

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

ECB EZB EKT BCE EKP

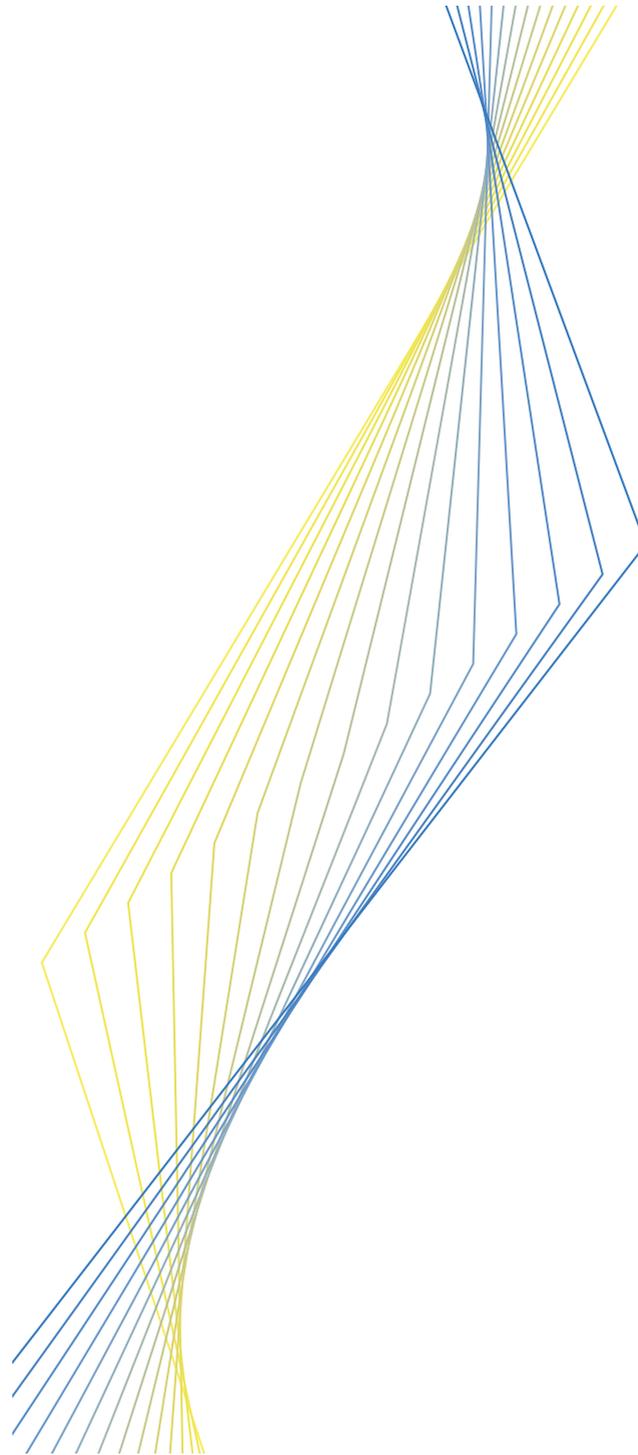
MONATSBERICHT Juli 2002

MONATSBERICHT

Juli 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Juli 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 3. Juli 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	18
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	26
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	35
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juni 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
2 Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung der Verbraucher	19
3 Jüngste Entwicklungen bei den Dienstleistungspreisen im Euro-Währungsgebiet	22
4 Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2002	30
Merkmale des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren	41
Dialog des Eurosystems mit EU-Beitrittsländern	53
Entwicklung der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern	69
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	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 4. Juli 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 %.

Diese Beschlüsse stützten sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet. Der EZB-Rat kam zu dem Ergebnis, dass die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht zwar weiterhin nach oben tendieren, von den jüngsten Entwicklungen jedoch gemischte Signale ausgegangen sind.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so erhöhte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von März bis Mai 2002 auf 7,5 %, gegenüber 7,4 % in der Zeit von Februar bis April. Während zu Beginn dieses Jahres noch eine gewisse Normalisierung des M3-Wachstums zu beobachten war, hat die Geldmenge M3 in letzter Zeit wieder verstärkt zugenommen. Diese Entwicklung könnte teilweise erneute Portfolioumschichtungen in M3-Instrumente widerspiegeln, die mit der jüngsten Zunahme der Unsicherheit an den Finanzmärkten verbunden sind. Fundamentalere Faktoren, wie etwa die niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung und die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet, haben in den letzten Monaten offenbar ebenfalls zur Geldmengenexpansion beigetragen. Diese Ansicht wird von der immer stärkeren Ausweitung der Geldmenge M1 und dem beschleunigten Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt. Bei der Interpretation der jüngsten monetären Entwicklung ist zwar Vorsicht geboten, jedoch gibt die Tatsache, dass im Euroraum deutlich mehr Liquidität vorhanden ist, als zur Finanzierung eines nachhaltigen inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigt würde, Anlass zur Besorgnis.

Was die zweite Säule betrifft, so bestätigten die jüngsten Daten eine allmähliche Erholung

des realen BIP-Wachstums im Euroraum. Umfragedaten und vorlaufende Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor weisen für das zweite Quartal 2002 auf ein etwas höheres Wachstum des realen BIP als im ersten Quartal hin. In der Vorausschau ist ein weiteres Anziehen sowohl der Inlands- als auch der Auslandsnachfrage nach wie vor die wahrscheinlichste Entwicklung, wobei das reale BIP-Wachstum gegen Ende des Jahres wieder die Potenzialwachstumsrate erreichen dürfte. Die Voraussetzungen für eine zunehmende Konjunkturbelebung im Euro-Währungsgebiet bleiben durchaus bestehen. Es gibt keine größeren Ungleichgewichte im Euroraum, die Finanzierungsbedingungen sind sehr günstig, und ein Nachlassen des Preisauftriebs gegenüber dem hohen Niveau des ersten Quartals 2002 dürfte eine Zunahme des real verfügbaren Einkommens und ein wieder höheres Wachstum der Konsumausgaben untermauern. Darüber hinaus ist die wirtschaftliche Erholung außerhalb des Euroraums im Gange. Allerdings hat die Unsicherheit über die Stärke des Konjunkturaufschwungs – sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums – in den vergangenen Wochen nicht abgenommen, worauf auch die Indikatoren zu den Konsumausgaben sowie die Entwicklungen auf den Finanzmärkten hindeuten. Was Letztere betrifft, so verzeichneten die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten nach einem seit März 2002 beobachteten Abwärtstrend im Juni drastische Rückgänge, die mit zunehmender Volatilität einhergingen. Diese jüngsten Entwicklungen spiegeln Besorgnis hinsichtlich der Verlässlichkeit von Bilanzdaten wider. Gleichzeitig trug die Portfolioumschichtung von Aktien in andere Anlageformen, die von der großen Unsicherheit an den Aktienmärkten ausgelöst wurde, zu einem beträchtlichen Rückgang der Anleiherenditen im Euroraum bei.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung ist die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI nach einer ersten Eurostat-Schätzung von 2,0 % im Mai 2002 auf 1,7 % im Juni gesunken. Es ist jedoch noch zu früh, um diesen Rückgang als Indiz für einen nachlassenden Aufwärts-

druck auf die Preise zu interpretieren. Die am HVPI gemessene Teuerung ohne die volatileren Komponenten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel verharrt nämlich seit Jahresbeginn auf einem hohen Niveau, was insbesondere den Trend bei den Dienstleistungspreisen widerspiegelt. Zudem dürften die jährlichen HVPI-Steigerungsraten unter Berücksichtigung von Basiseffekten in den kommenden Monaten um 2 % schwanken.

Der Anstieg des Euro-Wechselkurses dürfte sich dämpfend auf die Inflation auswirken. Allerdings ist es schwierig, die Größenordnung und den Zeitpunkt dieses Effekts zu bestimmen. Um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten, ist es von entscheidender Bedeutung, dass die hohen Lohnsteigerungen, die aus den jüngsten Tarifabschlüssen in einigen Regionen resultierten, nicht auf das gesamte Eurogebiet übergreifen, nicht zuletzt, weil dies negative Folgen für die Wettbewerbsfähigkeit, das Beschäftigungswachstum und letztlich auch die Konsumausgaben hätte. In diesem Zusammenhang gibt der Umstand, dass die Nominallohnsteigerungen im Euroraum trotz des nur gedämpften Wirtschaftswachstums im Jahr 2001 und Anfang 2002 tendenziell zunahm, Anlass zur Besorgnis.

Insgesamt gesehen dürfte zwar die Erholung des Euro-Wechselkurses zu einer geringeren Teuerungsrate beitragen, doch deuten andere Faktoren, insbesondere die Geldmengen- und die Lohnentwicklungen, nicht auf ein Nachlassen des längerfristigen Inflationsdrucks hin. Die Geldpolitik muss daher die für die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht ausschlaggebenden Faktoren weiterhin aufmerksam beobachten.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik im Euroraum sind in den vergangenen Monaten Besorgnis erregende Entwicklungen festzustellen. Es ist daran zu erinnern, dass alle Mitgliedstaaten ihrer Verpflichtung nachkommen müssen, bis

2003/04 einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt zu erzielen. In diesem Zusammenhang ist erneut zu betonen, dass die finanzpolitischen Zielsetzungen hinreichend ehrgeizige Anstrengungen für eine strukturelle Konsolidierung vorsehen und auf realistischen Wachstumsannahmen beruhen müssen. Der Versuchung, die aktuelle Haushaltsposition durch bilanztechnische Maßnahmen künstlich zu verbessern, sollte keinesfalls nachgegeben werden. Die vollständige Transparenz der öffentlichen Haushalte muss gewährleistet sein. Nur eine entschlossene Umsetzung sämtlicher Elemente des Stabilitäts- und Wachstumspakts kann seine Glaubwürdigkeit sichern. Diese ist erforderlich, um das Vertrauen in den stabilitätsorientierten Handlungsrahmen des Euro-Währungsgebiets zu erhalten und weiter zu stärken. Ferner sollten die Regierungen nicht zögern, die Reformen im Zusammenhang mit dem Volumen und der Struktur der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen voranzutreiben, um so auch Spielraum für Steuersenkungen zu schaffen und die durch die alternde Bevölkerung bedingte Belastung der öffentlichen Haushalte auffangen zu können.

In Bezug auf die Strukturreformen ist die vor kurzem erfolgte Verabschiedung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik durch den EU-Rat zu begrüßen. Eine entschlossene Umsetzung der Strukturreformen wird dazu beitragen, das Potenzial des Euro-Währungsgebiets für inflationsfreies Wachstum auszuweiten und die hohe Arbeitslosigkeit im Euroraum zu reduzieren.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Artikel. Der erste analysiert die Merkmale des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren, der zweite befasst sich mit dem Dialog des Eurosystems mit EU-Beitrittsländern, und der dritte untersucht die Entwicklung der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 4. Juli 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).

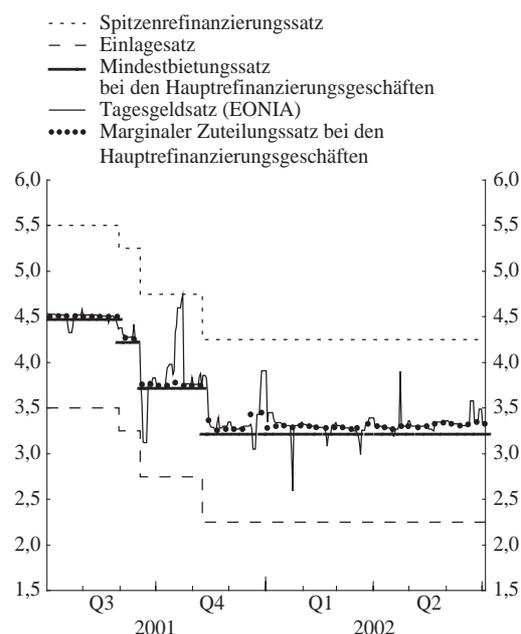
Starkes Wachstum von M3 im Mai

Im Mai 2002 weitete sich die Geldmenge M3 kräftig aus. So stieg die Jahreswachstumsrate von M3 auf 7,8 %, verglichen mit 7,4 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 erhöhte sich im Zeitraum von März bis Mai 2002 auf 7,5 %, gegenüber 7,4 % in der Zeit von Februar bis April (siehe Abbildung 2).

Die hohe Jahreswachstumsrate von M3 geht immer noch teilweise auf die Portfolioum-

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

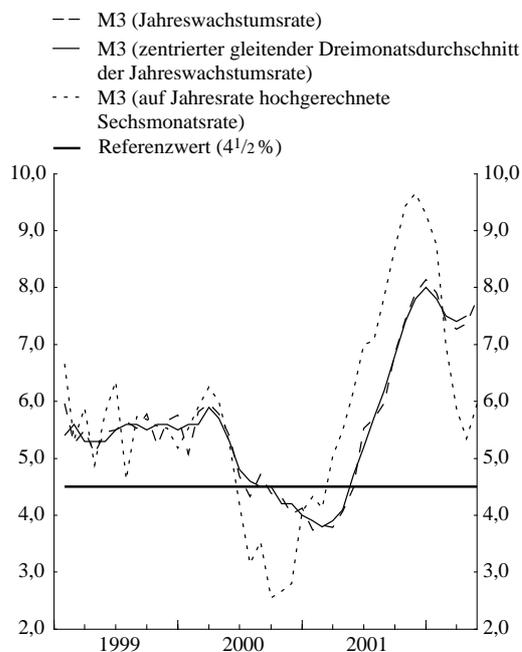


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

schichtungen zugunsten von in M3 enthaltenen Instrumenten im Herbst des vergangenen Jahres zurück, als die Unsicherheit an den Finanzmärkten und die Ungewissheit hinsichtlich der konjunkturellen Aussichten zu einer großen Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen geführt hatten. Im ersten Quartal 2002 schien die Entwicklung von M3 darauf hinzuweisen, dass die Wirtschaftsakteure ihre Spekulationsgelder nicht länger in M3-Instrumenten anlegten und sogar begannen, frühere Portfolioumschichtungen rückgängig zu machen. In der jüngsten Beschleunigung des jährlichen Wachstums von M3 dürften sich jedoch teilweise erneute Portfolioumschichtungen in M3-Instrumente widerspiegeln, die möglicherweise auf die wieder gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten zurückgeführt werden können.

Im Gegensatz zum vergangenen Herbst scheinen in den letzten Monaten jedoch auch fundamentalere Faktoren, etwa die niedrigen Kurzfristzinsen und die anhaltende konjunk-

turelle Erholung im Eurogebiet, verstärkt auf das Geldmengenwachstum durchgeschlagen zu haben. Diese Vermutung wird durch das zunehmend starke Wachstum der Geldmenge M1 und die kräftigere Ausweitung der Kredite von MFIs an private Haushalte gestützt. Infolge des starken M3-Wachstums im April und Mai 2002 hat sich sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke wieder vergrößert,¹ was darauf hindeutet, dass im Eurogebiet reichlich Liquidität vorhanden ist.

Insgesamt weist die Analyse im Rahmen der ersten Säule zunehmend auf Aufwärtsrisiken für die künftige Preisstabilität hin. Sorge bereitet, dass im Euroraum deutlich mehr Liquidität vorhanden ist, als zur Finanzierung eines nachhaltigen inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigt würde. Insbesondere in Anbetracht der konjunkturellen Erholung im Euroraum besteht ein erhöhtes Risiko, dass die erhebliche Überschussliquidität in einen Inflationsdruck umschlägt.

Die Beschleunigung des Wachstums von M3 im Mai war auf eine kräftigere Ausweitung aller drei Hauptkomponenten zurückzuführen,

nämlich des Geldmengenaggregats M1, der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) und der marktfähigen Finanzinstrumente.

Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 erhöhte sich im Mai auf 7,0 %, gegenüber 6,8 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Diese Entwicklung war auf einen gemäßigeren jährlichen Rückgang des Bargeldumlaufs (-18,0 % im Berichtsmonat, verglichen mit -21,8 % im April) zurückzuführen. Die saisonbereinigte monatliche Zunahme des Bargeldumlaufs belief sich in den drei Monaten seit Ende des Parallelumlaufs der nationalen Währungen und des Euro jeweils auf rund 10 Mrd €. Die vorliegenden Daten, aus denen sich diese allmähliche Erholung des Bargeldumlaufs ableiten lässt, deuten darauf hin, dass sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums wieder Bargeldbestände aufgebaut werden. Bei den täglich fälligen Einlagen verringerte sich die Jahreswachstumsrate im Mai auf 11,8 %, gegenüber 12,4 % im Vor-

¹ Eine Beschreibung der realen und nominalen Geldlücke findet sich auf Seite 10 des Monatsberichts vom Juni 2002.

Tabelle I
Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	3,8	5,5	6,2	6,2	5,9	6,8	7,0
darunter: Bargeldumlauf	-7,5	-18,5	-28,0	-28,4	-25,2	-21,8	-18,0
darunter: Täglich fällige Einlagen	6,1	10,4	13,0	13,1	12,1	12,4	11,8
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,9	5,8	6,7	6,4	6,5	6,0	6,7
M2	4,4	5,7	6,4	6,3	6,2	6,4	6,8
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	16,4	20,7	15,7	14,7	14,0	13,5	13,8
M3	5,9	7,6	7,7	7,4	7,3	7,4	7,8
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	2,2	2,9	3,2	3,0	3,6	3,7	4,7
Kredite an öffentliche Haushalte	-1,9	-0,6	1,8	2,1	3,1	2,2	1,8
darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte	-1,5	-0,8	-0,7	-0,3	0,2	-1,1	-0,8
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	7,8	6,9	6,1	6,0	5,4	5,1	5,3
darunter: Buchkredite an den privaten Sektor	7,4	6,5	5,7	5,6	5,5	5,5	5,8

Quelle: EZB.

monat. Diese Entwicklung scheint in erster Linie mit der Umkehr vorangegangener Umschichtungen von Bargeld hin zu täglich fälligen Einlagen (d. h. Umschichtungen innerhalb von M1) zusammenzuhängen. Das starke Wachstum von M1 insgesamt dürfte sowohl die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung von Bargeld und täglich fälligen Einlagen als auch den Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet widerspiegeln.

Bei den übrigen Komponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Mai auf 6,7 %, verglichen mit 6,0 % im Vormonat. Darin spiegelte sich eine Wachstumsbeschleunigung bei beiden Komponenten dieser Position wider. Das jährliche Wachstum der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren stieg von 2,4 % im April auf 3,8 % im Berichtsmontat, und die Jahresrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten erhöhte sich im selben Zeitraum von 9,2 % auf 9,4 %.

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente stieg im Mai 2002 auf 13,8 %, verglichen mit 13,5 % im Vormonat. Dieser Anstieg war ausschließlich auf eine deutliche Zunahme der Jahresrate der Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (von -6,5 % im April auf 5,2 % im Mai) zurückzuführen. Die jährlichen Wachstumsraten der anderen beiden Komponenten der marktfähigen Finanzinstrumente hingegen gingen im Mai zurück, wobei sich die Jahresrate der Geldmarktfondsanteile von 29,1 % im April auf 26,6 % verringerte. Der anhaltend kräftige jährliche Zuwachs der marktfähigen Finanzinstrumente könnte ein Anzeichen dafür sein, dass die zuletzt wieder gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten zu erneuten Portfolioumschichtungen zugunsten kurzfristiger liquider Instrumente geführt hat. Im Gegensatz zum Herbst 2001 ist jedoch angesichts der relativ steilen Zinsstrukturkurve im Euroraum anzunehmen, dass die Umschichtungen teilweise auch zugunsten von nicht in M3 enthaltenen, längerfristigen verzinslichen An-

lageformen stattfanden. Tatsächlich stieg auch die Nachfrage nach längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs im Mai 2002 deutlich an (siehe unten).

Steigende Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor

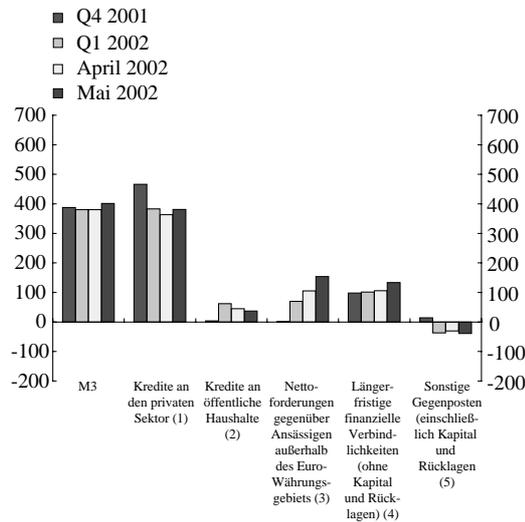
Die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet blieb im Mai mit 4,5 % weitgehend unverändert. Dahinter verbargen sich jedoch gegenläufige Entwicklungen bei den beiden Hauptkomponenten dieser Position (siehe Abbildung 3). Während sich die Jahresrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor von 5,1 % im April auf 5,3 % erhöhte, ging der jährliche Zuwachs der Kredite an die öffentlichen Haushalte von 2,2 % im April auf 1,8 % zurück.

Der Anstieg der Jahresrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor war in erster Linie auf die deutliche Wachstumsbeschleunigung bei den Buchkrediten zurückzuführen. Diese weiteten sich im Mai gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 5,8 % aus, nach 5,5 % im März und April. Diese Entwicklung bestätigt frühere Anzeichen einer möglichen Kehrtwende des Trendwachstums der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor aufgrund der konjunkturellen Belebung und der anhaltend niedrigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken im Euroraum.

Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) stieg im Mai auf 4,7 %, verglichen mit 3,7 % im April (siehe Tabelle 1). Die allmähliche Zunahme dieser Verbindlichkeiten seit August 2001 ist vor allem auf die stärkere Nachfrage nach Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren zurückzuführen. Diese Entwicklung spiegelt wohl den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve im Jahr 2001 und Anfang 2002 wider. In den vergangenen Monaten könnte der Anstieg – wie bereits erwähnt – auch Portfolioumschichtungen im Zusammenhang mit der Unsicherheit an den Aktienmärkten weltweit zuzuschreiben sein.

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.

$M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5)$.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebietsfremden stiegen im Mai 2002 stark an, und zwar um 35,2 Mrd € in nicht saisonbereinigten Zahlen. Im Zwölfmonatszeitraum bis Mai nahmen diese Forderungen um 153,5 Mrd € zu, verglichen mit einem Anstieg von 105,4 Mrd € in den zwölf Monaten bis April. Wenngleich der allmähliche Anstieg des Zwölfmonatswerts zum Teil auf Basiseffekte zurückzuführen ist, hängt er offenbar auch damit zusammen, dass die Ansässigen im Euroraum weniger im Ausland investierten oder sogar Gelder repatriierten, wie aus der Zahlungsbilanz für den Monat April hervorgeht.

Im April rückläufiges Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen

Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Eurogebiet begebenen Schuldverschreibungen ging im April 2002 auf 7,0 % zurück, verglichen mit 7,3 % im Vormonat. Diesem Rückgang lag eine leichte Verringerung der Jahreswachstumsrate des Umlaufs

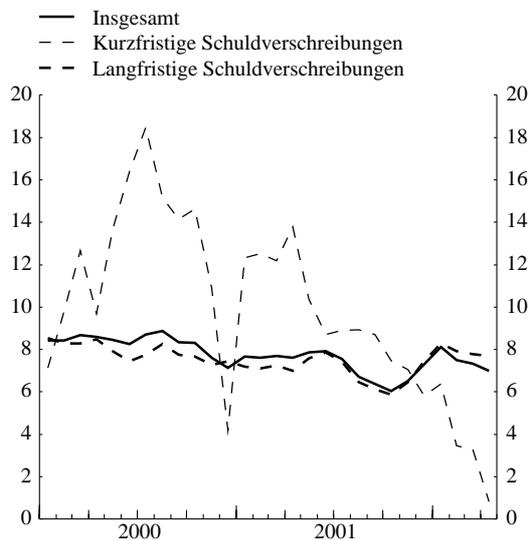
an langfristigen Schuldverschreibungen um 0,1 Prozentpunkte auf 7,7 % im April 2002 sowie eine deutliche Verlangsamung des jährlichen Wachstums kurzfristiger Schuldverschreibungen um 2,5 Prozentpunkte auf 0,8 % zugrunde (siehe Abbildung 4). Der anhaltende Rückgang der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen hing offenbar auch damit zusammen, dass am unteren Ende des Bonitätsspektrums Bedenken hinsichtlich der Kreditrisiken aufkamen.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 6,9 % im März auf 6,7 % im April verringerte. Gleichzeitig erhöhte sich der Anteil der Euro-Schuldverschreibungen am gesamten Bruttoabsatz Gebietsansässiger von 92,7 % auf 93,7 %.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen von 4,7 % im März 2002 auf 4,5 % im April verlangsamte. Die Jahresrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war nach wie vor hoch und erhöhte sich leicht von 40,7 % im März auf 41,3 % im April. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ging leicht zurück; sie fiel von 14,7 % im März auf 14,5 % im April. In jeder dieser Emittentengruppen waren unterschiedliche Entwicklungen beim Umlauf von langfristigen und kurzfristigen Schuldverschreibungen festzustellen: Die Wachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen stieg im April 2002 in allen drei Emittentengruppen entweder an oder stabilisierte sich, während das Wachstum der Emission kurzfristiger Instrumente im Vergleich zum Vorjahr relativ stark einbrach. Die Jahresänderungsrate der vom MFI-Sektor begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen fiel von -2,1 % im März auf -4,7 % im Berichtsmonat. Beim Umlauf an von nichtmonetären

Abbildung 4 Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Seit 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.

finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen war ein Rückgang der Jahresrate von -16,3 % auf -23,6 % zu verzeichnen. Dies sollte jedoch vor dem Hintergrund der sehr geringen Emissionstätigkeit dieses Sektors bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen gesehen werden. Die Jahresänderungsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ging von 2,6 % im März auf -0,1 % im April zurück.

Was den Sektor der öffentlichen Haushalte anbelangt, so verlangsamte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an von diesen begebenen Schuldverschreibungen von 4,9 % im März 2002 auf 4,7 % im April. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Jahresrate des Umlaufs an von den Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 4,3 % im März 2002 auf 4,0 % im April zurückging, während sich das Jahreswachstum des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen von 25,2 % im März 2002 auf 26,6 % im April beschleunigte.

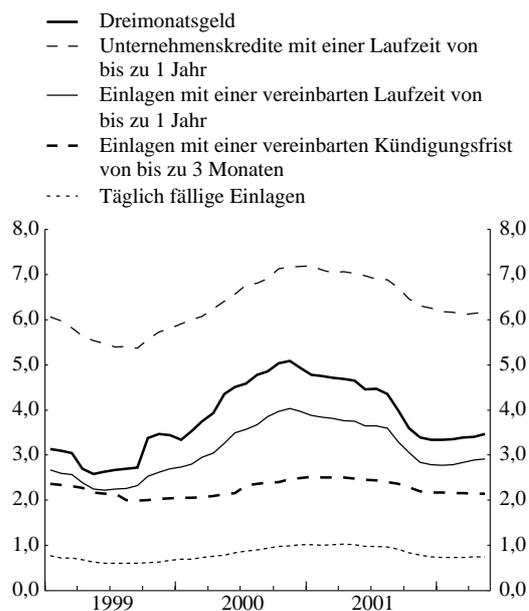
Im Mai leichter Anstieg der Zinsen im Kundengeschäft der Banken

Bei den Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken war im Mai 2002 ein leichter Anstieg gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen, worin sich die anhaltende allmähliche Erhöhung der kurzfristigen Geldmarktzinsen in den vorangegangenen Monaten widerspiegelte (siehe Abbildung 5). Die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und kurzfristige Unternehmenskredite stiegen im Mai 2002 im Vormonatsvergleich jeweils um rund 3 Basispunkte. Die übrigen Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben von April bis Mai nahezu unverändert.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken erhöhten sich im Mai 2002 geringfügig gegenüber dem Vormonat (siehe Ab-

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

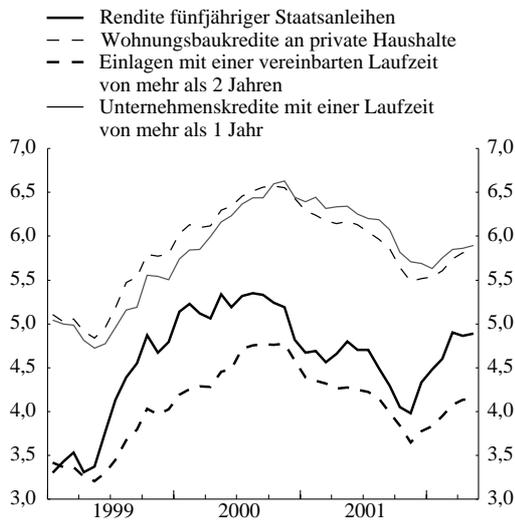


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

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

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.

bildung 6). Blickt man etwas weiter zurück, so ist festzustellen, dass die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft von November 2001, als sie zu steigen begannen, bis Mai um 30 bis 50 Basispunkte zulegten, während die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um mehr als 90 Basispunkte stieg. Die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken reagieren in der Regel mit einer leichten zeitlichen Verzögerung auf die Entwicklung der Geldmarktsätze. Daher ist es normal, dass sich die Abstände zwischen den Geldmarktzinsen und den Zinsen im Kundengeschäft der Banken vor allem dann deutlich ändern, wenn sich die Entwicklung der Geldmarktzinsen plötzlich umkehrt, wie es in den vergangenen Monaten der Fall war.

Im Juni leichter Rückgang der
Geldmarktzinsen bei den längeren
Laufzeiten

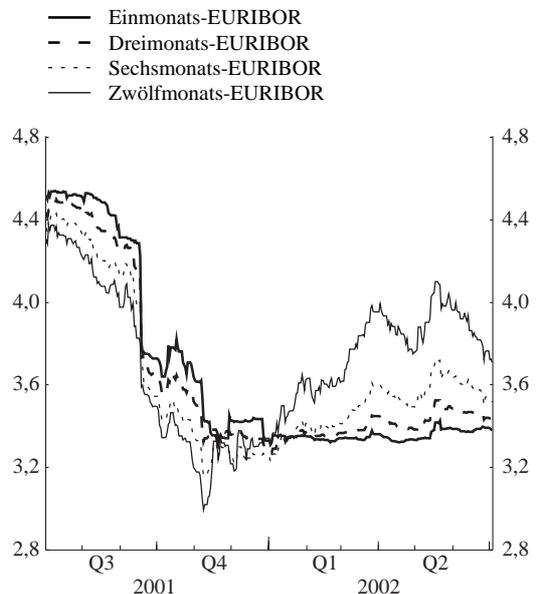
Die Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten waren im Juni leicht rückläufig, nach-

dem sie seit November 2001 meist gestiegen waren. Bei den kürzeren Laufzeiten waren sie weitgehend stabil, sodass sich die (positive) Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt abflachte. Darüber hinaus war im Berichtsmonat auch bei den Kurzfristzinsen, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, eine Abnahme zu verzeichnen.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich im Zeitraum zwischen Ende Mai und dem 3. Juli über weite Strecken innerhalb einer Bandbreite von 3,30 % und 3,36 %. Er lag damit etwas über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % und spiegelte teilweise die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, die von einem allmählichen Anstieg der Geldmarktzinsen ausgingen. Der EONIA stieg am 23. Juni 2002, dem Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, vorübergehend an (siehe Kasten I). Die Zweiwochen-Geldmarktsätze blieben weitgehend unverändert und bewegten sich zwischen Ende Mai und dem 3. Juli um ein Niveau von 3,34 %. Bei den im Juni und am

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-Währungs-
gebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten I

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

In der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) ab.

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	29.05.2002	12.06.2002	114,2	48,0	2,4	386	3,25	3,34	3,35
HRG	05.06.2002	19.06.2002	114,3	65,0	1,8	328	3,25	3,33	3,34
HRG	12.06.2002	26.06.2002	97,5	42,0	2,3	325	3,25	3,31	3,32
HRG	19.06.2002	03.07.2002	112,2	70,0	1,6	339	3,25	3,32	3,33
LRG	30.05.2002	29.08.2002	37,6	20,0	1,9	198	-	3,45	3,47

Quelle: EZB.

Bei den ersten drei Hauptrefinanzierungsgeschäften ging der marginale Zuteilungssatz allmählich von 3,34 % auf 3,31 % zurück und stieg beim letzten Geschäft wieder um 1 Basispunkt an. Der gewichtete Durchschnittssatz lag bei allen Hauptrefinanzierungsgeschäften 1 Basispunkt über dem entsprechenden marginalen Zuteilungssatz.

Der EONIA lag in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zwischen 3,34 % und 3,35 % und stieg aufgrund des Ultimoeffekts am 31. Mai auf 3,36 % an. Vom 4. bis zum 10. Juni lag er unverändert bei 3,33 %. Danach ging er allmählich zurück und erreichte am 18. und 19. Juni 3,30 %. Am folgenden Tag stieg

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	173,1	0,4	+172,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	112,6	-	+112,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+60,0
Ständige Fazilitäten	0,5	0,4	+0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	396,2	437,1	-40,9
Banknotenumlauf	-	300,8	-300,8
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	45,1	-45,1
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	396,2	-	+396,2
Sonstige Faktoren (netto)	-	91,2	-91,2
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,8
(d) Mindestreserve-Soll			131,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

er um 2 Basispunkte an und dann weiter bis auf 3,58 %, die er am Freitag, dem 21. Juni, dem letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, erreichte. Diese endete mit einer Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 3,6 Mrd €. Die tagesdurchschnittlichen Überschussreserven beliefen sich auf 0,8 Mrd € (d. h. die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 131,8 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 131,0 Mrd €). Die Überschussreserven lagen etwas höher als üblich, da die Mindestreserve-Erfüllungsperiode an einem Sonntag endete.

Die liquiditätsabschöpfende Wirkung der autonomen Faktoren, d. h. der nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, betrug per saldo durchschnittlich 40,9 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 37,6 Mrd € und 44,1 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der zweiten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 1,3 Mrd €).

2. Juli dieses Jahres abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 6 bis 11 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR gingen zwischen Ende Mai und dem 3. Juli um 1 bzw. 6 Basispunkte zurück und lagen am 3. Juli bei 3,38 % bzw. 3,43 % (siehe Abbildung 7). Bei dem am 27. Juni abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betrug der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,38 % bzw. 3,41 % und entsprachen damit in etwa dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR. Sie lagen somit 7 bzw. 6 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen bei dem am 30. Mai abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft. Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt gingen die Zinssätze stärker zurück. Zwischen Ende Mai und dem 3. Juli fielen der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 12 bzw. 25 Basispunkte auf 3,52 % bzw. 3,71 %. Somit flachte die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, im Berichtszeitraum von 57 auf 33 Basispunkte ab.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 und An-

fang 2003 zum Ausdruck kommen, gingen im Juni ebenfalls zurück. Zwischen Ende Mai und dem 3. Juli fielen die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2002 sowie im März 2003 zum Ausdruck kommen, um 31, 46 bzw. 54 Basispunkte auf einen Stand von 3,50 %, 3,71 % bzw. 3,85 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Juni rückläufig

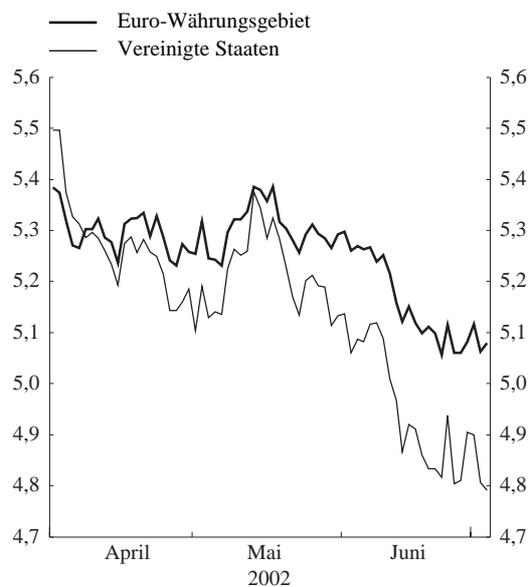
Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Mai und dem 3. Juli 2002 um rund 20 bzw. 35 Basispunkte auf 5,1 % bzw. 4,8 % zurück (siehe Abbildung 8). Infolgedessen vergrößerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum in diesem Zeitraum um etwa 15 Basispunkte und betrug am 3. Juli annähernd -30 Basispunkte.

In den Vereinigten Staaten war im Juni bei den Renditen der Staatsanleihen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg eine starke Abnahme zu verzeichnen, die bei den kurzen Laufzeiten am ausgeprägtesten war. Hauptursache für den Rückgang der US-Anleiherenditen dürften die aus Sicherheitsüberlegungen vorgenommenen Portfolioumschichtungen von den Aktienmärkten hin zu den

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.

liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen sein. Gleichzeitig blieben die Realrenditen der an Preisindizes gebundenen US-Anleihen im Zehnjahresbereich insgesamt weitgehend unverändert, was darauf schließen lässt, dass die Marktteilnehmer im Großen und Ganzen an ihrer Einschätzung der durchschnittlichen langfristigen Wachstumsaussichten für die Vereinigten Staaten festhielten. Aufgrund dieser Entwicklungen verringerte sich der Renditeabstand zwischen den nominalen und den indexgebundenen Anleihen im Zehnjahresbereich erheblich. Angesichts der derzeitigen Turbulenzen an den Aktienmärkten ist jedoch nicht davon auszugehen, dass sich in dieser Verringerung des Renditeabstands, d. h. der Breakeven-Inflationsrate, ein ebenso ausgeprägter Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen widerspiegelt. Ausschlaggebend hierfür dürfte vielmehr die geringere Liquidität der indexgebundenen Anleihen sein.

In Japan war zwischen Ende Mai und dem 3. Juli ein Rückgang der Rendite zehnjähriger

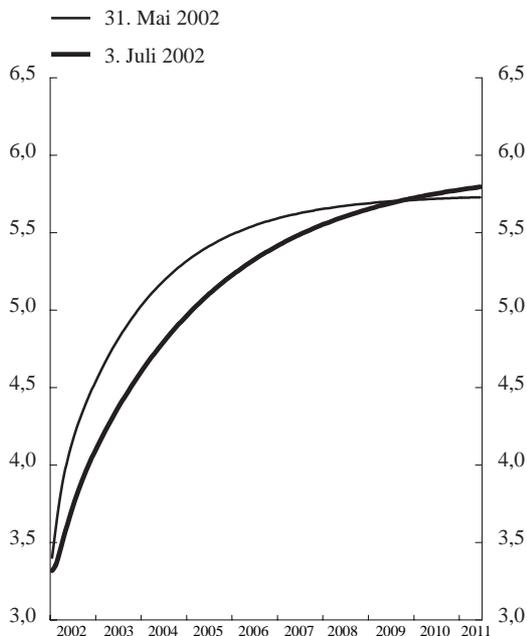
Staatsanleihen von fast 10 Basispunkten auf einen Stand von etwa 1,3 % am Ende dieses Zeitraums zu verzeichnen. Diese Abnahme der langfristigen Anleiherenditen, zu der es trotz einiger Anzeichen für eine Aufhellung der Konjunkturaussichten in der japanischen Wirtschaft kam, kann wohl auf die weltweiten Aktienmarkturbulenzen und die anhaltende Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar zurückgeführt werden.

Im Eurogebiet fielen die Staatsanleiherenditen im Juni über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg um 20 bis 30 Basispunkte. Am 3. Juli erreichte die nominale Rendite zehnjähriger Anleihen ihren niedrigsten Stand seit Ende 2001. Die Realrendite französischer (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Anleihen ging hingegen zwischen Ende Mai und dem 3. Juli nur leicht zurück, worin die nahezu unveränderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der durchschnittlichen langfristigen Wachstumsaussichten für die Wirtschaft im Euroraum zum Ausdruck kommen. Infolgedessen fiel die entsprechende Breakeven-Inflationsrate im gleichen Zeitraum um 15 Basispunkte. Wie in den Vereinigten Staaten war dies wohl zum Großteil auf die Auswirkungen von Portfolioumschichtungen von Aktien hin zu den liquidesten festverzinslichen Anleihen und weniger auf rückläufige Inflationserwartungen zurückzuführen.

Was die Entwicklung der Zinsstrukturkurve im Eurogebiet angeht, so beschrieb die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im kurzen und insbesondere im mittleren Laufzeitenbereich eine Abwärtsbewegung, während bei den langfristigen Laufzeiten im Vergleich zu Ende Mai wenig Veränderungen zu beobachten waren (siehe Abbildung 9). In der veränderten Verlaufsform der impliziten Terminzinsstrukturkurve dürften sich in erster Linie die oben erwähnten Auswirkungen der Mittelumschichtungen in sichere Anlageformen widerspiegeln, die sich am stärksten in den mittelfristigen Renditen niederschlugen.

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 Terminzinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht von Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

Von Ende Mai bis zum 3. Juli stieg die implizite Volatilität am Anleihemarkt um rund 20 Basispunkte auf rund 4,7 %, worin eine erhöhte Unsicherheit unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Renditen langfristiger Anleihen im Euro-Währungsgebiet zum Ausdruck kam. Damit lag das Niveau der impliziten Volatilität jedoch noch deutlich unter dem Durchschnitt der letzten Jahre.

Weltweiter Rückgang der Aktienkurse im Juni

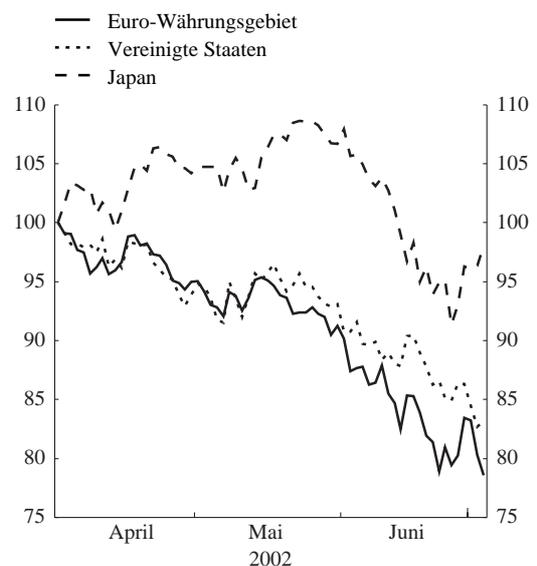
Vor dem Hintergrund schwacher Unternehmensgewinnaussweise und anhaltender Bedenken über die Zuverlässigkeit von Bilanzdaten waren die Aktienkursindizes in den wichtigsten Wirtschaftsräumen zwischen Ende Mai

und dem 3. Juli 2002 deutlich rückläufig. So erlitten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und in Japan drastische Einbrüche und erreichten fast die nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten vom September 2001 beobachteten Tiefstände. Die Aktienkurse des Eurogebiets waren, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, bis zum 3. Juli gegenüber Ende Mai um 14 % gefallen, während sich der Rückgang des Standard-& Poor's-500-Index in den USA auf 11 % belief (siehe Abbildung 10). Insgesamt hatten die Aktienkurse im Euroraum und den Vereinigten Staaten seit ihrem letzten Höchststand von Mitte März dieses Jahres 22 % bzw. 18 % eingebüßt. In Japan sank der Nikkei 225 zwischen Ende Mai und dem 3. Juli um 8 %. Damit kehrte sich der zuvor in diesem Jahr beobachtete Aufwärtstrend wieder um.

In den Vereinigten Staaten verschärfte sich angesichts vermeldeter niedriger Unternehmenserträge im Juni der Abwärtstrend der

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

(Index: 1. April 2002 = 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.

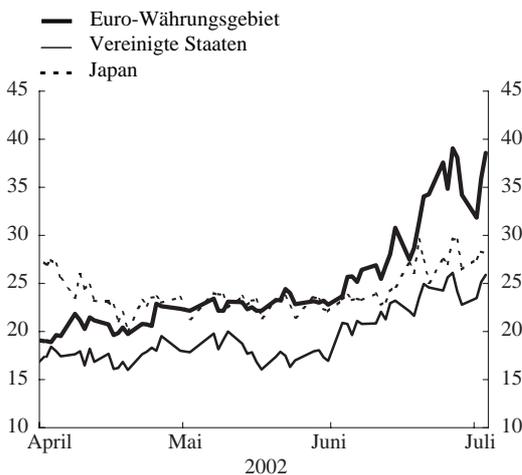
marktbreiten Aktienkursindizes. Darüber hinaus trübten zunehmende Bedenken über die Zuverlässigkeit der von den Unternehmen veröffentlichten Informationen und weitere Fälle mangelhafter Unternehmensführung die bereits verhaltene Stimmung am Markt weiter ein. Parallel zu den rückläufigen Aktienkursen erhöhte sich die von Optionen auf den Standard-&Poor's-500-Index abgeleitete implizite Volatilität zwischen Ende Mai und dem 3. Juli um 9 Prozentpunkte (siehe Abbildung 11) und lag damit deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre. Obgleich sich der Rückgang der Aktienkurse auf die meisten Branchen erstreckte, war die Markteinschätzung im Hinblick auf die Wachstumsbranchen, wie zum Beispiel die Hochtechnologisektoren, wo die Besorgnis über Bilanzierungsunregelmäßigkeiten am ausgeprägtesten war, besonders pessimistisch. Dies äußerte sich in einem 15-prozentigen Rückgang des technologieelastigen Nasdaq-Composite-Index im Zeitraum von Ende Mai bis zum 3. Juli.

In Japan fielen die Aktienkurse im Juni gemessen am Nikkei 225 auf ihren niedrigsten Stand seit Februar 2002, obwohl es Anhaltspunkte für sich verbessernde Wachstumsperspektiven der japanischen Wirtschaft gab. Ursächlich dafür waren offensichtlich in erster Linie Sogeffekte, in denen sich die Besorgnis über Bilanzierungsunregelmäßigkeiten in den Vereinigten Staaten, insbesondere im Hochtechnologiesektor, widerspiegelte. Wie an anderen wichtigen Märkten auch nahm die Unsicherheit, gemessen an der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität, zwischen Ende Mai und dem 3. Juli zu und erreichte einen Stand, der nahezu dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre entsprach.

Im Euro-Währungsgebiet wiesen die Aktienkurse, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, insgesamt ein ähnliches Muster wie in den Vereinigten Staaten auf. Jedoch waren die Kursverluste im Euroraum, wie bereits seit Beginn der weltweiten Kurskorrektur an den Aktienmärkten im

Abbildung 11 Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, in 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 Preisen von Aktienindexoptionen 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.

März 2000, größer als in den USA. Vor diesem Hintergrund schnellte die aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index abgeleitete implizite Volatilität zwischen Ende Mai und dem 3. Juli um nahezu 16 Prozentpunkte in die Höhe. Ihr Niveau lag damit deutlich über dem Zweijahresdurchschnitt. Diese Entwicklungen dürften hauptsächlich auf die aus den Bilanzierungsunregelmäßigkeiten in den Vereinigten Staaten resultierende Unsicherheit zurückzuführen sein sowie auf niedriger als erhofft ausfallende Gewinnmeldungen und Verkaufsprognosen – vor allem, jedoch nicht ausschließlich, in der hoch verschuldeten Telekommunikationsbranche. Obgleich sich der Kursrückgang bei den Aktien im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von Ende Mai bis zum 3. Juli auf breiter Front vollzog und alle Branchen erfasste, waren die Telekommunikations- und Technologiebereiche sowie die Finanzwirtschaft am stärksten betroffen.

2 Preisentwicklung

Geschätzter Rückgang der HVPI-Inflation im Juni 2002 auf unter 2,0 %

Im Juni 2002 dürfte die HVPI-Inflation weiter zurückgegangen sein, wie aus der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung von 1,7 % hervorgeht (siehe Tabelle 2). Die nachlassenden Ölpreise und die Aufwertung des Euro-Wechselkurses in diesem Monat (wodurch die auf Euro lautenden Ölpreise im Juni gegenüber Mai 2002 um über 8 % fielen) dürfte zu diesem Rückgang beigetragen haben. Auch das weitere Nachlassen des zu Beginn dieses Jahres beobachteten Anstiegs der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel

dürfte zu diesem Inflationsrückgang beigetragen haben. Genaue Angaben zur Entwicklung der HVPI-Komponenten im Juni liegen derzeit allerdings noch nicht vor.

Eine Beurteilung dessen, wie die Verbraucher in den vergangenen Monaten die Entwicklung der Inflation gemessen am HVPI empfunden haben (ersichtlich zum Beispiel aus den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission), findet sich in Kasten 2 „Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung der Verbraucher“.

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	2,4	2,1	2,6	.	2,7	2,5	2,5	2,4	2,0	1,7
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	2,3	1,7	2,2	.	2,4	2,1	2,0	2,0	1,3	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,5	5,1	4,7	4,9	.	5,6	4,8	4,2	3,6	2,7	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,8	3,3	3,5	3,5	.	3,8	3,3	3,3	3,2	3,1	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,0	7,9	6,7	7,0	.	8,4	7,1	5,5	4,1	2,1	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	1,0	0,2	0,9	.	0,9	0,8	1,0	1,2	0,6	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	0,9	1,6	1,8	.	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7	.
Energie	2,4	13,3	2,7	1,1	-4,1	-2,0	.	-1,8	-2,8	-1,5	-0,5	-2,9	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,5	2,8	3,1	.	3,0	3,0	3,2	3,0	3,3	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	1,4	-1,0	-0,9	.	-0,8	-1,1	-0,8	-0,8	-0,9	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,4	1,0	2,6	2,5	3,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	0,9	1,5	0,1	0,2	-0,5	-1,0	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,3	2,6	2,7	2,7	2,9	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,3	3,2	3,4	3,7	3,3	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	29,0	22,4	24,6	27,8	22,6	23,5	27,9	29,3	28,1	25,8
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-10,4	-15,6	-3,6	-5,5	-6,5	-4,0	-0,3	-1,4	-6,8	-8,4

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Juni 2002 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

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

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

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

Kasten 2

Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung der Verbraucher

Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die Inflation von den Verbrauchern in den vergangenen zwei Jahren als höher wahrgenommen wurde, als sie tatsächlich war. Insbesondere im ersten Halbjahr 2002 sank die HVPI-Inflation insgesamt von 2,7 % im Januar auf 1,7 % im Juni (Vorausschätzung von Eurostat), während die Verbraucher offensichtlich unter dem Eindruck standen, dass sich der Preisanstieg verstärkt habe. Eine derartige Situation könnte Anlass zur Sorge geben, sofern sie fortbesteht. Wenn die Konsumenten die aktuelle Preisentwicklung überschätzen, dann könnten sie die Entwicklung ihrer Realeinkommen und damit ihrer Kaufkraft unterschätzen. Dies könnte beispielsweise zu überzogenen Lohnforderungen und suboptimalen Konsumententscheidungen führen. In diesem Kasten wird zunächst ein Indikator für die „gefühlte Inflation“ vorgestellt, der aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission abgeleitet wird. Anschließend werden die jüngsten Entwicklungen analysiert, wobei ein besonderer Schwerpunkt auf mögliche Erklärungen für die seit Mitte 2000 zu beobachtende Diskrepanz zwischen „gefühlter“ und tatsächlicher Inflation gelegt wird.

Indikator der „gefühlten Inflation“

Im Rahmen der Verbraucherumfrage der Kommission werden zwei Fragen zur Preisentwicklung im Euroraum gestellt. Die erste Frage zielt auf die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich der Preisentwicklung in einem Jahr ab. Demgegenüber geht es bei der zweiten Frage um die von den Verbrauchern in den vergangenen zwölf Monaten „gefühlte Inflation“. Die Umfrage wird monatlich auf nationaler Ebene durchgeführt. Den ungefähr 26 000 befragten Verbrauchern wird jeweils folgende Frage zu der von ihnen gefühlten aktuellen Inflation gestellt: Sind die Lebenshaltungskosten im Vergleich zu denen vor zwölf Monaten Ihrer Meinung nach jetzt (i) sehr viel höher, (ii) merklich höher, (iii) etwas höher, (iv) ungefähr gleich, (v) niedriger oder (vi) ich weiß nicht? Die Umfrageergebnisse werden von der Europäischen Kommission in Form eines „Saldos“ zusammengefasst, der als Differenz (in Prozentpunkten) zwischen dem Anteil der Befragten, die angaben, die Lebenshaltungskosten seien gestiegen, und dem Anteil derjenigen, die angaben, die Lebenshaltungskosten seien gesunken oder unverändert geblieben, berechnet wird. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Berechnungen qualitative Angaben über die subjektiv wahrgenommene Richtung der Inflationsentwicklung liefern, nicht aber die tatsächliche, quantitative Teuerungsrate widerspiegeln.

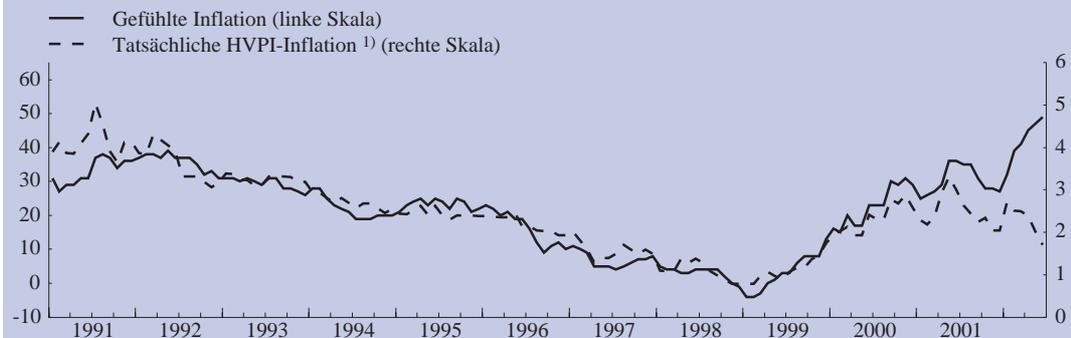
Trotz eines Rückgangs der tatsächlichen HVPI-Inflation im ersten Halbjahr 2002 hatten die Verbraucher den Eindruck eines Inflationsanstiegs

Die unten stehende Abbildung zeigt die von den Konsumenten „gefühlte Inflation“ in Relation zur tatsächlichen HVPI-Inflation in der Zeit von Januar 1991 bis Juni 2002. Es wird ersichtlich, dass die Verbraucher die tatsächliche Preisentwicklung bei ihrer Bewertung der zurückliegenden Inflationsentwicklung in diesem Zeitraum meist recht gut erfasst haben. Seit Mitte 2000 stimmt die Entwicklung des Indikators für die „gefühlte Inflation“ allerdings nicht mehr mit der tatsächlichen Entwicklung des HVPI im Eurogebiet überein. Diese Abweichung hat sich vor allem im Jahresverlauf 2002 weiter verstärkt, was einerseits den Rückgang der tatsächlichen Inflation und andererseits einen weiteren Anstieg des Indikators für die „gefühlte Inflation“ widerspiegelt.

Die plausibelste Erklärung für die divergierende Entwicklung der tatsächlichen und der „gefühlten Inflation“ in den vergangenen zwei Jahren liegt darin, dass die Verbraucher der Preisentwicklung bei den Waren und Dienstleistungen, die sie relativ häufig erwerben bzw. in Anspruch nehmen (Nahrungsmittel, Benzin usw.), beim Ausfüllen des Fragebogens ein sehr großes Gewicht beimessen. Wenn die Preisentwicklung dieser häufig erworbenen Güter und Dienstleistungen merklich von der der seltener gekauften Produkte (Autos, Kühlschränke, Kameras usw.) abweicht, bedeutet dies, dass die Verbraucher ein nicht repräsentatives Bild des

Subjektive Inflationswahrnehmung der Verbraucher und tatsächliche HVPI-Inflation

(Salden in %, Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Branchen- und Verbrauchermfragen der Europäischen Kommission und Eurostat.

1) Die Angaben bis Ende Dezember 1994 sind Schätzungen und beruhen auf den nationalen Verbraucherpreisindizes.

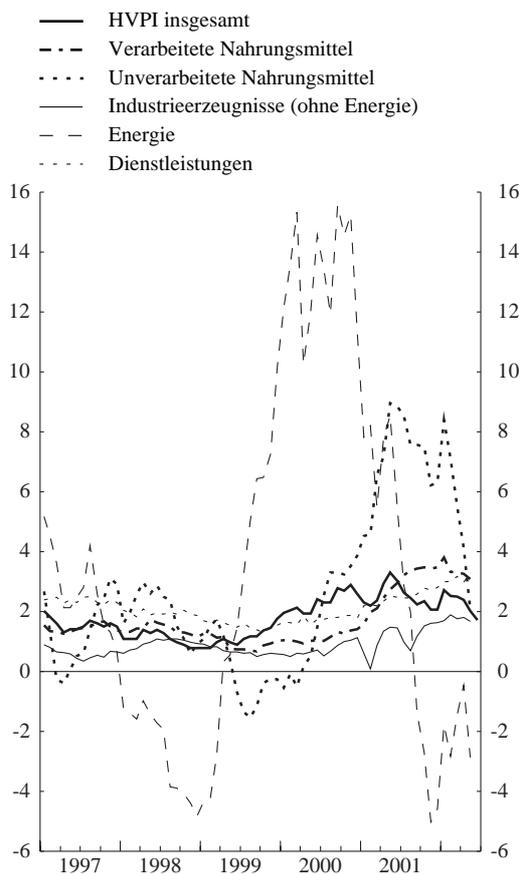
breit gefächerten Warenkorbs, von dem die Gewichte des HVPI abgeleitet werden, und damit auch der aggregierten Preisentwicklung erhalten.

Betrachtet man die tatsächlichen Preisentwicklungen in jüngster Zeit, so lässt sich die obige These weiter festigen. Seit 1999 war die Inflation im Euro-Währungsgebiet einer Reihe ungünstiger Preisschocks ausgesetzt (siehe Kasten „Die Häufung von HVPI-Schocks seit Beginn der dritten Stufe der WWU“ im Monatsbericht vom Juni 2002). Infolge des Energiepreisschocks im Jahr 1999 und über weite Strecken des Folgejahrs (der durch die Euroschwäche noch verstärkt wurde) stieg die Änderungsrate der Benzinpreise im Jahresvergleich von $-6,1\%$ im Dezember 1998 auf $23,8\%$ im März 2000 an; dies entsprach der Erhöhung der Ölpreise von $8,8\text{ €}$ auf $28,2\text{ €}$ pro Barrel im selben Zeitraum. Darüber hinaus setzte im Jahr 2000, ausgelöst durch gesundheitliche Bedenken im Zusammenhang mit dem Auftreten von BSE in mehreren Ländern des Euroraums, ein Anstieg der Fleischpreise ein. Das Ausbrechen der Maul- und Klauenseuche in einigen Ländern und die Maßnahmen, die eine weitere Ausbreitung der Krankheit verhindern sollten, erhöhten den Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln zusätzlich. Im Zeitraum von Januar bis Mai 2001, als die jährliche Inflationsrate mit $3,3\%$ ihren Höhepunkt erreichte, waren die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in der Tat vorrangig für diese Entwicklung verantwortlich. In der zweiten Jahreshälfte 2001, als der Schock bei den Fleischpreisen nachzulassen begann, verursachten ungünstige Witterungsbedingungen einen Aufwärtsdruck auf die Gemüsepreise. Sie waren im Januar 2002 annähernd 20% höher als ein Jahr zuvor. Was die Euro-Bargeldumstellung betrifft, so gibt es auf aggregierter Basis keinen eindeutigen Nachweis für signifikante Preiseffekte. Die Preise bestimmter Dienstleistungen (Restaurant-, Frisörbesuch, chemische Reinigung) zogen allerdings im ersten Halbjahr 2002 stärker als üblich an, was möglicherweise auf die Einführung des Euro-Bargelds zurückgehen könnte. So war die Teuerung im Gastronomiebereich im Januar 2002 gegenüber dem Vormonat dreimal so hoch ($1,3\%$) wie der durchschnittliche Anstieg in diesem Monat im Zeitraum von 1996 bis 2001 ($0,4\%$). Ungewöhnlich hohe Preissteigerungen bei einigen dieser Dienstleistungen setzten sich mindestens bis Mai 2002 fort.

Benzin, Fleisch und Gemüse sowie Restaurantbesuche sind gute Beispiele für häufig getätigte Ausgaben, weshalb die Verbraucher die entsprechenden Preisentwicklungen bei der Bewertung der Inflationsentwicklung vermutlich als besonders wichtig einschätzen. Vor dem Hintergrund der jüngsten Preissteigerungen bei diesen Positionen wird daher ersichtlich, warum die Verbraucher die Teuerung in den vergangenen zwei Jahren als gravierender empfanden, als sie tatsächlich war. Sofern keine neuen Preisschocks auftreten, dürfte sich die von den Verbrauchern gefühlte aktuelle Preisentwicklung der tatsächlichen Inflation wieder stärker annähern. Diese Angleichung ist von zentraler Bedeutung, da sie dazu beitragen würde, die Verbraucher vor einer falschen Einschätzung beispielsweise der Entwicklung ihrer Realeinkommen zu bewahren.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Im Mai 2002 lag die Jahresteuersrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet bei 2,0 % und war somit 0,4 Prozentpunkte niedriger als im April 2002, was hauptsächlich auf die niedrigeren Jahresänderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel zurückzuführen war. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag im fünften Monat in Folge unverändert bei 2,6 %.

Die Energiepreise gingen im Mai 2002 im Vergleich zum Vorjahr um 2,9 % zurück, gegenüber 0,5 % im April (siehe Abbildung 12). Dieser stärkere Rückgang spiegelt einen Basiseffekt und, in geringerem Umfang, das leichte Absinken der Ölpreise im Mai sowie die

Aufwertung des Euro-Wechselkurses wider. Der Anstieg der Preise für unverarbeitete Lebensmittel gegenüber dem Vorjahr ging von 4,1 % im April 2002 auf 2,1 % im Mai 2002 zurück. Diese beachtliche Abnahme ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass der Anstieg der Fleischpreise im Mai 2001 infolge der gesundheitlichen Bedenken im Zusammenhang mit bestimmten Nahrungsmitteln aus der Jahresänderungsrate für Mai 2002 herausfiel. Darüber hinaus resultiert dieser Rückgang auch daraus, dass der in einigen Ländern des Euroraums Anfang 2002 aufgrund ungünstiger Witterungsverhältnisse verzeichnete Aufwärtsdruck auf die Gemüsepreise allmählich nachließ.

Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise erhöhte sich im Mai 2002 weiter, und zwar auf 3,3 %, gegenüber 3,0 % im April. Der höchste Anstieg der Jahresänderungsrate war erneut bei den Teilkomponenten Freizeitdienstleistungen und persönlichen Dienstleistungen (4,4 %) zu verzeichnen. Der zwischen April und Mai 2002 beobachtete Anstieg der Jahresrate der Dienstleistungspreise insgesamt war insbesondere auf die Preisentwicklung bei Pauschalurlaubsreisen zurückzuführen. Allerdings dürften sich in dem jüngsten Anstieg der Jahresänderungsrate dieser Teilkomponente außergewöhnliche saisonale Entwicklungen in einigen Ländern widerspiegeln. Darüber hinaus lagen die Preissteigerungen in der Gastronomie in den vergangenen Monaten weiterhin über ihren historischen Durchschnittswerten, was den Schluss nahe legt, dass sie teilweise mit der Einführung der Euro-Banknoten und Münzen zusammenhängen könnten. Eine detaillierte Beurteilung der jüngsten Entwicklungen der Dienstleistungspreis-Komponente des HVPI findet sich in Kasten 3.

Im Gegensatz zu den Dienstleistungspreisen gingen die Jahresänderungsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) um 0,1 Prozentpunkte auf 3,1 % bzw. 1,7 % zurück, was darauf schließen lässt, dass die indirekten Auswirkungen vergangener Schocks in diesen Komponenten allmählich nachlassen.

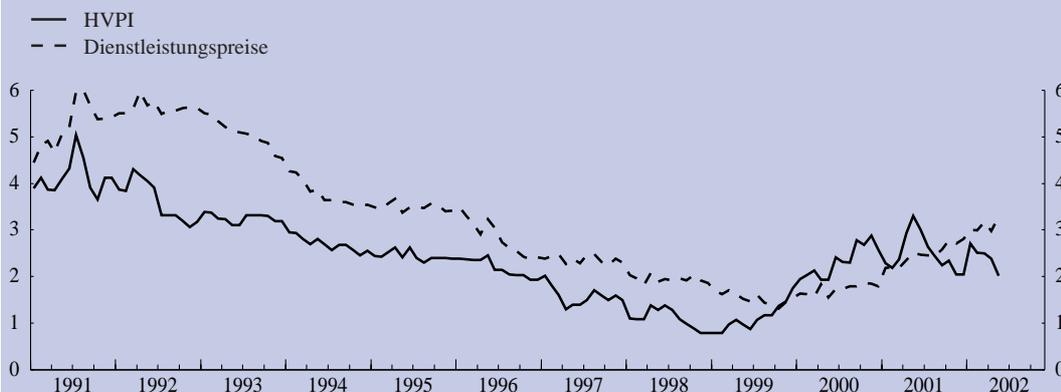
Kasten 3

Jüngste Entwicklungen bei den Dienstleistungspreisen im Euro-Währungsgebiet

Anders als bei den sonstigen wichtigen Teilkomponenten des HVPI hat sich die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise in den letzten Monaten weiter erhöht. Obwohl die im HVPI enthaltenen Dienstleistungspreise in ihrer Zusammensetzung recht heterogen sind, ist die wirtschaftliche Struktur der meisten Aktivitäten im Dienstleistungssektor doch hinreichend homogen, sodass ihre Preisentwicklung als aussagekräftige wirtschaftliche Größe angesehen werden kann. Da die Dienstleistungspreise annähernd 40 % des HVPI insgesamt ausmachen und tendenziell weniger volatil sind als einige andere Komponenten, stellen sie einen wichtigen Faktor für die Beurteilung der mittelfristigen Aussichten für die Preisentwicklung dar.

Abbildung A: HVPI insgesamt und Dienstleistungspreise im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)¹⁾



Quelle: Eurostat.

1) Die Angaben bis Dezember 1994 sind Schätzungen auf der Grundlage der nationalen VPIs.

Abbildung A zeigt die Entwicklung der Dienstleistungspreise und des HVPI insgesamt im Euro-Währungsgebiet seit Anfang der Neunzigerjahre. Obwohl in beiden Zeitreihen der gleiche generelle Verlauf zu beobachten ist, nämlich sinkende Jahresänderungsraten über weite Strecken der Neunzigerjahre und steigende Raten um die Jahreswende 1999/2000, gibt es doch einige wesentliche Unterschiede. Erstens lag in den Neunzigerjahren die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise meist über der Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt. Dies war in erster Linie auf die niedrigeren Produktivitätswachstumsraten im Dienstleistungssektor, verglichen mit dem güterproduzierenden Sektor, zurückzuführen, was – bei vergleichbaren Steigerungen der Nominallöhne in beiden Sektoren – zu einem höheren Wachstum der Lohnstückkosten im Dienstleistungssektor führt. Zweitens setzte der Anstieg der Jahresänderungsrate des HVPI insgesamt früher ein als bei den Dienstleistungspreisen; dies resultiert daraus, dass sich die Öl- und Wechselkursschocks unmittelbar auf die Energiepreiskomponente des HVPI auswirkten, während die indirekten Effekte dieser Schocks erst mit zeitlicher Verzögerung auf die Dienstleistungspreise durchschlugen.

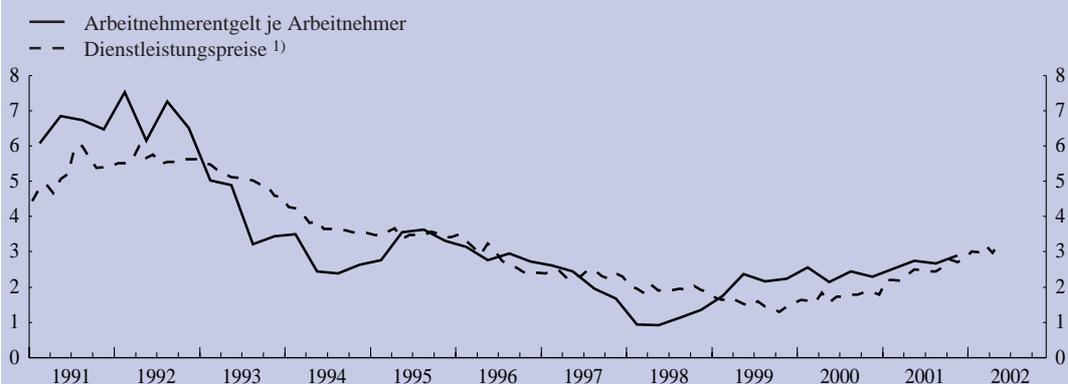
Dieser Verlauf, d. h. sinkende Änderungsraten der Dienstleistungspreise über weite Strecken der Neunzigerjahre und steigende Änderungsraten seit 1999, ist in den meisten Volkswirtschaften des Euroraums und in den meisten Teilbereichen des Dienstleistungssektors zu beobachten. Während beispielsweise das Preisniveau im Telekommunikationssektor infolge von Produktivitätsgewinnen aufgrund technologischer Fortschritte und der Deregulierung des Marktes gefallen ist, hat sich der Rückgang der Jahresänderungsrate in den letzten zwei Jahren erheblich verlangsamt. Auch bei den Dienstleistungspreisen, deren Änderungsrate sich im Euroraum zwar bis zu einem gewissen Grad von Land zu Land unterscheidet (was unter anderem die Konvergenz der Produktivitätsniveaus und die konjunkturelle Lage widerspiegelt), war in den letzten beiden Jahren in allen Ländern ein stärkerer Anstieg zu verzeichnen. Dieser sektoren- und länderübergreifende

Verlauf legt den Schluss nahe, dass den jüngsten Entwicklungen einige gemeinsame Faktoren zugrunde liegen.

Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise im Euro-Währungsgebiet stieg stetig an, und zwar von 1,3 % im Oktober 1999 auf 3,3 % im Mai 2002. Außerdem war auch bei der Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) ein Aufwärtstrend zu verzeichnen. Sie stieg im gleichen Zeitraum von 0,5 % auf 1,7 %. Diese Entwicklung lässt darauf schließen, dass der Anstieg bei diesen beiden Komponenten teilweise auf allgemeine Faktoren, wie beispielsweise die indirekten Auswirkungen vergangener Ölpreis- und Wechselkursentwicklungen sowie die Lohnentwicklung, zurückzuführen ist. Gleichwohl legt die Tatsache, dass die Dienstleistungspreise stärker anzogen als die Güterpreise, den Schluss nahe, dass diese Faktoren von unterschiedlicher Bedeutung waren. Insbesondere ist es seit etwa 1999 zu einer gewissen Beschleunigung bei den Löhnen gekommen, was die Dienstleistungspreise offenbar besonders beeinflusst hat. Abbildung B zeigt die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise im Vergleich zur Lohnentwicklung im Euroraum. Angesichts des relativ großen Gewichts der Arbeitskosten in der Kostenstruktur der Dienstleister ist davon auszugehen, dass die Löhne (bereinigt um das Produktivitätswachstum) die künftige Entwicklung der Dienstleistungspreise stark beeinflussen werden. Auch die Ertragsentwicklung ist ein weiterer wichtiger Faktor, mit dem sich die Preisentwicklung im Dienstleistungssektor erklären lässt. So würden weitere Reformen der Güter- und Arbeitsmärkte dazu beitragen, Preissteigerungen in diesen Sektoren einzudämmen.

Abbildung B: Dienstleistungspreise und Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monats- und Quartalsangaben)



Quelle: Eurostat.

1) Die Angaben bis Dezember 1994 sind Schätzungen auf der Grundlage der nationalen VPIs.

Ein weiterer Faktor, auf den der jüngste Anstieg der Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise teilweise zurückzuführen sein dürfte, ist der Effekt der Bargeldumstellung. Dieser zeigt sich in bestimmten Sektoren besonders deutlich, wie beispielsweise in der Gastronomie, im Friseurgewerbe und bei Reinigungen. Dennoch waren die Auswirkungen der Bargeldumstellung recht begrenzt und dürften vorübergehender Natur sein.

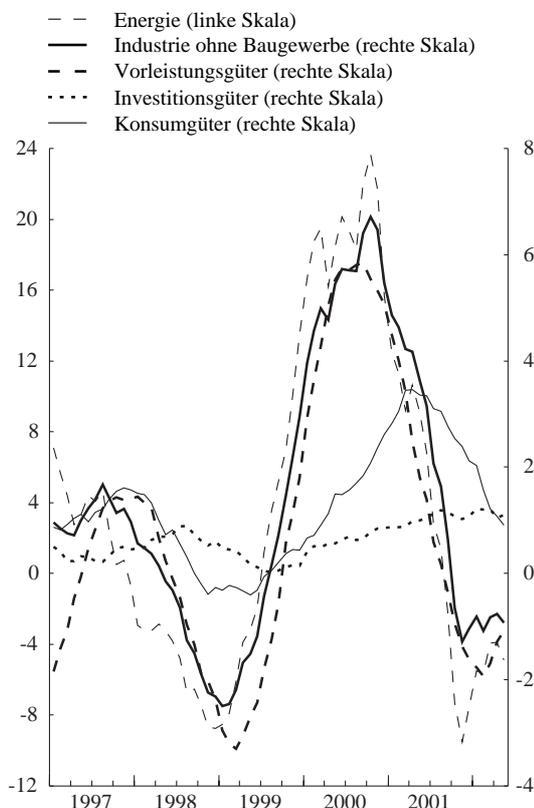
Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 leicht zurückgehen, da die indirekten Effekte früherer Schocks nachlassen. Falls es nicht zu weiteren Ölpreis- oder sonstigen Preisschocks kommt, hängen die weiteren Aussichten in starkem Maße von der Lohnentwicklung ab.

Im Mai 2002 stärkerer Rückgang der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise

Im Vorjahrsvergleich belief sich der Rückgang der Preise für Industrieerzeugnisse im Eurogebiet im Mai auf 0,9 %, nach 0,8 % im April (siehe Abbildung 13). Grund hierfür war im Wesentlichen der stärkere Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiepreise. Die Entwicklung der Konsumgüterpreise trug ebenfalls dazu bei. Im Mai wies die Jahresänderungsrate dieser Preise die geringste Steigerung in zwei Jahren auf, was zumeist mit der Abschwächung der indirekten Auswirkungen vergangener Importpreissteigerungen zusammenhängen dürfte. Am auffälligsten war dies bei den Verbrauchsgüterpreisen.

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

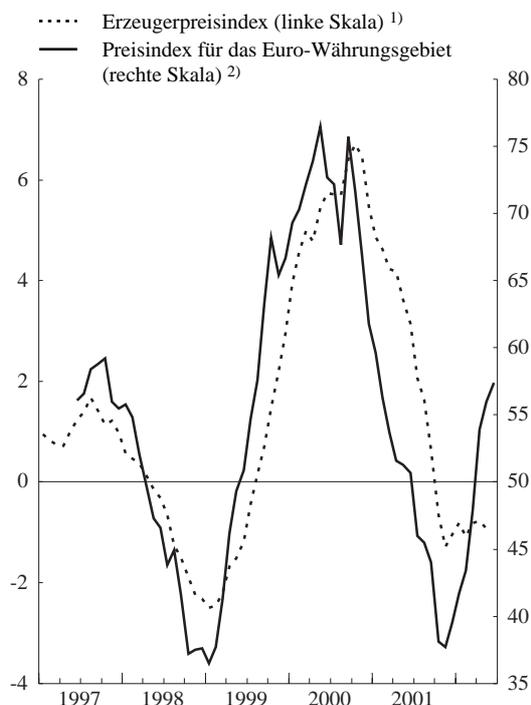
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

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.

Der Rückgang der Jahresänderungsrate der Vorleistungsgüterpreise verlangsamte sich im Mai erneut, wobei die Entwicklung dieser Preise wohl den zwischen Januar und April 2002 beobachteten Anstieg der Rohstoffpreise, insbesondere der Ölpreise, widerspiegelt. Die Jahreswachstumsrate der Preise für Investitionsgüter erhöhte sich im Mai ebenfalls.

Was die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise betrifft, so deutet der erneute Anstieg des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet im Juni 2002 auf eine Erhöhung der Vorleistungspreise im dritten Monat in Folge hin (siehe Abbildung 14).

Arbeitskostenindikatoren weiterhin aufwärts gerichtet

Nach der ersten Schätzung von Eurostat lag die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im ersten Quartal 2002 bei 3,7 % und somit 0,4 Prozentpunkte über der Rate im letzten Quartal 2001. Wenngleich dieser Anstieg durch statistische Faktoren in einigen Ländern beeinflusst gewesen sein könnte, steigt die Wachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde seit Anfang 2001, was mit der Entwicklung anderer Arbeitskostenindikatoren, beispielsweise des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Tariflöhne, in Einklang steht.

Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im vierten Quartal 2001 bei 2,9 %, verglichen mit 2,7 % im dritten Quartal. Zusammen mit einem starken Absinken der Arbeitsproduktivität, worin sich die schwache Wirtschaftstätigkeit widerspiegelt, führte diese Entwicklung im vierten Quartal 2001 zu einem Anstieg der Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten um 0,9 Prozentpunkte auf 3,4 %. Für das Jahr 2001 insgesamt ergab sich eine Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 2,7 %. Diese Rate lag zwar nur 0,1 Prozentpunkte über ihrem Vorjahrsdurchschnitt, zusammen mit der Entwicklung der Produktivität führte sie aber zu einem Anstieg der Lohnstückkosten im Jahr 2001 von durchschnittlich 2,6 %, was deutlich höher ist

als der für das Jahr 2000 erzielte Durchschnittswert von 1,0 %.

Auf kurze Sicht dürfte HVPI-Inflation um rund 2,0 % schwanken

Der voraussichtliche Rückgang der jährlichen Teuerungsrate gemessen am HVPI auf unter 2,0 % im Juni 2002 kann noch nicht als Zeichen für ein Nachlassen des Inflationsdrucks gewertet werden. Vielmehr ist zu erwarten, dass die jährlichen Inflationsraten in den kommenden Monaten um einen Wert von rund 2,0 % schwanken werden, was hauptsächlich von der Ölpreisentwicklung und der Wechselkursentwicklung des Euro abhängt. Für diese kurzfristige Entwicklung der Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt dürften einige ungünstige, auf die volatilere Komponenten des HVPI wirkende Basiseffekte verantwortlich sein, sowie das derzeit zögerliche Nachlassen des vorangegangenen Preisauflaufs auf den HVPI (ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel), insbesondere bei den Dienstleistungspreisen.

Auf längere Sicht dürfte die jüngste Aufwertung des Euro, sofern sie sich fortsetzt, auch einigen Abwärtsdruck auf die Teuerungsrate der Verbraucherpreise ausüben. Damit Inflationsraten jedoch nachhaltig sinken, ist es von wesentlicher Bedeutung, dass Lohnsteigerungen mittelfristig mit der Preisstabilität vereinbar bleiben.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Reales BIP im ersten Quartal 2002 gestiegen

Wie bereits in der vorigen Ausgabe des Monatsberichts dargelegt, erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Währungsgebiet der ersten von Eurostat veröffentlichten Schätzung zufolge im ersten Vierteljahr 2002 gegenüber dem Vorquartal um 0,2 %, nachdem es im Schlussquartal 2001 um 0,3 % gesunken war (siehe Tabelle 3). Der Anstieg des realen BIP war einem positiven Wachstumsimpuls des Außenbeitrags zuzuschreiben, der die negativen Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen und der inländischen Endnachfrage mehr als ausglich. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die erste Schätzung Eurostats häufig durch die zweite

Schätzung korrigiert wird, insbesondere hinsichtlich der Beiträge zum Wachstum des realen BIP. Allerdings war selbst bei Berücksichtigung möglicher Korrekturen die inländische Endnachfrage schwächer als zunächst erwartet, hauptsächlich aufgrund der Entwicklung der realen privaten Konsumausgaben. Dies dürfte auf die ungünstige Arbeitsmarktlage und die gestiegene Inflation sowie die damit einhergehenden negativen Auswirkungen auf das real verfügbare Einkommen zu Beginn des laufenden Jahres zurückzuführen sein. Den Angaben zur Wertschöpfung nach zu urteilen wirkte sich das im Gefolge einer Konjunkturbelebung außerhalb des Euro-raums beschleunigte Wachstum der Exporte hauptsächlich in der Industrie produktionssteigernd aus.

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⁾				
	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,7	3,5	1,5	2,5	1,6	1,3	0,3	0,1	0,5	0,0	0,1	-0,3	0,2
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,4	3,0	0,8	1,8	1,1	0,7	-0,4	-0,8	-0,1	0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Private Konsumausgaben	3,3	2,5	1,7	1,9	1,7	1,8	1,5	0,3	1,0	0,4	0,1	-0,1	-0,2
Konsumausgaben des Staats	2,1	1,9	2,2	2,3	2,4	2,3	1,9	1,3	0,8	0,4	0,2	0,5	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	5,9	4,7	-0,5	1,6	0,2	-1,7	-2,2	-2,4	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	-0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1	-0,7	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,6	-0,2	0,3	0,0	0,7
Exporte ⁵⁾	5,3	12,2	2,5	7,7	4,5	0,9	-2,8	-1,7	-0,2	-0,8	-0,5	-1,3	0,9
<i>darunter:</i> Waren	5,0	12,3	2,5	8,3	4,1	1,1	-2,8	.	0,1	-1,3	-0,2	-1,4	.
Importe ⁵⁾	7,4	10,9	0,8	6,1	3,2	-1,0	-4,8	-4,1	-1,9	-0,3	-1,4	-1,3	-1,1
<i>darunter:</i> Waren	7,3	11,3	0,5	6,4	3,1	-1,5	-5,4	.	-2,6	-0,3	-1,5	-1,2	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,3	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,6	0,8	-1,4	0,1	1,1	-0,4	0,0
Industrie	1,4	4,1	0,5	2,7	1,0	0,2	-1,9	-2,1	0,9	-1,0	-0,2	-1,5	0,7
Dienstleistungen	3,1	3,8	2,3	2,9	2,5	2,2	1,7	1,5	0,6	0,4	0,4	0,3	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 %)*

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2001	2001	2002	2002	2002
			Febr.	März	April	Febr.	März	April	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	5,5	0,2	-3,3	-2,3	-1,2	0,0	0,8	-0,7	-1,8	-1,5	-0,4	0,6	0,6
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	6,0	0,0	-4,0	-2,7	-1,7	0,3	0,4	-0,2	-2,5	-2,3	-0,5	0,7	0,9
Vorleistungsgüter	6,0	-0,9	-2,8	-0,5	-0,5	1,5	1,3	-1,1	-2,5	-2,3	-0,2	2,4	3,1
Investitionsgüter	9,3	1,2	-7,8	-6,8	-3,3	-0,7	0,0	0,6	-2,3	-2,6	-1,9	-1,3	-0,8
Konsumgüter	2,3	0,1	-1,4	-1,7	-1,6	1,3	-0,7	0,4	-1,9	-1,7	-0,6	-0,3	0,3
Gebrauchsgüter	6,2	-2,7	-7,1	-8,0	-6,5	-0,6	-1,8	0,8	-2,8	-2,0	-0,2	-1,1	-1,7
Verbrauchsgüter	1,6	0,7	-0,2	-0,3	-0,6	1,6	-0,5	0,4	-1,7	-1,6	-0,7	-0,1	0,7
Energie	1,6	0,9	1,3	1,0	3,0	-0,4	0,9	-0,4	0,8	2,0	1,9	0,4	-0,3
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,1	-4,0	-3,3	-1,2	0,5	0,2	0,4	-2,2	-2,2	-0,8	0,5	1,1

*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).*

Im April 2002 verringerte sich die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Eurogebiet um 0,7 % gegenüber dem Vormonat (siehe Tabelle 4). Allerdings scheint dieser Rückgang von Sonderfaktoren herzurühren und sollte per se keinen Anlass zur Sorge geben. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt erhöhte sich die Erzeugung in der Industrie im April, wie auch bereits im März, sogar um 0,6 % und wies damit eine anhaltende Expansion auf. Gleichwohl zeigt eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen, dass der Aufschwung der letzten Monate offenbar noch nicht in allen Sektoren Fuß gefasst hat. So lässt insbesondere die Gebrauchsgüterbranche noch keine eindeutigen Anzeichen einer Erholung erkennen. Die Produktion in der Investitionsgüterindustrie erhöhte sich dagegen im April im Vormonatsvergleich, nachdem sie im März unverändert geblieben war, wenngleich die Betrachtung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts immer noch einen Rückgang ergibt. In der Vorleistungsgüterindustrie verringerte sich die Produktion im April erstmals seit Dezember 2001; gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt setzte sich der Anstieg der

Wachstumsraten in dieser Branche allerdings fort.

Unternehmervertrauen weist auf anhaltendes Wachstum im zweiten Quartal hin

Im Allgemeinen haben sich die Daten aus den Branchenumfragen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal verbessert. Gleichzeitig zeigt das ungleichmäßige monatliche Verlaufsmuster der verschiedenen Indikatoren aber noch eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der konjunkturellen Erholung an.

Was die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe im Euroraum angeht, so stieg der Purchasing Managers' Index (PMI) für diese Branche im Juni 2002 weiter an, und zwar auf 51,8 Indexpunkte (siehe Abbildung 15). Damit lag er im zweiten Quartal 2002 durchweg oberhalb des Schwellenwerts, der eine Ausweitung der Produktion in diesem Sektor signalisiert. Allerdings legte der Einkaufsmanager-Index im zweiten Vierteljahr weniger

Tabelle 5**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,2	2,6	-2,7	-1,3	-1,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,5	-0,3
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	7	12	6	3	0	1	2	0	2	2	1	3	2
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	-3	-10	-6	-3	-7	-7	-4	-4	-2	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	14	21	15	13	11	9	9	8	10	9	8	11	9
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	0	5	-1	-1	-4	-9	-10	-6	-10	-10	-10	-10	-11
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	5	8	-7	-8	-26	-18	-15	-21	-19	-13	-14	-14	-18
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	-0,4	-1,1	-0,8	-0,4	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	81,9	83,9	82,8	82,4	81,3	80,8	.	80,8	-	-	80,7	-	-

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.

stark zu als im vorangegangenen Quartal des laufenden Jahres. Den jüngsten Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge erhöhte sich die Zuversicht in der Industrie des Euroraums im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal, verringerte sich im Juni jedoch wieder leicht (siehe Tabelle 5). Darüber hinaus fiel der Anstieg dieses Indikators im zweiten Quartal 2002 niedriger aus als im vorangegangenen Vierteljahr. Alle Indexkomponenten (die sich auf die Produktionserwartungen, die Beurteilung der Auftragslage und die Vorräte beziehen) verbesserten sich im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal. Auch die Daten des PMI weisen dieses Muster einer allgemeinen Belebung der Konjunktur und der Auftragseingänge auf.

Die jüngsten Angaben zur Zuversicht im Dienstleistungssektor bestätigen den Eindruck, den die Umfrageergebnisse im verarbeitenden Gewerbe vermitteln. Den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge nahm die

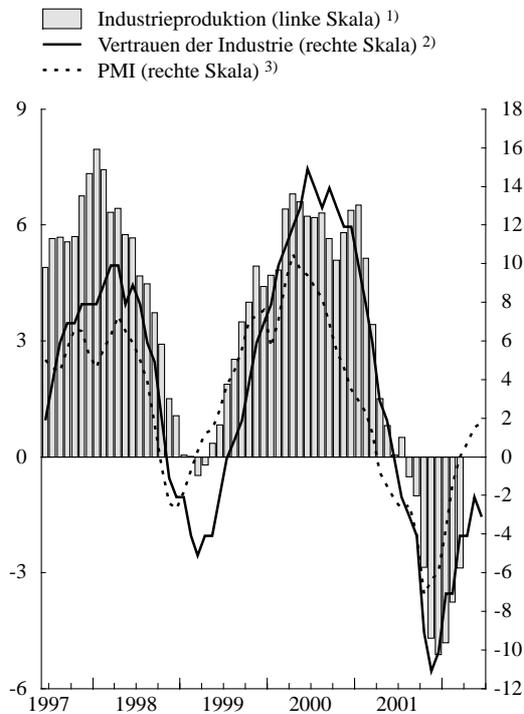
Zuversicht in der Dienstleistungsbranche im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal zu, wobei sie allerdings im Mai unverändert blieb und im Juni abnahm. Diese Abnahme war insbesondere auf die pessimistischeren Nachfrageerwartungen zurückzuführen.

Weiterhin uneinheitliche Angaben zum privaten Verbrauch

Die Indikatoren zu den privaten Konsumausgaben zeichnen nach wie vor ein uneinheitliches Bild von der Entwicklung im zweiten Quartal 2002.

So verringerten sich die Einzelhandelsumsätze im April 2002 im Vormonatsvergleich um 0,6 %, nachdem sie sich im Februar und März erhöht hatten. Im Dreimonatszeitraum bis April stiegen sie im Vergleich zu dem im Januar endenden Dreimonatszeitraum um 0,3 %, was immer noch eine Verringerung gegenüber der im ersten Quartal 2002 verzeichneten Wachstumsrate von 0,5 % bedeutete.

Abbildung 15
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



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

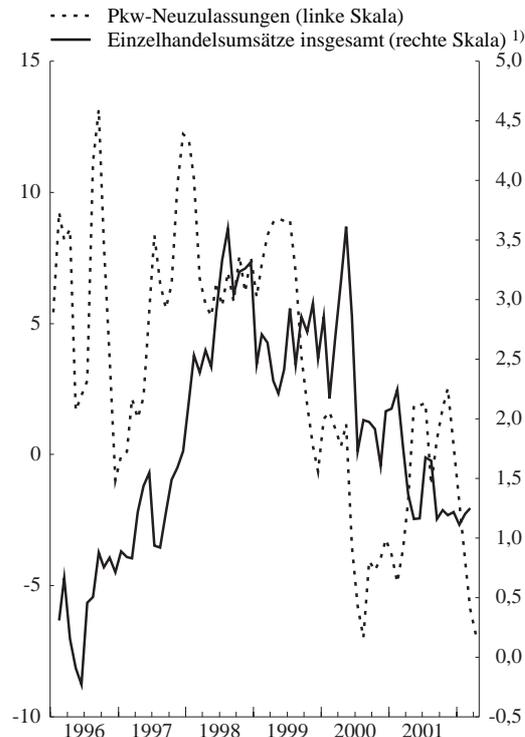
Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich 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 Konjunkturerholung.

Die Neuzulassungen von Pkws legten im Mai 2002 im Vormonatsvergleich um 2,3 % zu und erhöhten sich damit zum ersten Mal nach fünf Monaten kontinuierlichen Rückgangs. Allerdings ergibt sich bei Betrachtung des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts eine Fortdauer dieses Rückgangs (siehe Abbildung 16).

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zeigen, dass das Verbrauchervertrauen im zweiten Quartal 2002 trotz einer Abnahme im Juni insgesamt leicht gestiegen ist. Diese Stimmungsaufhellung war hauptsächlich auf eine positivere Beurteilung der künftigen all-

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.

gemeinen Wirtschaftslage zurückzuführen. Allerdings verschlechterten sich die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der eigenen finanziellen Situation im zweiten Quartal weiterhin leicht, und es lässt sich nach wie vor keine deutliche Trendwende in dieser Indexkomponente erkennen. Die Zuversicht im Einzelhandel verringerte sich im zweiten Quartal geringfügig gegenüber dem Vorquartal, sodass es in diesem Sektor noch keine Anzeichen eines Stimmungsumschwungs gibt.

Anhaltende Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der Konjunkturerholung

Die aktuellen Indikatoren zur Wirtschaftsentwicklung zeigen an, dass das reale BIP im

zweiten Quartal 2002 etwas stärker als im Vorquartal gewachsen ist. Allerdings gibt es noch eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der auf kurze Sicht zu erwartenden Konjunkturbelebung, vor allem im Zusammenhang mit der Binnennachfrage. Das mittelfristig wahrscheinlichste Szenario ist ein anhaltender, allmählicher Anstieg des Wirtschaftswachstums im weiteren Jahresverlauf, bis gegen Jahresende ein Niveau in der Nähe des Potenzialwachstums erreicht sein wird. Der Rückgang der Inflationsrate von ihrem hohen Stand im ersten Quartal 2002 dürfte wesentlich zu einer Erhöhung der real verfügbaren Einkommen beitragen und damit das reale Wachstum des privaten Verbrauchs

stützen. Weitere wachstumsfördernde Faktoren sind die erwartete Umkehr des Abbaus von Lagerbeständen, das Fehlen größerer Ungleichgewichte im Euroraum und die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. Trotz dieser positiven Aussichten bergen die künftige Ölpreisentwicklung und die bestehenden wirtschaftlichen Ungleichgewichte in anderen Regionen der Welt auf mittlere Sicht auch weiterhin Risiken. Die jüngst verabschiedeten Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2002 zielen unter anderem auf eine Festigung der makroökonomischen Rahmenbedingungen und die Förderung der Schaffung von Arbeitsplätzen ab (siehe Kasten 4).

Kasten 4

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2002

Nach ihrer Billigung durch den Europäischen Rat am 21. und 22. Juni 2002 in Sevilla wurden die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2002 vom ECOFIN-Rat formell verabschiedet. Sie richten sich an die EU-Mitgliedstaaten und die Gemeinschaft als Ganzes und legen sowohl allgemeine als auch länderspezifische Leitlinien für die Wirtschaftspolitik fest.

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2002 werden vier wesentliche Ziele genannt: Wahrung und weitere Festigung der makroökonomischen Rahmenbedingungen, Förderung von mehr und besseren Arbeitsplätzen, Verbesserung der Bedingungen für ein hohes Produktivitätswachstum und Förderung einer nachhaltigen Entwicklung im Interesse der heutigen und der künftigen Generationen. Um diesen Herausforderungen gerecht zu werden, ist es von größter Bedeutung, dass die Mitgliedstaaten der EU die vereinbarten Ziele sowohl im Hinblick auf die Haushaltskonsolidierung als auch hinsichtlich der strukturpolitischen Reformen respektieren. Die wichtigsten allgemeinen Empfehlungen sind nachstehend aufgeführt.

Wachstums- und stabilitätsorientierte makroökonomische Politik sicherstellen

Die Mitgliedstaaten sollten entsprechend den Vereinbarungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts eine solide Haushaltslage erreichen und wahren. Insbesondere sollten die Mitgliedstaaten, in denen noch Ungleichgewichte bestehen, verstärkte Anstrengungen unternehmen, um so bald wie möglich, jedoch spätestens bis 2004, einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erreichen. Alle Mitgliedstaaten sollten sicherstellen, dass Steuerreformen angemessen finanziert werden, eine prozyklische Finanzpolitik vermeiden und die automatischen Stabilisatoren in vollem Umfang wirken lassen, wenn der Aufschwung in Gang kommt. Die öffentlichen Finanzen sollten gestärkt werden, um ihre langfristige Tragfähigkeit sicherzustellen, bevor die demographischen Veränderungen zum Tragen kommen.

Gemäß den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2002 müssen die Nominallöhne mit Preisstabilität zu vereinbaren sein, und der Reallohnanstieg darf nicht höher ausfallen als das Wachstum der Arbeitsproduktivität. Darüber hinaus muss die Lohnentwicklung in den Mitgliedstaaten unterschiedliche Wirtschafts- und Beschäftigungssituationen widerspiegeln. Die Arbeitsmarktregelungen und Tarifverhandlungssysteme der Mitgliedstaaten sollten, unter Wahrung der Autonomie der Sozialpartner, so gestaltet sein, dass sie den nationalen Arbeitsmarktbedingungen Rechnung tragen.

Qualität und dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern

Die Mitgliedstaaten sollten die Abgaben- und Leistungssysteme beschäftigungsfreundlicher gestalten und gegebenenfalls die gesamte Abgabenbelastung im Rahmen einer fortgesetzten Konsolidierung der öffentlichen Finanzen verringern. Sie werden aufgefordert, gezielte Reformen der Abgaben- und Leistungssysteme, insbesondere für Geringverdienende, einzuleiten. Ferner sollten sie die öffentlichen Ausgaben zugunsten der Akkumulation von Sach- und Humankapital sowie Forschung und Entwicklung umschichten und durch institutionelle und strukturelle Reformen die Effizienz der öffentlichen Ausgaben erhöhen.

Um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu verbessern, sollten die Mitgliedstaaten eine umfassende dreigleisige Strategie verfolgen, die auf Maßnahmen zur Erhöhung der Erwerbstätigenquoten, einer Rückführung des öffentlichen Schuldenstands und einer Anpassung der Rentensysteme beruht. Sie sollten zudem die Koordinierung der Steuerpolitik weiterverfolgen, sodass schädlicher Steuerwettbewerb vermieden wird.

Die Arbeitsmärkte stärken

Die Mitgliedstaaten sind angehalten, die im Januar 2002 vom Rat verabschiedeten beschäftigungspolitischen Leitlinien „energisch umzusetzen“.¹ Sie werden insbesondere aufgefordert, die Abgaben- und Leistungssysteme so anzupassen, dass Arbeit sich lohnt, zur Stellensuche ermuntert wird und der Anreiz zur Frühverrentung verringert wird. Sie sollten die Effizienz und Effektivität der aktiven Arbeitsmarktpolitik erhöhen und sie gezielt für diejenigen Bevölkerungsgruppen einsetzen, die am stärksten von Langzeitarbeitslosigkeit bedroht sind. Darüber hinaus sollten sie die berufliche Mobilität durch Ausbildung, Umschulung und verbessertes lebenslanges Lernen erleichtern sowie Barrieren für die Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb der Mitgliedstaaten und zwischen den Mitgliedstaaten abbauen.

Im Dialog mit den Sozialpartnern werden die Mitgliedstaaten dringend aufgefordert, eine flexiblere Arbeitsorganisation zu fördern und das Arbeitsvertragsrecht zu überprüfen. Sie sollten bestehende Hindernisse für die Arbeitsmarktaktivität von Frauen beseitigen und die Faktoren, die zu geschlechtsspezifischen Lohnunterschieden führen, angehen.

Die Strukturreform an den Produktmärkten wieder in Gang bringen

Die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, die Quote der in nationales Recht umgesetzten Binnenmarkttrichtlinien zu erhöhen und die Beseitigung der verbleibenden Hemmnisse für den Handel und Marktzutritt energischer voranzutreiben. Sie sollten die öffentlichen Beschaffungsmärkte weiter öffnen und transparenter gestalten, die Unabhängigkeit sowie angemessene Kapazitäten der Wettbewerbs- und Regulierungsbehörden sicherstellen und die staatlichen Beihilfen senken und nur bei eindeutig ermittelten Fehlentwicklungen des Marktes einsetzen.

Ferner sind die Mitgliedstaaten angehalten, die Liberalisierung der netzbezogenen Wirtschaftszweige zu beschleunigen. Insbesondere sollten sie das neue Regulierungspaket für den Kommunikationssektor bis Juli 2003 vollständig umsetzen. Bei Elektrizität und Gas sollten sie ab 2004 allen gewerblichen Kunden die freie Wahl des Versorgers ermöglichen und einen nationalen Regulierungsmechanismus schaffen. Die Mitgliedstaaten werden zudem nachdrücklich aufgefordert, ein transparentes und nichtdiskriminierendes Tarifsystem für den grenzüberschreitenden Stromhandel zu vereinbaren und bis 2005 ein Mindestmaß an Verbundkapazität zwischen den Mitgliedstaaten sicherzustellen. Im Verkehrssektor werden sie dringend aufgefordert, umgehend Entscheidungen über die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Zuweisung

¹ Weitere Einzelheiten zu den beschäftigungspolitischen Leitlinien für das Jahr 2002 sind dem Monatsbericht vom Januar 2002, Kasten 4, zu entnehmen.

von Zeitfenstern auf Flughäfen, Hafendienstleistungen und öffentliche Aufträge zu treffen, bis Anfang 2003 das transeuropäische Netz für Eisenbahnfrachten für den Wettbewerb zu öffnen und Maßnahmen zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Luftraums bis 2004 zu prüfen.

Effizienz und Integration des EU-Finanzdienstleistungsmarkts fördern

Um zu einem wirklich einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen in Europa zu gelangen, müssen alle Beteiligten – Rat, Europäisches Parlament und Kommission – die vollständige Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen bis 2005 sicherstellen. Insbesondere müssen sie bis 2003 die Wertpapiermarktvorschriften umsetzen. Sie werden außerdem dringend aufgefordert, die Anstrengungen zur Umsetzung des Aktionsplans für Risikokapital bis zum Jahr 2003 zu verstärken. In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik wird auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Regelungen für eine effiziente grenzüberschreitende und sektorübergreifende aufsichtliche Zusammenarbeit und Koordinierung weiter zu verbessern und die Beseitigung von Hemmnissen für effiziente Clearing- und Abrechnungssysteme energisch voranzutreiben.

Unternehmerische Initiative ermutigen

Die Mitgliedstaaten werden dringend aufgefordert, ein unternehmerfreundliches Umfeld zu schaffen, das Unternehmensbesteuerungssystem und das regulatorische Umfeld zu verbessern und die Effizienz der öffentlichen Dienste zu steigern. Sie sollten Hemmnisse für die grenzüberschreitende Wirtschaftstätigkeit, die unter anderem auf Unterschiede in den Rechnungslegungsstandards und Corporate-Governance-Vorschriften sowie bei der Unternehmensbesteuerung und Mehrwertsteuer zurückzuführen sind, abbauen. Ferner sollten sie die Risikobereitschaft durch leichteren Zugang zu Finanzierungsmitteln für kleine und mittlere Unternehmen fördern.

Eine wissensbasierte Wirtschaft fördern

Die Mitgliedstaaten sind angehalten, Rahmenbedingungen zu entwickeln, damit die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in der EU bis 2010 auf 3 % des BIP erhöht werden können; zwei Drittel dieser Investitionen sollten vom privaten Sektor kommen. Sie werden ferner aufgefordert, die Verbindungen zwischen Universitäten und Unternehmen auszubauen, die europaweite Zusammenarbeit bei Forschung und Innovation zu verbessern und das Sechste Forschungsrahmenprogramm zu verabschieden. Um den Zugang und die Nutzung von Informations- und Kommunikationstechnologie zu fördern, sind die Mitgliedstaaten angehalten, für die Entbündelung des lokalen Telekommunikationsnetzes (beim „Ortsanschluss“) zu sorgen, um die Entwicklung des europäischen Breitbandnetzes voranzutreiben und die Internet-Nutzung zu fördern.

Die ökologische Nachhaltigkeit verbessern

Gemäß den Grundzügen der Wirtschaftspolitik sollten auf marktwirtschaftlichen Instrumenten basierende umweltpolitische Maßnahmen wie Steuern, Nutzer- bzw. Verursachergebühren, Versicherungs-/Haftungsregelungen und handelbare Emissionsrechte, verstärkt werden. Dagegen sollten sektorale Beihilfen und Steuerbefreiungen mit negativen Umweltauswirkungen reduziert werden. Die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, angemessene Maßnahmen zu ergreifen und über Verfahren für die Überwachung und Kontrolle zu verfügen, um ihre Verpflichtungen aus dem Kyoto-Protokoll zu erfüllen. Sie sind angehalten, sich auf einen angemessenen Rahmen für die Energiebesteuerung auf europäischer Ebene zu einigen und damit fortzufahren, auf den Energieverbrauch abzielende Maßnahmen umzusetzen. Schließlich sollten sie die Veröffentlichung ökologischer Informationen in den Jahresbilanzen der Unternehmen vorantreiben und eine Analyse der ökologischen Auswirkungen aller umweltpolitischen Maßnahmen vorlegen.

Tabelle 6**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

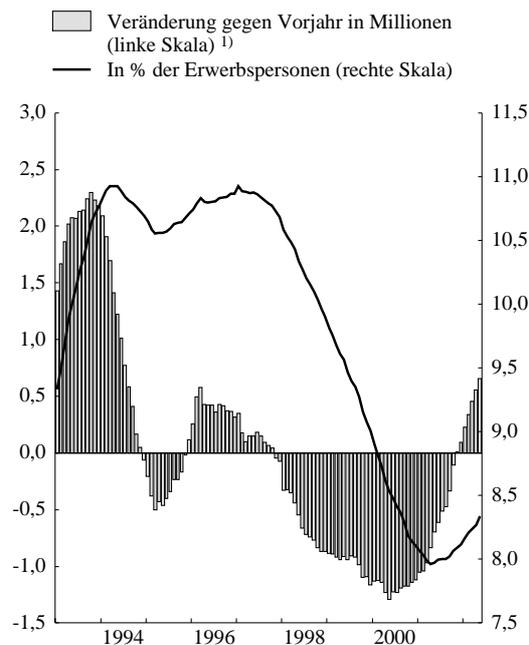
	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai
Insgesamt	9,4	8,5	8,0	8,0	8,0	8,1	8,2	8,1	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,5	16,6	15,7	15,6	15,7	15,9	16,2	16,0	16,1	16,2	16,3	16,3	16,5
25 Jahre und älter	8,2	7,4	7,0	7,0	7,0	7,1	7,2	7,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3

*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 22,9 % der Arbeitslosen insgesamt.***Arbeitslosenquote im Mai 2002 unverändert**

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im Mai des laufenden Jahres bei 8,3 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 6). Allerdings nahm die Zahl der Arbeitslosen im Mai um rund 100 000 gegenüber dem Vormonat zu. Damit fiel der Anstieg

höher aus als im ersten Quartal und im April dieses Jahres, als die Zunahme im Monatsvergleich rund 60 000 bzw. 50 000 betragen hatte. Die jüngste Entwicklung deutet weiterhin auf einen Anstieg der Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte hin (siehe Abbildung 17).

Nach Altersgruppen betrachtet stieg die Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen im Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 16,5 % und bei den über 25-Jährigen um 0,1 Prozentpunkte auf 7,3 %. Die Quote bei den unter 25-Jährigen, die in der Regel stärker von der Konjunkturentwicklung beeinflusst wird, hat sich gegenüber Dezember 2001 um 0,5 Prozentpunkte erhöht, bei den über 25-Jährigen hingegen um 0,2 Prozentpunkte. Auf nationaler Ebene hat die Arbeitslosigkeit prozentual gesehen im Mai zwar nur in wenigen Ländern zugenommen, doch hat sich die Zahl der Arbeitslosen in den meisten Ländern weiter erhöht.

Abbildung 17**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**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.***Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2002 rückläufig**

Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge belief sich die vierteljährliche Zuwachsrate der Beschäftigung im Euroraum im ersten Quartal des laufenden Jahres auf 0,1 % (siehe Tabelle 7) und fiel damit 0,1 Prozentpunkte niedriger aus als im Vierteljahr davor (die Rate für das Vorquartal wurde um 0,1 Prozentpunkte auf 0,2 % nach unten korrigiert). Das leicht revidierte Verlaufsmuster der jüngsten Beschäftigungsentwicklung steht jedoch im Einklang mit

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2002	2001	2001	2001	2001	2002
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,7	2,1	1,4	1,9	1,4	1,2	1,0	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-3,0	-1,4	-1,2	-0,1	-0,6	-1,7	-2,3	-2,9	0,1	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5
Industrie	0,3	1,0	0,6	1,2	0,8	0,4	-0,1	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Ohne Baugewerbe	-0,1	0,7	0,5	1,3	0,7	0,3	-0,3	-0,8	0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4
Baugewerbe	1,3	1,9	0,7	0,9	0,9	0,6	0,4	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,0
Dienstleistungen	2,6	2,8	1,9	2,4	1,8	1,8	1,7	1,7	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3
Handel und Verkehr ³⁾	2,4	2,8	1,4	1,8	1,2	1,4	1,3	1,5	-0,0	0,2	0,7	0,4	0,2
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,6	6,0	4,0	5,0	4,0	3,7	3,4	3,1	1,0	0,6	1,0	0,8	0,7
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,4	1,3	1,4	1,6	1,5	1,4	1,2	1,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3

*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.*

den erwarteten zeitlich verzögerten Auswirkungen der vergangenen Konjunkturabschwächung.

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigungsentwicklung auf sektoraler Ebene im Euro-Währungsgebiet weisen für alle Sektoren im ersten Quartal 2002 eine leichte Verschlechterung aus. Das vierteljährliche Beschäftigungswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) betrug -0,4 %, gegenüber -0,3 % im Vorquartal. Dies deckt sich mit der Ende 2001 verzeichneten konjunkturellen Entwicklung in der Industrie. Die Beschäftigung im Baugewerbe blieb gegenüber dem Vorquartal weitgehend stabil, nachdem im Schlussquartal des vergangenen Jahres eine Zunahme beobachtet worden war. Im Dienstleistungssektor, der für den im ersten Quartal dieses Jahres verzeichneten Nettozuwachs an Arbeitsplätzen allein

verantwortlich war, ging das Beschäftigungswachstum auf 0,3 % zurück, gegenüber 0,5 % im vierten Quartal 2001. Der Teilssektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ bildete weiterhin die Stütze der positiven Beschäftigungsentwicklung im Dienstleistungssektor, wohingegen sich die Beschäftigung im Teilssektor „Handel und Verkehr“ weiter verlangsamte. Die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie der Umfrage zum Purchasing Managers' Index vom Juni abzulesenden Beschäftigungserwartungen für das Euro-Währungsgebiet deuten sowohl für das Baugewerbe als auch für den Dienstleistungssektor auf einen geringeren Beschäftigungszuwachs im zweiten Quartal 2002 hin. Dagegen sind die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe gestiegen, nachdem sie im ersten Quartal dieses Jahres die Talsohle erreicht hatten.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro wertet im Juni 2002 weiter auf

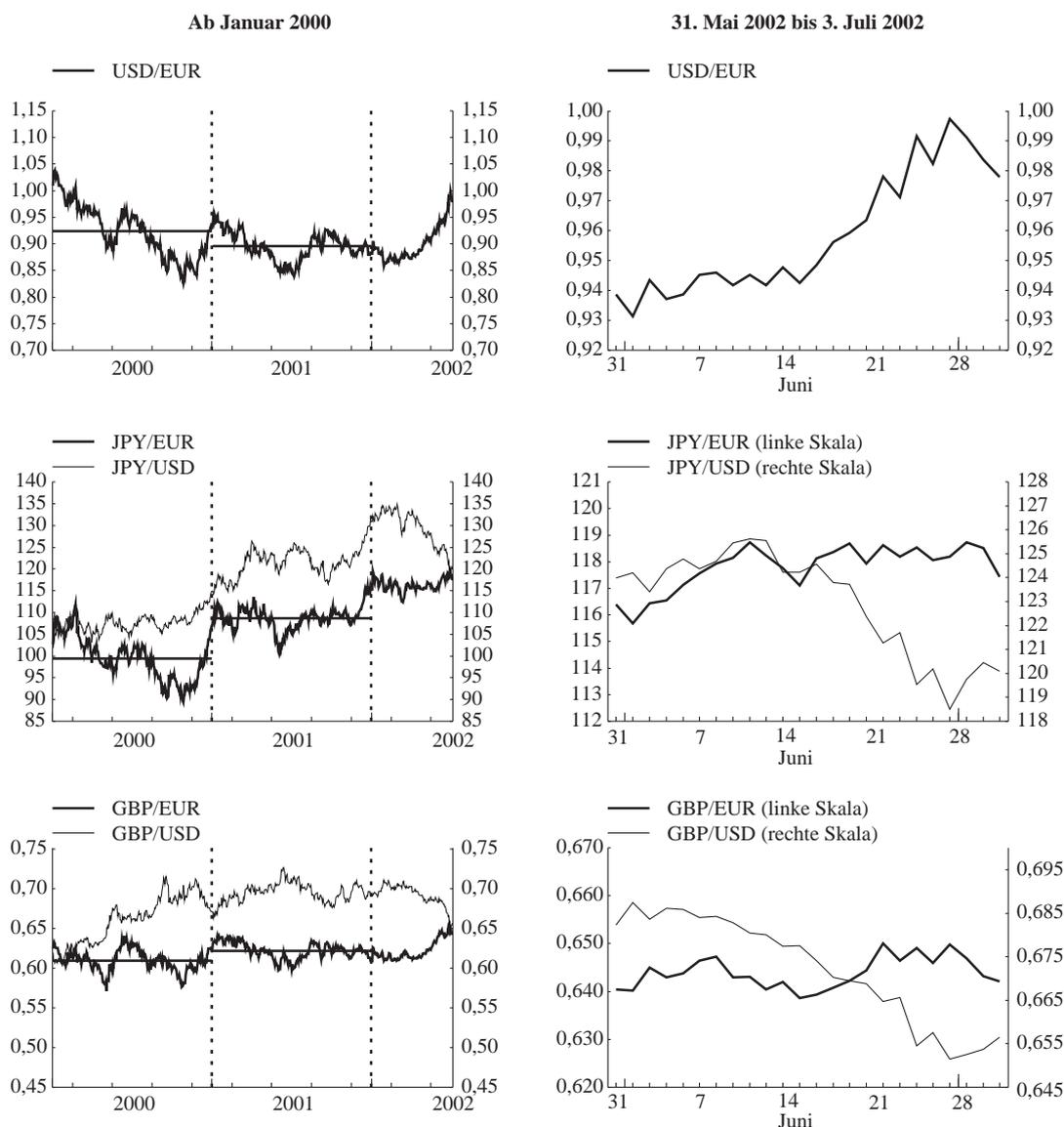
Im Juni 2002 standen die Devisenmärkte im Zeichen einer anhaltenden Abwertung des US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen. Die Schwäche der US-Devisen – für die offenbar zunehmend das stärker in den Blickpunkt der Marktteilnehmer rückende

hohe US-Leistungsbilanzdefizit sowie Sorgen über die Bilanzierungsstandards und Unternehmensgewinne in den Vereinigten Staaten verantwortlich waren – war gegenüber dem Euro besonders ausgeprägt. Gleichzeitig stieg der Euro auch im Verhältnis zu fast allen Währungen der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets. Insgesamt übertraf der no-

Abbildung 18

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar. Die horizontalen Linien geben Jahresdurchschnittswerte an.

minale effektive Wechselkurs des Euro am 3. Juli sein Niveau von Ende Mai um 1,8 %.

Im Juni gab der US-Dollar nach der Veröffentlichung von Daten, wonach die US-Wirtschaft langsamer als von den Finanzmärkten bislang erwartet wachsen könnte, weiter nach. Zudem brachten auch die Bekanntgabe einer Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits im April 2002 sowie der im Verlauf dieses Jahres erwartete Umschwung des US-amerikanischen Haushaltssaldos von einem Überschuss in ein Defizit den Dollar aus Sicht der Marktteilnehmer unter Druck. Dieser Abwertungsdruck wurde wiederholt durch Kurseinbrüche an den US-Aktienmärkten, die durch eine wachsende Verunsicherung im Juni hinsichtlich der Bilanzierungspraktiken und Ertragslage der Unternehmen in den USA ausgelöst wurden, verstärkt. Besonders kräftige Kursbewegungen des US-Dollar waren gegenüber dem Euro zu verzeichnen, der im Juni auch von dem seit Anfang Mai wachsenden Zinsvorsprung des Euro-Währungsgebiets bei den langfristigen Zinsen profitierte. Der in der Sitzung vom 26. Juni von der amerikanischen Notenbank gefasste Beschluss, die Zinsen unverändert zu lassen, war allgemein erwartet worden und hatte keine Auswirkungen auf die US-Dollar-Wechselkurse. Am 3. Juli notierte der Euro bei 0,98 USD, d. h. 4,2 % höher als Ende Mai und 9,2 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Nach einer anfänglichen Kursabschwächung in den ersten beiden Juniwochen bewegte sich der japanische Yen im restlichen Verlauf des Berichtszeitraums im Verhältnis zum Euro in einem relativ engen Band (siehe Abbildung 18). Zum US-Dollar kam die japanische Währung nach einer zunächst leichten Abwertung unter allmählich zunehmenden Aufwertungsdruck. Diese Entwicklung spiegelte nicht nur die allgemeine Dollarschwäche wider, sondern war auch auf einige positive Anzeichen zurückzuführen, wonach der Konjunkturabschwung in Japan seinen Tiefpunkt erreicht haben dürfte. Diesen Eindruck bestätigten auch statistische Daten, die einen Anstieg des japanischen Außenhandelsüberschusses im April dieses Jahres erkennen las-

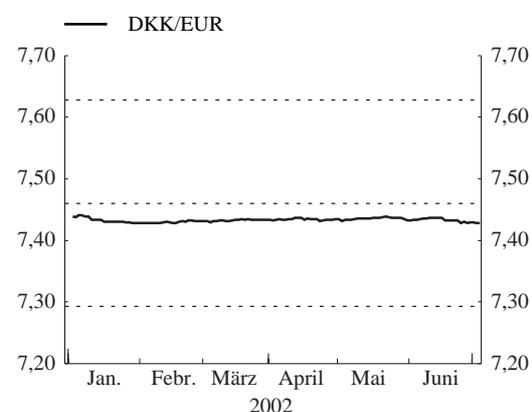
sen. Wie im Vormonat lösten auch diese Bewegungen wieder Devisenmarktinterventionen der Bank von Japan aus, die den Höhenflug des Yen bremsen sollten. Die EZB war für die Bank von Japan an einer dieser Interventionen beteiligt. Am 3. Juli stand der Euro bei 117 JPY und notierte somit rund 1 % fester als Ende Mai und 8,1 % über seinem Jahresdurchschnitt 2001.

Im Berichtszeitraum schwankte das Pfund Sterling im Verhältnis zum Euro in einer recht engen Spanne von 0,64 GBP bis 0,65 GBP, legte aber gegenüber dem US-Dollar kräftig zu. Der Kursgewinn des Pfund Sterling gegenüber der US-Währung hing offensichtlich mit dem allmählich wachsenden Abstand zwischen den langfristigen Zinsen im Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten zusammen. Am 3. Juli wurde der Euro mit 0,64 GBP unverändert gegenüber seinem Niveau Ende Mai und rund 3,3 % über seinem Durchschnitt im vergangenen Jahr gehandelt.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone im Juni und in den ersten Julitagen nahe an ihrem Leitkurs im WKM II (siehe Abbildung 19). Gleichzeitig blieb der Euro gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken insgesamt stabil.

Abbildung 19
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



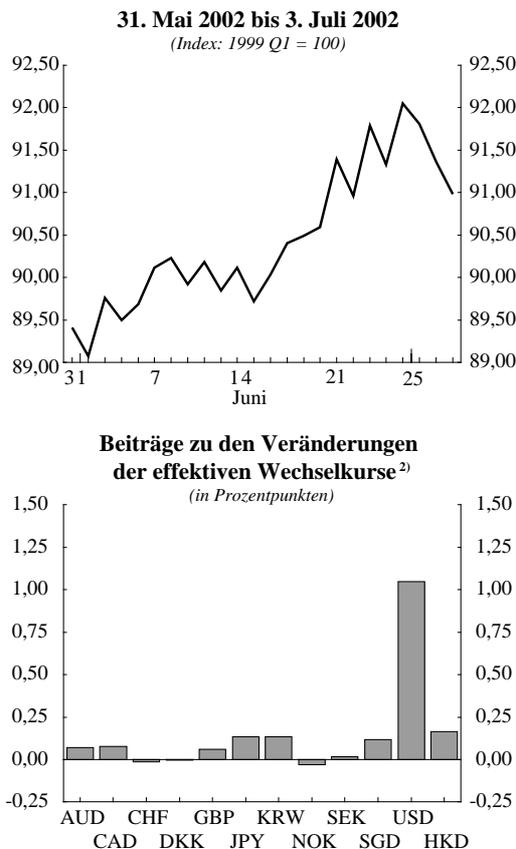
Quelle: EZB.

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

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro stieg im Berichtszeitraum, gemessen an den Währungen zwölf wichtiger Handelspartner des Euroraums, an und lag am 3. Juli 1,8 % über seinem Niveau von Ende Mai (siehe Abbildung 20). Am 3. Juli übertraf er seinen Jahresdurchschnitt 2001 um 4,6 % (siehe Abbildung 21). Abbildung 21 zeigt auch die Entwicklung der nominalen effektiven Wechselkursindizes des US-Dollar und des japanischen Yen gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Handelspartner des jeweiligen Wirtschaftsraums. Der nominale effektive Wechselkursindex des US-Dollar ging im Berichtszeitraum weiter auf einen Wert deutlich

Abbildung 20
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)

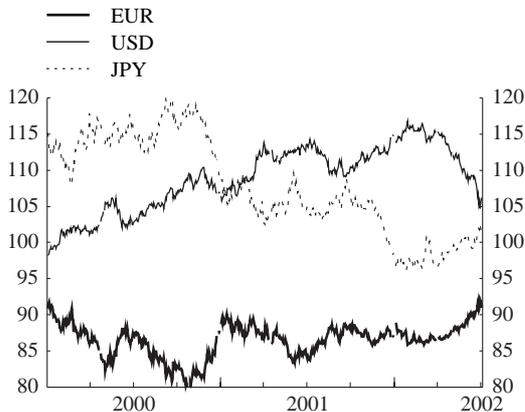


Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.
- 2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Abbildung 21
Effektiver Wechselkurs des Euro, des US-Dollar und des japanischen Yen¹⁾

(Tageswerte; Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg der Indizes bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

unter seinem Durchschnittsniveau im Vorjahr zurück. Der Index des japanischen Yen zog dagegen leicht an, blieb aber unter seinem Durchschnittsstand des vergangenen Jahres.

Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im April 2002

Das Defizit in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets verringerte sich im April 2002 auf 5,8 Mrd €, nach 6,7 Mrd € im April 2001 (siehe Tabelle 8). Diese Entwicklung war das Ergebnis einer Zunahme des Überschusses im Warenhandel (von 3,1 Mrd € auf 8,2 Mrd €), die den Anstieg der Defizite bei den laufenden Übertragungen (um 1,5 Mrd €) und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (um 0,9 Mrd €) sowie die Umkehr bei den Dienstleistungen von einem Überschuss von 1,6 Mrd € in ein geringes Defizit von 0,1 Mrd € kompensierte. Der Anstieg des Warenhandelsüberschusses gegenüber dem Vorjahr war auf niedrigere Einfuhren in Verbindung mit höheren Ausfuhren im April zurückzuführen. Im Vorjahresvergleich war bei den Exporten im April erstmals seit Oktober 2001 wieder ein Zuwachs zu verzeichnen.

Auch für den Rückgang des kumulierten Leistungsbilanzdefizits, das von 17,2 Mrd € in den ersten vier Monaten 2001 auf 1,5 Mrd € im selben Zeitraum des laufenden Jahres sank, war die Entwicklung des Warenhandelsüberschusses verantwortlich, der sich in diesem Zeitraum von 8,6 Mrd € auf 29,2 Mrd €

erhöhte und damit den Anstieg der Defizite bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen um 3,0 Mrd € bzw. 2,2 Mrd € mehr als ausglich. Das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen nahm geringfügig (um 0,3 Mrd €) ab.

Tabelle 8

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - April	2001 April	2002 Jan. - April	2002 Febr.	2002 März	2002 April
Saldo der Leistungsbilanz	-17,2	-6,7	-1,5	2,1	3,7	-5,8
Einnahmen	562,1	138,7	539,5	128,3	137,3	136,1
Ausgaben	579,3	145,4	541,0	126,2	133,6	141,9
Saldo des Warenhandels	8,6	3,1	29,2	8,2	10,8	8,2
Ausfuhr	338,1	83,6	332,1	80,6	89,1	86,1
Einfuhr	329,5	80,5	302,9	72,4	78,3	77,9
Saldo der Dienstleistungen	-3,4	1,6	-6,4	-2,4	-1,2	-0,1
Einnahmen	95,0	26,3	95,0	21,6	24,0	25,8
Ausgaben	98,4	24,6	101,4	24,0	25,3	25,9
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-16,1	-7,0	-15,8	-0,1	-1,1	-7,9
Saldo der laufenden Übertragungen	-6,3	-4,5	-8,5	-3,6	-4,8	-6,0
Saldo der Vermögensübertragungen	5,1	2,2	4,2	0,2	0,2	1,3
Saldo der Kapitalbilanz	42,2	11,7	-13,4	5,8	19,6	-1,1
Direktinvestitionen	-39,8	0,8	-3,7	-9,9	-5,9	7,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-72,2	-6,8	-44,6	-20,0	-13,2	-6,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-35,9	-9,4	-29,1	-4,9	-14,9	-3,0
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-36,3	2,6	-15,5	-15,1	1,7	-3,6
Im Euro-Währungsgebiet	32,4	7,6	40,8	10,1	7,3	14,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	31,5	2,8	23,1	3,1	6,7	6,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	0,8	4,9	17,7	6,9	0,5	7,6
Wertpapieranlagen	-57,7	-19,2	-31,5	-9,9	8,1	11,5
Dividendenwerte	-15,8	-5,4	-0,9	0,7	4,2	-0,7
Aktiva	-45,5	-16,4	-31,4	-6,1	-8,3	-3,0
Passiva	29,7	11,0	30,4	6,8	12,5	2,3
Schuldverschreibungen	-41,9	-13,8	-30,6	-10,5	3,9	12,2
Aktiva	-58,1	-4,3	-39,5	-5,1	-13,8	-5,6
Passiva	16,2	-9,5	8,9	-5,4	17,7	17,8
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-97,5	-18,4	-35,2	-19,8	2,2	19,3
Finanzderivate	-0,4	1,7	-1,4	1,3	-5,4	2,1
Übriger Kapitalverkehr	123,6	21,4	17,9	21,7	22,9	-30,8
Währungsreserven	16,5	7,0	5,3	2,5	-0,2	8,3
Restposten	-30,1	-7,1	10,6	-8,1	-23,5	5,6

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. In der Pressemitteilung zur Zahlungsbilanz für Februar 2002 werden Revisionen für das dritte und vierte Quartal 2001 ausgewiesen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

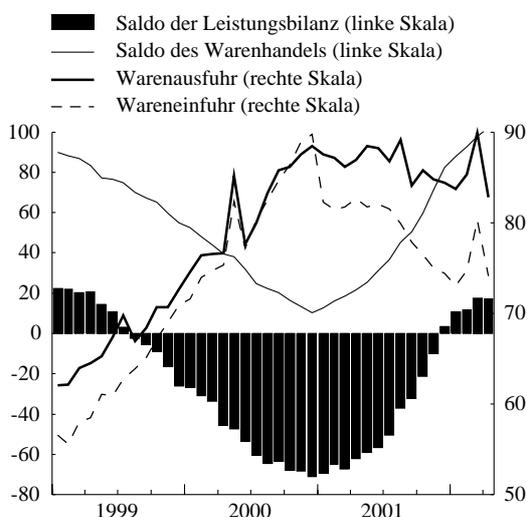
Betrachtet man die Entwicklung im Vergleich zum Vormonat auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so gingen die Warenausfuhren und -einfuhren im April 2002 dem Wert nach um 7,9 % bzw. 7,7 % zurück, womit sich die im Februar und März zu beobachtenden Anstiege wieder umkehrten (siehe Abbildung 22). Zu einem großen Teil lässt sich die Abwärtsbewegung im April gegenüber dem Vormonat allerdings durch die außergewöhnlich hohen Werte der Ausfuhren und Einfuhren im März erklären; gegenüber Februar belief sich der Rückgang der Export- und Importwerte im April auf lediglich 2,9 % bzw. 0,8 %. Der im Vergleich zu den Exportwerten etwas geringere Rückgang der Importwerte im April ist teilweise den höheren Ölpreisen in diesem Monat zuzuschreiben.

Die geographische Aufschlüsselung der Exportwerte auf Basis der Außenhandelsstatistiken (siehe Tabelle 9 im statistischen Anhang; die letzten Angaben beziehen sich auf März 2002) zeigt, dass für den Rückgang der Exportwerte im vergangenen Jahr vor allem

Abbildung 22

Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)



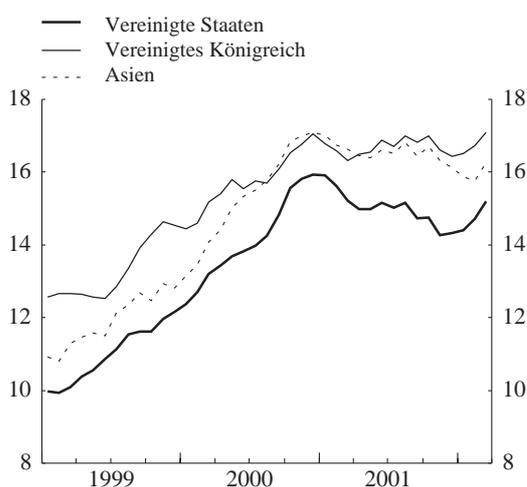
Quelle: EZB.

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

Abbildung 23

Wert der Exporte des Euro-Währungsgebiets in die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und nach Asien

(Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

die Entwicklung der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und nach Asien verantwortlich ist, während der Wert der Ausfuhren in das Vereinigte Königreich vergleichsweise stabil blieb (siehe Abbildung 23). Allerdings begannen die Werte der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten im Dezember 2001 zu steigen, was dazu führte, dass der Rückgang der Exportwerte des Euroraums insgesamt Anfang dieses Jahres zum Stillstand kam. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war insbesondere die wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten. Auch bei den Ausfuhren in das Vereinigte Königreich war – wenn auch in geringerem Umfang – ein Wertzuwachs zu verzeichnen, während die Werte der Exporte nach Asien ihren Rückgang noch bis März 2002 fortsetzten.

Umfangreicher Mittelzufluss in der Kapitalbilanz im April 2002

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im Euro-Währungsgebiet im April 2002 zu Netto-Kapitalzuflüssen von 19,3 Mrd € (siehe Tabelle 8). Zu dieser Entwicklung trugen

Nettozuflüsse sowohl bei den Direktinvestitionen (7,7 Mrd €) als auch bei den Wertpapieranlagen (11,5 Mrd €) bei.

Die von Gebietsfremden im Eurogebiet getätigten Direktinvestitionen beliefen sich auf netto 14,3 Mrd €; dieser Betrag entspricht in etwa den im Vorjahr in diesem Bereich verzeichneten monatlichen Kapitalströmen. Das hervorstechendste Merkmal in der Bilanz der Direktinvestitionen im April waren allerdings die geringen Netto-Direktinvestitionen von Ansässigen des Eurogebiets in Drittländern, wobei insbesondere der Posten „Beteiligungskapital“ mit netto 3,0 Mrd € den geringsten Wert seit Februar 2001 aufwies.

Die Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen waren im April mit 11,5 Mrd € im Vergleich zu den vorangegangenen Monaten relativ hoch. Diese Mittelzuflüsse sind den Netto-Investitionen im Eurogebiet durch Gebietsfremde zuzuschreiben (20,0 Mrd €), während die von Ansässigen des Eurogebiets im Ausland getätigten Netto-Investitionen in Wertpapiere bedeutend geringer ausfielen als in den meisten Monaten seit Januar 2001 (8,5 Mrd €; siehe Tabelle 8.5 im statistischen Anhang). Der wichtigste Aspekt in der Bilanz der Wertpapieranlagen im April waren die umfangreichen Nettozuflüsse aufgrund von Anlagen in Geldmarktpapieren, die mit 10,8 Mrd € das höchste Niveau seit Juni 2000 erreichten. Hier engagierten sich Gebietsfremde im April mit

netto 7,8 Mrd €, während Gebietsansässige 3,0 Mrd € des zuvor in solchen Papieren investierten Kapitals aus dem Ausland ins Eurogebiet zurückverlagerten.

Im übrigen Kapitalverkehr kam es bei den Aktiva der „übrigen“ Sektoren, d. h. vor allem bei den Finanzkrediten und Bankeinlagen auf Auslandskonten, im April zu beträchtlichen Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 22,0 Mrd € (siehe Tabelle 8.6 im statistischen Anhang). Diese Entwicklung geht aber nicht auf eine Einzeltransaktion oder ein einzelnes Land zurück; vielmehr waren Nettoabflüsse aus mehreren Euro-Ländern zu beobachten. Entscheidend für diese Kapitalströme waren insbesondere umfangreiche Transaktionen von Finanzinstituten.

Insgesamt gehörten die im April 2002 ausgewiesenen Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu den höchsten Mittelzuflüssen, die in den vorangegangenen zwölf Monaten zu verzeichnen waren. Zudem bedeuten die hohen Nettozuflüsse in Geldmarktpapieren im April eine Umkehr der Entwicklung in diesem Segment im Vergleich zum Jahr 2001 und Anfang dieses Jahres. Auf kumulierter Basis fielen die Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen in den ersten vier Monaten dieses Jahres mit 35,2 Mrd € bedeutend geringer aus als im selben Zeitraum des Vorjahres (97,5 Mrd €).

Merkmale des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren

Im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie überwacht die EZB regelmäßig die Entwicklung zahlreicher Indikatoren und bewertet deren Bedeutung für die Preisentwicklung sowie die Gefahren für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Zur Durchführung einer derartigen Analyse sind Hintergrundinformationen bezüglich des typischen Verhaltens von Wirtschaftsindikatoren in den verschiedenen Phasen der wirtschaftlichen Entwicklung hilfreich. In diesem Aufsatz werden einige wesentliche Merkmale herausgearbeitet, die den Konjunkturzyklus im Euroraum während der gesamten Neunzigerjahre kennzeichneten. Dies geschieht auf der Grundlage der Entwicklung des realen BIP, seiner wichtigsten Verwendungskomponenten, einiger wesentlicher Arbeitsmarktvariablen und der Industrieproduktion. Darüber hinaus wird die Entwicklung dieser Indikatoren während individueller Teilperioden erörtert, um zu beurteilen, inwieweit die kürzerfristige Konjunkturreagibilität mit den durchschnittlichen Merkmalen übereinstimmt. Aus dem Aufsatz geht hervor, dass in allen Teilperioden gewisse Regelmäßigkeiten zu beobachten sind. Allerdings verbergen sich hinter den für die Neunzigerjahre insgesamt abgeleiteten durchschnittlichen Charakteristika in individuellen Teilperioden wichtige Abweichungen. Zur Erstellung von Konjunkturanalysen und -prognosen müssen daher die Einzelumstände sorgfältig untersucht werden, damit die Unterschiede zwischen einem bestimmten Zyklus und der durchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung festgestellt werden können.

I Einleitung

Eine Marktwirtschaft unterliegt üblicherweise regelmäßig wiederkehrenden wirtschaftlichen Schwankungen, den so genannten Konjunkturzyklen, die durch das Zusammenwirken von Schocks, Mechanismen, die diese Schocks verstärken, und den entsprechenden politischen Gegenmaßnahmen entstehen. Konjunkturzyklen weisen in der Regel Gemeinsamkeiten, aber auch spezifische Merkmale auf. Für die Erstellung von Konjunkturanalysen und -prognosen ist es wichtig, sowohl die Regelmäßigkeiten als auch die besonderen Merkmale der einzelnen Konjunkturzyklen zu verstehen.

In diesem Aufsatz sollen einige der wichtigsten Merkmale, die den Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren kennzeichneten, identifiziert werden, wobei statistische Messungen statt zuvor aufgestellter Wirtschaftstheorien herangezogen werden. Hierbei sind unter den wichtigsten Merkmalen die durchschnittlichen statistischen Eigenschaften der betrachteten Variablen und ihr Verhältnis zur konjunkturellen Entwicklung insgesamt zu verstehen. Diese Angaben stellen wichtige Eckwerte für die Untersuchung der künftigen Konjunkturperspektiven dar. Konjunkturanalysen und -prognosen fußen nicht nur auf Untersuchungen

der durchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung in der Vergangenheit, sondern setzen auch das Verständnis voraus, inwieweit konjunkturelle Entwicklungen in einzelnen Teilperioden vom Verhalten der Durchschnittswerte innerhalb eines breiteren Zeitrahmens abweichen können. Obwohl der Zehnjahreszeitraum der Neunzigerjahre für die Ermittlung statistischer Durchschnittswerte eine relativ kurze Zeitspanne darstellt, wurde er aus bestimmten Gründen als Referenzperiode herangezogen. Zum einen liegen harmonisierte Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen für den gesamten Euroraum erst seit Anfang der Neunzigerjahre vor. Zum anderen ist davon auszugehen, dass der Integrationsprozess hin zur Währungsunion die wirtschaftliche Tätigkeit in den einzelnen WWU-Mitgliedsländern stark beeinflusst hat. Aus diesen Gründen dürften Betrachtungen der Durchschnittsstände über längere Zeiträume hinweg für die Gewinnung von Informationen zu den aktuellen Wirtschaftsbeziehungen innerhalb des Euro-Währungsgebiets weniger geeignet sein.

Vor dem Hintergrund der obigen Überlegungen ist der vorliegende Aufsatz in zwei Hauptabschnitte unterteilt. Unter Punkt 2 werden die durchschnittlichen Merkmale der Kon-

junkturreagibilität der betrachteten Variablen für die gesamten Neunzigerjahre identifiziert und erörtert. Zu diesen Variablen gehören die Verwendungskomponenten des realen BIP, einige wesentliche Arbeitsmarktvariablen und die Industrieproduktion. Ferner werden Daten der Außenhandelsstatistik zur Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets in Drittländer herangezogen, um zwischen „echten“ Exporten und dem Handel innerhalb des Euroraums zu unterscheiden. Diese Unterscheidung könnte auf der Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen allein, deren Handelsströme auch Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen, nicht vorgenommen werden. Das reale BIP

wird zur Messung der gesamtwirtschaftlichen Tätigkeit verwendet. In diesem Zusammenhang ist es beispielsweise interessant, herauszuarbeiten, ob Konjunkturschwankungen einzelner Variablen mit Schwankungen des realen BIP insgesamt gleichlaufen, diesen vorlaufen oder sich mit zeitlicher Verzögerung zu ihnen entwickeln. Unter Punkt 3 wird die konjunkturelle Entwicklung dieser Variablen im Verlauf der Neunzigerjahre verglichen, und es wird beurteilt, inwieweit sie mit den für die Neunzigerjahre insgesamt abgeleiteten durchschnittlichen Merkmalen übereinstimmen. Dadurch wird deutlich, in welchem Ausmaß die Konjunkturzyklen in der Vergangenheit voneinander abgewichen sind.

2 Durchschnittliche Merkmale des Konjunkturzyklus im Eurogebiet in den Neunzigerjahren

In diesem Abschnitt werden einige der durchschnittlichen statistischen Merkmale der Konjunkturzyklen im Eurogebiet des vergangenen Jahrzehnts herausgearbeitet. Zunächst werden die in diesem Aufsatz verwendeten Begriffe und statistischen Messgrößen beschrieben, und anschließend wird ihre Anwendung auf den Konjunkturzyklus im Eurogebiet in den Neunzigerjahren gezeigt.

Begriffsabgrenzung und statistische Messgrößen

Zur Bestimmung des Konjunkturzyklus selbst werden im Allgemeinen verschiedene Begriffe und Methoden verwendet, ohne dass letztendlich Einigkeit darüber herrscht, welche die besten oder aussagekräftigsten sind (im Kapitel wird näher auf die verschiedenen Begriffe und Messgrößen des Konjunkturzyklus eingegangen). Im vorliegenden Aufsatz wird vom so genannten „Abweichungszyklus“ gesprochen, also den Abweichungen der Wirtschaftsaktivität von ihrem Trend. Da sich der Trend nicht beobachten lässt, muss er geschätzt werden. Hier wird der so genannte „Band-Pass-Filter“, eine der am häufigsten verwendeten Methoden zur Trennung der konjunkturellen Komponente der Variablen

von ihrem Trend, herangezogen. Die untersuchten Variablen sind das reale BIP und seine wichtigsten Verwendungskomponenten, einige wesentliche Arbeitsmarktvariablen (Gesamtbeschäftigung, Arbeitslosenquote und Arbeitsproduktivität) sowie die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe). Die Daten sind Quartalswerte und stammen aus dem Zeitraum vom ersten Quartal 1991 bis zum vierten Quartal 2001.¹ Die in der Tabelle „Zusammengefasste Durchschnittsstatistik des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren“ ausgewiesenen Ergebnisse beruhen auf statistischen Messgrößen, die bei der Analyse der Merkmale des Konjunkturzyklus allgemein verwendet werden.

Einige Hauptmerkmale des Konjunkturzyklus lassen sich anhand einer Reihe statistischer Messgrößen bestimmen. So ist die *Korrelation* zwischen der konjunkturellen Komponente des BIP und der konjunkturellen Komponenten

¹ Der Datensatz besteht aus von Eurostat veröffentlichten amtlichen Zahlen und Schätzungen der EZB. Aufgrund ihrer Struktur sind die Schätzungen der trendmäßigen Entwicklungen, die auf Methoden wie dem „Band-Pass-Filter“ beruhen, jeweils zu Beginn und am Ende des Beobachtungszeitraums nicht verlässlich. Um die Verlässlichkeit der geschätzten Trends in diesen Zeiträumen zu verbessern, wurden die Daten am vorderen und am hinteren Ende der Reihe fortgeschrieben. Wie üblich wurden dann jeweils die ersten und die letzten drei Jahre der trendbereinigten Daten eliminiert.

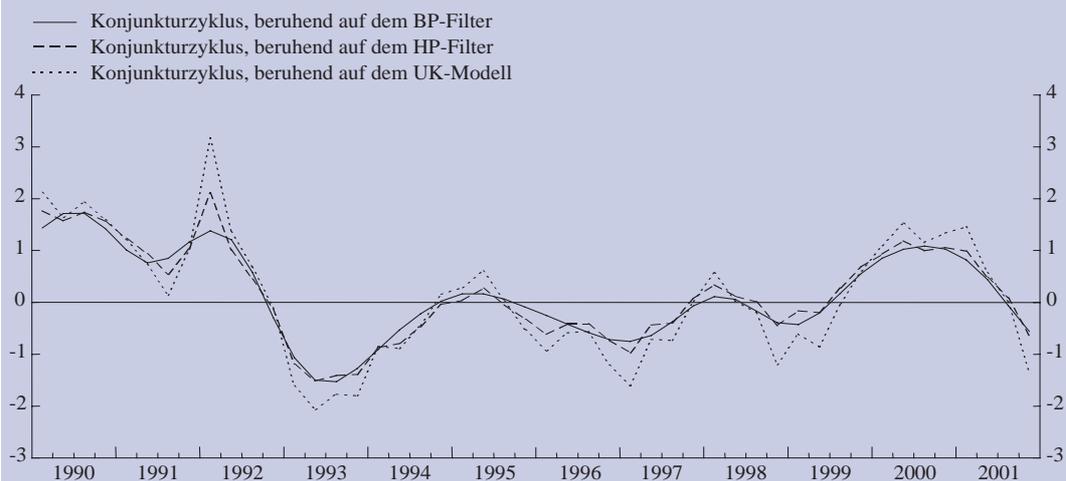
Kasten

Definition und Messung von Konjunkturzyklen

Die beiden unterschiedlichen, aber miteinander zusammenhängenden Konzepte des Konjunkturzyklus unterscheiden sich in einem Punkt grundsätzlich voneinander. Einerseits bezieht sich der „klassische Konjunkturzyklus“ auf Zeiträume mit absoluten Wirtschaftsabschwüngen oder -aufschwüngen. Andererseits bezeichnet der „Abweichungszyklus“ – auch Wachstumszyklus genannt – die Abweichung der Wirtschaftstätigkeit vom zugrunde liegenden Trend. Im klassischen Zyklus ist ein Abschwung immer auch mit negativen Produktions-Wachstumsraten verbunden, während im Abweichungszyklus ein Abschwung verbunden ist mit einem hinter dem Trend zurückbleibenden Produktionsniveau, welches sich auch bei noch positiven Wachstumsraten ergeben kann. Zur Schätzung des unbeobachteten Trends, der die Analyse von Abweichungszyklen stützt, werden verschiedene Methoden vorgeschlagen. In diesem Kasten wird erörtert, wie Abweichungszyklen berechnet werden können und inwieweit sie sich von den bei der Betrachtung der Produktions-Wachstumsraten beobachteten Schwankungen unterscheiden. Wie im Haupttext dieses Aufsatzes gilt auch hier die übliche Annahme, dass die Konjunktur durch das reale BIP dargestellt wird.

In Abbildung A wird die Trendabweichung des realen BIP des Euro-Währungsgebiets gezeigt, die anhand der gängigsten Methoden zur Schätzung der Trendkomponente ermittelt wurde, nämlich des Baxter-King-Band-Pass-Filters (BP-Filter), des Unbeobachtete-Komponenten-Modells (UK-Modell) und des Hodrick-Prescott-Filters (HP-Filter).¹ Die geschätzten zyklischen Komponenten erscheinen gleichlaufend, wobei die paarweise Korrelation in jedem Fall zwischen 0,9 und 1,0 beträgt. Die Analyse der Merkmale der Konjunkturzyklen im Euroraum in den Neunzigerjahren dürfte demzufolge zu sehr ähnlichen Schlussfolgerungen führen, unabhängig davon, welche Methode zur Schätzung der Trendkomponenten und der zyklischen Komponenten des BIP herangezogen wurde. Im vorliegenden Aufsatz wurde zur Trendbereinigung der betrachteten Variablen der BP-Filter verwendet.

Abbildung A: Alternative Schätzungen der Abweichungen des realen BIP von seinem langfristigen Trend

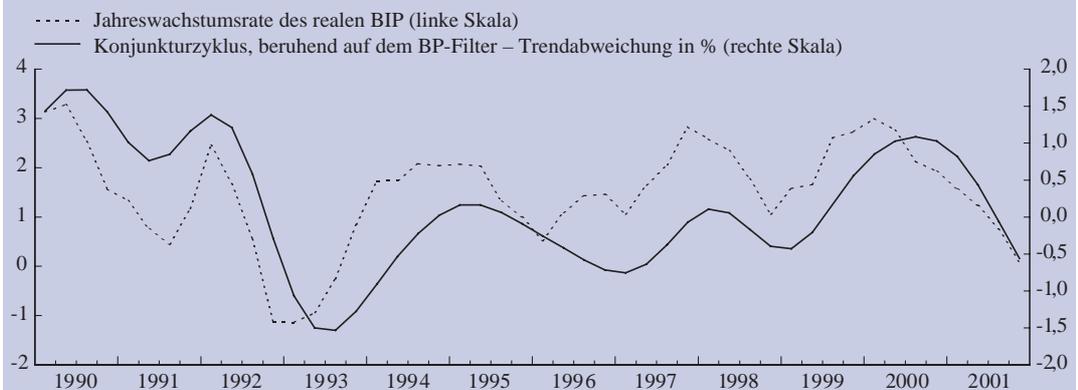


Anmerkung: Mit dem BP-Filter und dem UK-Modell können drei Komponenten einer Zeitreihe unterschieden werden: der Trend, unregelmäßige Schwankungen (Störgrößen) und eine zyklische Komponente. Diese zyklische Komponente wird in Abbildung A dargestellt. Beim HP-Filter wird nur zwischen der Trendkomponente und der zyklischen Komponente unterschieden.

In Abbildung B wird das Verlaufsmuster der konjunkturellen Entwicklung dargestellt, und zwar beruhend auf den Abweichungszyklen einerseits (d. h. mit Schwerpunkt auf der Abweichung des BIP vom zugrunde liegenden Trend, hier gemessen durch den BP-Filter) und beruhend auf den Jahreswachstumsraten des realen

¹ Eine Erläuterung dieser Methoden findet sich in den Aufsätzen zu den zusammengesetzten Indikatoren, zum Potenzialwachstum und zu den wichtigsten volkswirtschaftlichen Indikatoren im Euro-Währungsgebiet in den Monatsberichten vom November 2001, Oktober 2000 beziehungsweise Juli 1999.

Abbildung B: Gegenüberstellung von Abweichungen des realen BIP von seinem langfristigen Trend und Jahreswachstumsraten



BIP andererseits, die üblicherweise zur regulären Konjunkturanalyse verwendet werden. Offensichtlich tendieren Veränderungen der Wachstumsraten dazu, Veränderungen im Abweichungszyklus vorauszueilen, wobei sich die maximale Korrelation (0,7) zwischen diesen beiden Zeitreihen ergibt, wenn die Wachstumsraten-Zeitreihe um zwei Quartale verzögert ist. Daraus geht hervor, dass beispielsweise das Wachstum rückläufig sein kann (die gepunktete Linie zeigt nach unten), aber dennoch weiterhin überdurchschnittliche Raten aufweist, was auf eine neuerliche Ausweitung des positiven Abstands zwischen dem tatsächlichen Niveau der Variablen und ihrem Trend hindeutet (die durchgezogene Linie zeigt weiterhin nach oben). Dies wurde beispielsweise Anfang 2000 beobachtet. Je stärker eine konjunkturelle Abkühlung oder Belebung ausfällt, desto enger ist der Gleichlauf zwischen den Wachstumsraten und den Abweichungszyklen. In der Praxis bezieht sich die Konjunkturanalyse üblicherweise auf Wachstumsraten und nicht auf Trendabweichungen, u. a. weil Erstere leichter zu ermitteln sind. Trendabweichungen sind in einem stärkeren Maß technischer Natur, und Volkswirte müssen zwischen den unterschiedlichen zur Verfügung stehenden Schätzmethode auswählen. Allerdings bleibt bei einer auf Wachstumsraten beruhenden Analyse die Tatsache unberücksichtigt, dass sich Trendentwicklungen im Laufe der Zeit ändern können und verschiedene Wirtschaftsvariablen unterschiedliche Trend-Verlaufsmuster aufweisen. Darüber hinaus umfassen Trendabweichungen auch die klassischen Konjunkturzyklen, da die Wirtschaft allgemein wächst und absolute Konjunkturrückgänge relativ selten sind. Daher beruht die mittelfristige Konjunkturanalyse, die Gegenstand des vorliegenden Aufsatzes ist, im Allgemeinen auf Trendabweichungen.

te der übrigen BIP-Komponenten oder sonstiger Variablen eine Messgröße, die in zweierlei Hinsicht Informationen liefert. Erstens zeigt ein positiver Wert nahe 1 für die Korrelation zwischen zwei Variablen an, dass diese Variablen sich tendenziell in die gleiche Richtung bewegen und einen hohen Grad des Gleichlaufs aufweisen. Dagegen zeigt ein negativer Wert nahe -1 an, dass diese beiden Variablen dazu tendieren, sich gegenläufig zu bewegen, und dabei ein ähnliches Verlaufsmuster aufweisen. Liegt die Korrelation nahe 0, bewegen sich die beiden Variablen unabhängig voneinander. Zweitens ist es möglich, die Korrelation zwischen dem realen BIP

und einer Variablen, die um eine gegebene Anzahl an Quartalen nach vorne oder nach hinten bewegt wurde, zu vergleichen; daraus lässt sich ableiten, ob diese Variable tendenziell dem Konjunkturzyklus vorläuft oder ihm folgt. Wird die maximale Korrelation erreicht, ohne dass die Variable zeitlich versetzt wurde, spricht man von einem Gleichlauf der Variablen; ergibt sich die maximale Korrelation, wenn man die Variable nach vorne bewegt, handelt es sich um eine verzögerte Variable, und falls der Korrelationskoeffizient am höchsten ist, wenn die Variable nach hinten bewegt wurde, gilt sie als vorlaufende Variable.

Tabelle

Zusammengefasste Durchschnittsstatistik des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren

Variable	Zeitgleiche Korrelation	Maximale Korrelation ¹⁾	Vorlauf/Verzögerung ²⁾	Standardabweichungsrate ³⁾	Autokorrelation		
					x(t)-x(t-1)	x(t)-x(t-2)	x(t)-x(t-3)
Reales BIP					0,88	0,65	0,35
Inländische Verwendung	0,94	0,94	Gleichlaufend	1,4	0,91	0,72	0,46
Private Konsumausgaben	0,83	0,86	Verzögert (1)	1,1	0,93	0,79	0,59
Konsumausgaben des Staats	0,02	0,87	Verzögert (7)	0,7	0,92	0,74	0,52
Bruttoanlageinvestitionen	0,94	0,94	Gleichlaufend	3,0	0,91	0,72	0,46
Vorratsveränderungen	0,57	0,60	Vorlaufend (1)	39,5	0,87	0,59	0,26
Exporte insgesamt ⁴⁾	0,81	0,81	Gleichlaufend	3,2	0,89	0,61	0,25
Importe insgesamt ⁴⁾	0,96	0,96	Gleichlaufend	4,0	0,90	0,67	0,38
Beschäftigung	0,82	0,89	Verzögert (1)	0,9	0,91	0,78	0,61
Arbeitslosenquote	-0,47	-0,69	Verzögert (2)	1,1	0,87	0,72	0,57
Arbeitsproduktivität	0,21	0,32	Vorlaufend (1)	0,9	0,69	0,37	0,10
Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) ⁵⁾	0,92	0,92	Gleichlaufend	2,9	0,89	0,63	0,30
Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets in Drittländer	0,19	0,23	Vorlaufend (1)	3,9	0,88	0,60	0,28

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Die maximale Korrelation entspricht dem höchsten Korrelationskoeffizienten in den Periodenverschiebungen der jeweiligen Variablen zwischen -8 und +8 Quartalen.
- 2) Die Ziffern in Klammern zeigen die Anzahl an Quartalen (vorlaufend oder verzögert) an, für die die maximale Korrelation beobachtet wurde.
- 3) Im Verhältnis zur Standardabweichung des realen BIP.
- 4) Einschließlich der Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets.
- 5) Die Angaben zur Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) beruhen auf Zahlen aus den Jahren 1991 bis 1998.

Wie die Zahlen in der Tabelle nahe legen, sollten diese beiden Gesichtspunkte gemeinsam analysiert werden. Im Fall der Konsumausgaben des Staats und der privaten Konsumausgaben zeigt sich beispielsweise, dass diese beiden Variablen durch ähnliche maximale Korrelationskoeffizienten mit dem BIP, die relativ nahe bei 1 liegen, gekennzeichnet sind. Darüber hinaus scheinen sich beide Variablen im Durchschnitt mit zeitlicher Verzögerung zum Konjunkturzyklus zu bewegen. Während die Zeitverzögerung der privaten Konsumausgaben gegenüber dem Zyklus aber im Durchschnitt nur ein Quartal beträgt, blieben die Konsumausgaben des Staats knapp zwei Jahre hinter der Entwicklung des BIP zurück. Aufgrund der – im Vergleich zur durchschnittlichen Dauer des Konjunkturzyklus – großen zeitlichen Verzögerung bei den Konsumausgaben des Staats lässt sich trotz der hohen maximalen Korrelation mit

dem BIP nur schwer ein Zusammenhang zwischen der zyklischen Entwicklung der Konsumausgaben des Staats in den Neunzigerjahren und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung herstellen. Während sich also sagen lässt, dass die zyklischen Bewegungen der Konsumausgaben des Staats unabhängig von denen des BIP verlaufen, werden die Ergebnisse für die privaten Konsumausgaben dahin gehend interpretiert, dass eine enge Beziehung zwischen dem Zyklus dieser Größe und jenem des BIP besteht.

Eine zweite Messgröße ist das Verhältnis der Standardabweichung der konjunkturellen Komponente der betrachteten Variable zu jener des realen BIP. Diese Kennziffer zeigt an, ob die Schwankungsbreite der Variablen weiter oder enger als beim realen BIP ist. Eine hohe Standardabweichung kann ein Anzeichen für große und abrupte Veränderungen sein. Dies

ist in der Regel bei Vorratsveränderungen der Fall, wie durch die in der Tabelle ausgewiesene sehr hohe Standardabweichung dieser Variablen im Vergleich zu jener des BIP belegt wird. Allerdings können auch Variablen, deren Entwicklung glatt verläuft, hohe relative Standardabweichungen haben, wenn sich die zyklischen Veränderungen über mehrere Quartale gleichmäßig in dieselbe Richtung aufbauen. Als Beispiel hierfür dienen die Exporte, Importe und Bruttoanlageinvestitionen, wie in der Tabelle anhand der Standardabweichungsquoten dieser Variablen gegenüber der Standardabweichung des BIP, die sich zwischen 3 und 4 bewegen, gezeigt wird.

Eine weitere Messgröße ergänzt die Analyse des Grads der Konjunkturreakibilität ökonomischer Variablen. Weist eine Variable im Quartalsvergleich sprunghafte Veränderungen auf, ist die Korrelation zwischen der Variablen und ihren in der Vergangenheit verzeichneten Werten relativ gering. Zu diesem Zweck werden *Autokorrelationen*, d. h. die Korrelationen zwischen einer Variablen und ihrer eigenen Verzögerung, errechnet. In der Tabelle werden die Ergebnisse der Korrelation zwischen den Variablen und ihrer Verzögerung um ein, zwei und drei Quartale ausgewiesen. Je höher der Wert der Autokorrelationen ist, desto glatter, oder persistenter, ist eine Variable. Legt man beispielsweise die Autokorrelationswerte des BIP als Referenzgröße zugrunde, lässt sich folgern, dass die privaten Konsumausgaben eine relativ persistente Variable sind.

Die Standardabweichungen und Autokorrelationen sollten ebenfalls gemeinsam betrachtet werden. Volatile Variablen zeichnen sich durch eine relativ hohe Standardabweichung und geringe Autokorrelationen aus. Die sehr hohe Standardabweichung der Vorratsveränderungen, in Verbindung mit den verhältnismäßig geringeren Autokorrelationskoeffizienten der anderen Variablen, weist beispielsweise auf die sehr hohe Volatilität dieser Variablen hin.

Beobachtete Merkmale des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet

Aus diesen verschiedenen Messgrößen ergeben sich im Durchschnitt die folgenden Merkmale, die die Konjunktur des Euroraums in den vergangenen zehn Jahren geprägt haben.

Die *Verwendungskomponenten* des BIP weisen in der Regel einen starken Gleichlauf mit dem realen BIP auf, die in den hohen maximalen Korrelationen und dem Gleichlauf beziehungsweise den nur sehr geringen Vorläufen und Verzögerungen gegenüber dem BIP zum Ausdruck kommt. Die Konsumausgaben des Staats sind die einzige Verwendungskomponente, die mit dem Konjunkturzyklus in einem weniger engen Zusammenhang zu stehen scheint, was sich an den langen Verzögerungen bei dieser Variable zeigt. Das verzögerte Durchschlagen der Konjunktur auf die Konsumausgaben des Staats ist darauf zurückzuführen, dass Neuausrichtungen der öffentlichen Ausgaben insbesondere aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen zu den Haushaltsverfahren viel Zeit in Anspruch nehmen. Die privaten Konsumausgaben, die die wichtigste Komponente der Verwendung des BIP darstellen, sind dem Konjunkturzyklus meist mit einem Quartal Verzögerung gefolgt. Die Vorratsveränderungen, auf die der geringste Anteil des BIP entfällt, weisen zwar die geringste, aber immer noch signifikante Korrelation zum realen BIP auf; sie sind dem Konjunkturzyklus im Durchschnitt um ein Quartal vorgelaufen. Die übrigen Verwendungskomponenten, die Bruttoanlageinvestitionen sowie die Ein- und Ausfuhren (die im Zyklusverlauf alle ein übereinstimmendes Verlaufsmuster aufweisen) haben einen sehr hohen Grad des Gleichlaufs zum realen BIP (zwischen 0,8 und 1). Die relativ hohen Korrelationskoeffizienten beim Handel lassen sich teilweise dadurch erklären, dass in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet bei den Einfuhren und Ausfuhren auch der Handel innerhalb des Euroraums erfasst wird. Die in der letzten Zeile der Tabelle ausgewiesene niedrige Korrelation zwischen der Warenausfuhr in Länder

außerhalb des Eurogebiets und dem BIP deutet darauf hin, dass der Handel mit Ländern außerhalb des Euroraums weniger eng mit dem BIP korreliert sein dürfte. Die Korrelationskoeffizienten deuten außerdem darauf hin, dass die konjunkturelle Entwicklung der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets dem BIP nur um rund ein Quartal vorläuft.

Die Verwendungskomponenten des BIP weisen deutliche Unterschiede im Hinblick auf Schwankungen und Persistenzgrad auf. Die privaten und staatlichen Konsumausgaben zeichnen sich durch eine geringe Volatilität (mit einer Standardabweichung, die nahe bei oder unter der des BIP liegt) und einen höheren Grad der Persistenz als das BIP aus. Die höhere Persistenz der privaten Konsumausgaben im Vergleich zum realen BIP entspricht der Vorstellung von der so genannten Konsumglättung, der zufolge private Haushalte dazu neigen, die Auswirkungen kurzfristiger Veränderungen ihrer Einkünfte durch eine Anpassung ihres Sparverhaltens aufzufangen. Die geringe Volatilität bei den Konsumausgaben des Staats hängt unter anderem damit zusammen, dass sich die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst im Verlauf des Konjunkturzyklus in der Regel sehr stetig entwickelt.

Im Gegensatz zu den Konsumausgaben waren die Schwankungsbreiten bei den Bruttoanlageinvestitionen und den Handelsströmen im Verlauf der Neunzigerjahre mehr als doppelt so groß wie beim BIP insgesamt. Dies spiegelt die höhere Reagibilität dieser Variablen auf Veränderungen des binnen- und außenwirtschaftlichen Umfelds des Eurogebiets wider. Die Schwankungen bei den Importen und Exporten sind weniger persistent als jene der Investitionen. Daher ergibt die gemeinsame Betrachtung der Standardabweichungen und Autokorrelationen dieser Variablen eine etwas höhere Volatilität der Handelsströme. Es wird allgemein angenommen, dass der Gesamtumsatz in der Regel volatiler ist als die Produktion insgesamt. Da die Daten zur Produktion in den folgenden Quartalen revidiert werden, können die Vorratsbestände von einem Quartal zum nächsten starken Schwan-

kungen unterliegen. Dies zeigt sich auch an der sehr hohen Standardabweichung bei den Vorratsveränderungen.

Die in der Tabelle ausgewiesenen Ergebnisse für die *Arbeitsmarktvariablen* stützen die allgemeine Auffassung, dass sich die konjunkturellen Komponenten der Beschäftigung und Arbeitslosigkeit tendenziell mit zeitlicher Verzögerung zum Konjunkturzyklus bewegen, während die konjunkturelle Entwicklung der Arbeitsproduktivität, gemessen am BIP je Beschäftigten, dem Konjunkturzyklus üblicherweise vorläuft. Alle Arbeitsmarktvariablen weisen eine ähnliche Standardabweichung auf. Allerdings haben die Beschäftigung und die Arbeitslosenquote eine höhere Persistenz als das reale BIP, während die Arbeitsproduktivität wesentlich weniger persistent ist. Der höhere Grad der Persistenz der Beschäftigung hängt damit zusammen, dass Unternehmen in der Regel weitere Informationen zu bestimmten Konjunktorentwicklungen abwarten, bevor sie sich zu Anpassungen ihres Personalbestands entschließen. Bei der Arbeitslosenquote wird dies durch Zu- und Abgänge bei den Erwerbspersonen bekräftigt.

Interessant ist außerdem, in welchem Maße sich Schwankungen der zyklischen Komponente des BIP durch konjunkturelle Schwankungen der *Industrieproduktion* (ohne Baugewerke) erklären lassen. Obwohl die Industrieproduktion zwischen 1991 und 2001 im Durchschnitt nur rund 23 % der gesamten Produktion des Eurogebiets ausmachte, deuten die Angaben in der Tabelle darauf hin, dass die Industrieproduktion maßgeblich zur Bestimmung des Konjunkturzyklus beigetragen hat. Der konjunkturelle Verlauf der Industrieproduktion entspricht dem des BIP, und die maximale Korrelation ist sehr hoch. Hinzu kommt, dass der Zyklus der Industrieproduktion im Vergleich zum realen BIP nachweislich wesentlich größeren Schwankungen unterliegt und einen ähnlichen Persistenzgrad aufweist. Im Hinblick auf die verschiedenen Sektoren weisen diese Daten darauf hin, dass die Entwicklung der Industrieproduktion für mehr als die Hälfte der konjunkturellen Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen

Leistung in den Neunzigerjahren verantwortlich zeichnet.

Die obige Analyse zielte darauf ab, die wichtigsten durchschnittlichen Merkmale des Konjunkturzyklus im Eurogebiet im vergangenen Jahrzehnt zu verdeutlichen. Davon ausgehend ist es natürlich auch interessant, bestimmte

kürzere Zeiträume zu untersuchen und herauszufinden, ob sich der allgemein beobachtete Verlauf in jedem der aufeinander folgenden Zyklen zeigte oder ob die einzelnen Variablen gelegentlich von ihrer durchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung abgewichen sind.

3 Regelmäßigkeiten und besondere Merkmale der Konjunkturzyklen im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren

In diesem Abschnitt wird der Konjunkturverlauf der betrachteten Variablen in den Neunzigerjahren erörtert und mit den im vorangegangenen Abschnitt festgestellten Durchschnittsmerkmalen verglichen. Dabei sind drei vollständige Abweichungszyklen von Hochpunkt zu Hochpunkt zu erkennen:

- Der erste Zyklus trat in den frühen Neunzigerjahren auf und dauerte vom Hochpunkt im ersten Quartal 1992 bis zum Hochpunkt im ersten Quartal 1995;
- ein zweiter Zyklus war Mitte der Neunzigerjahre vom Hochpunkt im ersten Quartal 1995 bis zum Hochpunkt im ersten Quartal 1998 festzustellen;
- ein dritter Zyklus war gegen Ende der Neunzigerjahre vom Hochpunkt im ersten Quartal 1998 bis zum Hochpunkt im dritten Quartal 2000 zu verzeichnen.

In den Abbildungen 1, 2 und 3, die jeweils den oben genannten Zyklen entsprechen, zeigt die linke Grafik den Konjunkturverlauf des BIP und der Binnennachfrage auf der linken und die Warenausfuhr des Euro-Währungsgebiets in Drittländer auf der rechten Skala. In der rechten Grafik sind Konsumausgaben und Beschäftigung von der linken und Investitionen von der rechten Skala abzulesen. Die schattierten Flächen in allen Abbildungen stellen Abschwungphasen dar, d. h. die Zeiträume zwischen einem Hoch- und einem Tiefpunkt. Die rechten und linken Skalen sind in allen drei Abbildungen identisch und ermöglichen so eine Gegenüberstellung der aufeinander folgenden Zyklen.

Der Konjunkturzyklus zu Beginn der Neunzigerjahre

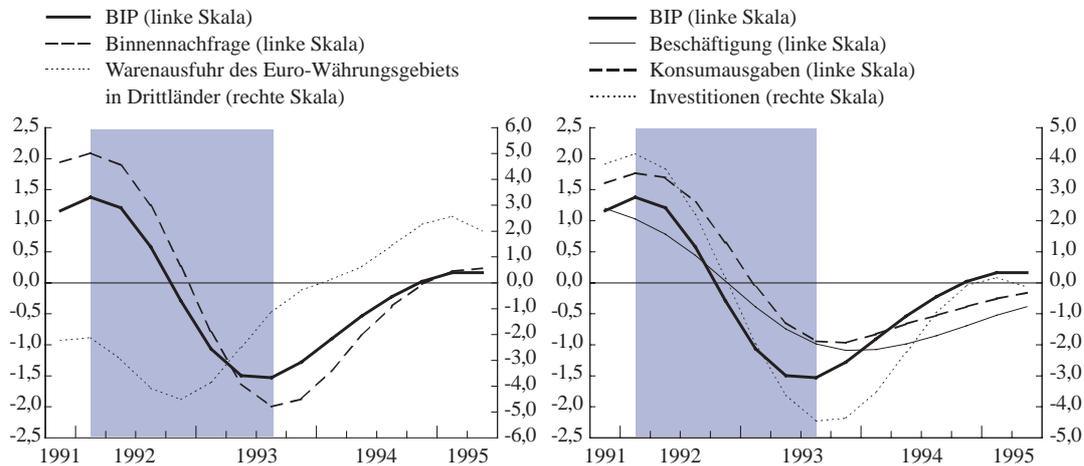
Auch wenn die Merkmale dieses Zyklus im Allgemeinen mit den Durchschnittsmerkmalen der Neunzigerjahre übereinstimmen, lohnt es sich dennoch, einige besondere Eigenarten zu beleuchten. Die zyklischen Bewegungen im Außenwirtschaftsbereich (dargestellt durch die Ausfuhr des Euro-Währungsgebiets in Drittländer) gingen jenen des BIP voran, wobei ein bedeutend längerer Vorlauf als im Durchschnitt zu beobachten war (siehe Abbildung 1, linke Grafik). Dagegen war die Variabilität des Exportzyklus geringer als im Durchschnitt der Neunzigerjahre. Gleichzeitig entsprachen die inländischen Verwendungskomponenten und die Arbeitsmarktvariablen dem durchschnittlichen Muster, das in Bezug auf den relativen Zeitpunkt des Konjunkturverlaufs zu beobachten war (siehe Abbildung 1, rechte Grafik). So wiesen beispielsweise die Investitionen einen synchronen Verlauf, Konsumausgaben und Beschäftigung dagegen eine Verzögerung gegenüber dem Zyklus auf. Darüber hinaus bewegten sich die inländischen Verwendungskomponenten und die Arbeitsmarktvariablen zu einem gewissen Grad im Gleichschritt mit dem Gesamtzyklus und wiesen einen Variabilitätsbereich auf, der in etwa dem Durchschnitt des gesamten Jahrzehnts entsprach.

Der Konjunkturverlauf in den frühen Neunzigerjahren war vor allem das Ergebnis der Entwicklungen bei der Binnennachfrage. In dem ungewöhnlich langen Vorlauf des Rückgangs der Ausfuhr des Eurogebiets in Dritt-

Abbildung I

Der Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet in den frühen Neunzigerjahren – hauptsächlich bestimmt durch die Entwicklungen in der Binnennachfrage

(Trendabweichung in %; vierteljährlich)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

länder gegenüber dem BIP spiegeln sich zu einem großen Teil die Auswirkungen der deutschen Wiedervereinigung wider, einer Situation, in der die nationalen Entwicklungen von solcher Tragweite waren, dass sie das Wirtschaftsgeschehen im gesamten Eurogebiet prägten. Damals glichen die von der deutschen Wiedervereinigung auf die Binnennachfrage im Eurogebiet ausgehenden expansiven Impulse den Exportrückgang, der bereits 1990 und 1991 infolge der Rezession in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich eingesetzt hatte, mehr als aus. Die negativen Auswirkungen der rückläufigen Auslandsnachfrage auf die Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer wurden noch durch einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit im Eurogebiet infolge der steigenden Inflation zu Beginn der Neunzigerjahre verstärkt. Aus diesem Grund war bei den Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer der zyklische Abschwung rund anderthalb Jahre früher zu verzeichnen als beim BIP. Nachdem die Wachstumsimpulse, die von der deutschen Wiedervereinigung auf die Binnennachfrage ausgegangen waren, versiegt waren, kam es zu einer Abschwächung der privaten Konsumausgaben und der Investitionen, die den zyklischen Abschwung verstärkte und auf einen neuen Tiefstand brachte. Der anschließende Aufschwung wurde durch die außen-

wirtschaftlichen Entwicklungen, die sich bereits Anfang 1993 ins Positive gekehrt hatten, unterstützt. Zu einer Kräftigung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität kam es aber erst, als sich die Binnennachfrage in der zweiten Hälfte des Jahres 1993 wieder zu erholen begann.

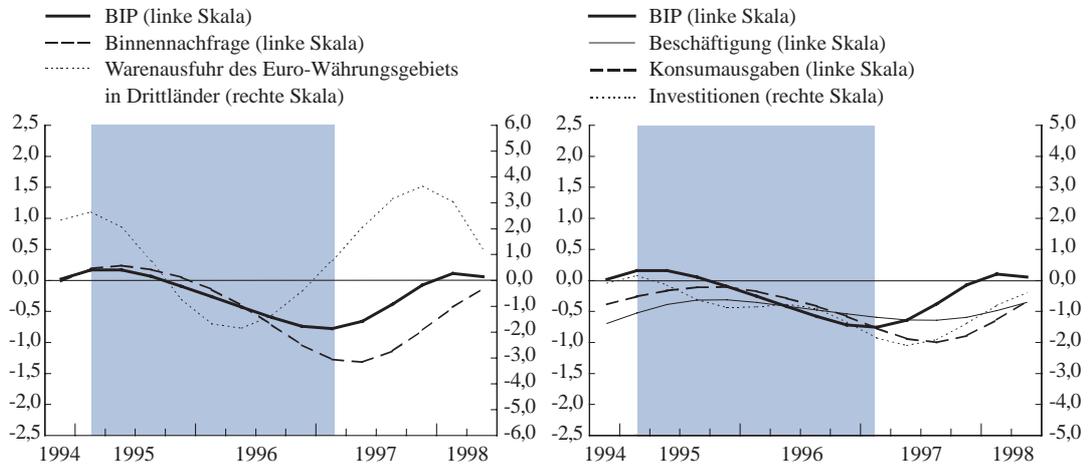
Der Konjunkturzyklus Mitte der Neunzigerjahre

Dieser Zyklus kann, gemessen an der relativen Variabilität der meisten hier betrachteten Variablen, als typisch bezeichnet werden. Die Veränderungswerte des BIP in diesem Zyklus lagen allerdings unter den Durchschnittswerten für das gesamte Jahrzehnt und waren deutlich kleiner als im Zyklus der frühen Neunzigerjahre. Außerdem war der Abschwung Mitte der Neunzigerjahre von längerer Dauer als die anderen in diesem Jahrzehnt verzeichneten Abschwünge. Auch die Vorläufe und Verzögerungen zwischen einigen Variablen während dieses Zeitraums unterschieden sich leicht vom durchschnittlichen Konjunkturverlauf. So wies der zyklische Abschwung der Ausfuhren anstelle des durchschnittlichen Vorlaufmusters einen Gleichlauf mit dem Abschwung des BIP auf, während der Aufschwung der Exporte dem Auf-

Abbildung 2

Ausfuhren und Investitionen – wichtigste Antriebskräfte Mitte der Neunzigerjahre

(Trendabweichung in %; vierteljährlich)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

schwung des BIP um eine höhere Anzahl an Quartalen vorausging als im durchschnittlichen Konjunkturverlauf (siehe Abbildung 2, linke Grafik). Dagegen bewegte sich die Binnennachfrage – anders als im Durchschnitt der Neunzigerjahre – nicht synchron zum BIP, sondern blieb meistens, insbesondere in der Aufschwungphase, mit zeitlicher Verzögerung hinter dem BIP zurück. Beachtenswert ist auch, dass der Hochpunkt der Zyklen der Konsumausgaben und der Beschäftigung erst Ende 1995 zu verzeichnen war, was auf eine überdurchschnittlich lange Verzögerung gegenüber dem Zyklus des realen BIP schließen lässt (siehe Abbildung 2, rechte Grafik).

Der kräftige Anstieg des effektiven Wechselkurses der meisten Währungen der Euro-Teilnehmerländer in den Jahren 1994 und 1995 war einer der Hauptgründe für den konjunkturellen Rückgang der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer, zu dem es trotz einer anhaltenden Belebung der Auslandsnachfrage kam. Das rückläufige Wachstum der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer trug offensichtlich auch zu der Abschwächung der Anlageinvestitionen zu Beginn des Jahres 1995 bei. Unterdessen konnte zu Beginn des zyklischen Abschwungs die konjunkturbedingte Expansion der Konsumausgaben dank fortlaufender Maßnahmen zur Schaffung von Arbeitsplätzen aufrechterhalten werden. Gegen Ende

des Jahres 1995 allerdings schlug der Konjunkturabschwung der Exporte und der Investitionen auch auf die Konsumausgaben und die Beschäftigung durch, was sich wiederum negativ auf die Investitionen auswirkte. Daher stagnierte die zyklische Komponente der Investitionen Mitte 1995 über einige Quartale hinweg, bevor sie ihren Rückgang 1996 weiter fortsetzte.

Die Belebung der Auslandsnachfrage und die Mitte 1996 einsetzende Abschwächung des effektiven Wechselkurses führten zu einer Verbesserung bei den Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer, die zwei bis drei Quartale früher eintrat als beim realen BIP. Die vom Exportgeschäft ausgehenden Wachstumsimpulse schufen in Verbindung mit dem Rückgang sowohl der kurzfristigen als auch der langfristigen Zinssätze wieder günstige Voraussetzungen für eine Verstärkung der Investitionen und damit auch der Beschäftigung und der Konsumausgaben.

Der Konjunkturzyklus Ende der Neunzigerjahre

Ende der Neunzigerjahre gingen die konjunkturellen Entwicklungen des BIP fast ausschließlich von Entwicklungen im Außenwirtschaftssektor aus. Die Ausfuhren in Länder außer-

halb des Eurogebiets nahmen sehr viel stärker als in den vorangegangenen Zyklen ab, wobei sich die Trendabweichung vom Hoch zum Tiefpunkt auf rund 8 Prozentpunkte vergrößerte (siehe Abbildung 3, linke Grafik), verglichen mit einer Differenz von rund 4,5 Prozentpunkten Mitte der Neunzigerjahre und von rund 2 Prozentpunkten Anfang der Neunzigerjahre. Die Binnenkonjunktur hielt sich im gesamten Zeitraum auf ihrem erreichten Niveau, wobei ihre Dynamik erst gegen Ende des Jahres 1998 etwas nachließ. Insbesondere die zyklische Komponente des privaten Verbrauchs expandierte stetig weiter (siehe Abbildung 3, rechte Grafik), während bei den Anlageinvestitionen und der Beschäftigung keine Abschwächung zu verzeichnen war. Dieses Verlaufsmuster von Konsumausgaben, Investitionen und Beschäftigung weist somit nicht den im Durchschnitt des Beobachtungszeitraums verzeichneten starken Gleichlauf zwischen diesen Variablen und dem BIP auf. Überdies war der Rückgang des BIP besonders kurz und flach.

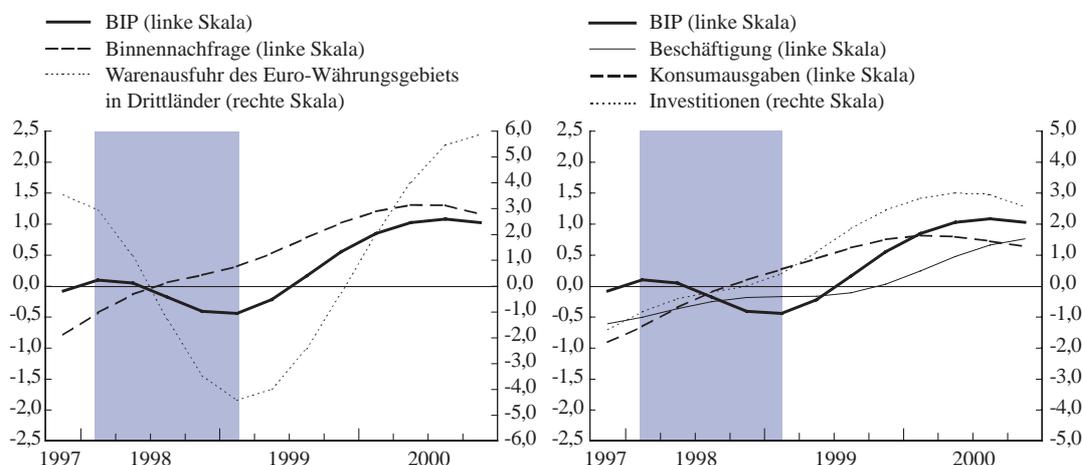
Ende 1997 machten sich die Auswirkungen der Krise in den asiatischen Schwellenländern und die finanziellen Schwierigkeiten in Russland so stark bemerkbar, dass sich das außenwirtschaftliche Umfeld deutlich verschlechter-

te. Dies hatte zur Folge, dass sich das BIP des Eurogebiets mit einer Zeitverzögerung von ein bis zwei Quartalen abschwächte. Aufgrund mehrerer Faktoren blieb die Binnennachfrage jedoch ungebrochenen kräftig. Gegenüber vorangegangenen Konjunkturabschwüngen in den Neunzigerjahren dürfte der stabilisierende Einfluss fester Wechselkurse zwischen den Ländern des Euroraums mit zur Aufrechterhaltung der Binnennachfrage beigetragen haben. Da die Gefahr einer Abwertung nicht mehr bestand, war eine mögliche Quelle der Instabilität und Unsicherheit weggefallen, die das Wachstum beispielsweise 1995 gedämpft hatte. Außerdem wurde die Binnennachfrage dadurch gestützt, dass die Zinsen 1998 und Anfang 1999, d. h. im Vorfeld und kurz nach Beginn der Währungsunion, weiter nachgaben. Zudem hing die unverminderte Robustheit der Anlageinvestitionen wahrscheinlich mit den geringen Investitionen in den Vorjahren sowie globalen Entwicklungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien zusammen. Schließlich war die weiter andauernde zyklische Expansion der privaten Konsumausgaben im Wesentlichen der robusten Beschäftigung und der Inflationsberuhigung zuzuschreiben, die zu einem unverändert hohen Niveau der Kaufkraft und des Verbrauchervertrauens beitrugen.

Abbildung 3

Große Schwankungen in der Auslandsnachfrage bei anhaltend robuster Binnen- nachfrage Ende der Neunzigerjahre

(Trendabweichung in %; vierteljährlich)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Als die Auslandsnachfrage Anfang 1999 wieder ansprang, nahmen die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets zu, und das Wachstum des realen BIP beschleunigte sich. Ausschlaggebend für den ungewöhnlich starken zyklischen Anstieg der Exporte in Länder

außerhalb des Euro-Währungsgebiets in den Jahren 1999 und 2000 waren eine außerordentlich kräftige Expansion der Weltwirtschaft und die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit infolge der weiteren Abwertung des effektiven Euro-Wechselkurses.

4 Schlussbemerkungen

Aus der Analyse der Konjunkturzyklen im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren ergibt sich eine Reihe von Durchschnittsmerkmalen. Erstens weisen die Verwendungskomponenten des BIP zumeist einen starken positiven Gleichlauf mit dem realen BIP auf, unterscheiden sich aber in Bezug auf Volatilität und Grad des synchronen Verlaufs mit dem Konjunkturzyklus. Zweitens stützen die Ergebnisse die allgemeine Auffassung, dass sich die konjunkturellen Komponenten der Beschäftigung und Arbeitslosigkeit tendenziell mit einer Zeitverzögerung zum Konjunkturzyklus bewegen. Drittens deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Industrieproduktion ein wichtiger Bestimmungsgrund der zyklischen Entwicklung des realen BIP ist.

Insgesamt bestätigt die Untersuchung der einzelnen Konjunkturzyklen in den Neunzigerjahren offenbar zum einen, dass einige Durchschnittsmerkmale regelmäßig zu beobachten sind, aber zum anderen auch, dass jeder einzelne Konjunkturzyklus von spezifischen Faktoren bestimmt wird. Einige Durchschnittsmerkmale, wie die Nachlaufeigenschaften der Arbeitsmarktvariablen, traten offensichtlich in allen Konjunkturzyklen der Neunzigerjahre in Erscheinung, während manche Variablen auch besondere Merkmale aufwiesen. So kann etwa die konjunkturbedingte Komponente des privaten Konsums, die mit einer durchschnittlichen Zeitverzögerung von einem Quartal in der Regel einen hohen Grad an Gleichlauf mit dem BIP aufweist, auch unabhängig vom Zyklus schwanken. Dies geschah

während des Konjunkturabschwungs Ende der Neunzigerjahre, als die konjunkturelle Komponente der Konsumausgaben weiter expandierte. Ein wichtiger Unterschied zwischen den Zyklen zeigte sich im Verhältnis zwischen außen- und binnenwirtschaftlicher Entwicklung. In der Regel war die Entwicklung der Auslandsnachfrage und deren Einfluss auf die Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets ein wesentlicher Auslöser zyklischer Bewegungen des realen BIP, wobei aber Tiefe und Dauer der Zyklen letztlich vom Verhalten der Binnennachfrage bestimmt wurden. So war für die Konjunkturabschwünge Anfang und Mitte der Neunzigerjahre vor allem die verhaltene Binnennachfrage und nicht eine Schwäche der Auslandsnachfrage verantwortlich. Ferner zeigte die Entwicklung Ende der Neunzigerjahre, dass Auslandsnachfrageschocks nur zu geringen zyklischen Reaktionen führen, solange sich die Entwicklung der Binnennachfrage nicht verändert.

Insgesamt hat die Analyse gezeigt, dass Durchschnittsmerkmale eine nützliche Bezugsgröße sein können, der Konjunkturzyklus aber aufgrund besonderer Ereignisse Abweichungen von seinen Durchschnittsmerkmalen aufweisen kann. Das bedeutet, dass bei der Konjunkturanalyse und der Erstellung von Prognosen besondere Umstände berücksichtigt werden müssen, die zu Abweichungen des aktuellen Konjunkturzyklus von der durchschnittlichen konjunkturellen Entwicklung führen können.

Dialog des Eurosystems mit EU-Beitrittsländern

Eine erste Gruppe von Ländern befindet sich bereits in der Endphase des EU-Beitrittsprozesses, und es wird erwartet, dass sie die Beitrittsverhandlungen bis zum Jahresende abschließen. Derzeit ist geplant, dass diese Länder nach der Ratifizierung der Beitrittsverträge im Jahr 2004 in die Europäische Union aufgenommen werden könnten. Mit dem Erwerb der EU-Mitgliedschaft treten diese Länder der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) als „Länder mit einer Ausnahmeregelung“ bei, und ihre Zentralbanken werden Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Sobald die Länder ein anhand der Maastricht-Kriterien beurteiltes Maß an dauerhafter Konvergenz erreicht haben, werden sie auch den Euro einführen, und ihre Zentralbanken werden Teil des Eurosystems.

Das Eurosystem ist in den Beitrittsprozess eingebunden, soweit seine Zuständigkeitsbereiche (d. h. zentralbankrelevante Fragen) betroffen sind. Diese Mitwirkung erfolgt in Form eines ständigen Dialogs sowohl auf politischer als auch auf technischer Ebene, der die neuen Zentralbanken auf die Integration in das ESZB und später in das Eurosystem vorbereiten soll. Dieser Dialog befasst sich mit für die Zentralbanken relevanten Grundsatzfragen, wie z. B. mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, geld- und wechselkurspolitischen Strategien, der Struktur des Finanzsektors und der Unabhängigkeit der Zentralbanken. Ferner umfasst er auch die technische Kooperation mit den Zentralbanken der Beitrittskandidaten auf vielen Gebieten, wie etwa im Zahlungsverkehr sowie in Rechts- oder Statistikfragen.

Dieser Beitrag beschreibt Struktur und Inhalt des Dialogs des Eurosystems mit den Zentralbanken der Beitrittsländer. Es wird gezeigt, dass die beitriftswilligen Länder beeindruckende Fortschritte auf dem Weg zur EU-Mitgliedschaft und zur künftigen Teilnahme an der Währungsunion gemacht haben, und es werden einige der noch anstehenden politischen Herausforderungen beleuchtet.

I Einleitung

Die zwölf Länder, die gegenwärtig Beitrittsverhandlungen mit der EU führen, sind Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik, Ungarn und Zypern. Auch die Türkei ist ein offizieller Kandidat für den Beitritt zur EU, hat jedoch noch keine Verhandlungen aufgenommen und ist daher nicht Gegenstand dieses Aufsatzes. Die Beitrittsverhandlungen sind im vergangenen Jahr ein gutes Stück vorangekommen, und der Europäische Rat von Laeken im Dezember 2001 bestätigte das Ziel, die Verhandlungen mit zehn Ländern – d. h. mit allen Kandidaten außer Bulgarien und Rumänien – bis zum Ende des laufenden Jahres abzuschließen.

Mit dem EU-Beitritt müssen die neuen Mitgliedstaaten den gesamten rechtlichen Rahmen der EU – den so genannten „gemeinschaftlichen Besitzstand“ (Acquis communautaire) – übernehmen, wobei auch Übergangsphasen ausgehandelt werden können, die

es den betreffenden Ländern gestatten, bestimmte Regelungen erst einige Zeit nach dem EU-Beitritt umzusetzen. Bisher wurden jedoch nur in wenigen Bereichen Übergangsperioden vereinbart. Zu Verhandlungszwecken wurde der gemeinschaftliche Besitzstand in 31 einzelne Kapitel unterteilt. Aus Sicht des Eurosystems – das heißt der EZB und der nationalen Zentralbanken (NZBen) des Euro-Währungsgebiets – sind die beiden wichtigsten davon das Kapitel über die Wirtschafts- und Währungsunion, zu dem auch der Grundsatz der Zentralbankunabhängigkeit zählt, und das Kapitel über den freien Kapitalverkehr. Andere besonders relevante Kapitel betreffen den Binnenmarkt, wie etwa die Kapitel über den freien Waren- und Dienstleistungsverkehr, die Freizügigkeit und die Wettbewerbspolitik. Bis Mitte Juni 2002 wurden rund drei Viertel der Kapitel für die Gruppe der Beitrittsländer vorläufig geschlossen. Die Kapitel über die WWU und den freien Kapitalverkehr wurden für alle Länder außer Rumänien geschlossen.

Das Eurosystem ist nicht unmittelbar an den Beitrittsverhandlungen beteiligt, wird aber zu Zentralbankfragen gehört. Außerdem führt das Eurosystem intensive Gespräche mit den Zentralbanken der künftigen EU-Mitgliedstaaten, um die Voraussetzungen für eine rei-

bungslose Integration zu schaffen. Im Folgenden werden die Struktur des Dialogs beschrieben und ein Überblick über einige der in diesem Rahmen besprochenen Themen gegeben.

2 Struktur des Dialogs mit den EU-Beitrittsländern

Das Gespräch mit den Beitrittskandidaten besteht vor allem aus zwei Säulen: einem politischen Dialog auf der Vorstands- und Führungsebene und einem technischen Dialog auf Expertenebene. Hauptzweck des politischen Dialogs ist der Gedankenaustausch über Themen von gemeinsamem Interesse und der Austausch von Informationen aus erster Hand über Wirtschafts- und Zentralbankfragen. Kernstück des Dialogs bilden die alljährlichen Seminare auf hoher Ebene, die von der EZB in Zusammenarbeit mit jeweils einer nationalen Zentralbank des Euroraums organisiert werden und in deren Rahmen die Präsidenten und Vorstandsmitglieder der Zentralbanken des Eurosystems und der Beitrittsländer zusammenkommen. Das erste dieser jährlichen Seminare wurde 1999 zusammen mit der finnischen Zentralbank in Helsinki veranstaltet und legte den Grundstein für den regelmäßigen politischen und technischen Dialog. Die folgenden Seminare fanden in Wien und Berlin statt und wurden gemeinsam mit der Oesterreichischen Nationalbank und der Deutschen Bundesbank organisiert. Das diesjährige Seminar soll in Zusammenarbeit mit der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique im Dezember in Brüssel veranstaltet werden.

Ferner fanden regelmäßige Sitzungen der Präsidenten und Führungskräfte der Zentralbanken einzelner Beitrittsländer und der EZB statt, bei denen sich die Gespräche auf ähnliche Grundsatzfragen wie bei den oben erwähnten Seminaren konzentrierten, nämlich auf die geld- und wechselkurspolitischen Strategien, den Desinflationsprozess, die Folgen der Konvergenz der Realeinkommen und die Umsetzung der Zentralbankunabhängigkeit. Diese Treffen ermöglichten einen eingehenden

deren Gedankenaustausch über den Beitrittsprozess und stellten oftmals die Weichen für technische Gespräche auf Expertenebene.

Der technische Dialog soll die Vorbereitungsarbeiten der Zentralbanken der Beitrittsländer aus technischer und operationaler Sicht unterstützen, damit sie sich reibungslos in das ESZB integrieren können. Er dient auch dazu, die Zentralbanken mit dem funktionalen und operationalen Rahmen des ESZB vertraut zu machen. Der technische Dialog umfasst unterschiedliche Aktivitäten: Fachseminare und Workshops, bilaterale Sitzungen auf Expertenebene, Schulungen, Fachaufenthalte sowie bestimmte Maßnahmen zur technischen Unterstützung. Dabei legt die EZB besonderen Wert auf multilaterale Aktivitäten, die alle Zentralbanken der Beitrittsländer einbeziehen (z. B. Seminare), während sich die NZBen in erster Linie auf die bilaterale und individuell abgestimmte technische Zusammenarbeit mit einzelnen Zentralbanken konzentrieren. Am technischen Dialog sind alle NZBen beteiligt, wobei einige in äußerst aufwendige mehrjährige Partnerschaftsprogramme mit den Zentralbanken einiger Beitrittsländer eingebunden sind, während andere eine Vielzahl von Workshops und Schulungen durchführen.

Der technische Dialog befasst sich mit einem breiten Spektrum operationaler Fragen, die den Zahlungsverkehr, den rechtliche Rahmen, Statistiken, den geldpolitischen und operationalen Rahmen, die Euro-Banknoten und die Informationstechnologie betreffen. Vielfach haben die Fachleute der Zentralbanken des Eurosystems und der Beitrittsländer gemeinsame Analysen zu bedeutenden Themen durchgeführt, wie etwa zum Stand der recht-

lichen Vorbereitungen für die EU-Mitgliedschaft, zu Zahlungsverkehrssystemen und zum statistischen Rahmen.

Neben dem selbst initiierten Dialog ist das Eurosystem auch am wirtschaftspolitischen Dialog zwischen der EU und den Beitrittsländern beteiligt, der Anfang 2001 vom ECOFIN-Rat eingerichtet wurde und von der Europäischen Kommission koordiniert wird. Obwohl der wirtschaftspolitische Dialog nicht Teil der EU-Beitrittsverhandlungen ist, zielt er darauf ab, den Beitrittsprozess in der Her-

anführungsphase durch einen Gedankenaustausch zwischen den EU-Institutionen und den Beitrittsländern über Themen der Wirtschaftspolitik und der Finanzmarktstabilität zu fördern. Er soll ferner die Beitrittsländer an die EU-Verfahren der gegenseitigen Überwachung heranführen, denen sie als EU-Mitglieder unterworfen sein werden. Der von der EU eingeleitete wirtschaftspolitische Dialog findet auf Ministerebene und auf der Ebene des Wirtschafts- und Finanzausschusses in Form von jeweils zwei Sitzungen pro Jahr statt.

3 Ausgewählte Themen des Dialogs

Im Rahmen des Dialogs mit den Beitrittsländern ist eine Vielzahl von politischen und technischen Aspekten ausführlich behandelt worden. Die wichtigsten Themen waren: 1) die realwirtschaftliche Konvergenz, 2) die Inflationsentwicklung, 3) geld- und wechsel-

kurspolitische Strategien, 4) die Struktur und Funktionsweise des Finanzsektors, 5) die Unabhängigkeit der Zentralbank und 6) die technische Zentralbank-Kooperation. Diese werden in den folgenden Abschnitten genauer untersucht.

Tabelle I
Eckdaten zu den Beitrittsländern (2001)

	Bevölkerung (in Mio)	Fläche (in 1000 km ²)	Nominales BIP (in Mrd €)	Pro-Kopf- BIP ¹⁾ (in €)	Pro-Kopf-BIP (in % des Durchschnitts für das Euro-Wäh- rungsgebiet) ^{1) 2)} 1995	Pro-Kopf-BIP (in % des Durchschnitts für das Euro-Wäh- rungsgebiet) ¹⁾ 2001
Bulgarien	8,5	111	15	6 087	25	26
Estland	1,4	45	6	9 406	30	40
Lettland	2,4	65	8	7 021	24	30
Litauen	3,7	65	13	7 517	27	32
Malta	0,4	0	4	13 372	49	58
Polen	38,6	323	197	8 905	36	38
Rumänien	22,4	238	44	6 050	32	26
Slowakei	5,4	49	22	10 995	46	47
Slowenien	2,0	20	21	16 240	64	70
Tschechische Republik	10,3	79	63	14 016	62	60
Ungarn	10,0	93	57	12 208	45	53
Zypern	0,6	9	10	20 028	83	88
Insgesamt ³⁾	105,6	1 097	461	9 126	38	39
Griechenland	10,6	132	130	16 432	62	71
Portugal	10,4	92	123	16 622	57	72
Spanien	40,0	506	650	19 964	70	86
Euro-Währungsgebiet ³⁾	303,0	2 508	6 811	23 227	100	100

Quellen: EZB, Europäische Kommission, Eurostat, Weltbank und World Economic Outlook des IWF.

1) Gemessen an der Kaufkraftparität.

2) Bei Griechenland, Portugal und Spanien beziehen sich die Angaben auf das Jahr ihres EU-Beitritts, d. h. auf 1981 (Griechenland) und 1986 (Portugal und Spanien).

3) Gewichteter Durchschnitt, außer Spalten 1, 2 und 3.

Realwirtschaftliche Konvergenz

Obwohl die Bevölkerungszahl der Beitrittsländer mit insgesamt mehr als 100 Millionen hoch ist, ist das wirtschaftliche Gewicht dieser Länder im Vergleich zum Euro-Währungsgebiet gering (siehe Tabelle 1). Im Jahr 2001 belief sich das aggregierte nominale BIP auf etwa 460 Mrd € und entsprach damit knapp 7 % des BIP des Euroraums. Pro Kopf betrug das durchschnittliche BIP rund 4 400 € zu den aktuellen Wechselkursen und rund 9 100 € gerechnet in Kaufkraftparitäten, was etwa 20 % bzw. 40 % des Durchschnitts des Euroraums entspricht. Im Vergleich dazu betrug das Einkommensniveau Griechenlands, Portugals und Spaniens (zu Kaufkraftparitäten) zum Zeitpunkt des Beitritts dieser Länder etwa 60 % bis 70 % des EU-Durchschnitts.

Angesichts des großen Einkommensgefälles zwischen den Beitrittsländern und dem Euroraum stehen Themen im Zusammenhang mit der realwirtschaftlichen Konvergenz im Mit-

telpunkt des politischen Dialogs. Obgleich Unterschiede im Einkommensniveau sowie verschiedene Wirtschaftsstrukturen grundsätzlich mit einer schließlich erfolgenden Teilnahme an der Währungsunion vereinbar sein können, ist eine fortschreitende realwirtschaftliche Annäherung an das Euro-Währungsgebiet – in Bezug auf das Pro-Kopf-Einkommen und die Wirtschaftsstrukturen – wünschenswert. Dies verstärkt den wirtschaftlichen Zusammenhalt innerhalb der WWU, fördert das Zusammenwachsen der Mitgliedstaaten und trägt zur Minderung der Risiken und Auswirkungen asymmetrischer Schocks bei.

In diesem Zusammenhang hat das Eurosystem betont, dass die reale Konvergenz nicht zulasten der nominalen Konvergenz vorangetrieben werden sollte, sondern beide gleichzeitig erfolgen sollten, wobei unter Letzterer die allmähliche Rückführung der Inflationsraten auf ein mit Preisstabilität zu vereinbarendes Niveau zu verstehen ist. Indem die bei-

Tabelle 2
BIP-Wachstumsraten
(in %)

	Bulgarien	Estland	Lettland	Litauen	Malta	Polen	Rumänien
1995	2,9	4,6	-0,8	3,3	6,2	7,6	7,1
1996	-10,1	4,0	3,3	4,7	4,0	6,0	3,9
1997	-7,0	10,4	8,6	7,3	4,9	6,8	-6,1
1998	3,5	5,0	3,9	5,1	3,4	4,8	-4,8
1999	2,4	-0,7	1,1	-3,9	4,1	4,1	-1,2
2000	5,8	6,9	6,8	3,8	5,2	4,0	1,8
2001	4,2	5,4	7,6	5,9	-1,0	1,1	5,3
Durchschnitt 1995-2001	0,2	5,1	4,4	3,7	3,8	4,8	0,9
2002 ²⁾	4,0	4,0	5,0	4,0	3,9	1,4	4,2
	Slowakei	Slowenien	Tschechische Republik	Ungarn	Zypern	Insgesamt ¹⁾	Euro-Währungsgebiet
1995	6,7	4,1	5,9	1,5	6,1	5,6	2,2
1996	6,2	3,5	4,3	1,3	1,9	3,9	1,4
1997	6,2	4,6	-0,8	4,6	2,4	3,2	2,3
1998	4,1	3,8	-1,2	4,9	5,0	2,7	2,9
1999	1,9	5,2	-0,4	4,2	4,5	2,5	2,7
2000	2,2	4,6	2,9	5,2	5,1	3,9	3,5
2001	3,3	3,0	3,6	4,6	3,7	3,0	1,5
Durchschnitt 1995-2001	4,4	4,1	2,0	3,7	4,1	3,5	2,4
2002 ²⁾	3,6	3,1	3,4	3,5	2,5	2,8	0,9-1,5

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB.

1) Durchschnitt (gewichtet mit dem BIP von 1995).

2) Projektionen (der Europäischen Kommission für die Beitrittsländer und der EZB für das Euro-Währungsgebiet).

trittswilligen Länder die reale Konvergenz mithilfe von Strukturreformen vorantreiben – wodurch sich die Wachstumsaussichten und die Angebotsseite der Volkswirtschaften aufgrund einer höheren Flexibilität der Güter und Arbeitsmärkte verbessern –, können sie den Prozess der nominalen Konvergenz sogar beschleunigen. Ebenso würden die Länder durch das Vorantreiben der nominalen Konvergenz, eine Stabilisierung der Inflationserwartungen und eine Verringerung der Inflationsneigung die Aussichten für das Wirtschaftswachstum verbessern und somit die reale Konvergenz voranbringen.

Die Konvergenz der Realeinkommen ging in den letzten Jahren allerdings recht langsam vonstatten. Seit 1995 waren die Jahreswachstumsraten des realen BIP in den Beitrittsländern zusammengenommen zumeist höher als im Euroraum, wobei die Differenz in der Regel gering ausfiel (siehe Tabelle 2). So belief sich der Unterschied in den Jahren 2000 und 2001 auf 0,4 bzw. 1,5 Prozentpunkte (nachdem er in den beiden vorangegangenen Jahren sogar leicht negativ gewesen war). Diese Entwicklung beruht darauf, dass die Reformmaßnahmen in einigen Ländern, z. B. Bulgarien und Rumänien, noch nicht abgeschlossen sind, sowie auf den Auswirkungen von Krisen im In- und Ausland wie etwa in Bulgarien, Rumänien und der Tschechischen Republik zwischen 1996 und 1999 oder der Krise in Russland im Jahr 1998. Allein das Ausmaß des Einkommensgefälles deutet darauf hin, dass die Einkommenskonvergenz selbst bei größeren Wachstumsdifferenzen erst lange nach dem Beitritt zur EU bzw. zur Währungsunion erreicht werden könnte.

Bemerkenswert ist, dass sich hinter dem Gesamtbild der Einkommenskonvergenz beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Beitrittsländern verbergen. Das Pro-Kopf-Einkommen (gemessen an der Kaufkraftparität) bewegte sich im Jahr 2001 zwischen 26 % (des Euroraum-Durchschnitts) in Bulgarien und 88 % in Zypern (siehe Tabelle 1). Auch die Dynamik der Konvergenz ist von Land zu Land sehr unterschiedlich: So hat sich beispielsweise in Estland, Malta und

Ungarn das Einkommensgefälle zum Euro-Währungsgebiet seit 1995 um etwa 10 Prozentpunkte verringert, während in anderen Ländern diesbezüglich keine Fortschritte oder sogar Rückschritte verzeichnet wurden.

Realwirtschaftliche Konvergenz bedeutet jedoch nicht nur einen Aufholprozess hinsichtlich des Einkommensniveaus, sondern auch die Angleichung der volkswirtschaftlichen Strukturen der Beitrittskandidaten an jene im Euro-Währungsgebiet sowie die Errichtung geeigneter Institutionen und die Einführung internationaler optimaler Verfahren in einer Reihe von Bereichen (Wettbewerbspolitik, Corporate Governance, Finanzvorschriften usw.). Es ist ermutigend zu sehen, dass die Beitrittsländer in diesen Bereichen große Fortschritte erzielt haben. So lässt sich beispielsweise am Transformationsindikator der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) ablesen, dass aus ihnen mittlerweile insgesamt nahezu gut funktionierende Marktwirtschaften geworden sind (siehe Abbildung 1). Dieser Indikator fasst den Stand der Reformen bei der Privatisierung und Umstrukturierung von Unternehmen, der Anpassung der Märkte und Handelssysteme und der Reform des Finanzsektors zusammen. Die meisten Fortschritte weisen die Beitrittsländer in den ersten beiden Bereichen auf, was auf Privatisierungsmaßnahmen, Preisliberalisierung und Reformen des Handels und Devisensystems zurückzuführen ist. Im Gegensatz dazu verbleibt noch eine Reformagenda im Hinblick auf Finanzinstitute, was insbesondere der noch ausstehenden Umstrukturierung der Wertpapiermärkte und Finanzinstitute (ohne Banken) zuzuschreiben ist.

Darüber hinaus ergibt sich aus der realen Konvergenz eine stärkere Integration der Volkswirtschaften in das Euro-Währungsgebiet. Auch hier war der Fortschritt größer als das Einkommensgefälle erwarten lässt: Aufgrund der Verbindungen in den Bereichen Handel und Finanzwesen sowie der gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Stabilität sind die Volkswirtschaften erheblich stärker in den Euroraum integriert als noch vor einigen Jah-

ren. Die Beitrittsländer blieben zum Beispiel auch aus diesem Grund von den jüngsten Krisen in den aufstrebenden Marktwirtschaften Argentiniens und der Türkei weitgehend unberührt.

Es sind jedoch nach wie vor weitere Fortschritte bei den Strukturreformen notwendig, damit der Reformprozess abgeschlossen und das Wirtschaftswachstum und der Konvergenzprozess gefördert werden können. Die Beitrittskandidaten müssen insbesondere auch weiterhin die Preise liberalisieren, Eigentumsrechte gewährleisten, die Corporate Governance verbessern und die Übertragung von Entscheidungsbefugnissen von staatlichen Einrichtungen auf die Marktteilnehmer ermöglichen. Zudem tragen Strukturreformen im Unternehmens- und Finanzsektor zur Verbesserung des Investitionsklimas, zur Förderung solider Geschäftspraktiken und zur Verstärkung der Finanzmarktstabilität bei. Schließlich sind auch Arbeitsmarktreformen vonnöten, um die angebotsseitigen Bedingungen zu verbessern, vor allem angesichts des starken Anstiegs der Arbeitslosenquoten, der in den letzten Jahren in einigen Ländern zu beobachten war.

Inflationsentwicklung

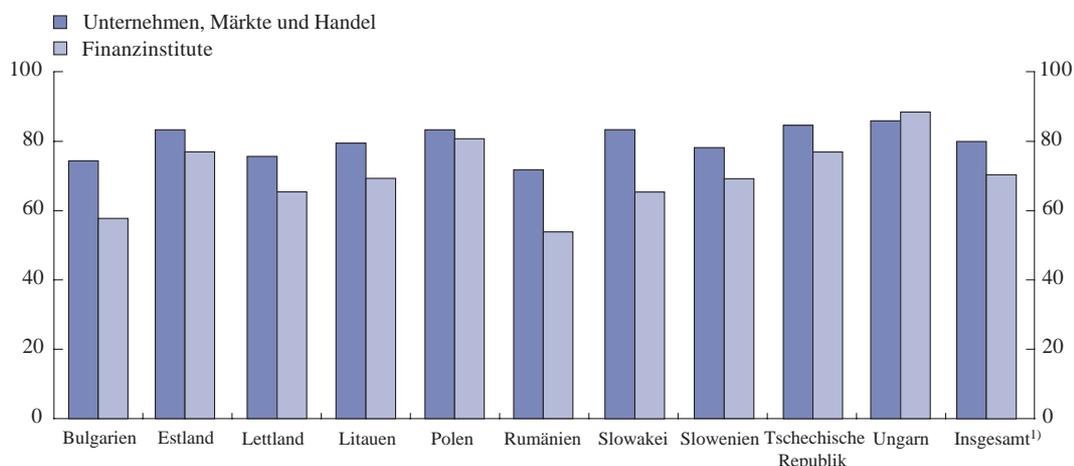
In den vergangenen Jahren haben die Beitrittsländer signifikante Fortschritte bei der Inflationseindämmung verbucht, und die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Staaten haben sich ebenfalls deutlich verringert (siehe Abbildung 2). In einigen Fällen ist die Teuerung von Raten im zweistelligen Bereich oder sogar einer Hyperinflation auf ein relativ niedriges Niveau gesunken, da makroökonomische Stabilisierungsprogramme – oftmals mithilfe externer Anker – erfolgreich umgesetzt wurden. Abgesehen von Rumänien erzielten alle zukünftigen Mitgliedstaaten im Jahr 2001 einstellige Inflationsraten (siehe Tabelle 3). Trotz dieses Fortschritts lagen die Preissteigerungsraten im Jahr 2001 mit durchschnittlich etwa 9 % nach wie vor deutlich über den Raten im Euroraum, obgleich für das laufende Jahr ein weiterer Rückgang erwartet wird.

Seit Beginn des politischen Dialogs steht die Preisentwicklung im Mittelpunkt der Gespräche. Angesichts des Ziels der Euro-Einführung und der notwendigen vorherigen Erfüllung der Maastricht-Kriterien sind die Inflationsentwicklung und die nominale Annäherung an den Euroraum weiterhin die Kernthemen der Gespräche.

Abbildung 1

EBWE-Transformationsindikatoren – 2001

(Index: 100 = gut funktionierende Marktwirtschaft)



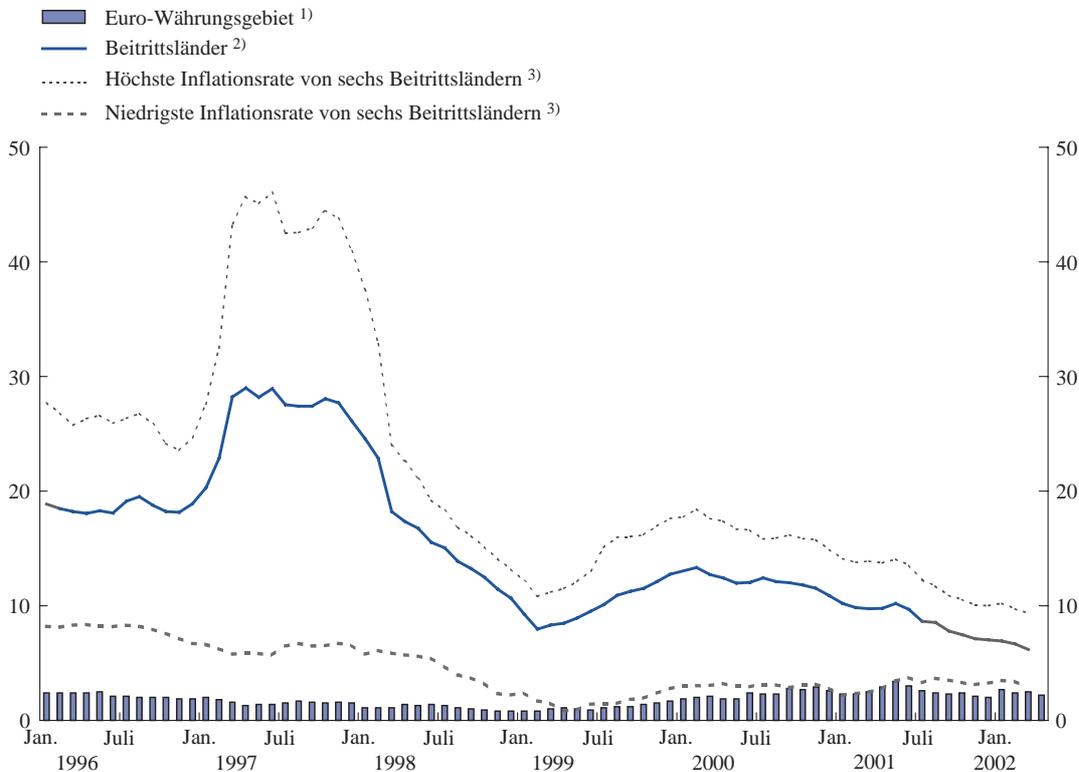
Quellen: EBWE und EZB-Berechnungen.

1) Ungewichteter Durchschnitt.

Abbildung 2

Anstieg der Verbraucherpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Eurostat und International Financial Statistics des IWF.

1) Teuerung nach dem HVPI.

2) Durchschnitt (gewichtet mit dem BIP von 1996). Von Januar 1996 bis Januar 1998 ohne Bulgarien.

3) Ungewichteter Durchschnitt der sechs Beitrittsländer mit den höchsten und niedrigsten Inflationsraten. Von Januar 1996 bis Januar 1998 ohne Bulgarien.

Die allmähliche Inflationsenkung auf Raten, die eher denen des Euroraums entsprechen, bleibt eine wichtige Aufgabe. Sie ermöglicht insbesondere eine Förderung der wirtschaftlichen Voraussetzungen für die Preisstabilität. Dennoch ist der Übergang von moderaten zu niedrigen Inflationsraten immer noch eine Herausforderung, wie die kurze Unterbrechung des Inflationsabbaus im Jahr 2000 gezeigt hat. Eine Reihe von Faktoren hat zu den anhaltenden Inflationsdifferenzen zwischen den Beitrittsländern und dem Euroraum beigetragen. Einige davon hängen mit dem Reformprozess zusammen und sind vor allem auf die Auswirkungen der laufenden Preisliberalisierung und Deregulierung zurückzuführen. Darüber hinaus haben auch an historische Zeitreihen ge-

bundene Nominallohnsteigerungen, verfestigte Inflationserwartungen sowie eine expansive Geld- und Fiskalpolitik zeitweise zum Inflationsdruck beigetragen. In dieser Hinsicht gibt die haushaltspolitische Fehlentwicklung, die kürzlich in Polen, der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn beobachtet wurde, Anlass zur Sorge, da sie die hart erarbeiteten Stabilisierungserfolge gefährden könnte.

Neben den oben genannten Faktoren wurde der Balassa-Samuelson-Effekt oftmals als einer der Hauptgründe für die Inflationsdifferenzen angeführt, da sich der im Vergleich zum Euroraum höhere Produktivitätszuwachs in den Beitrittsländern in einer gestiegenen

Tabelle 3**Anstieg der Verbraucherpreise***(Veränderung in %, Durchschnitt des Berichtszeitraums)*

	Bulgarien	Estland	Lettland	Litauen	Malta	Polen	Rumänien
1995	62,1	28,8	25,0	39,7	4,0	28,1	32,2
1996	121,6	23,1	17,6	24,6	2,5	19,8	38,8
1997	1 058,4	10,6	8,4	8,9	3,1	15,1	154,8
1998	18,7	8,2	4,7	5,1	2,4	11,7	59,1
1999	2,6	3,3	2,4	0,8	2,1	7,3	45,8
2000	10,3	4,0	2,7	1,0	2,4	10,1	45,7
2001	7,4	5,7	2,5	1,2	2,9	5,5	34,5
2002 ²⁾	7,5	4,1	3,0	2,7	2,6	4,0	26,0

	Slowakei	Slowenien	Tschechische Republik	Ungarn	Zypern	Insgesamt ¹⁾	Euro-Währungsgebiet ³⁾
1995	9,9	12,6	9,2	28,3	2,6	24,3	2,4
1996	5,8	9,7	8,8	23,4	3,0	22,7	2,2
1997	6,1	9,1	8,5	18,3	3,6	68,5	1,6
1998	6,7	8,6	10,6	14,2	2,2	16,1	1,1
1999	10,6	6,6	2,1	10,0	1,6	10,5	1,1
2000	12,0	10,8	3,9	9,8	4,1	12,5	2,3
2001	7,3	9,4	4,7	9,2	2,0	9,1	2,5
2002 ²⁾	4,1	7,5	3,9	5,2	3,1	6,7	2,1-2,5

Quellen: EZB, *International Financial Statistics des IWF* und *Europäische Kommission*.

1) Durchschnitt (gewichtet mit dem BIP von 1995).

2) Projektionen (der Europäischen Kommission für die Beitrittsländer und der EZB für das Euro-Währungsgebiet).

3) Teuerung nach dem HVPI.

Inflation niederschlug, vor allem in den Ländern mit festen Wechselkursen.¹ Es gibt tatsächlich Anzeichen dafür, dass dieser Effekt in Beitrittsländern existiert und an Bedeutung gewinnen könnte, sofern sich der zukünftige Produktivitätszuwachs beispielsweise aufgrund des EU-Beitritts beschleunigt. Allerdings deuten die meisten empirischen Studien darauf hin, dass der Balassa-Samuelson-Effekt nur teilweise für die in den letzten Jahren verzeichneten Inflationsdifferenzen zum Euro-Währungsgebiet verantwortlich sein kann.²

Geld und wechsellkurspolitische Strategien

Geld und wechsellkurspolitische Strategien sind regelmäßig Gegenstand des Dialogs zwischen dem Eurosystem und den Zentralbanken der Beitrittsländer. Die Gespräche konzentrieren sich beispielsweise auf die Rolle der Geld- und Wechselkurspolitik bei der Erreichung gesamtwirtschaftlicher Stabilität und auf den Umgang mit umfangreichen und

volatilen Kapitalströmen. Einen weiteren Schwerpunkt des Dialogs bilden Themenbereiche im Zusammenhang mit der zukünftigen Teilnahme am Wechselkursmechanismus (WKM II), darunter auch die Vereinbarkeit aktueller Wechselkurssysteme mit dem WKM II.

1) Der Balassa-Samuelson-Effekt entsteht, wenn das Produktivitätswachstum bei den handelbaren Gütern höher als bei den nicht handelbaren Gütern ist (was für gewöhnlich der Fall ist), wodurch die relativen Preise der nicht handelbaren Güter ansteigen. Ein Produktivitätsanstieg im Sektor der handelbaren Güter treibt tendenziell die Löhne in diesem Sektor in die Höhe, wodurch – unter der Annahme, dass der Faktor Arbeit über alle Sektoren hinweg mobil ist – auch die Löhne im Sektor der nicht handelbaren Güter ansteigen. Da dieser Anstieg jedoch nicht von einem Anstieg der Produktivität begleitet wird, kommt es zu einer Erhöhung der Kosten und Preise im Sektor der nicht handelbaren Güter und damit auch zu einem Anstieg des Gesamtpreisindex.

2) Siehe auch O. Arratibel, D. Rodriguez Palenzuela und C. Thimmann, „Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a new Keynesian perspective“, Diskussionspapier 132 der EZB, 2002; M. De Broeck und T. Slok, „Interpreting real exchange rate movements in transition countries“, Diskussionspapier WP/01/156 des IWF, 2001; R. Corker und R. van Elkan, „Exchange rate regimes in selected advanced transition economies“, IWF, SMI/00/43, 2000; A. Simon und M. Kovacs, „Components of the real exchange rate in Hungary“, Diskussionspapier 1998/3 der ungarischen Nationalbank, 1998.

Da alle Beitrittsländer als kleine offene Volkswirtschaften betrachtet werden können, haben sich die Gespräche weitgehend auf Wechselkursstrategien konzentriert. Im Allgemeinen haben die Wechselkursstrategien den wirtschaftspolitischen Gesamtrahmen und die im jeweiligen Land herrschenden wirtschaftlichen Bedingungen berücksichtigt. Die meisten Reformländer entschieden sich im frühen Stadium des Reformprozesses für eine feste bzw. streng kontrollierte Anbindung an eine Ankerwährung, da Festkurssysteme als effektives Mittel zur Stabilisierung der Inflationserwartungen galten. Seit Mitte der Neunzigerjahre sind einige Länder allmählich zu flexibleren Wechselkurssystemen übergegangen. Mit Ausnahme der Tschechischen Republik und der Slowakei (1997/98) hing dieser Systemwechsel nicht mit Währungskrisen zusammen, sondern ergab sich vielmehr aus einem zukunftsgerichteten Ansatz, welcher der Veränderung der wirtschaftlichen Bedingungen und Gegebenheiten, einschließlich der zunehmenden Kapitalströme, Rechnung trug.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfolgen die Beitrittsländer unterschiedliche Wechselkursstrategien, die das gesamte Spektrum von Currency-Boards bis hin zu frei schwankenden Währungen abdecken (siehe Tabelle 4). Bulgarien, Estland und Litauen haben ein Euro-Currency-Board, Lettland und Malta unterhalten eine konventionelle Anbindung an einen Währungskorb, und Ungarn und Zypern haben eine einseitige Bindung an den WKM II (mit einem offiziellen Leitkurs und einer Schwankungsbreite von $\pm 15\%$), während Rumänien, die Slowakei und Slowenien ein System des kontrollierten Floating und Polen und die Tschechische Republik ein Regime eines frei schwankenden Wechselkurses eingeführt haben.

In den vergangenen Jahren nahm die Bedeutung des Euro als wichtigste Referenzwährung in Systemen, die auf einer festen Anbindung oder einem kontrollierten Floating basieren, stetig zu. Dies war darauf zurückzuführen, dass sich die Anbindungen auf den Euro verlagert haben oder darauf, dass es zu Verschiebungen hin zu Systemen des kon-

trollierten Floating gekommen ist, bei denen der Euro die vorherrschende Referenzwährung ist. Diese Verschiebungen gingen mit der wachsenden Handels- und Finanzintegration der Beitrittsländer in den Euroraum einher sowie mit den institutionellen Anforderungen im Hinblick auf das Ziel der Euro-Einführung. Das jüngste Beispiel für die wachsende Bedeutung des Euro ist Litauen, das seine Währung seit Februar 2002 nicht mehr an den US-Dollar, sondern an den Euro bindet.

Die geldpolitischen Strategien der Beitrittsländer unterscheiden sich ebenfalls stark voneinander. Länder mit einem Festkurssystem müssen ihre Geldpolitik offenbar auf das Wechselkurziel ausrichten. Andere verfolgen voll entwickelte Strategien direkter Inflationsziele (Polen und die Tschechische Republik), wohingegen Ungarn eine solche Strategie mit einem Wechselkurssystem mit Bindung an den WKM II kombiniert. Sloweniens geldpolitische Strategie beinhaltet Zielsetzungen für Geldmengenaggregate.

Die geld- und wechselkurspolitischen Strategien der Beitrittsländer haben insgesamt wesentlich zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität und Desinflation beigetragen, die Inflationserwartungen stabilisiert und damit den erforderlichen Rahmen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum geschaffen. Dennoch zeigten alle Strategien auch Schwachstellen, zum Beispiel bargen sie Risiken für die internationale Wettbewerbsfähigkeit und Schwierigkeiten bei der Steuerung zunehmender und volatiler Kapitalströme sowie der Einhaltung von Inflationszielen. In diesem Zusammenhang haben strukturelle Schocks die Durchführung der Geldpolitik, darunter die Verfolgung von Strategien direkter Inflationsziele, zusätzlich erschwert.

Darüber hinaus hatten einige Beitrittsländer Schwierigkeiten, ein angemessenes Gleichgewicht zwischen Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik zu finden. So kam es in Polen, der Slowakei, der Tschechischen Republik und Ungarn in den vergangenen Jahren zu ernsthaften haushaltspolitischen Fehlentwicklungen.

Tabelle 4
Geld- und wechsellkurspolitische Strategien in den Beitrittsländern

	Wechselkurssystem ¹⁾	Währung	Merkmale
Currency-Board			
Bulgarien	Euro-Currency-Board	Lew	1997 eingeführt
Estland	Euro-Currency-Board	Estnische Krone	1992 eingeführt
Litauen	Euro-Currency-Board	Litas	1994 eingeführt, zunächst am US-Dollar und ab Februar 2002 am Euro ausgerichtet
Konventionelle feste Währungsanbindung			
Lettland	Anbindung an das SZR	Lats	Schwankungsbreite ± 1 %
Malta	Anbindung an einen Währungskorb	Maltesische Lira	Währungskorb (Euro, US-Dollar, Pfund Sterling) Schwankungsbreite ± 0.25 %
Einseitige Bindung an den WKM II			
Ungarn	Anbindung an den Euro mit einer Schwankungsbreite von ± 15 %	Forint	Wechselkurs verbunden mit einem direkten Inflationsziel von 2,5 % – 4,5 % bis Ende 2003
Zypern	Anbindung an den Euro mit einer Schwankungsbreite von ± 15 %	Zypern-Pfund	
Kontrolliertes Floating			
Rumänien	Kontrolliertes Floating	Leu	Währungskorb (US-Dollar, Euro) wird inoffiziell als Bezugsgröße verwendet
Slowakei	Kontrolliertes Floating	Slowakische Krone	
Slowenien	Kontrolliertes Floating	Tolar	Geldmengenziel: Euro wird inoffiziell als Bezugsgröße verwendet
Unabhängiges Floating			
Polen	Frei schwankender Wechselkurs	Zloty	Direktes Inflationsziel von 2 % – 4 % bis Ende 2003
Tschechische Republik	Frei schwankender Wechselkurs	Tschechische Krone	Direktes Inflationsziel von 2 % – 4 % bis Ende 2005

Quellen: IWF und nationale Zentralbanken.

1) IWF-Klassifikation.

gen, und einige dieser Länder erlitten auch Rückschläge bei den Strukturreformprogrammen. Diese Entwicklungen machten zeitweise eine stärkere Straffung der geldpolitischen Zügel erforderlich.

Die meisten Länder haben ihre Wechselkursregime schon vor ihrer Teilnahme am WKM II, bei dem der Euro die einzige Referenzwährung ist, angepasst. So genannte „crawling pegs“ (Wechselkursanpassungen in kleinen Schritten), frei schwankende Wechselkurse und Anbindungen an Nicht-Euro-Währungen sind mit dem WKM II unvereinbar. Currency-Boards werden von der EZB nicht als Ersatz für die Teilnahme am WKM II

betrachtet, das heißt, Länder, die ein Currency-Board eingerichtet haben, müssen zwei Jahre am WKM II teilgenommen haben, bevor sie den Euro einführen können. Allerdings kann bei Ländern mit einem als tragfähig eingestuften Currency-Board-System auf Euro-Basis von einem zweifachen Wechsel ihres Wechselkurssystems abgesehen werden (so genannter „double regime shift“), d. h. davon, dass sie ihre Währung erst innerhalb des WKM II frei schwanken lassen und sie später wieder an den Euro binden müssen. Somit könnten diese Länder mit einem Currency-Board als einseitige Bindung am WKM II teilnehmen und die Disziplin innerhalb des WKM II verstärken. Die EZB hat jedoch be-

tont, dass diese Frage von Fall zu Fall entschieden wird und dass eine *Übereinkunft* über den Leitkurs gegenüber dem Euro erzielt werden muss.

Struktur und Funktionsweise des Finanzsektors

Obwohl die Finanzsektoren der Beitrittsländer in den letzten zehn Jahren grundlegende Änderungen erfahren haben, können sie nach wie vor als nicht vollständig entwickelt eingestuft werden. Mit Ausnahme von Malta und Zypern, die keine Transformationsländer sind, waren die meisten Länder anfangs durch Monobank-Systeme und praktisch nicht existente Kapitalmärkte gekennzeichnet. Selbst heute sind die meisten Finanzsysteme immer noch dadurch charakterisiert, dass die Finanzintermediation nicht sehr ausgeprägt ist, der Bankensektor ein größeres Gewicht als die Kapitalmärkte hat, ein hoher Grad an ausländischen Beteiligungen existiert und dass in vielen Marktsegmenten nur ein begrenztes Maß an Liquidität vorhanden ist.

Die Kehrseite des dominanten Bankensektors besteht darin, dass der Nichtbanken-

Finanzsektor in den meisten Beitrittsländern nicht sehr entwickelt ist. Die inländischen Kapital- und Aktienmärkte sind oftmals beschränkt und durch geringe Liquidität und Sekundärmarktaktivität gekennzeichnet. So belief sich die Börsenkapitalisierung in den Beitrittsländern im Jahr 2001 beispielsweise auf 16 % des BIP, verglichen mit 72 % im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle 5). Der Bankensektor wiederum ist in den meisten Ländern vorwiegend durch ausländische Beteiligungen geprägt; in Bulgarien, Estland und der Tschechischen Republik beispielsweise befindet er sich fast vollständig im Auslandsbesitz. Ausländische Investoren spielen auch in anderen Marktsegmenten eine entscheidende Rolle, zum Beispiel am Devisen-, Aktien- und Anleihemarkt, und große inländische Firmen beschaffen sich ihre Finanzierungsmittel oftmals bei Banken und Kapitalmärkten im Ausland.

Während der Bankensektor in den meisten Ländern als generell stabil und gut kapitalisiert betrachtet werden kann, spielt die Finanzintermediation nach wie vor eine nur geringe Rolle, selbst in jenen Ländern, deren Finanzmärkte am weitesten entwickelt sind (Polen, Tschechische Republik und Ungarn). Das Ver-

Tabelle 5
Struktur des Finanzsektors in den Beitrittsländern

	Bankbilanzsumme ¹⁾ (in % des BIP)	Inländische Kreditvergabe ²⁾ (in % des BIP)	Kredite an den Staatssektor ²⁾ (in % der inländischen Kreditvergabe)	Kredite an den privaten Sektor ²⁾ (in % der inländischen Kreditvergabe)	Börsenkapitalisierung ¹⁾ (in % des BIP)
Bulgarien	44	21	29	71	4
Estland	72	43	4	96	27
Lettland	77	25	21	79	9
Litauen	32	18	34	66	10
Malta	224	147	20	80	37
Polen	66	39	34	66	14
Rumänien	30	13	40	60	3
Slowakei	96	67	54	46	19
Slowenien	79	56	30	70	30
Tschechische Republik	126	61	20	80	16
Ungarn	61	42	22	78	19
Zypern	249	137	13	87	69
Insgesamt	76	44	29	71	16
Euro-Währungsgebiet	265	135	21	79	72

Quellen: EZB, *International Financial Statistics des IWF, nationale Stellen und Internationaler Börsenverband.*

1) Stand: Ende 2001.

2) Stand: Ende 2000.

hältnis der Bankbilanzsumme zum BIP und das Verhältnis der inländischen Kredite zum BIP belaufen sich auf lediglich etwa ein Viertel bzw. ein Drittel der jeweiligen Quote im Euroraum. In anderen Marktsegmenten wie dem Devisen-, dem Geld-, dem Anleihe- und dem Aktienmarkt ist das Liquiditätsniveau ebenfalls relativ niedrig.

Der Dialog mit den Zentralbanken der zukünftigen Mitgliedstaaten konzentriert sich darauf, wie wichtig es ist, die Finanzsektoren – einschließlich der Zahlungssysteme – weiterzuentwickeln, ohne die erzielte Finanzmarktstabilität aufs Spiel zu setzen. Fundierte und gut funktionierende Bankensektoren, Kapitalmärkte und Zahlungssysteme sind eine entscheidende Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik, da sie dazu beitragen, den geldpolitischen Transmissionsprozess zu stärken. Die Weiterentwicklung des Finanzsektors könnte auch zum Prozess der realen Konvergenz beitragen, da die Verfügbarkeit und effiziente Verteilung der verschiedensten Finanzinstrumente die wirtschaftliche Entwicklung und strukturelle Veränderungen erleichtern könnten. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen – die oftmals Hauptantriebskraft für das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen sind – sind bei der Kapitalaufnahme in der Regel vom inländischen Finanzmarkt abhängig und können daher am stärksten von einer Weiterentwicklung und erhöhten Effizienz des Finanzsektors profitieren.

Themen im Zusammenhang mit der Struktur und Funktionsweise des Finanzsektors dürften Schwerpunkt des politischen Dialogs mit den Beitrittsländern bleiben. Mit Blick auf ihren Beitritt zum Euroraum wird es für diese Länder auch wichtig sein, den Bankensektor und den Geldmarkt so weiterzuentwickeln, dass die Transmission geldpolitischer Impulse verbessert wird. Außerdem erfordert die Wahrung der Finanzmarktstabilität eine weitere Stärkung des institutionellen und rechtlichen Rahmens sowie eine Förderung der Corporate Governance. Schließlich wird es wesentlich darauf ankommen, dass die Aufsichtsbehörden im Euroraum und den Bei-

trittsländern grenzüberschreitend zusammenarbeiten.

Unabhängigkeit der Zentralbank

Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist eine wesentliche Voraussetzung für einen soliden wirtschaftspolitischen Rahmen, der die Erreichung und Wahrung von Preisstabilität ermöglicht. Die Mitgliedschaft in der EU setzt voraus, dass die in den Beitrittsländern geltenden Rechtsvorschriften über die nationale Zentralbank mit dem EG-Vertrag übereinstimmen, der eine vollkommene institutionelle, personelle, funktionelle und finanzielle Unabhängigkeit der Notenbanken vorsieht.

Die EZB wird regelmäßig von den Zentralbanken der Beitrittsländer zu Rate gezogen, wenn es um die Vereinbarkeit ihrer jeweiligen Gesetzesentwürfe mit den EU-Vorschriften geht. Alle beitrittswilligen Länder haben entweder die Rechtsvorschriften über ihre Zentralbank in den vergangenen Jahren revidiert oder ändern sie derzeit so ab, dass sie den EU-Vorschriften entsprechen. Bisher wurden beträchtliche Fortschritte erzielt. Vor allem in Lettland, Litauen, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik und Zypern sind die rechtlichen Vorbereitungen weit gediehen. Auch die meisten anderen Länder sind in dieser Hinsicht vorangekommen, obgleich einige Teile der Rechtsvorschriften über ihre Zentralbank – oft in Bezug auf die personelle und finanzielle Unabhängigkeit – noch zu überarbeiten sind, damit sie dem EG-Vertrag voll und ganz entsprechen. Neben der Revision der Rechtsvorschriften über die Zentralbank ist es auch wichtig zu gewährleisten, dass die überarbeiteten Vorschriften tatsächlich vollständig umgesetzt werden und dass die Zentralbankunabhängigkeit nicht nur formal gewährleistet ist, sondern auch in der täglichen Praxis beachtet wird.

Der Anpassungsprozess der Rechtsvorschriften über die Zentralbank ist nicht in allen Fällen reibungslos verlaufen. Die Novelle zum Gesetz über die tschechische Notenbank

wurde zunächst im Jahr 2001 vom Parlament abgelehnt, bevor die Angelegenheit schließlich Anfang 2002 geregelt wurde. In jüngerer Vergangenheit wurde im polnischen und im ungarischen Parlament über Entwürfe zur Änderung der jeweiligen Zentralbanksatzung beraten, die de facto die Unabhängigkeit der Zentralbank einschränken könnten. Die Verabschiedung von Änderungen, die vom Wesen her die Zentralbanken bei der Gewährleistung von Preisstabilität beeinträchtigen, würde den Beitrittsprozess erheblich belasten.

Technische Vorbereitung

Die künftige Mitgliedschaft der Zentralbanken der Beitrittsländer im EZSB und im Eurosystem erfordert nicht nur eine Stärkung der Zentralbankpolitik, sondern auch erhebliche technische Vorbereitungen. Da die Vorlaufzeit hierfür einige Jahre beträgt, haben die Zentralbanken der Beitrittskandidaten in vielen Bereichen bereits mit ihren Vorbereitungen begonnen. Die EZB und die NZBen haben den Zentralbanken der Beitrittsländer dabei Hilfestellung geleistet, indem sie sie mit dem funktionalen und operationalen Rahmen des EZSB und des Eurosystems vertraut machten und auf verschiedenen Gebieten Unterstützung auf Expertenebene boten. Das Ausmaß der technischen Vorbereitungen und der Zentralbank-Kooperation zwischen dem Eurosystem und den Zentralbanken der Beitrittskandidaten ist beträchtlich; sie erstrecken sich über das gesamte Spektrum der Zentralbankfunktionen, wobei auch die NZBen stark eingebunden sind. Seit dem Jahr 2000 haben gut 800 Kooperationsaktivitäten stattgefunden. Im Folgenden wird ein Überblick über einige der wichtigsten technischen Kooperationsaktivitäten der vergangenen Jahre gegeben.

Im Bereich der Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme wurden bzw. werden Infrastrukturen und Verfahren angepasst, um einen reibungslosen Einstieg in das technische Umfeld der EU zu ermöglichen. Um die Schwerpunkte der Beitrittsvorbereitungen

festzulegen, veröffentlichte die EZB im Jahr 1999 einen Bericht mit dem Titel „Payment and settlement systems in countries that have applied for membership of the European Union“. Seither sind bei der Modernisierung der Zahlungs- und Abrechnungssysteme große Fortschritte erzielt worden. Die meisten Infrastrukturen und Verfahren – einschließlich der zugrunde liegenden Rahmenregelungen – sind bereits an die Anforderungen der EU angepasst worden oder werden zurzeit aktualisiert. Hierfür sind in vielen Fällen erhebliche Investitionen erforderlich. Was die Zahlungssysteme betrifft, so werden derzeit Echtzeit-Bruttosysteme (RTGS-Systeme) eingeführt. Im Bereich der Wertpapierabwicklung sind Fortschritte im Hinblick auf Verfahren erzielt worden, die die Einführung von Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen und die effektive Verwaltung von Sicherheiten ermöglichen. Ein weiterer Bericht, der auf die in diesen Bereichen erzielten Fortschritte eingeht, wird in der zweiten Jahreshälfte 2002 veröffentlicht.

Neben der Umsetzung der Zentralbankunabhängigkeit betreffen die wichtigsten Vorbereitungen im rechtlichen Bereich aus Sicht des Eurosystems die Anpassung des Finanzrechts an den *Acquis communautaire*. Hierunter fallen beispielsweise die Gesetzgebung zum freien Kapital- und Zahlungsverkehr, die Bereitstellung von Bank-, Wertpapierhandels- und Wertpapieranlagendienstleistungen, Besicherungsvorschriften und Rechtsvorschriften zur Schaffung eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen. Um einen regelmäßigen Gedankenaustausch auf diesen Gebieten zu ermöglichen, hat das Eurosystem mehrere Seminare für Angestellte der nationalen Zentralbanken der Beitrittsländer organisiert. Des Weiteren sind im Eurosystem (sowohl bei der EZB als auch bei den NZBen) so genannte Länder-Rapporteurs ernannt worden, die die rechtliche Entwicklung genau überwachen, Ratschläge erteilen und informelle Stellungnahmen zu Gesetzesentwürfen abgeben.

Auf dem Gebiet der Statistik konzentriert sich die Zusammenarbeit auf die Bereiche,

die in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallen bzw. für die sie gemeinsam mit der Europäischen Kommission und Eurostat zuständig ist. Dies betrifft in erster Linie die Geld-, Banken- und Zahlungsbilanzstatistiken. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt auf Vorbereitungen, die es den Beitrittsländern ermöglichen, qualitativ hochwertige Daten im Einklang mit der Methodik der Mitgliedstaaten des Eurogebiets zu erzeugen. Im Rahmen der Zusammenarbeit hat die EZB mehrere technische Handbücher zur Entwicklung der Statistik in den Beitrittsländern veröffentlicht. Die Länder konnten bei der Anpassung ihrer Statistiken an die Anforderungen des ESZB bereits beachtliche Fortschritte verbuchen. Je nach Vorlaufzeit und Prioritäten sind die Vorbereitungen in den verschiedenen Bereichen unterschiedlich weit vorangeschritten. Im Bereich der Zahlungsbilanzstatistik haben alle Länder die Standards des relevanten Zahlungsbilanzhandbuchs des IWF eingeführt. Die meisten Länder erstellen eine monatliche Zahlungsbilanzstatistik, sämtliche Länder erfassen mindestens einmal monatlich ihre Währungsreserven, und alle Länder bis auf eines veröffentlichen regelmäßig vollständige Statistiken zum Auslandsvermögensstatus. Auf dem Gebiet der Geld- und Bankenstatistik wird gegenwärtig an der Erfassung von Daten zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) und einigen nichtmonetären Finanzinstituten gearbeitet. In Bezug auf die MFI-Bilanzstatistik sind einige Beitrittsländer bereits sehr gut vorbereitet, und auch im Hinblick auf den Austausch statistischer Daten in ESZB-kompatiblen Formaten schreiten die Vorbereitungen gut voran.

Im Hinblick auf die operationale Unterstützung der Geldpolitik – in diesen Bereich fallen beispielsweise die geldpolitischen Instrumente sowie der geldpolitische Handlungsrahmen – hat sich die Kooperation in jüngster Zeit deutlich verstärkt. Einige der Beitritts-

länder haben bereits geldpolitische Instrumentarien und Verfahren eingeführt, die denen des Eurosystems ähneln, und in vielen Ländern werden die Offenmarktgeschäfte, ständigen Fazilitäten und Mindestreservesysteme an die Praktiken des Eurosystems angepasst. Was die Anlage der Währungsreserven betrifft, so haben die Beitrittskandidaten begonnen, sich aktiv mit den Verfahren des Eurosystems vertraut zu machen.

Bis vor kurzem betraf die Zusammenarbeit bei Banknotenfragen vornehmlich die Euro-Bargeldumstellung, darunter auch die technischen Vorbereitungen und die Bereitstellung von Informationen zur Bargeldeinführung. Dieses Thema war für viele der Beitrittsländer von besonderem Interesse, da sie große Bestände an den Vorläuferwährungen hielten. Ausführliche Diskussionen, die sowohl auf bilateraler Ebene als auch auf von der EZB organisierten Seminaren stattfanden, trugen zu einer reibungslosen Bargeldumstellung in diesen Ländern bei. Auf dem Gebiet der Prävention und Bekämpfung der Euro-Bargeldfälschung findet ebenfalls eine Zusammenarbeit statt.

Auch im Bereich der Informationstechnologie (IT) wurde mit den Vorbereitungen begonnen, um die Zentralbanken der Beitrittsländer mit den technischen Anpassungen vertraut zu machen, die erforderlich sind, um in Zukunft eine Anbindung an die IT-Infrastruktur des ESZB zu ermöglichen. In der gegenwärtigen Vorbereitungsphase kommt es besonders darauf an, eine sichere elektronische Kommunikationsinfrastruktur zu errichten, um spätestens bis zum EU-Beitritt den Austausch von Daten und vertraulichen Dokumenten zwischen der EZB und den Zentralbanken der beitrittswilligen Länder zu ermöglichen. Die erforderlichen technischen Vorbereitungen laufen bereits.

4 Schlussbemerkungen

Die Beitrittsländer haben in den letzten Jahren bemerkenswerte Fortschritte hinsichtlich der Stabilisierung der Gesamtwirtschaft, der Umwandlung ihrer Wirtschaft in eine Marktwirtschaft und deren Integration in den Euroraum durch Handels- und Finanzbeziehungen gemacht. Die Aussicht auf den EU-Beitritt und die spätere Einführung des Euro diente damit bereits als wichtiger Anker für die Wirtschafts-, Geld- und Wechselkurspolitik und lenkte sowohl die politischen Entscheidungsträger als auch die Marktteilnehmer bei ihren Entscheidungen.

Vor allem im Hinblick auf die Desinflation und die Finanzmarktstabilität wurden Fortschritte erzielt. Die Wirtschaftsstrukturen werden durch Transformations-, Privatisierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen kontinuierlich an jene innerhalb der EU angenähert, und auch die Integration des Handels und des Finanzwesens ist weit vorangeschritten. Bei der Konvergenz der Realeinkommen waren eher zögerliche Fortschritte zu verzeichnen. Dennoch stellen die Errungenschaften im Bereich der gesamtwirtschaftlichen

Stabilisierung und der Strukturreformen wichtige Schritte auf dem Weg zur Schaffung einer soliden Grundlage für ein nachhaltiges inflationsfreies Wachstum dar. Zu den noch anstehenden Herausforderungen gehören die weitere Inflationskonvergenz, die Festigung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität selbst bei potenziell umfangreicheren und volatileren Kapitalströmen sowie die Weiterentwicklung der Wirtschaft und des Finanzwesens. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, dass die noch ausstehenden Strukturreformen umgesetzt und Rückschritte wie im Fall der Unabhängigkeit der Zentralbank vermieden werden.

Für die EZB und das Eurosystem ist die Bewältigung des Beitrittsprozesses aus Zentralbanksicht zu einer institutionellen Priorität geworden, die sehr ressourcenaufwändig ist. In der Zukunft werden die Vorbereitungen intensiviert, um eine reibungslose Integration der Zentralbanken der Beitrittsländer in das ESZB und zu einem späteren Zeitpunkt in das Eurosystem zu ermöglichen.

Entwicklung der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern

Die Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern haben seit Ende der Neunzigerjahre erheblich zugenommen. Während bei den Direktinvestitionen Fusions- und Übernahmeaktivitäten eine Rolle spielten, standen die grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen – neben den Transaktionen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen – unter anderem unter dem Einfluss der Schlüsselfaktoren Risikostreuung und Erwartungen hinsichtlich der relativen Ertragskraft der Unternehmen. Im Zeitraum von 1998 bis 2001, für den Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt vorliegen, verzeichnete der Euroraum erhebliche Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen (jahresdurchschnittlich 126 Mrd €), vor allem in die Vereinigten Staaten. Die Netto-Kapitalabflüsse nahmen in diesem Zeitraum allerdings allmählich ab, und bei der Zusammensetzung der Kapitalströme des Euroraums kam es zu erheblichen Verschiebungen, vor allem zwischen Anlagen in Dividendenwerten und Schuldverschreibungen. Die Entwicklung bei den Wertpapieranlagen scheint von mehreren Faktoren beeinflusst worden zu sein: von den mit der Gründung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) verbundenen Erwartungen im Jahr 1998, der starken Zunahme des Absatzes von Anleihen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet seit 1999, der optimistischen Markteinschätzung der Rentabilität von US-Unternehmen – vor allem im „New Economy“-Sektor – bis 2000, der sich verkleinernden Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet in den Jahren 1999 und 2000 sowie der größeren Unsicherheit hinsichtlich der weltweiten Konjunkturaussichten Ende 2000 und im Jahr 2001.

I Einleitung

Die Neunzigerjahre waren von einer nachhaltigen und weit greifenden Verflechtung der Finanzmärkte weltweit und vor allem im Euroraum geprägt. Die Liberalisierung der Finanzmärkte und der technische Fortschritt im Bereich der Kommunikationstechnologien erleichtern den Investoren das Handeln an den globalen Märkten und führen zu umfangreichen grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen. Zudem hat der weltweite Wettbewerb Fusions- und Übernahmeaktivitäten zwischen inner- und außerhalb des Euroraums ansässigen Unternehmen ausgelöst, auf die die starke Zunahme der Direktinvestitionen zurückgeführt werden kann.

In diesem Aufsatz sollen die trendmäßigen Entwicklungen sowie die Bestimmungsfakto-

ren der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euroraum und Drittländern aufgezeigt werden. Die Angaben für die Kapitalbewegungen insgesamt sind der Kapitalbilanz in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets entnommen, die die Direktinvestitionen und Anlagen in Wertpapieren, an denen Ansässige innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets beteiligt sind, erfasst (siehe Kasten). Die Angaben sind ab 1998 verfügbar und enthalten nicht die grenzüberschreitenden Transaktionen innerhalb des Euroraums. Genauere Angaben zum bilateralen Kapitalverkehr zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten bzw. Japan sind den jeweiligen nationalen Statistiken entnommen.

2 Jüngste Entwicklungen bei den Direktinvestitions- und Wertpapierströmen zwischen dem Euroraum und Drittländern

Die Entwicklung der Direktinvestitionen wurde Ende der Neunzigerjahre stark von Fusions- und Übernahmeaktivitäten beeinflusst. Viele im Euroraum ansässige Unternehmen

haben ihre Stellung an den internationalen Märkten ausgebaut und sich Zugang zu den Technologien und dem Fachwissen vor Ort verschafft, indem sie Partnerschaften mit aus-

ländischen Firmen eingingen und in diese investiert haben. Im Zeitraum von 1998 bis 2001, für den Angaben für das Euro-Währungsgebiet insgesamt vorliegen, beliefen sich die Direktinvestitionen von Unternehmen des Euroraums auf jahresdurchschnittlich 275 Mrd €, wobei es sich in der Hauptsache um den Erwerb von Beteiligungskapital handelte (siehe Tabelle I weiter unten und Tabelle 8.4 im Statistikeil dieses Monatsberichts), und hier vor allem um Beteiligungen an US-Unternehmen. Aber auch der Euroraum wurde von ausländischen Unternehmen als eine attraktive Investitions- und Standortregion betrachtet. So betrug der Zufluss an Direktinvestitionen im Euroraum im gleichen Zeitraum jahresdurchschnittlich 203 Mrd €. Daraus ergeben sich für den Euroraum über die gesamte Zeitspanne hinweg Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen; eine Ausnahme bildete das Jahr 2000, in dem es zu einer besonders hohen ausländischen Direktinvestition im Euroraum kam. Hauptsächlich aufgrund dieses Fusions- und Übernahmege-

schäfts im Februar 2000 verzeichnete die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets allein in diesem Monat einen Zufluss beim Beteiligungskapital von 158 Mrd € aus Drittländern.

Bei dem Posten Wertpapieranlagen in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wurden im Berichtszeitraum jährlich Netto-Kapitalabflüsse von durchschnittlich 54 Mrd € verzeichnet. Darüber hinaus waren die Anlagen in Dividendenwerten und Schuldverschreibungen von einer hohen Volatilität und einem Wechsel zwischen Kapitalzu- und -abflüssen geprägt. In diesem Umfeld ist es relativ schwierig, die Bestimmungsfaktoren solcher Kapitalströme zu ermitteln. Die Risikostreuung und Erwartungen hinsichtlich der relativen Ertragskraft der Unternehmen weltweit und vor allem in den Vereinigten Staaten schienen jedoch zu den Schlüsselfaktoren zu zählen, die sich zwischen 1998 und 2001 auf die Kapitalverkehrsströme des Euroraums ausgewirkt haben.

Tabelle I

Netto-Kapitalströme des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €)

	1998	1999	2000	2001	Durchschnitt
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengekommen	-191	-159	-88	-68	-126
A. Direktinvestitionen	-81	-118	15	-105	-72
<i>Aktiva</i>	-173	-317	-385	-228	-275
<i>Passiva</i>	92	198	400	123	203
B. Wertpapieranlagen	-110	-40	-103	37	-54
<i>Aktiva</i>	-363	-302	-400	-267	-333
<i>Passiva</i>	253	262	297	303	279
1. Dividendenwerte	-12	-67	-243	143	-45
<i>Aktiva</i>	-116	-157	-289	-95	-164
<i>Passiva</i>	104	90	46	238	120
2. Schuldverschreibungen	-98	26	140	-106	-10
<i>Aktiva</i>	-247	-145	-111	-171	-169
<i>Passiva</i>	149	171	251	65	159
2.1 Anleihen	-117	-29	135	-75	-22
<i>Aktiva</i>	-239	-147	-92	-153	-157
<i>Passiva</i>	122	117	226	78	136
2.2 Geldmarktpapiere	20	55	5	-32	12
<i>Aktiva</i>	-8	1	-19	-18	-11
<i>Passiva</i>	28	54	24	-13	23

Quelle: EZB.

Anmerkung: Ein negatives Vorzeichen zeigt Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet an. Griechenland ist in den Zahlen für 1998 nicht enthalten.

Kasten

Die Kapitalbilanz in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

Die Kapitalbilanz in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ist in fünf große Teilbilanzen gegliedert: Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, übriger Kapitalverkehr und Währungsreserven.

Direktinvestitionen spiegeln die Absicht eines in einem Land ansässigen Wirtschaftssubjekts wider, auf Dauer eine Beteiligung an einem Unternehmen zu erwerben, das in einem anderen Land ansässig ist. Ein Beteiligungsverhältnis leitet man nach internationalen Gepflogenheiten anhand des „10 %-Beteiligungskriteriums“ ab. Die Direktinvestitionen umfassen drei Kategorien: „Beteiligungskapital“, darunter insbesondere viele Fusionen und Übernahmen, „reinvestierte Gewinne“ (Gewinne des „Direktinvestors“, die nicht in Form von Dividenden ausgeschüttet werden) und „sonstige Anlagen“, die primär aus Krediten zwischen verbundenen Unternehmen bestehen.

In der Bilanz der Wertpapieranlagen sind die Wertpapiertransaktionen ohne die in den Posten Direktinvestitionen und Währungsreserven enthaltenen Wertpapiergeschäfte ausgewiesen. Darin eingeschlossen sind Dividendenwerte und Schuldverschreibungen in Form von Anleihen und Geldmarktpapieren. Die Bewegungen auf der Aktivseite der Bilanz des Euroraums beziehen sich auf die Anlagen Gebietsansässiger in Wertpapieren, die von Ansässigen außerhalb des Euroraums begeben wurden. Die Veränderungen auf der Passivseite spiegeln dagegen die Anlagen Gebietsfremder in von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren wider.

Bei Finanzderivaten handelt es sich um Finanztitel, die an ein bestimmtes Finanzinstrument, einen bestimmten Indikator oder eine bestimmte Ware gekoppelt sind und die es ermöglichen, finanzielle Risiken als solche an den Finanzmärkten zu handeln.

Die Bilanz des übrigen Kapitalverkehrs umfasst Finanzkredite, Bankeinlagen und Pensionsgeschäfte, während der Posten Währungsreserven die Bestände des Eurosystems an liquiden Auslandsforderungen von einwandfreier Bonität erfasst.

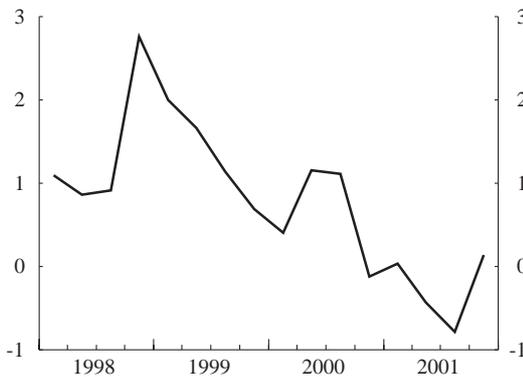
Bisher enthält die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets keine regionale Aufschlüsselung. Ab Ende 2004 sollen auch diesbezügliche Angaben aufbereitet und veröffentlicht werden. Für die vorliegende Darstellung wird daher auf die von einigen Partnerländern veröffentlichten Statistiken zurückgegriffen, z. B. auf Angaben der Vereinigten Staaten und Japans, auch wenn es möglicherweise methodische Unterschiede zwischen diesen Statistiken und jenen der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets gibt.

Eine Aufschlüsselung nach den einzelnen Unterposten der Wertpapieranlagen zeigt, dass es im Euro-Währungsgebiet während des Berichtszeitraums bei den Dividendenwerten im Durchschnitt zu Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 45 Mrd € kam. Hinter diesem Durchschnittswert verbergen sich allerdings gegenläufige Entwicklungen, da sich die zwischen 1998 und 2000 verzeichneten Netto-Kapitalabflüsse im Jahr 2001 in hohe Netto-Kapitalzuflüsse umkehrten (siehe Tabelle 1). Da ein Großteil der Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten offenbar Anlagen in den Vereinigten Staaten widerspiegelte (siehe Ab-

schnitt 3), können die Entwicklungen von 1998 bis 2000 wahrscheinlich auf die günstige Wirtschaftsentwicklung in den USA in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre (siehe Abbildung 1) zurückgeführt werden. Der starke Anstieg des realen BIP-Wachstums in den USA weckte bei Investoren optimistische Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Rentabilität von US-Unternehmen, vor allem im „New Economy“-Sektor. Es ist außerdem anzumerken, dass die besonders hohen Netto-Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2000 auch durch die Abwicklung von

Abbildung 1
Differenz zwischen dem realen BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

(in Prozentpunkten)



Quellen: BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Differenz zwischen den Wachstumsraten des realen BIP in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet wird anhand des entsprechenden Vorjahrsquartals gemessen.

Fusions- und Übernahmegeschäften in Form von Aktientauschen beeinflusst wurden, was unterstreicht, dass die Kapitalströme bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen teilweise miteinander zusammenhingen.

Im Jahr 2001 wirkte sich die von der Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten und deren Einfluss auf andere Regionen der Welt ausgehende Unsicherheit auf die Anlagen in Dividendenwerten aus. Das Euro-Währungsgebiet verzeichnete im Jahr 2001 einen starken Anstieg auf der Passivseite, der sich auf 238 Mrd € belief, während Ansässige des Eurogebiets weniger Mittel in Dividendenwerten im Ausland investierten. Im Ergebnis beliefen sich die Netto-Kapitalzuflüsse im Euroraum im Jahr 2001 auf 143 Mrd €, nach beträchtlichen Netto-Kapitalabflüssen in den vorangegangenen Jahren, insbesondere im Jahr 2000.

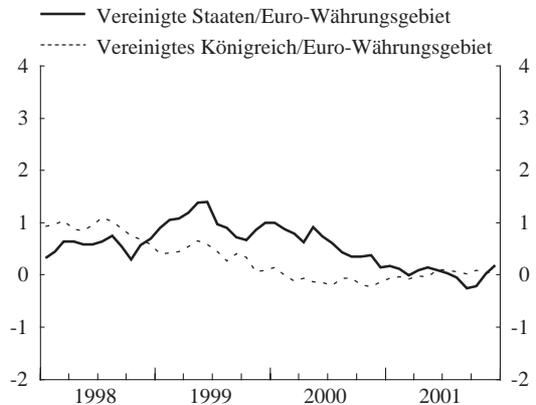
Die Anlagen in Schuldverschreibungen waren mit einem Netto-Kapitalabfluss von 10 Mrd € im Durchschnitt des Zeitraums von 1998 bis 2001 insgesamt nahezu ausgeglichen. Während 1998 und 2001 Netto-Kapitalabflüsse zu verzeichnen waren, war die Entwicklung sowohl 1999 als auch im Jahr 2000 durch Netto-

zuflüsse gekennzeichnet. Die im Jahr 1998 gehegte Erwartung stärker korrelierter Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet nach dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion könnte zu einer stärkeren Streuung der Anlagen und zu Hedging-Aktivitäten geführt haben und damit zumindest teilweise die bei den Anleihen beobachteten Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet erklären. Von Mitte 1999 bis Ende 2000 verringerte sich der Renditeabstand zehnjähriger Staatsanleihen zwischen den Vereinigten Staaten bzw. dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Währungsgebiet (siehe

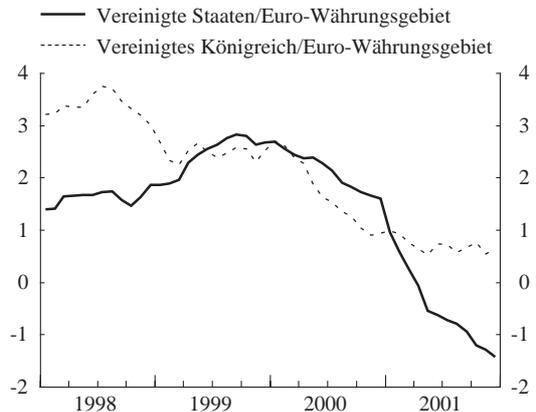
Abbildung 2
Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten bzw. dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Währungsgebiet

(Monatsdurchschnitte, Prozentpunkte)

Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich

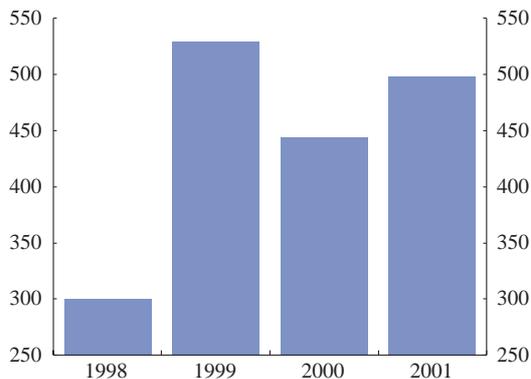


Dreimonats-Interbankensätze



Quellen: BIZ, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 3
Nettoabsatz von Schuldverschreibungen
von Ansässigen im Euro-Währungs-
gebiet
 (Mrd €)



Quelle: EZB.

Abbildung 2), und die Anleiheemissionen von Gebietsansässigen des Euroraums nahmen – zum Teil im Zusammenhang mit der Euro-Einführung, Unternehmensumstrukturierungen im Eurogebiet und der Schaffung eines tieferen und liquideren Marktes für Schuldverschreibungen in Europa – sprunghaft zu (siehe Abbildung 3). Dies dürfte der Grund dafür gewesen sein, dass die Netto-Kapitalabflüsse bei Anleihen im Jahr 1999 nachließen und im Jahr 2000 durch Netto-Kapitalzuflüsse

se abgelöst wurden. Bei den Transaktionen in Geldmarktpapieren war sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets eine recht starke Volatilität zu beobachten. Gebietsfremde kauften jedoch seit März 2000 weniger Geldmarktpapiere des Euro-Währungsgebiets. Die erwartete Entwicklung der Differenz zwischen den kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und im Eurogebiet sowie die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling dürften zum Rückgang der Anlagen in diesen Papieren in den Jahren 2000 und 2001 beigetragen haben.

Die Netto-Kapitalabflüsse bei beiden Arten von Schuldverschreibungen im vergangenen Jahr hingen wahrscheinlich damit zusammen, dass Gebietsfremde mit Kursgewinnen an den US-Anleihemärkten wegen der Lockerung der dortigen Geldpolitik im Jahr 2001 rechneten.

Insgesamt war im Euroraum bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen von 1998 bis 2001 ein Netto-Kapitalabfluss zu verzeichnen; seit 1999 ist dieser jedoch insgesamt rückläufig. Ausschlaggebend war hierfür zuletzt ein Umschwung bei den Anlagen in Dividendenwerten von Nettoabflüssen zu Nettozuflüssen.

3 Regionale Aufgliederung der Kapitalströme im Euroraum

Die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets enthält bisher keine regionale Aufschlüsselung der Kapitalströme. Einen Eindruck von Umfang und Richtung der bilateralen Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten bzw. Japan vermitteln jedoch die entsprechenden nationalen Statistiken dieser Länder.

Die Vereinigten Staaten waren im Zeitraum von 1998 bis 2001 offenbar das Hauptziel von Kapitalströmen aus dem Euroraum. Nach den Zahlen des US Bureau of Economic Analysis und des US Treasury International Capital (TIC) Reporting System haben die bilateralen Kapitalströme zwischen dem Euroraum und

den Vereinigten Staaten 1999 und 2000 deutlich zugenommen. Dabei dürften die Stärke der US-amerikanischen Wirtschaft und die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Ertragslage von US-Unternehmen eine wichtige Rolle gespielt haben.

Wie aus Tabelle 2 genauer zu ersehen ist, beliefen sich die Direktinvestitionen des Eurogebiets in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt der Jahre 1998 bis 2001 auf 107 Mrd €, verglichen mit US-amerikanischen Direktinvestitionen im Euroraum von 35 Mrd €. In diesem Zeitraum flossen bei diesem Posten also im Jahresdurchschnitt 71 Mrd € netto aus dem Eurogebiet in die

Tabelle 2**Bilaterale Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten**

(Mrd €)

	1998	1999	2000	2001	Durchschnitt
Bilaterale Direktinvestitionen	-34	-89	-93	-70	-71
– in den Vereinigten Staaten	-74	-113	-131	-109	-107
– im Euro-Währungsgebiet	40	24	38	39	35
Bilaterale Wertpapieranlagen	-65	-67	-133	-50	-79
– in den Vereinigten Staaten	-59	-53	-119	-39	-67
– im Euro-Währungsgebiet	-6	-15	-14	-11	-11
1. Dividendenwerte	-39	-62	-110	-38	-62
– in den Vereinigten Staaten	-33	-43	-91	-35	-51
– im Euro-Währungsgebiet	-5	-19	-19	-3	-12
2. Anleihen	-26	-5	-23	-11	-16
– in den Vereinigten Staaten	-26	-9	-28	-3	-17
– im Euro-Währungsgebiet	0	4	5	-8	0

Quellen: US Bureau of Economic Analysis, US Department of the Treasury und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ein negatives Vorzeichen zeigt Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet und Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten an.

Vereinigten Staaten ab. Gleichzeitig wurden auch bei den Wertpapieranlagen Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet in die Vereinigten Staaten (von 79 Mrd € im Jahresdurchschnitt) verzeichnet. Dies beruhte darauf, dass sich die Wertpapieranlagen Gebietsansässiger des Euro-Währungsgebiets in den Vereinigten Staaten auf durchschnittlich 67 Mrd € beliefen, während die Vereinigten Staaten im gleichen Zeitraum ihre Wertpapieranlagen im Euroraum netto um durchschnittlich 11 Mrd € reduzierten. Die bilateralen Kapitalbewegungen zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten in diesem Bereich geben auch genaueren Aufschluss über die Entwicklung der Transaktionen mit Dividendenwerten für das Euro-Währungsgebiet. Mehr im Detail betrachtet machen sie deutlich, dass der Umschwung im Euroraum im Bereich der Anlagen in Aktien von Netto-Kapitalabflüssen im Jahr 2000 hin zu Netto-Kapitalzuflüssen im Jahr 2001 (siehe Tabelle 1) offensichtlich mit dem Rückgang der Anlagen des Euro-Währungsgebiets in US-Dividendenwerten zusammenhängt; Letztere verringerten sich von 91 Mrd € im Jahr 2000 auf 35 Mrd € im Jahr 2001 (siehe Tabelle 2).¹

Das Eurogebiet hat auch Kapitalverflechtungen mit Japan, die aber schwächer ausgeprägt

sind als die mit den Vereinigten Staaten. Das japanische Finanzministerium veröffentlicht seit 1995 für sieben Länder des Euro-Währungsgebiets – Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg und die Niederlande – die aus Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen resultierenden Kapitalbewegungen. Danach sind die durch Direktinvestitionen verursachten Kapitalströme zwischen diesen beiden Wirtschaftsräumen relativ gering (siehe Tabelle 3).

Demgegenüber war bei den Wertpapieranlagen im Durchschnitt der Jahre 1998 bis 2000 ein Netto-Kapitalzufluss von 65 Mrd € zu verzeichnen. Gebietsansässige Japans investierten im Durchschnitt 51 Mrd € in von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets begebene Schuldverschreibungen und Dividendenwerte, insbesondere in Anleihen. Ansässige des Eurogebiets hingegen gaben von 1998 bis 2000 japanische Wertpapiere im Betrag von durchschnittlich 14 Mrd € zurück. Ein Ver-

¹ Vorsorglich sei darauf hingewiesen, dass die Angaben zu den US-Wertpapieranlagen nicht vollständig mit denen der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets vergleichbar sind, weil sie sich auf andere Datenerhebungsmethoden und Definitionen stützen. So erfasst insbesondere das US-TIC-Meldesystem den ersten Kontrahenten und damit den Ort der Transaktionen und nicht die endgültigen Wertpapireigentümer.

Tabelle 3**Bilaterale Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Japan***(Mrd €)*

	1998	1999	2000	Durchschnitt	Erstes Halbjahr 2000	Erstes Halbjahr 2001
Bilaterale Direktinvestitionen	1	-2	-3	-1	0	1
– in Japan	0	-9	-7	-5	-2	-1
– in sieben Ländern des Euro-Währungsgebiets	1	6	4	4	2	3
Bilaterale Wertpapieranlagen	63	73	60	65	32	8
– in Japan	16	18	8	14	2	-2
– in sieben Ländern des Euro-Währungsgebiets	47	55	52	51	30	10

Quellen: Japanisches Finanzministerium und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ein negatives Vorzeichen zeigt Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet und Kapitalzuflüsse in Japan an. Die sieben Länder des Euro-Währungsgebiets sind Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg und die Niederlande.

gleich der Zahlen für die erste Jahreshälfte 2000 mit den Angaben für die erste Jahreshälfte 2001 (die letzten veröffentlichten Daten reichen darüber nicht hinaus) deutet auf

eine verhaltene Entwicklung der bilateralen Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im Gesamtjahr 2001 hin.

4 Schlussbemerkungen

Die Kapitalströme zwischen dem Eurogebiet und dem Ausland nahmen Ende der Neunzigerjahre deutlich zu. Der Hauptgrund für die starke Ausweitung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen waren die möglicherweise durch den Wettbewerbsdruck auf den Weltmärkten ausgelösten Fusionen und Übernahmeaktivitäten, während bei den grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen – neben Transaktionen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen – vor allem der Wunsch nach Risikodiversifikation und die erwarteten Unternehmensgewinne, insbesondere der US-Unternehmen, eine Rolle spielten.

Abgesehen vom Jahr 2000, als besonders umfangreiche Zuflüsse zu verzeichnen waren, ergaben sich bei den Direktinvestitionen für das Eurogebiet im Zeitraum 1998 bis 2001 Netto-Kapitalabflüsse. Bei den Anlagen in Dividendenwerten waren dagegen in den Jahren 1998 bis 2000 Netto-Kapitalabflüsse und im Jahr 2001 Netto-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen, hauptsächlich bedingt durch die erwarteten Profitabilitätsunterschiede zwischen

US-Unternehmen und Unternehmen im Euro-Währungsgebiet.

Die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets war auch durch Umschwünge der Kapitalströme bei den Schuldverschreibungen gekennzeichnet. Die Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet im Jahr 1998 dürften durch die erwartete hohe Korrelation der Anleiherenditen im Eurogebiet nach Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion verursacht worden sein, während sie im Jahr 2001 wohl dadurch bedingt waren, dass Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets mit Kursgewinnen bei US-Schuldverschreibungen rechneten. Die Netto-Kapitalzuflüsse im Euroraum in den Jahren 1999 und 2000 lassen sich hingegen durch eine Kombination von Faktoren erklären, darunter insbesondere die rasche Zunahme von Anleiheemissionen durch Ansässige des Euro-Währungsgebiets und die vor allem im Jahr 2000 abnehmende Differenz zwischen den langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet.

Insgesamt waren im Berichtszeitraum bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet zu verzeichnen, die aber seit 1999 rückläufig sind.