angenommen, dass ein Anstieg der Dividenden mit einer konstanten Rate g erwartet wird, die niedriger als die Abzinsungsrate h ist. In diesem Fall nähert sich die Auflösung von Gleichung 4 dem Grenzwert:

$$S_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_t(1+g)^i}{(1+h)^i} = D_t \frac{1+g}{h-g}. \quad (5)$$

Bei dieser Form des Dividend-Discount-Modells handelt es sich um das so genannte Gordon-Wachstumsmodell. Durch Umstellung von Gleichung 5 und unter der Annahme, dass ein konstanter Teil ϕ der Erträge G als Dividenden ausgezahlt wird (d. h. $D_t = \phi G_t$), kann das Modell zum Dividendenenertrag (D_t/S_t) und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (S_t/G_t), zwei gängigen Bewertungsindikatoren für Aktien, aufgelöst werden:

$$\frac{D_t}{S_t} = \frac{h-g}{1+g}, \quad \frac{S_t}{G_t} = \frac{\phi(1+g)}{h-g}. \quad (6)$$

Die Abzinsungsraten werden gewöhnlich bestimmt, indem man das Verhalten risikaverser Anleger bei Unsicherheit über die Erträge von Aktien modelliert. Die Unsicherheit kann man im Dividend-Discount-Modell am einfachsten dadurch berücksichtigen, dass man die Abzinsungsraten in einen Zinssatz r (der die Opportunitätskosten misst) und eine

Aktienrisikoprämie p zerlegt. Diese Zerlegung ergibt jedoch nur eine identische Gleichung und ist somit nicht operationabel. Um sie operationabel zu machen, ist ein Modell der Risikoprämie erforderlich. Das Kapitalanlage-Preismodell (Capital Asset Pricing Model – CAPM) wäre ein solches Modell. Angenommen, das Spektrum der Anlagen enthält eine einperiodige risikofreie Anlage (die den Zinssatz r_t abwirft, der gewöhnlich näherungsweise durch einen kurzfristigen Zinssatz abgebildet wird) und das Marktportefeuille an Aktien. In diesem Fall können der erwartete Ertrag für das Aktienportefeuille und die entsprechende Risikoprämie für eine Periode wie folgt angegeben werden:

$$E_t h_{t+1} = r_t + \rho_{t+1} = r_t + \lambda_{t+1} E_t \sigma_{t+1}^2, \quad (7)$$

wobei λ_{t+1} den „Marktpreis des Risikos“ und $E_t \sigma_{t+1}^2$ die erwartete Varianz einperiodiger Erträge des Aktienmarktportefeuilles (die das nicht-diversifizierbare Aktienmarktrisiko misst) angeben. Der Marktpreis des Risikos spiegelt den Grad der Risikoaversion der Anleger wider und steigt, wenn diese zunimmt, entsprechend. Das Capital-Asset-Pricing-Modell in der Variante von Gleichung 7 sagt somit vorher, dass Anleger einen höheren Ertrag für das Halten von Aktien verlangen, wenn die Opportunitätskosten r_t , der Grad der Risikoaversion der Anleger und/oder die erwartete Aktienkursvolatilität steigen.

Aus den Gleichungen 6 und 7 ergeben sich beispielsweise für das Kurs-Gewinn-Verhältnis folgende Informationen: Dieser Wert steigt, wenn die Anleger ein höheres langfristiges Dividendenwachstum, eine höhere Dividendenauszahlungsquote, niedrigere Zinssätze und/oder eine geringere Aktienrisikoprämie erwarten.

Jüngste Entwicklungen in der internationalen Zusammenarbeit

Dieser Beitrag beschreibt die jüngsten Entwicklungen in der internationalen Zusammenarbeit und konzentriert sich dabei auf Maßnahmen zur Krisenprävention. Er zeigt, dass sich Umfang und Form der weltweiten Kooperation in den letzten 20 Jahren merklich geändert haben, weil neue politische Herausforderungen im Zusammenhang mit dem raschen Anschwellen der grenzüberschreitenden privaten Kapitalflüsse und der Teilnahme weiterer Volkswirtschaften am Globalisierungsprozess zu bewältigen waren. Somit hat sich der Schwerpunkt der internationalen Zusammenarbeit von den Wechselkursangelegenheiten der großen Industrienationen hin zur Festlegung optimaler politischer Rahmenbedingungen für reife Volkswirtschaften und systemisch bedeutende Schwellenländer verschoben. Heute dient die internationale Zusammenarbeit im Bereich der Geld- und Finanzpolitik in erster Linie der Konsensbildung über optimale Verfahren zur Politikgestaltung (auf dem Gebiet der gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Stabilitätspolitik) sowie der Verbesserung der Transparenz und Verantwortlichkeit der Politik gegenüber den anderen betroffenen politischen Entscheidungsträgern, den Marktteilnehmern und der Öffentlichkeit. Diese Kooperation zielt letztlich darauf ab, Währungs-, Auslandsschulden- oder Banken Krisen durch die zunehmende Anwendung einer Reihe von international vereinbarten Standards und Kodizes zu verhindern. Es wird davon ausgegangen, dass Vorbeugungsmaßnahmen und eine bessere Überwachung zur weltweiten Finanzmarktstabilität beitragen, da Rahmenregelungen und Markt disziplin die Effizienz der nationalen Politik steigern. Die neu gestaltete internationale Zusammenarbeit hat zwar bereits einen Beitrag zur Verbesserung der einzelstaatlichen Politik geleistet, doch es bestehen noch ungeklärte Umsetzungsfragen in einigen Bereichen. Dazu zählen unter anderem das Zueigenmachen von Standards und Kodizes, die Beurteilung ihrer Einhaltung sowie die zu gewährleistende Übereinstimmung mit den bewährten Überwachungs- und Konditionalitätsverfahren des Internationalen Währungsfonds (IWF).

I Einleitung

In den letzten zwei Jahrzehnten haben sich Umfang und Form der weltweiten wirtschaftlichen Zusammenarbeit hinsichtlich der relativen Bedeutung der drei Kooperationschwerpunkte in der Zeit nach der Bretton-Woods-Ära (Wechselkursstabilität, Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung und Finanzsystemstabilität) verändert. Während sich die internationale Zusammenarbeit in den Achtzigerjahren vor allem auf die Wechselkursstabilität in den großen Industrieländern konzentrierte, rückten in den Neunzigern durch die Schulden- und Banken Krisen in Mexiko und in den asiatischen Schwellenländern Fragen nach der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung in allen aufstrebenden Volkswirtschaften sowie Probleme der nationalen und systemischen Finanzmarktstabilität in den Vordergrund.

Dieser Beitrag soll aufzeigen, wie diese Erfahrungen zu einem Wandel der Zusammenarbeit geführt haben – weg von Vereinbarungen, die *ad hoc* und oft nur im *Krisenfall* getroffen wurden, und hin zu einer systema-

tischeren und eher vorbeugenden Gestaltung und Umsetzung von Maßnahmen zur Stärkung des internationalen Finanzsystems. Abschnitt 2 erläutert die jüngsten Entwicklungen im weltweiten Finanzsystem, die für die Schwerpunktverlagerung in der internationalen Kooperation ausschlaggebend waren, und Abschnitt 3 beleuchtet die Auswirkungen des veränderten globalen Finanzsystems auf Umfang und Form der weltweiten Zusammenarbeit. Abschnitt 4 geht auf die Gestaltung und Umsetzung der Standards und Kodizes ein, die den neuen zentralen Bestandteil der internationalen wirtschaftlichen Kooperation bilden, und Abschnitt 5 beschließt den Artikel mit einigen Schlussbemerkungen.

Dieser Aufsatz greift keine aktuellen Themen des Krisenmanagements und der Krisenbewältigung auf. Näheres zu den Folgen der jüngsten Entwicklung in der internationalen Zusammenarbeit für die Beziehungen der EZB zu anderen internationalen Organisationen und Foren ist dem entsprechenden Beitrag im Monatsbericht von Januar 2001 zu entnehmen.

2 Wandel des globalen Finanzsystems

Im weltweiten Finanzsystem hat sich in den letzten Jahrzehnten ein grundlegender Wandel vollzogen. Die Finanzmarktintegration vertiefte sich, weil die Länder den Kapitalverkehr immer weiter liberalisiert haben, sodass die Marktkräfte bei der Preisbildung für Vermögenswerte und der Entwicklung sonstiger finanzpolitisch relevanter Variablen (wie etwa der Zinsen) sowie bei der Struktur der Kapitalflüsse nunmehr eine wichtige Rolle spielen. Gleichzeitig hat sich eine wachsende Anzahl von Ländern am Globalisierungsprozess beteiligt, womit sich die Finanzintegration auf ein größeres Gebiet ausgeweitet hat. Dieses Zusammenwachsen war jedoch mit gravierenden finanziellen Turbulenzen mit weit reichenden länderübergreifenden Ansteckungseffekten verbunden, die als Begleiterscheinungen einer Globalisierung der Finanzmärkte auftreten. Im Nachhinein lässt sich zwar sagen, dass diese Finanzkrisen nur vorübergehende Unterbrechungen der Finanzintegration darstellten und somit deren langfristige Entwicklung nicht beeinträchtigten, doch haben sie auch einen wichtigen Beitrag zur Ausgestaltung der internationalen Zusammenarbeit geleistet.

Vertiefung der Finanzmarktintegration

Die Vertiefung der Finanzintegration wurde in erster Linie durch den Wandel von einem durch öffentliche Finanzierung geprägten System zu einem marktbestimmten Finanzsystem vorangetrieben.

Im Bretton-Woods-System wurde die Wechselkursstabilität als Voraussetzung für eine erfolgreiche Handelsliberalisierung angesehen, und der freie Kapitalverkehr galt als Quelle potenzieller Instabilität. Daraus folgte, dass die Länder die Kapitalflüsse kontrollieren durften und zu einem gewissen Grad sogar dazu angehalten wurden, um das System der festen, aber anpassungsfähigen Wechselkurse zu unterstützen. Auf nationaler Ebene trugen solche Kontrollen zur Erreichung der unterschiedlichsten Ziele, unter anderem in der In-

dustriepolitik, der sektoralen Entwicklung sowie bei der Regulierung des nationalen Bank- und Finanzwesens, bei und unterstützten möglicherweise Mechanismen der direkten Geldmengensteuerung. Als der Marktdruck die Funktionsfähigkeit des Bretton-Woods-Systems auf die Probe stellte, wurde die Kontrolle des Kapitalverkehrs noch weiter ausgedehnt und umfasste sowohl die „schwachen“ als auch die „starken“ Währungen. Nach der Bretton-Woods-Ära wurden die Kapitalkontrollen in einigen Industrieländern gelockert und schließlich ganz aufgehoben, ebenso wie die Regulierung und Beschränkung der inländischen Kredit- und Finanzmärkte. Ursprünglich ausgehend von den Vereinigten Staaten und Deutschland beschleunigte sich diese Entwicklung mit der Lockerung der Kontrollen im Vereinigten Königreich und in Japan in den Jahren 1979 bzw. 1980. In Kontinentaleuropa wurde die vollkommene Freizügigkeit des Kapitalverkehrs im Rahmen des Binnenmarkts erreicht, der 1990 in fast allen EU-Mitgliedstaaten eingeführt wurde und die erste Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion sowie die Voraussetzung für die Einführung des Euro darstellte.

Der Grund für den allmählichen Abbau der Kapitalverkehrskontrollen lag darin, dass diese Beschränkungen durch die kontinuierlichen technischen Fortschritte und durch Neuerungen an den Finanzmärkten (wie etwa die Entstehung und rasche Ausweitung der Euro-Devisenmärkte) zunehmend an Wirkung verloren. Hinzu kam die wachsende Erkenntnis, dass die mit den Kapitalkontrollen einhergehende Überregulierung der Kredit- und Finanzmärkte die Ressourcenallokation verzerrt und die Volkswirtschaften bei der Anpassung an sich schnell wandelnde binnen- und außenwirtschaftliche Bedingungen behindert, was ein suboptimales Potenzialwachstum zur Folge hat. Somit war die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einer marktorientierten Politik, die nachhaltige und stabilitätsgerechte Wachstumsraten anstrebt.

Infolge der Entwicklung zu einem vom Markt geprägten Finanzsystem wurden die Preise für Vermögenswerte und sonstige finanzpolitische Variablen mehr und mehr vom Markt bestimmt, und die Banken verloren als Finanzintermediäre gegenüber dem Kapitalmarkt an Bedeutung. Ferner nahmen die Diversifizierungsmöglichkeiten im Aktiv- und Passivgeschäft deutlich zu. Das Wachstum der Finanzmärkte erleichterte den politischen Entscheidungsträgern die Verabschiedung marktfreundlicher Strukturereformen, wie zum Beispiel bei der Privatisierung von Staatsunternehmen. Gleichzeitig wurden die politischen Akteure immer genauer unter die Lupe genommen, weil die Finanzmärkte die Qualität der öffentlichen Politik sowohl in Bezug auf die Planung als auch die Umsetzung zunehmend „einpreisten“.

Ausweitung der Finanzmarktintegration

Die Vertiefung der Finanzintegration ging mit einer Ausweitung auf die neuen Teilnehmer am Globalisierungsprozess Hand in Hand. In diesem Zusammenhang sind zwei Entwicklungen hervorzuheben:

Zum einen hat die weltwirtschaftliche Bedeutung der Schwellenländer zugenommen. Die aufstrebenden asiatischen Marktwirtschaften konnten ein über einen längeren Zeitraum hinweg anhaltendes Wachstum verbuchen. Die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP), des Außenhandels und der Währungsreserven beliefen sich in China, der SVR Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur, der chinesischen Provinz Taiwan und in Thailand zwischen 1980 und 2000 auf 7 %, 12 % bzw. 17 %. Damit stieg der durchschnittliche Anteil dieser Länder an den entsprechenden weltweiten Gesamtbeträgen zwischen den Achtziger- und Neunzigerjahren beim BIP von 5,3 % auf 6,9 %, beim Handel von 8,9 % auf 14,8 % und bei den Währungsreserven von 8,4 % auf 22,1 %. Auch einigen lateinamerikanischen Ländern ist nach dem „verlorenen Jahrzehnt“ der Achtziger die

Rückkehr auf den Wachstumspfad gelungen. Während das BIP-Wachstum in Argentinien, Chile, Mexiko und Venezuela in den Achtzigerjahren durchschnittlich 1 % betrug, erreichte es in den Neunzigern annähernd 4 %. Eine positive Wachstumsentwicklung war auch beim Außenhandel (von 5 % auf 9 %) und bei den Währungsreserven (von -2,7 % auf 17,9 %) zu beobachten. Damit schnellte der weltweite Anteil dieser Länder von 1990 bis 2000 beim BIP von 2,1 % auf 3,2 %, beim Handel von 2,0 % auf 2,7 % und bei den Währungsreserven von 2,3 % auf 3,9 % empor.

Zum anderen ist die Einführung eines marktorientierten Systems in den ehemaligen Planwirtschaften in Mittel- und Osteuropa sowie Asien zu nennen. Im Zuge dieser beiden Entwicklungen drängten mehr und mehr Länder auf den weltweiten Finanzmarkt, und mit den Verschuldungsinstrumenten von Schwellenländern (wie z. B. Anleihen und internationalen Bankkrediten) bildete sich eine neue Anlagekategorie heraus.

Änderungen in Umfang und Struktur der internationalen Kapitalströme

Der allmähliche Wandel von einem durch öffentliche Finanzierung geprägten System zu einem durch die Marktkräfte bestimmten Finanzsystem schlug sich in zwei bedeutenden Entwicklungen an den Finanzmärkten nieder.

Erstens ist das Gesamtvolumen der grenzüberschreitenden Kapitalströme ständig mit beachtlichem Tempo gewachsen. So zeigen beispielsweise die Statistiken des IWF, dass sich die (Brutto-)Kapitalströme zwischen den Industrienationen von 1990 bis 1998 mehr als verdoppelten und im Jahr 1997 einen Höchststand von fast 4,5 Billionen USD erreichten. Dieser Anstieg trug zur Finanzierung des zunehmenden Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten und zur Rückschleusung der japanischen Überschüsse bei, während der Kapitalverkehr in der EU weitgehend ausgeglichen blieb.

Zweitens nahmen die *privaten* Netto-Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer drastisch zu. Laut Angaben des IWF stiegen diese Zuflüsse von jahresdurchschnittlich rund 15 Mrd USD in den Achtzigerjahren auf 123 Mrd USD in den Neunzigern und erreichten im Jahr 1996, also vor der Asienkrise, einen Rekordwert von 234 Mrd USD. Diese Verschiebung zugunsten der Schwellenländer wird auch daran deutlich, dass der Außenfinanzierungsbedarf dieser Länder nunmehr

vorwiegend über private Kapitalmärkte statt durch öffentliche Quellen gedeckt wird. Zwischen den Achtziger- und Neunzigerjahren nahm die Finanzierung der Schwellenländer über *öffentliche Quellen* per saldo nur geringfügig von durchschnittlich 28 Mrd USD p. a. auf rund 30 Mrd USD p. a. zu. Somit stieg der durchschnittliche Anteil der privaten Finanzierung an der Gesamtfinanzierung von 35 % in den Achtzigerjahren auf 81 % in den Neunzigern.

3 Auswirkungen auf Umfang und Form der internationalen monetären und finanziellen Zusammenarbeit

In der Zeit nach der Bretton-Woods-Ära hat sich die internationale Zusammenarbeit auf drei Hauptbereiche konzentriert, nämlich die Wechselkursstabilität, die Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung und die systemische Finanzmarktstabilität, obgleich sich der relative Stellenwert jeder dieser drei Komponenten im Zeitverlauf geändert hat.

Der Schwerpunkt der internationalen Zusammenarbeit lag in den Achtzigerjahren insbesondere auf der Wechselkursstabilität zwischen den großen Industrieländern und der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung der Länder mit mittlerem Einkommen, wogegen die Bedenken über die systemische Finanzmarktstabilität in den Hintergrund traten. Im Zuge der Vertiefung und Ausweitung der Finanzmarktintegration traten die Frage nach der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung in allen Schwellenländern – nicht nur in Lateinamerika, sondern auch in Asien und Europa – sowie Probleme der nationalen und systemischen Finanzmarktstabilität zunehmend in den Vordergrund. Ferner entwickelte sich zwischen dem globalen Wesen des Finanzsystems und dem nationalen Charakter politischer Entscheidungen eine ausgeprägte Asymmetrie, die sich als potenzielles Risiko für die internationale Finanzmarktstabilität erwiesen hat. Diese Erkenntnis führte zu einem Wandel der Zusammenarbeit, weg von Vereinbarungen, die *ad hoc* und oft nur im *Krisenfall* getroffen wurden, und hin zu einer systematischeren Gestaltung und Umsetzung von

Maßnahmen zur Stärkung des internationalen Finanzsystems.

Die Hauptbereiche der internationalen Zusammenarbeit

Wechselkursstabilität

Zum besseren Verständnis der veränderten Gestaltung der politischen Zusammenarbeit bietet sich eine kurze Zusammenfassung der Hauptmerkmale internationaler Zusammenarbeit in den Achtzigerjahren an. Die politische Kooperation fand damals vor allem zwischen den Industrieländern statt und zielte auf die Stabilisierung der Wechselkurse ab. Dieser Schwerpunkt spiegelte die Erfahrungen mit dem System schwankender Wechselkurse in den Siebzigern und Achtzigern wider, das sich anders verhielt, als die Befürworter frei schwankender Wechselkurse vor dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems erwartet hatten. So unterlagen wichtige Wechselkurse unerwünscht starken Ausschlägen, die nach allgemeiner Auffassung nicht in Einklang mit der Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten standen.

Ab März 1979 fand die europäische Wechselkurskooperation im Rahmen des Europäischen Währungssystems (EWS) statt, das auf den Erfahrungen mit der so genannten Währungsschlange – einem frühen Versuch einer europäischen Wechselkursregelung im An-

schluss an den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems – aufbaute. Mit dem innerhalb des EWS bestehenden Wechselkursmechanismus (WKM) sollte eine stabile Währungszone geschaffen werden, um den Prozess der europäischen Wirtschaftsintegration zu fördern.

Mit einer öffentlich eingegangenen Verpflichtung zur Schaffung größerer Wechselkursstabilität stellten die G-5-Länder im Januar 1985 die Weichen für groß angelegte konzertierte Interventionen an den Devisenmärkten. In den anschließenden Monaten wurden gemeinsame Interventionsmaßnahmen durchgeführt mit dem Ziel, einer übermäßigen Aufwertung des US-Dollar entgegenzuwirken. Für diese Maßnahmen wurde im September 1985 mit der Plaza-Vereinbarung ein Rahmen geschaffen; die Regierungen der G 5 erklärten sich zu einer engeren Zusammenarbeit bereit, um eine weitere Abwertung des Dollar zu erreichen. Grundsätzlich schuf die Plaza-Vereinbarung eine Grundlage für die weitere Zusammenarbeit; sie hob die jeweilige Rolle von Interventionen und grundlegenden innenpolitischen Anpassungsmaßnahmen hervor. Die Zusammenarbeit im Hinblick auf die Wechselkursstabilität setzte sich mit dem Louvre-Abkommen vom Februar 1987 fort, in dem sich die teilnehmenden Länder darauf einigten, ihre Anstrengungen zur Koordination ihrer Wirtschaftspolitiken zu intensivieren und eng zusammenzuarbeiten, um die Wechselkurse im Bereich des aktuellen Niveaus zu stabilisieren. Im Laufe der Neunzigerjahre verlagerte sich die Zusammenarbeit der G-7-Länder im Rahmen der Wechselkurspolitik allmählich von Ad-hoc-Reaktionen der Märkte und ad hoc getroffenen politischen Maßnahmen im Krisenfall hin zu einer mittelfristigen Ausrichtung der Politik auf stabile und weitgehend einheitliche nationale gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen. Die G-7-Länder erkannten, dass die Verfolgung solider makroökonomischer und struktureller Politiken auf nationaler Ebene eine notwendige – aber nicht hinreichende – Voraussetzung für Wechselkursstabilität ist. Sie kamen auch zu dem Schluss, dass der systematischere Ansatz, potenzielle Stabilitätsrisiken zu minimie-

ren, anstatt die Auswirkungen von Instabilität auf den Markt einzudämmen, auf mittlere Sicht möglicherweise wirksamer ist.

Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung

Die internationale Zusammenarbeit in den Achtzigerjahren beschäftigte sich auch mit der Tragfähigkeit der Auslandsverschuldung, als die Baker- und Brady-Pläne eine auf Dauer haltbare Zahlungsbilanz der Länder mit mittlerem Einkommen anstrebten, die von der Schuldenkrise Anfang der Achtzigerjahre in Mitleidenschaft gezogen worden waren. Insbesondere im 1989 verabschiedeten Brady-Plan kam die verbreitete Erkenntnis zum Ausdruck, dass eine zentrale Koordination der Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldern unter der Schirmherrschaft des IWF Voraussetzung für eine dauerhafte Lösung der Schuldenkrise war. Er zielte jedoch nicht auf die Durchführung von Reformen ab, die zur Vermeidung ähnlicher Probleme in der Zukunft hätten beitragen können. Daher sollte der Brady-Plan, obwohl in Lateinamerika und Südostasien verbreitet davon Gebrauch gemacht wurde, als Beispiel für eine einmalige internationale Ad-hoc-Zusammenarbeit betrachtet werden. Erst nach der Schuldenkrise in Mexiko und Schwellenländern Asiens in den Neunzigerjahren begann die internationale Gemeinschaft, das weltweite Finanzsystem systematischer und eher vorbeugend zu stärken.

Systemische Finanzmarktstabilität

In den Achtzigerjahren fand die internationale Zusammenarbeit in diesem Bereich zwischen den Industrieländern statt und bezog sich fast ausschließlich auf Fragen der Bankenaufsicht. Nach dem Zusammenbruch der Herstatt-Bank, der den Anstieg der weltweiten systembedingten Risiken vor Augen führte, welche auf die rasch zunehmenden Devisenoperationen und die damit verbundenen grenzüberschreitenden Geschäfte zurückzuführen waren, wurde 1974 der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ins Leben gerufen.

Der Ausschuss legte 1988 seine Eigenkapitalvereinbarung vor, die in Einklang mit der Zielsetzung stand, die Zusammenarbeit zwischen den großen Industrienationen zu fördern, um ein zunehmend globales Bankgewerbe zu regulieren und zu beaufsichtigen. Die Vereinbarung war weitgehend eine Reaktion auf die in den Achtzigerjahren auftretenden Auslandsverschuldungsprobleme der Länder mit mittlerem Einkommen. Indem die Mindestkapitalausstattung durch die Aufsichtsbehörden angehoben wurde, damit die einzelnen Kreditinstitute potenziellen Risiken (z. B. Markt- und Kreditrisiken) gewachsen waren, trug diese Vereinbarung zu einer Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen zwischen international tätigen Kreditinstituten bei. Obwohl die Eigenkapitalvereinbarung die Erkenntnis widerspiegelte, dass die Zunahme grenzüberschreitender Verbindungen zwischen nationalen Finanzinstituten, Märkten und Infrastrukturen gemeinsame Mindeststandards erforderlich machte, wurden die gemeinsam festgelegten Regelungen anfangs ausschließlich von Industrieländern entwickelt und angewandt. Der Ausschuss hat jedoch von Anfang an auch Länder, die nicht zu den G 10 zählten, in zahlreichen Bankenfragen gefördert und ihnen Orientierungshilfen geboten. Dies wurde letztlich in den „Grundsätzen für eine wirksame Bankenaufsicht“ deutlich, die aufgrund der von der G-7-Gipfelkonferenz der Staats- und Regierungschefs in Halifax (1995) ausgehenden politischen Impulse beschlossen wurden.

Der Paradigmenwechsel im Zuge der internationalen Zusammenarbeit

Mit den Maßnahmen der internationalen Zusammenarbeit in den Achtzigerjahren ging die Entstehung eines Paradigmas mittelfristiger stabilitätsorientierter Maßnahmen unter den politischen Entscheidungsträgern der Industrieländer einher, dessen Ziele nach innen stabile Währungen und solide öffentliche Finanzen waren. Infolgedessen verlagerte sich der politische Fokus weg von kurzfristig ausgerichteten Ad-hoc-Maßnahmen zur Nachfragesteuerung hin zu stabilitätsorientierten ge-

samtwirtschaftlichen Politiken als Voraussetzung für das Erreichen eines nachhaltigen inflationsfreien Wachstums.

Das neue Paradigma beruht auf den folgenden Grundsätzen:

- Der Wechselkurs ist ein Preis für einen Vermögenswert, dem die Einschätzung der gegenwärtigen und erwarteten Wirtschaftsentwicklung und -politik durch die Marktteilnehmer zugrunde liegt. Die Wechselkursentwicklung spiegelt somit die Markteinschätzung der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren der Länder und der Kohärenz der nationalen Politiken wider. Auf politischer Ebene bedeutet dies, dass Wechselkurse eher das Ergebnis als ein Ziel politischer Maßnahmen sind.
- Jedes einzelne Land muss „sein eigenes Haus in Ordnung bringen“. In einem Umfeld freier Kapitalströme wird davon ausgegangen, dass marktbestimmte Preise für Vermögenswerte und sonstige finanzpolitisch relevante Variablen eine fehlerhafte nationale Politik ahnden. Infolgedessen sind solide politische Rahmenbedingungen auf nationaler Ebene erforderlich, um die Wirtschafts- und Finanzleistung der Länder zu erhöhen und damit zur Stabilisierung der weltweiten Finanzmarktentwicklung beizutragen.
- Die Zuordnung von Zielen zu Politikfeldern sollte in einem „optimalen“ Rahmen erfolgen, der drei Hauptelemente umfasst: Erstens ist die Gewährleistung von Preisstabilität das vorrangige Ziel der Geldpolitik. Zweitens obliegt die Festlegung der Höhe und Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen der Fiskalpolitik. In diesem Kontext kann die Fiskalpolitik – insbesondere durch das Wirken automatischer Stabilisatoren – zur Glättung der Konjunktur beitragen, und zwar in einer Art und Weise, die mit soliden und tragbaren öffentlichen Finanzen in Einklang steht. Und drittens ist eine Steigerung des Potenzialwachstums das vorrangige Ziel der Strukturpolitik, die einen effi-

zienten Ressourceneinsatz – an den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten – fördern und die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften gegenüber Schocks stärken sollte.

Dieses politische Paradigma entstand nur allmählich. In ihm schlugen sich die Erfahrungen der einzelnen Industriestaaten nieder. Die Einführung zunehmend regelgebundener politischer Rahmenbedingungen durch die meisten reifen Volkswirtschaften reduzierte den politischen Ermessensspielraum auf nationaler Ebene, wodurch die politische Berechenbarkeit erhöht, das Risiko inkohärenter nationaler Politiken gemindert und die nationalen Fundamentaldaten verbessert wurden. Im Ergebnis wurde die Koordination anstehender politischer Entscheidungen auf internationaler Ebene als weniger notwendig erachtet, weil davon ausgegangen wurde, dass damit die Möglichkeit negativer externer Faktoren, die unzulänglichen nationalen Maßnahmen bzw. Politiken zuzuschreiben waren, verringert worden war.

Wie bereits erwähnt, änderte sich die Ausrichtung der internationalen Zusammenarbeit im Gefolge der Finanzkrisen, von denen die Schwellenländer in den Neunzigerjahren betroffen waren. Das plötzliche Auftreten und das Ausmaß der Umkehr grenzüberschreitender privater Kapitalströme, durch die die Finanzkrisen in diesen Ländern ausgelöst wurden, bestätigte, dass die ordnungsgemäße Integration dieser Staaten in das globale Finanzsystem ein entscheidendes Element internationaler Finanzmarktstabilität ist. Es wurde deutlich, dass es notwendig war, die von den Industrieländern im Rahmen ihrer nationalen Politik mit optimalen Verfahren gesammelten Erfahrungen an die Schwellenländer weiterzugeben. Im Anschluss an die Mexiko-Krise von 1994/95 unterstrich die G-7-Gipfelkonferenz der Staats- und Regierungschefs in Halifax im Juni 1995 die Notwendigkeit

einer effektiven Krisenprävention und somit die Bedeutung solider Politiken und höherer Transparenz. Ebenso wurden die im Bereich der Aufsicht und Regulierung zuständigen Institutionen aufgefordert, Standards zur Eindämmung von Risiken zu entwickeln und zu verbessern. Die Asienkrise in den Jahren 1997 und 1998 verlieh diesen Initiativen noch mehr Schwung. In den zuständigen internationalen Institutionen und Foren wurde vermehrt an international anerkannten Standards und Kodizes gearbeitet, die darauf abzielten, die Transparenz und Verantwortlichkeit in den traditionellen Bereichen der gesamtwirtschaftlichen Politik zu erhöhen und die Solidität nationaler Finanzinstitutionen, Märkte und Infrastrukturen zu gewährleisten.

Der letzte Teil dieses Beitrags erklärt, weshalb Standards und Kodizes als neue wichtige Komponente internationaler Zusammenarbeit betrachtet werden können. Zwar kann eine verbesserte Überwachung und Vorbeugung auf der Grundlage dieses neuen Ansatzes einen wichtigen Beitrag zu einer größeren weltweiten Finanzmarktstabilität leisten, doch spielen die Wechselkurse und die Auslandsverschuldung nach wie vor eine Rolle. Jüngste Erfahrungen haben gezeigt, dass geeignete politische Rahmenbedingungen und Maßnahmen auf nationaler Ebene möglicherweise nicht immer ausreichend sind. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, so machte die Asienkrise deutlich, wie wichtig die Konsistenz zwischen einem Wechselkursystem und den damit verbundenen gesamtwirtschaftlichen und strukturellen Politiken für die weltweite Stabilität der Finanzmärkte ist. Angesichts der Tatsache, dass das Risiko von Auslandsschuldenkrisen weiter bestehen wird, ist darüber hinaus ein verbesserter politischer Rahmen für das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung erforderlich, insbesondere im Hinblick auf die Einbeziehung des privaten Sektors.

4 Neuer zentraler Bestandteil der internationalen Zusammenarbeit: Standards und Kodizes

Hauptmerkmale der Standards und Kodizes

Zwar stellen Standards und Kodizes vom Wesen her kein neues Instrument dar, aber ihre Anzahl und ihr Umfang sind in den vergangenen Jahren beträchtlich gestiegen, ebenso wie die Anzahl der Institutionen und Foren, die diesen Prozess unterstützen. Der Prozess kann grob in drei Ebenen unterteilt werden.

Auf der ersten Ebene wird von internationalen Foren der politische Impuls gesetzt. Zu diesen gehören die G 7, die G 10, die G 20 (ein informelles Forum, das 1999 mit dem Ziel gegründet wurde, den Dialog zwischen den wichtigsten Industrienationen und den Schwellenländern zu verbessern) und das Forum für Finanzmarktstabilität (Financial Stability Forum – FSF), das im April 1999 ins Leben gerufen wurde, um die Stabilität des internationalen Finanzsystems durch einen weltweiten Informationsaustausch und die Zusammenarbeit bei der Überwachung der Finanzmärkte zu fördern. Auf der zweiten Ebene werden Standards aufgestellt. Diese Aufgabe wird von unterschiedlichen Institutionen wahrgenommen, und zwar von öffentlichen Stellen wie dem IWF, der Weltbank, der OECD und den Zentralbankkomitees (z. B. dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und dem Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme) bis hin zu privaten Organisationen wie dem International Accounting Standards Board und der Internationalen Vereinigung der Wirtschaftsprüfer. Schließlich folgt die Rolle der Stellen, die die Standards durchsetzen, wobei es sich in erster Linie um den IWF und die Weltbank handelt. Dies geschieht in enger Zusammenarbeit mit dem Gremium, das den jeweiligen Standard aufgestellt hat. Bei der Durchsetzung der Standards muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Einhaltung von Standards und Kodizes auf freiwilliger Basis erfolgt.

Das FSF hat in Bezug auf die Finanzmarktstabilität zwölf Standards und Kodizes als zentrale Faktoren festgelegt. Eine Beschreibung dieser Standards und Kodizes sowie der sie festlegenden Gremien findet sich in Tabelle I des Anhangs. Wird die vom FSF verwendete Typologie zugrunde gelegt, so können die Standards und Kodizes in drei große Bereiche unterteilt werden: 1) Gesamtwirtschaftliche Politik und Datentransparenz, 2) Finanzaufsicht und 3) Infrastruktur der Institute und Märkte.

Die drei Standards, die in der ersten Kategorie zusammengefasst sind – d. h. der „Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik“, der „Verfahrenskodex zur fiskalischen Transparenz“ und der „Spezielle Datenveröffentlichungsstandard“ des IWF –, basieren darauf, dass der Nutzen eines regelgebundenen und transparenten politischen Rahmenkonzepts erkannt wird, und ermöglichen bis zu einem gewissen Grad den Einsatz des oben genannten politischen Paradigmas. Ein Beispiel hierfür ist der Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik; hier bezieht sich der Terminus „Finanzpolitik“ auf die Regulierung, Beaufsichtigung und Überwachung von Finanz- und Zahlungsverkehrssystemen und umfasst auch Märkte und Institutionen, wobei die Finanzmarktstabilität, die Markteffizienz und der Verbraucherschutz gestärkt werden sollen. Die vier wichtigsten Grundsätze dieses Kodex, die auch für den entsprechenden Kodex zur fiskalpolitischen Transparenz gelten, sind: 1) eine klare Verteilung der Rollen, Aufgabengebiete und Ziele zwischen Zentralbank und Finanzbehörden, 2) Offenheit bei der Festlegung der Politik und der entsprechenden Berichterstattung durch die Zentralbank und die Finanzbehörden, 3) die Bereitstellung verlässlicher Informationen für die Märkte und die breite Öffentlichkeit und 4) Verantwortlichkeit und Integritätszusagen von Seiten der Zentralbank und der Finanzbehörden.

Die zweite Kategorie umfasst Standards, die sozusagen die Fortsetzung und Erweiterung der Bestrebungen für eine verbesserte internationale Zusammenarbeit bei der Bankenaufsicht sind, die ihren Anfang mit der ersten, oben genannten Basler Eigenkapitalvereinbarung nahm. Durch die drei Standards – nämlich die „Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht“, „Ziele und Grundsätze der Wertpapieraufsicht“ und „Grundsätze für die Versicherungsaufsicht“ – werden wesentliche Grundsätze für die wirksame Aufsicht und Regulierung in den drei betreffenden Bereichen festgelegt.

Die in der dritten Kategorie aufgeführten Standards betreffen hauptsächlich die Marktinfrastruktur, wie beispielsweise die „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“, sowie einzelwirtschaftliche Fragen wie Unternehmenssteuerung und -kontrolle, Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, aber auch Strafgesetzgebung und Strafverfolgung im Rahmen der vierzig Empfehlungen der Financial Action Task Force (FATF) zur Bekämpfung der Geldwäsche. Diese Standards stellen für die Länder auch elementare Bausteine auf dem Weg zur Entwicklung gesunder nationaler Finanzsysteme dar, da sie die Grundpfeiler ihrer institutionellen und marktmäßigen Infrastruktur bilden.

IWF und Weltbank erstellen Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes (Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSCs), die ausschließlich dazu dienen, zu beurteilen, inwieweit die Länder die international anerkannten Standards in den elf Bereichen einhalten, die für die Arbeit des IWF und der Weltbank als nützlich erachtet wurden. Darüber hinaus brachten diese beiden Institutionen 1999 das gemeinsame Programm zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP) auf den Weg, das umfassende „Untersuchungen“ des Finanzsektors eines Landes vorsieht. Hierbei spielt auch die Einhaltung der relevanten internationalen Standards und Kodizes eine Rolle. Die Bewertungen bestehen üblicherweise aus Modulen, denen ein-

zelne Standards und Kodizes zugeordnet sind. Dieser Ansatz bietet in Bezug auf die zu bewertenden Bereiche eine gewisse Flexibilität. Da die Einhaltung der Standards auf freiwilliger Basis erfolgt, sind auch die Teilnahme an ROSCs und FSAPs sowie die Veröffentlichung der Ergebnisse der beiden Untersuchungen freiwillig.

Die Anzahl der an ROSCs und FSAPs teilnehmenden Länder hielt sich bislang in Grenzen, nimmt aber zu. Bis Ende September 2001 wurden 169 ROSC-Module für 57 Länder erstellt, wovon 109 für 36 Länder veröffentlicht wurden. Die EZB nahm ebenfalls an diesem Verfahren teil. Zusammen mit dem Bericht des IWF-Stabs nach Artikel IV über die Geld- und Wechselkurspolitiken im Euro-Währungsgebiet wurde im November 2001 ein ROSC über die Transparenz der Geld- und Finanzpolitiken sowie die Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind, veröffentlicht. Der IWF kam zu dem Ergebnis, dass das Eurosystem insgesamt in allen Betriebsbereichen über ein hohes Maß an Transparenz verfügt und die relevanten Kodizes in hohem Maße eingehalten werden. 62 Länder haben ihre Teilnahme am FSAP angeboten; 22 dieser Bewertungen wurden abgeschlossen, vier davon veröffentlicht. Die geringe Teilnahme an ROSCs und FSAPs liegt nicht allein in der Freiwilligkeit und der Tatsache begründet, dass dieses Verfahren noch relativ neu ist, sondern hängt auch damit zusammen, dass die erstmalige Bewertung und deren regelmäßige Aktualisierung recht aufwendig sind. Durch die Zielsetzung von 24 FSAPs pro Jahr soll dieser Prozess zwar beschleunigt werden, aber es wird noch einige Jahre dauern, bevor ROSCs und/oder FSAPs für alle im IWF und der Weltbank vertretenen Länder erstellt werden.

Offene Fragen

Zwar herrscht ein immer breiterer Konsens darüber, wie wichtig und verdienstvoll Standards und Kodizes sind, aber bei ihrer Entwicklung und Umsetzung sowie der Beurtei-

lung ihrer Einhaltung durch die Länder treten Fragen und Probleme auf, und zwar meist zu Anfang und aufgrund der Freiwilligkeit ihres Einsatzes.

Zueigenmachen von Standards und Kodizes

Angesichts der Freiwilligkeit des Verfahrens hängt eine breit gefächerte Anwendung der Standards und Kodizes davon ab, inwieweit diese akzeptiert werden. Von einigen Seiten wurde kritisiert, dass die ersten Standards und Kodizes in Foren entwickelt wurden, denen lediglich Industrienationen (G 7 oder G 10) angehörten, und dass Schwellen- oder Entwicklungsländer aus diesem Verfahren weitgehend ausgeschlossen waren, obwohl diese die Standards und Kodizes ebenfalls umsetzen sollen. Zur Lösung dieses Problems haben IWF und Weltbank Programme zur Einbeziehung dieser Länder initiiert. Hierbei spielen externe Beratungen zur Aktualisierung von Standards und Kodizes eine wesentliche Rolle. Die beiden Bretton-Woods-Institutionen beziehen in diesen Prozess verstärkt ihre gesamten Mitgliedsländer sowie private Institutionen und die Wissenschaft mit ein und konnten so die Akzeptanz von Standards und Kodizes verbessern. Auch bei anderen Institutionen, die Standards festlegen, und die über geringere Mitgliederzahlen verfügen als der IWF und die Weltbank, nehmen externe Beratungen – unter Einbeziehung der Schwellenländer und in einigen Fällen des privaten Sektors und der Wissenschaft – einen immer höheren Stellenwert bei den Vorbereitungen ein (z. B. die Basler Grundsätze und die Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind). Dieser Dialog mit den nationalen Behörden und Vertretern des privaten Sektors und der Wissenschaft muss fortgeführt werden, damit das Bewusstsein, die Akzeptanz und die Beteiligung an der Ausarbeitung der Standards und Kodizes gefördert werden. Durch dieses nach außen offene Verfahren bei der Erstellung von Standards und Kodizes dürfte es auch zu nützlichen Informationsrückflüssen kommen, was zu einer

Verbesserung bestehender Standards führen könnte.

Eigenbeurteilung

Einige Länder sind dazu übergegangen, Eigenbeurteilungen vorzunehmen, die von ihren nationalen Behörden durchgeführt werden. Eigenbeurteilungen stellen einen wichtigen Beitrag dazu dar, dass sich Länder Standards und Kodizes zu Eigen machen. Durch Eigenbeurteilungen können Schwächen erkannt und Prioritäten bei der Umsetzung herausgearbeitet werden, weshalb sie auch eine Ausgangsbasis für externe Beurteilungen sein können. Da die Objektivität von Eigenbeurteilungen jedoch potenziell eingeschränkt ist, sind sie kein Ersatz für externe Beurteilungen durch die zuständigen internationalen Institutionen. Darüber hinaus sind nur externe Prüfer in der Lage, länderübergreifend die Einheitlichkeit der Beurteilungen zu gewährleisten.

Art der Umsetzung

Im Idealfall sollten Standards und Kodizes als allgemeingültige Instrumente gelten, die in allen Ländern einheitlich angewendet werden, da sie einen internationalen Konsens über das jeweils optimale Verfahren in einem bestimmten Politikbereich darstellen. Allerdings gibt es bei den wirtschaftlichen und institutionellen Bedingungen zwischen den einzelnen Ländern gewisse Unterschiede. Dementsprechend argumentieren einige Beobachter, dass die Institutionen, die die Standards festlegen, bei der Gestaltung der Standards ein mehrgleisiges Verfahren anwenden sollten, d. h. sie sollten für Länder in unterschiedlichen Entwicklungsstadien unterschiedliche Richtwerte heranziehen. Dieser Ansatz wurde teilweise bei den Kodizes zur Datenveröffentlichung zugrunde gelegt, für die zwei Standards mit unterschiedlichen Anforderungen entwickelt wurden (Allgemeiner Datenveröffentlichungsstandard und Spezieller Datenveröffentlichungsstandard). Das Hauptmerkmal und der wesentliche Nutzen der Standards und Kodizes ist jedoch die Tatsache, dass

einheitliche, länderübergreifend geltende Definitionen vereinbart und eingesetzt werden. Zwischen der universellen Gestaltung und der einheitlichen Anwendung von Standards und Kodizes besteht also ein klarer Zielkonflikt. Da die Einhaltung von Standards unter anderem für die Märkte gewährleisten soll, dass Länder „gute Risiken“ darstellen, erscheint es nicht angebracht, für die einzelnen Länder differenzierte Standards anzuwenden. Alternativ dazu können die unterschiedlichen Bedingungen auf Länderebene auch dadurch berücksichtigt werden, dass ein glaubwürdiger Zeitrahmen für die vollständige Umsetzung der Standards und Kodizes festgesetzt wird. Ebenso werden Unterschiede zwischen der institutionellen Kapazität und dem Entwicklungsstand wohl unweigerlich dazu führen, dass die Länder bei den Standards Prioritäten setzen.

Überwachung und Konditionalität

Die Entwicklung vorbildlicher Geschäftspraktiken birgt ein beachtliches Potenzial, das es dem IWF ermöglicht, sich stärker auf seine bilateralen Überwachungsaktivitäten und die Durchführung seiner Konditionalitätspolitik zu konzentrieren. Zudem führt die neue Schwerpunktsetzung auf Standards und Kodizes zu einer Neuabgrenzung des IWF als einer Institution, die nicht allein für das Krisenmanagement, sondern auch für die Krisenprävention verantwortlich ist. Derzeit existieren allerdings keine formalen Zusammenhänge zwischen der Einhaltung von Standards und Kodizes und dem Hauptinstrumentarium des IWF bei der internationalen Zusammenarbeit, also der Überwachung und Finanzhilfe gepaart mit Konditionalität, was unter anderem auf die Freiwilligkeit der Erfüllung und die noch begrenzte Erfassung der Länder zurückzuführen ist.

Was die Überwachung betrifft, so kann eine Beurteilung, inwieweit ein Land Standards einhält, dazu beitragen, potenzielle Mängel in innenpolitischen Bereichen aufzudecken. Die Beurteilung wird daher vom Exekutivdirektorium des IWF, dem gegenwärtig ROSCs im

Zusammenhang mit der Aussprache zu den Länder-Konsultationen nach Artikel IV vorgelegt werden, als wichtiger Bestandteil seiner Überwachungstätigkeit gewertet. Das Exekutivdirektorium kann Staaten dazu anhalten, sich an freiwilligen ROSCs oder FSAPs zu beteiligen, wenn während des Artikel-IV-Konsultationsprozesses potenzielle Schwächen aufgedeckt werden und das Land bisher nicht freiwillig an diesen Verfahren teilgenommen hat.

Im Hinblick auf die Bedingungen für die Bereitstellung von Finanzhilfe (Konditionalität) dürfte es gute Gründe geben, durch die Schaffung von Anreizen die Länder dazu anzuregen, ihre Anstrengungen zur Einhaltung der Standards und Kodizes zu verstärken und damit ihre Krisenresistenz zu verbessern. Daher sollten der IWF und die Weltbank über kurz oder lang nach dem Beispiel der Vorsorglichen Kreditlinien des IWF Wege zur Förderung einer direkteren Verknüpfung zwischen den Standards und der Konditionalität erkunden. Zu den Zulassungskriterien für diese Kreditfazilität zählt die Einhaltung von Standards und Kodizes als einem Element, anhand dessen sich ermitteln lässt, ob die Praktiken eines Landes als „erstklassig“ eingestuft werden können.

Die Rolle des privaten Sektors

Die Einhaltung der Standards und Kodizes durch ein Land sollte idealerweise in den von den Marktteilnehmern vorgenommenen Risikobewertungen und den damit zusammenhängenden Investitionsentscheidungen und -bedingungen Eingang finden. Allerdings ist dieser Transmissionskanal für Marktanreize noch nicht sehr wirksam. Das mag daran liegen, dass dieser Prozess noch relativ neu ist und das Bewusstsein für Standards unter den Marktteilnehmern einschließlich der Rating-Agenturen nicht sehr ausgeprägt ist. Den Marktakteuren zufolge könnten bei der Bewertung der Einhaltung von Standards verschiedene Aspekte verbessert werden. Dazu zählen eine umfangreichere Erfassung der Länder, eine obligatorische Veröffentlichung der

ROSCs, regelmäßige Aktualisierungen und eine verbesserte Anwenderfreundlichkeit durch gestraffte und standardisierte Formate. Schlussendlich würden diese Empfehlungen dazu führen, dass Ratings veröffentlicht werden. Der IWF und die Weltbank hüten sich jedoch nach wie vor, eine quantitative Beurteilung der Erfüllung von Standards vorzunehmen, da dies eine Veränderung des Grundcharakters dieser Organisationen bedeuten würde.

Eine kleine Anzahl von Firmen des privaten Sektors haben gleichfalls damit begonnen, Bewertungen darüber vorzunehmen, inwieweit einzelne Länder Standards erfüllen. Derartige privatwirtschaftliche Beurteilungen können grundsätzlich als hilfreich angesehen werden,

da sie eine nützliche Rolle beim Schließen der Lücke zwischen den großteils qualitativen Bewertungen durch den Staatssektor und den vom privaten Sektor benötigten quantitativen Informationen spielen. Objektivität und Genauigkeit der Bewertungen sind jedoch für die Anwendung unverzichtbare Kriterien. Bedenken hinsichtlich der Qualität und der Unabhängigkeit von Bewertungen würden die Integrität des Konzepts der Standards und Kodizes untergraben. So gesehen können solche Bewertungen derzeit nicht als Ersatz für die von internationalen Finanzinstitutionen geleistete Arbeit betrachtet werden. In einem späteren Stadium, falls mehr Firmen in diesen Markt eintreten sollten, könnte der entstandene Wettbewerb zur Gewährleistung eines angemesseneren Qualitätsniveaus beitragen.

5 Schlussbemerkungen

Der Beitrag hat versucht aufzuzeigen, dass die internationale wirtschaftliche Zusammenarbeit als Reaktion auf die sich in den Neunzigerjahren wandelnden Bedingungen sowie auf den politischen Paradigmenwechsel, der die Bedeutung einer regelgebundenen und transparenten Politik unterstreicht, einen flexiblen Anpassungsprozess durchlaufen hat. Die neu gestaltete weltweite Kooperation spiegelt sich in international vereinbarten Standards und Kodizes wider, die darauf ausgerichtet sind, die Transparenz und Verantwortlichkeit auf den traditionellen Gebieten der gesamtwirtschaftlichen Politik zu erhöhen sowie die Solidität der nationalen Finanzinstitute, Märkte und Infrastrukturen zu gewährleisten. Wichtig dabei ist ihr Bestreben, auf die Asymmetrie zwischen dem globalen Wesen des Finanzsystems und dem nationalen Charakter politischer Entscheidungen einzugehen. Dies geschieht durch die Einführung regelgebundener und transparenter politischer Rahmenkonzepte, die den nationalen Ermessensspielraum einschränken und somit grundsätzlich die Fälle verringern, in denen es erforderlich ist, konkrete politische Ent-

scheidungen auf internationaler Ebene zu koordinieren.

Bei der Entwicklung und Umsetzung von Standards und Kodizes sowie der Bewertung, inwieweit diese von den einzelnen Ländern eingehalten werden, sind bedeutende Fortschritte erzielt worden, obgleich nach wie vor eine Reihe ungeklärter Fragen sowie Herausforderungen bestehen, die in ihrer Mehrheit mit der Freiwilligkeit der Erfüllung von Standards und dem frühen Anwendungsstadium zusammenhängen. Um die Kohärenz des Prozesses durchgängig zu sichern, sollten die an der Festlegung der Standards bzw. deren Umsetzung beteiligten Institutionen und Foren die Zusammenarbeit ausweiten. Zum einen müssen diejenigen, die die Standards festlegen, in die Entwicklung von Bewertungsmethoden einbezogen werden, um eine kohärente Interpretation zu gewährleisten. Zum anderen müssen sich der IWF und die Weltbank aufgrund ihrer führenden Rolle bei der Durchsetzung von Standards auch an der Erfahrungsauswertung und der möglichen zukünftigen Entwicklung von Standards und Kodizes beteiligen.

Tabelle

Wichtige internationale Standards zur Förderung stabiler Finanzsysteme (gemäß FSF)

Gebiet	Standard	Herausgegeben von	Kernpunkte
I. Gesamtwirtschaftliche Politik und Datentransparenz			
Transparenz der Geld- und Finanzpolitik	Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik (September 1999)	IWF http://www.imf.org	Der Kodex stellt anzustrebende Verfahren zur Verbesserung der Transparenz vor, die von den Zentralbanken bei der Durchführung der Geldpolitik und von Zentralbanken und sonstigen Finanzorganen bei der Ausführung der Finanzpolitik zu beachten sind.
Fiskalpolitische Transparenz	Verfahrenskodex zur fiskalischen Transparenz (April 1998)	IWF http://www.imf.org	Der Kodex enthält Transparenzanforderungen mit Blick auf den Aufbau und die Aufgaben der Regierungen, die fiskalpolitischen Absichten, die öffentlichen Haushalte und die fiskalischen Projektionen.
Datenveröffentlichung	Spezieller Datenveröffentlichungsstandard (SDDS) (März 1996)/ Allgemeines Datenveröffentlichungssystem (GDDS) (Dezember 1997)	IWF http://www.imf.org	Der SDDS richtet sich vor allem an Länder, die Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben oder erreichen wollen. Länder, die den SDDS beachten, haben sich verpflichtet, angemessene statistische Verfahren in vier Bereichen anzuwenden: (i) Erfassungsumfang, Regelmäßigkeit und Zeitnähe der veröffentlichten Daten; (ii) Bekanntgabe von Kalendern mit Veröffentlichungsterminen im Voraus; (iii) Integrität der Daten; (iv) Datenqualität. Das GDDS wurde in erster Linie für Länder entwickelt, die nicht an den internationalen Kapitalmärkten teilnehmen und auch keinen Zugang suchen. Dieses System berücksichtigt das gesamte Spektrum der Länder, die Vielfalt ihrer Volkswirtschaften und den Entwicklungsbedarf vieler ihrer Statistiksysteme.
II. Finanzaufsicht			
Bankenaufsicht	Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht (September 1997)	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS). Der von den G-10-Zentralbanken ins Leben gerufene BCBS schafft den Rahmen für eine regelmäßige Zusammenarbeit der Mitgliedstaaten in Fragen der Bankenaufsicht. http://www.bis.org	Das in enger Zusammenarbeit mit Nicht-G10-Aufsichtsbehörden erarbeitete Dokument stellt eine umfassende Vorlage für ein wirksames Aufsichtssystem dar und ist als Bezugspunkt für Aufsichtsorgane und sonstige öffentliche Behörden in aller Welt gedacht. Es enthält 25 wesentliche Grundvoraussetzungen für die Wirksamkeit von Aufsichtssystemen. Als Hilfestellung bei der Umsetzung und Überprüfung erarbeitete der Ausschuss im Oktober 1999 die „Methodik der Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht“.
Wertpapieraufsicht	Ziele und Grundsätze der Wertpapieraufsicht (September 1998)	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO). Die IOSCO fördert die Zusammenarbeit zwischen nationalen Aufsichtsbehörden im Bereich der Wertpapier- und Futures-Märkte. http://www.iosco.org	Das Dokument nennt drei Ziele (Anlegerschutz, Gewährleistung fairer, effizienter und transparenter Märkte und Verringerung des Systemrisikos) und 30 Prinzipien der Aufsicht über die Wertpapiermärkte. Das Dokument enthält auch einige Beispiele der gängigen Praxis, räumt jedoch ein, dass sich diese Praxis mit der Entwicklung der Märkte und dem Aufkommen neuer Technologien und verstärkter Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden ändern wird und auch ändern sollte.
Versicherungsaufsicht	Grundsätze für die Versicherungsaufsicht (September 1997, revidiert im Oktober 2000)	Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS). Die 1994 ins Leben gerufene IAIS ist ein Gremium für die Zusammenarbeit zwischen Versicherungsaufsichtsbehörden aus mehr als 100 Rechtssystemen. http://www.iaisweb.org	Die Grundsätze für die Versicherungsaufsicht enthalten wesentliche Grundvoraussetzungen für eine wirksame Versicherungsaufsicht. Sie schaffen den Rahmen für die Versicherungsaufsicht und weisen auf die Bereiche hin, die im jeweiligen Rechtssystem gesetzlich oder durch sonstige Bestimmungen geregelt werden sollten.

Tabelle (Fortsetzung)**Wichtige internationale Standards zur Förderung stabiler Finanzsysteme (gemäß FSF)**

Gebiet	Standard	Herausgegeben von	Kernpunkte
III. Infrastruktur (Institute und Märkte)			
Insolvenz	In Vorbereitung	Weltbank http://www.worldbank.org	
Unternehmenssteuerung und -kontrolle	Grundsätze der Corporate Governance (Mai 1999)	OECD http://www.oecd.org	Die Grundsätze sollen der Verbesserung des rechtlichen, institutionellen und ordnungspolitischen Rahmens der Unternehmenssteuerung und -kontrolle in OECD- und Nicht-OECD-Ländern dienen. Sie sind in fünf Themenbereiche gegliedert: (i) Rechte von Aktionären; (ii) Gleichbehandlung von Aktionären; (iii) die Rolle von Unternehmensbeteiligten; (iv) Offenlegung und Transparenz; (v) Pflichten des Aufsichtsorgans.
Rechnungslegung	Internationale Standards der Rechnungslegung – IAS (laufende Aktualisierung)	International Accounting Standards Board (IASB). Der IASB ist eine Organisation des privaten Sektors, die die Zielsetzung hat, die Rechnungslegungsgrundsätze von Unternehmen und sonstigen Organisationen weltweit zu harmonisieren. http://www.iasc.org.uk	Die Standards enthalten Grundsätze, die bei der Erstellung von Jahresabschlüssen zu beachten sind. Bislang wurden insgesamt 41 solcher Standards herausgegeben.
Wirtschaftsprüfung	Internationale Standards für die Wirtschaftsprüfung – ISAs (laufende Aktualisierung)	Internationale Vereinigung der Wirtschaftsprüfer (IFAC). Die IFAC ist eine Organisation des privaten Sektors, die die Zielsetzung hat, den Berufszweig der Wirtschaftsprüfer zu fördern und ihn zu befähigen, im Interesse der Allgemeinheit gleichbleibend hochwertige Dienstleistungen zu erbringen. http://www.ifac.org	Die nationalen Standards der Wirtschaftsprüfung und damit zusammenhängender Dienstleistungen weichen hinsichtlich Form und Inhalt in vielen Ländern voneinander ab. Der Ausschuss für Fragen der internationalen Prüfungspraxis (IAPC) berücksichtigt solche Standards und Abweichungen und ist daher in der Lage, auf internationale Akzeptanz ausgerichtete ISAs herauszugeben. ISAs sind bei der Prüfung von Jahresabschlüssen zu befolgen und gegebenenfalls entsprechend auf die Prüfung anderer Angaben und damit zusammenhängende Dienstleistungen anzuwenden.
Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme	Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind (Januar 2001)	Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS). Der von den G-10-Zentralbanken eingesetzte CPSS schafft den Rahmen für eine regelmäßige Zusammenarbeit der angeschlossenen Zentralbanken in Fragen der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme. http://www.bis.org	Das Dokument enthält grundlegende Prinzipien für die Ausgestaltung und den Betrieb wichtiger Zahlungsverkehrssysteme. Daneben gibt es Orientierungshilfen bezüglich der Umsetzung der Prinzipien und beschreibt die Rolle der Zentralbanken bei der Sicherstellung der Einhaltung der Prinzipien.
Marktintegrität	Die vierzig Empfehlungen der Financial Action Task Force (FATF) (ursprünglich aus dem Jahr 1990; 1996 revidiert)	FATF. Die FATF wurde 1989 durch den G-7-Gipfel in Paris eingesetzt. Ihr gehören 26 Mitgliedsstaaten an. Sie überwacht die Fortschritte ihrer Mitglieder bei der Umsetzung von Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche. http://www.oecd.org/fatf	Die vierzig Empfehlungen schaffen den grundlegenden Rahmen für Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche. Sie umfassen die Strafgesetzgebung und Strafverfolgung, das Finanzsystem und die Finanzaufsicht sowie die internationale Zusammenarbeit.

Quellen: Forum für Finanzmarktstabilität (<http://www.fsforum.org>) und die jeweils verantwortlichen Institutionen.