



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

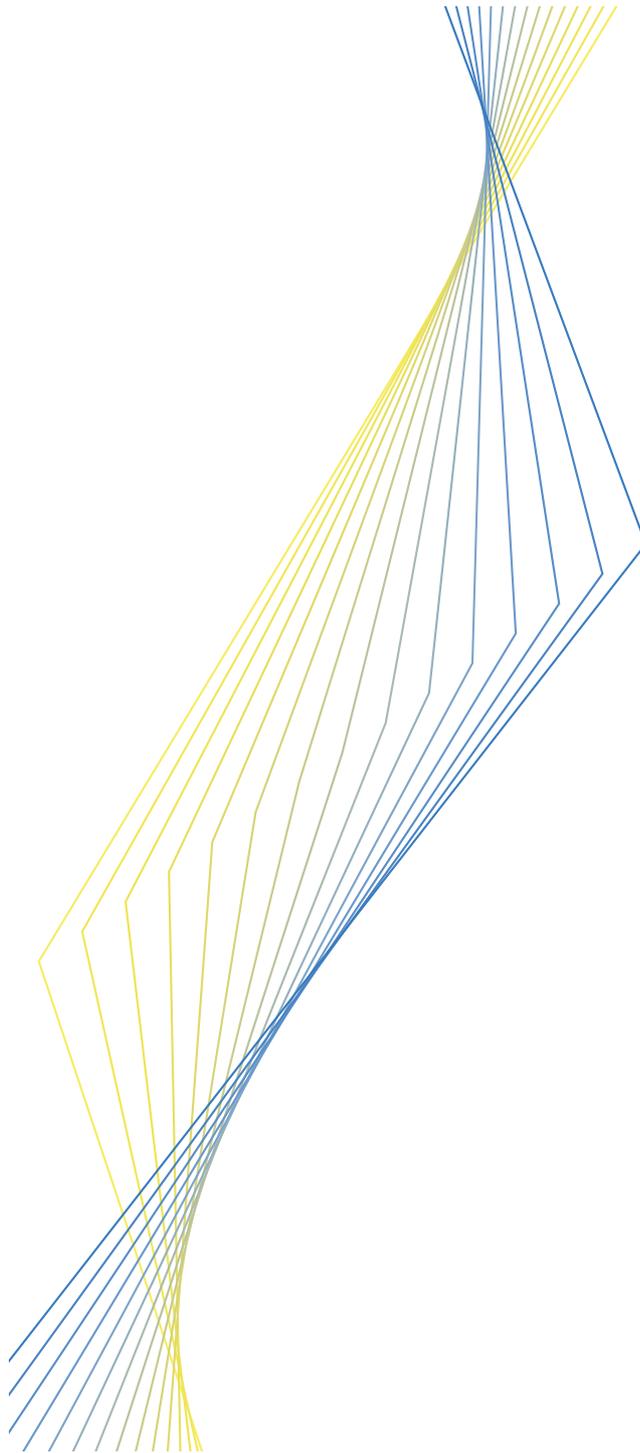
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

September 2002



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**September 2002**

© Europäische Zentralbank, 2002

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

*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 11. September 2002.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	38
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	44
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	53
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	56
Kästen	
1 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2002	13
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. August 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	23
3 Die Auswirkungen von Aktienkursveränderungen auf die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet	30
4 Die Auswirkungen von Bilanzierungspraktiken auf die jüngste Aktienkursentwicklung	35
5 Analyse der Lohnentwicklung: ein Indikator für die Tarifverdienste	41
6 Neue Angaben zur Zusammensetzung der Investitionen	46
7 Die Auswirkungen von Aktienkursveränderungen auf die staatlichen Haushaltssalden	54
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	87*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	91*

## 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 12. September 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 %.

Der Beschluss, die EZB-Leitzinsen unverändert zu lassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass die Risiken für die Preisstabilität weitgehend ausgeglichen scheinen und das derzeitige Zinsniveau somit geeignet ist, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Diese Einschätzung beruht auf einer umfassenden Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklung im Zusammenhang mit den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB unter Berücksichtigung der jüngsten Daten.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule betrifft, so belief sich der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 im Zeitraum von Mai bis Juli 2002 auf 7,3 %, verglichen mit 7,4 % in der Zeit von April bis Juni 2002. Es gibt zwar keine Anzeichen für eine deutliche Abschwächung des Geldmengenwachstums, aber die den jüngsten Entwicklungen zugrunde liegenden Faktoren sind mit Vorsicht zu beurteilen. Einerseits ist die anhaltende Stärke des monetären Wachstums möglicherweise zum Teil auf Vorsichtserwägungen vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheit an den Finanzmärkten in den letzten Monaten zurückzuführen, die sich in erneuten Portfolioumschichtungen zu in M3 enthaltenen Anlageformen niederschlagen. Andererseits spiegelt sie die niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung wider, auf die insbesondere der Anstieg der Jahreswachstumsrate von M1 in den letzten Monaten hindeutet. Längerfristig gesehen gibt das starke Geldmengenwachstum Anlass zu der Befürchtung, dass im Euroraum mehr Liquidität vorhanden ist, als zur Finanzierung eines dem Potenzialwachstum entsprechenden inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigt wird. Angesichts des gedämpften Wirtschaftswachstums ist derzeit das Risiko, dass

ein Liquiditätsüberschuss einen Inflationsdruck zur Folge haben wird, allerdings gering. Diese Einschätzung scheint dadurch bekräftigt zu werden, dass die jährliche Veränderungsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Juli 2002 weiter zurückging.

Was die Analyse im Rahmen der zweiten Säule betrifft, so bestätigen die jüngsten Zahlen zum realen BIP im Eurogebiet eine leichte Erholung hin zu positiven Wachstumsraten im ersten Halbjahr 2002, nach einer negativen Wachstumsrate im letzten Quartal 2001. Den Schätzungen zufolge verzeichnete das reale BIP im zweiten Quartal 2002 einen Anstieg um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einem nach oben korrigierten Wachstum von 0,4 % im ersten Quartal. Im Gegensatz zum ersten Quartal scheint das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2002 auf einer breiteren Grundlage stattgefunden zu haben, gestützt durch privaten Verbrauch, Ausfuhren und Vorratsveränderungen. Insbesondere der private Verbrauch nahm gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % zu, nach einem Rückgang um 0,2 % im vorangegangenen Quartal. Insgesamt war das Wachstum der Binnennachfrage jedoch nach wie vor verhalten, was auch die anhaltende Investitionsschwäche widerspiegelt.

Eine Reihe von Vorlaufindikatoren und Umfrageergebnissen zeigen zwar weiterhin einen Wirtschaftsaufschwung an, lassen aber darauf schließen, dass die Erholung hinter den Erwartungen zurückbleibt. Vor diesem Hintergrund ist ein anhaltendes, wenn auch mäßiges Wachstum des realen BIP im zweiten Halbjahr 2002 die wahrscheinlichste Entwicklung. Es wird nun davon ausgegangen, dass die Wirtschaftstätigkeit im Jahresverlauf 2003 und nicht Ende 2002 Wachstumsraten erreichen wird, die dem Potenzialwachstum entsprechen. Diese Verzögerung entspricht weitgehend den veränderten weltwirtschaftlichen Aussichten, da die Erwartungen hinsichtlich der Dynamik der internationalen wirtschaftlichen Erholung in den letzten Monaten zurückgenommen wurden. Vor allem die starken Kurseinbrüche an den Aktienmärkten belasten das Vertrauen von Verbrauchern und

Anlegern, mit der Folge, dass sowohl innerhalb als auch außerhalb des Eurogebiets die Unsicherheit hinsichtlich der Stärke der konjunkturellen Belebung zugenommen hat.

Die Voraussetzungen für eine kräftigere konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet sind indes nach wie vor gegeben. Der private Verbrauch dürfte von der Erhöhung der real verfügbaren Einkommen profitieren, die mit dem Rückgang der Inflation von den Anfang dieses Jahres beobachteten Raten verbunden ist, während die Investitionen von den niedrigen Marktzinsen gestützt werden dürften. Außerdem dürfte die erwartete Besserung der weltwirtschaftlichen Lage auch zu einer allmählichen Erholung der Auslandsnachfrage führen. Dennoch bestehen konjunkturelle Abwärtsrisiken für das Eurogebiet, die genau beobachtet werden müssen. Zum einen hängen diese Risiken mit den Entwicklungen und Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft und den davon ausgehenden möglichen Folgewirkungen für den Euroraum zusammen. Zum anderen könnte die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklungen an den Finanz- und Arbeitsmärkten ein Risiko für die Inlandsnachfrage darstellen.

Wendet man sich der Preisentwicklung zu, so zeigt die Vorausschätzung von Eurostat für August 2002 mit einer jährlichen Teuerungsrate des HVPI von 2,1 % einen Anstieg um 0,2 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat an. Dieser Anstieg entspricht voll und ganz früheren Erwartungen, denen zufolge die Inflationsraten im restlichen Jahresverlauf bei rund 2 % liegen dürften. Hierin spiegeln sich teilweise Basiseffekte wider, die mit den vorangegangenen Entwicklungen der Energiepreise zusammenhängen. Angesichts des deutlichen Anstiegs der Ölpreise in den letzten Wochen bergen diese Aussichten allerdings einige Aufwärtsrisiken.

Im Juli 2002 ging die Inflationsrate ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie erstmals seit Jahresbeginn leicht zurück, und zwar auf 2,5 %. Es wird davon ausgegangen, dass die Inflationsrate weiter sinkt, vor allem infolge der erwarteten Abschwä-

chung der Jahresveränderungsrate der Dienstleistungspreise nach ihrem fortgesetzten Anstieg in den letzten Jahren auf 3,2 % im zweiten Quartal 2002. Damit die Teuerung nach dem HVPI insgesamt im Jahr 2003 auf unter 2 % sinkt – hiervon gehen derzeit die meisten Prognosen internationaler und privatwirtschaftlicher Organisationen aus –, kommt es allerdings entscheidend darauf an, dass die Ölpreise nicht in die Höhe schnellen und Lohnzurückhaltung geübt wird. Die Lohnentwicklung gibt nach wie vor Anlass zur Sorge, da sich der Aufwärtstrend, der in den letzten Jahren bei den nominalen Lohnzuwächsen zu verzeichnen war, auch dann noch fortsetzte, als die konjunkturelle Abschwungphase eingesetzt hatte. Obwohl die jüngsten Lohnindikatoren nicht auf eine weitere Beschleunigung hindeuten, ist es erforderlich, die künftige Lohnentwicklung genau zu beobachten, gerade auch bei einer schwachen Konjunktur.

Die Flutkatastrophe in einigen Regionen des Euroraums hat zu beträchtlicher persönlicher Not und zu großen Vermögensverlusten geführt. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieser Faktoren auf die betroffenen Länder dürften jedoch begrenzt und für das Eurogebiet in seiner Gesamtheit unerheblich sein.

Insgesamt gesehen dürften die verhaltene Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der stärkere Euro zu einem geringeren Inflationsdruck beitragen. Gleichzeitig könnten andere Faktoren – insbesondere die Geldmengenentwicklung, aber auch die Lohndynamik und die Ölpreisentwicklung – Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht bergen und müssen daher genau im Auge behalten werden.

Was die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet angeht, so wird sich die unerwartete finanzielle Belastung durch die Flutkatastrophe auf die öffentlichen Haushalte der betroffenen Mitgliedsländer auswirken. Neben dieser länderspezifischen Belastung waren in den letzten Monaten jedoch auch Rückschläge zu verzeichnen, wie beispielsweise Anzei-

chen von Ausgabenüberschreitungen, die nur teilweise auf ein hinter den Erwartungen zurückbleibendes Wirtschaftswachstum zurückzuführen sind. Diese Entwicklungen sollten zu einer Prüfung der Prioritäten und zu einer sorgfältigen Ausgabenkontrolle führen. Derzeit scheint es besonders wichtig, dass die Mitgliedsländer dem Stabilitäts- und Wachstumspakt verpflichtet bleiben. Länder mit einer soliden Haushaltslage sollten diese aufrechterhalten, und Länder mit noch verbleibenden Ungleichgewichten müssen Defizite von über 3 % des BIP vermeiden und entschlossene Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen, damit sie nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltspositionen erreichen. Dies ist entscheidend, damit das Vertrauen in das politische Rahmenwerk des Eurogebiets gewahrt und weiter gestärkt werden kann und damit alle Länder Haushaltspositionen erreichen können, die das effektive Wirken der automati-

schen Stabilisatoren zulassen und dabei auf längere Sicht solide öffentliche Haushalte gewährleisten.

Was die Strukturpolitik betrifft, so sind die Regierungen zu einer entschlossenen Umsetzung der in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik festgelegten Reformpläne aufgefordert. Strukturreformen an den Arbeits-, Produkt- und Finanzmärkten würden die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber wirtschaftlichen Schocks stärken und das Potenzial für inflationsfreies Wachstum ausweiten. Dies würde auch dazu beitragen, die Beschäftigungsquote anzuheben und die hohe Arbeitslosigkeit zu verringern. Zugleich würden Reformen das Vertrauen von Verbrauchern und Anlegern in langfristiges Wachstum und Beschäftigungsmöglichkeiten im Euroraum fördern, was sich wiederum kurz- und mittelfristig positiv auf Konsum- und Investitionsentscheidungen auswirken würde.



# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 12. September 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).

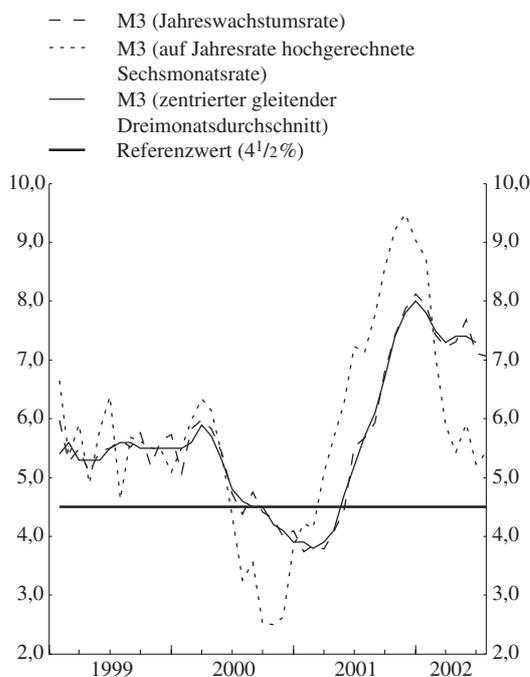
### Nach wie vor starkes M3-Wachstum im Juli

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 belief sich im Juli 2002 auf 7,1 %; sie blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert und lag lediglich 1 Prozentpunkt unter dem im Dezember 2001 erreichten Höchststand von 8,1 %. Der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 lag im Zeitraum von Mai bis Juli 2002 bei

**Abbildung 2**

### M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)

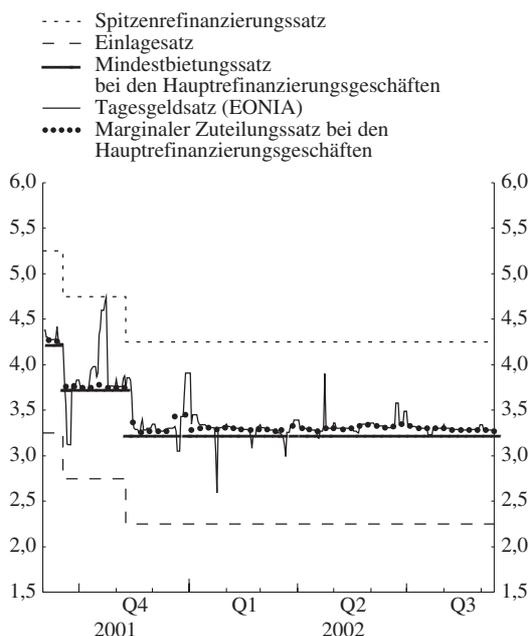


Quelle: EZB.

**Abbildung 1**

### EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

7,3 %, gegenüber 7,4 % in der Zeit von April bis Juni 2002 (siehe Abbildung 2).

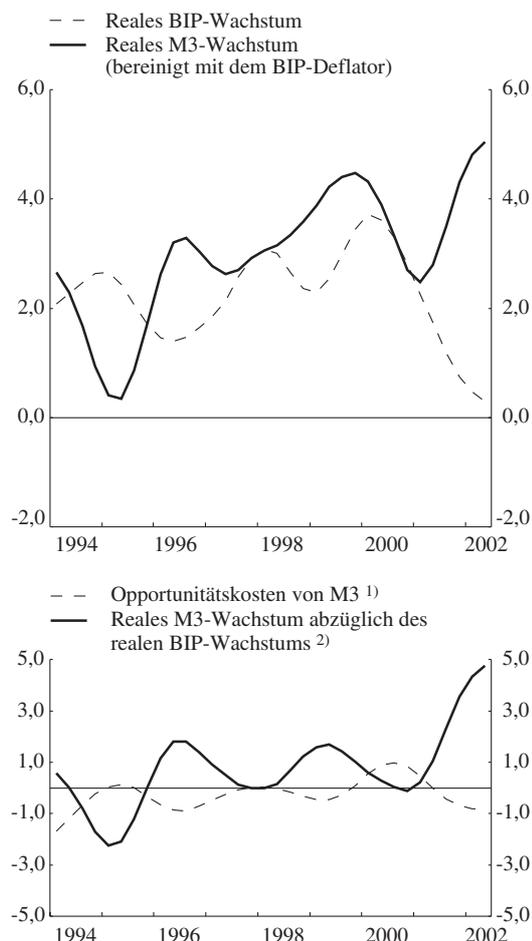
Das hohe M3-Wachstum der vergangenen Monate lässt sich zum Teil auf die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten zurückführen. In dieser Hinsicht ist die aktuelle Situation mit jener im Herbst 2001 vergleichbar, als eine deutlich steigende Liquiditätspräferenz der Marktakteure zu erheblichen Portfolioumschichtungen von langfristigen Anlageformen hin zu geldnahen und sicheren, in M3 enthaltenen Vermögenswerten führte. Verglichen mit der Situation im Herbst des vergangenen Jahres erscheinen die jüngsten Portfolioumschichtungen zugunsten liquider Instrumente allerdings nicht so umfangreich. Dies lässt sich wohl darauf zurückführen, dass die zuletzt beobachteten Umschichtungen eher auf längerfristige Wertpapiere ausgerichtet waren (was in der jüngsten Abnahme der Staatsanleiherenditen und in der gestiegenen Nachfrage nach längerfristigen finanziellen

Verbindlichkeiten der MFIs zum Ausdruck kommt), aber auch darauf, dass die Anleger zu Beginn der jüngsten Phase der Unsicherheit an den Finanzmärkten reichlich mit liquiden Mitteln ausgestattet waren.

Aus Abbildung 3 geht hervor, dass sich das tatsächliche M3-Wachstum in den vergangenen Quartalen von zwei seiner fundamentalen Bestimmungsfaktoren, der Konjunktur

### Abbildung 3 Reale Geldmenge M3, reales BIP und Opportunitätskosten

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr; saisonbereinigt)



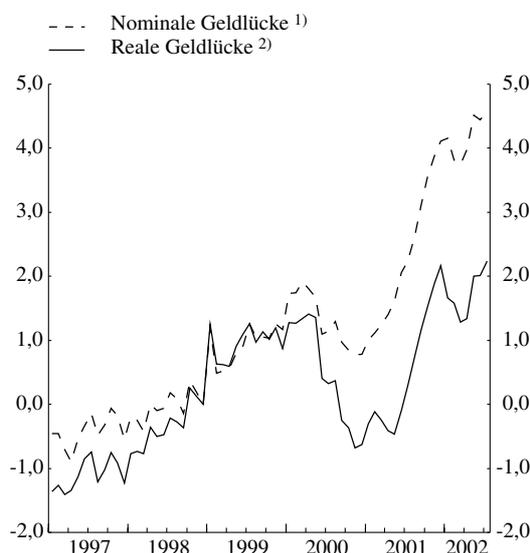
Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsraten des BIP und des BIP-Deflators im zweiten Quartal 2002 gegenüber dem ersten Quartal 2002 unverändert waren.

- 1) Die Opportunitätskosten von M3 werden definiert als die Differenz zwischen dem Geldmarktzins für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3.
- 2) Berechnet als Differenz zwischen dem mit dem BIP-Deflator bereinigten M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum.

### Abbildung 4 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



Quelle: EZB.

- 1) Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basismonat wurde Dezember 1998 gewählt.
- 2) Nominale Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von der Definition von Preisstabilität. Als Basismonat wurde ebenfalls Dezember 1998 gewählt.

und den Zinssätzen, weiter abgekoppelt hat. Der obere Teil der Abbildung zeigt, dass sich der Abstand zwischen der Jahreswachstumsrate von M3 (in realer Rechnung)<sup>1</sup> und der des realen BIP in den letzten Quartalen deutlich vergrößert hat, was ein Zeichen dafür ist, dass der Anstieg des (realen) M3-Wachstums nicht dem höheren Bedarf an Kassenhaltung für Transaktionszwecke zugeschrieben werden kann. Gleichzeitig dürfte die Nachfrage nach M3 jedoch zum Teil von dem niedrigen Niveau der Opportunitätskosten getragen worden sein, die hier als Differenz zwischen den Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3 berechnet werden. Der untere Teil der Abbildung weist aber darauf hin, dass dieser Faktor lediglich in begrenztem Maße als Erklärung für die jüngste Entwicklung von M3 herangezogen

<sup>1</sup> Das jüngste Anziehen des nominalen M3-Wachstums kann natürlich teilweise auch auf den Kassenhaltungsbedarf für Transaktionszwecke im Zusammenhang mit der höheren Inflation zu Beginn des Jahres 2002 zurückgeführt werden.

werden kann, und bestätigt, dass die Nachfrage auch aus Vorsichtsgründen in den vergangenen Quartalen deutlich angestiegen ist.

Da die Ausweitung der Geldmenge M3 im zweiten Quartal 2002 weiterhin kräftig war, blieb die vorhandene Liquidität auf einem erheblich höheren Niveau als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich gewesen wäre. Auf diese reichliche Liquiditätsausstattung im Euroraum weisen Messgrößen der Geldlücke, die anhand des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum berechnet werden, eindeutig hin.<sup>2</sup> Wie aus Abbildung 4 ersichtlich, erreichten sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke im Juli infolge des anhaltend starken M3-Wachstums ihren höchsten Stand der vergangenen Jahre.

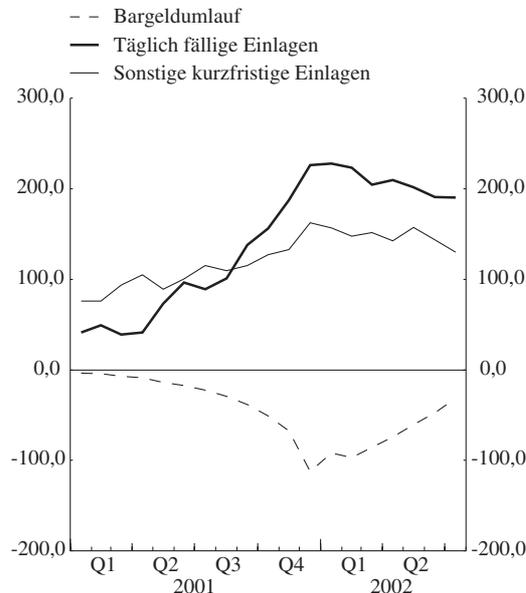
### Stärkeres Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1

Hinter der Stabilität der jährlichen Wachstumsrate von M3 im Juli 2002 verbargen sich gegenläufige Entwicklungen zwischen dem eng gefassten Geldmengenaggregat M1 und den anderen Hauptkomponenten von M3. Die Vorjahrsrate von M1 legte von 6,9 % im Juni auf 7,6 % im Juli zu. Dieser Anstieg ist ausschließlich auf die anhaltende Erholung der Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs zurückzuführen.

Nachdem es im Vorfeld der Euro-Bargeldeinführung zu einem deutlichen Rückgang des Bargeldumlaufs gekommen war, haben die Wirtschaftsakteure im Jahr 2002 den Wiederaufbau ihrer Bargeldbestände fortgesetzt. Die monatliche Zunahme des Bargeldumlaufs belief sich im Juli 2002 saisonbereinigt auf 10,7 Mrd €, verglichen mit durchschnittlich 9,1 Mrd € zwischen März und Juni. Die im bisherigen Jahresverlauf verzeichnete Ausweitung des Bargeldumlaufs dürfte hauptsächlich auf die Umkehr der vorherigen Umschichtungen von Bargeld zugunsten von in M3 enthaltenen kurzfristigen Einlagen im Jahr 2001 zurückzuführen sein. So war in den vergangenen Monaten eine signifikante Verringerung der saisonbereinigten und auf Jahresrate

### Abbildung 5 Bargeldumlauf und kurzfristige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB.

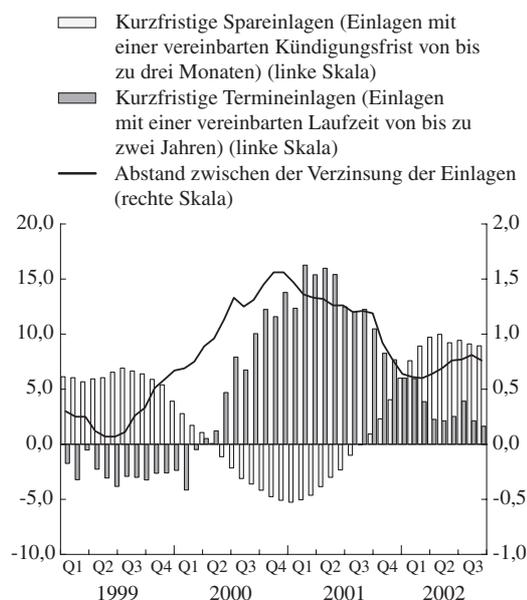
hochgerechneten Sechsmonatsrate der täglich fälligen Einlagen zu beobachten, worin sich der Abbau der vor der Bargeldumstellung vorsorglich angesammelten Bargeldbestände widerspiegelte. Abbildung 5 zeigt, dass die Zunahme der Jahresrate des Bargeldumlaufs im Jahr 2002 zeitgleich mit einem Rückgang des jährlichen Wachstums der täglich fälligen Einlagen und, in geringerem Maße, der sonstigen in M3 enthaltenen kurzfristigen Einlagen erfolgte.

Nimmt man den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen zusammen, so ist festzu-

2 Die nominale Geldlücke wird gemessen als Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (4 ½ % p. a.) entsprechenden monetären Wachstum seit Dezember 1998 ergeben hätte. Die in Abbildung 4 dargestellte Messgröße der realen Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflatierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Definition von Preisstabilität entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat. Aufgrund der etwas willkürlichen Wahl der Basisperiode ist das Niveau der Messgrößen weniger aufschlussreich als ihre Entwicklung (siehe den Beitrag „Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse“ im Monatsbericht vom Mai 2001).

## Abbildung 6 Kurzfristige Spareinlagen und Termineinlagen und ihr Zinsabstand im Kundengeschäft der Banken

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Zinsabstand in Prozentpunkten; nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

stellen, dass die Beschleunigung des jährlichen Wachstums von M1 in den vergangenen Monaten wohl von den niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung von in M1 enthaltenen Finanzinstrumenten gestützt wurde. Da es sich bei diesen Instrumenten um niedrig oder nicht verzinsliche Anlageformen handelt, steigt dieses Geldmengenaggregat bei niedrigen Zinssätzen für alternative kurzfristige Anlagewerte in der Regel rasch an. Gleichzeitig weist die Geldmenge M1 oftmals gute Vorlaufeigenschaften für das Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen auf. Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch mit der Bargeldumstellung zusammenhängende Faktoren zum jüngsten Anstieg von M1 beigetragen haben. Insbesondere dürfte die Ausweitung des Bargeldumlaufs zum Teil durch die Nachfrage außerhalb des Euroraums bedingt gewesen sein und daher nicht auf eine Aufstockung der Kassenhaltung für Transaktionszwecke im Euro-Währungsgebiet hindeuten.

## Tabelle 1 Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Juli
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
<b>M1</b>	2,5	3,8	5,5	6,2	6,6	7,6
darunter: Bargeldumlauf	-3,2	-7,6	-18,5	-28,0	-20,1	-9,7
darunter: Täglich fällige Einlagen	3,7	6,1	10,4	13,0	11,7	10,8
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,4	4,9	5,8	6,7	6,4	5,5
<b>M2</b>	3,5	4,4	5,7	6,4	6,5	6,5
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,4	16,2	20,5	15,7	13,2	10,7
<b>M3</b>	4,4	5,9	7,6	7,7	7,4	7,1
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	-3,3	-7,4	-18,4	-27,9	-19,8	-9,7
Täglich fällige Einlagen	3,9	6,2	10,1	13,0	11,7	10,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	13,9	10,9	6,9	3,4	2,9	1,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	-2,6	0,5	5,0	9,1	9,4	8,9
Repogeschäfte	15,5	20,5	19,8	4,8	1,9	1,8
Geldmarktfondsanteile	11,1	20,5	30,1	33,4	27,4	24,2
Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	1,1	0,8	1,6	-6,3	-3,1	-9,4

Quelle: EZB.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im Juli auf 5,5 % zurück, verglichen mit 6,1 % im Vormonat. Darin spiegelte sich die schwächere Dynamik der kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) und der kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) wider (siehe Abbildung 6). Die jährliche Zuwachsrate der Spareinlagen ging auf 1,6 % zurück (verglichen mit 2,1 % in Juni), und die Jahresänderungsrate der Terminein-

lagen auf 8,9 % (verglichen mit 9,1 % im Vormonat).

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente fiel von 11,2 % im Juni auf 10,7 % im Juli. Dieser Rückgang war jedoch in gewissem Maße auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Im kürzerfristigen Vergleich erhöhte sich die Wachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente im Juli, was mit dem sich abzeichnenden erneuten Anstieg der Liquiditätspräferenz im Einklang stand.

## Kasten I

### Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2002

Mithilfe der Finanzierungsrechnung kann die Entwicklung der gesamten Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2002 untersucht werden. Diese Daten geben einen Einblick in Portfolioentscheidungen der genannten Sektoren und unterstützen damit auch die Analyse der Entwicklung der Geldmenge M3.

#### Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Bestand in % des Gesamt- werts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsrate <sup>2)</sup>									
		2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2
<b>Insgesamt</b>	<b>100</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	.
<i>darunter:</i> Kurzfristige Geldvermögensbildung <sup>3)</sup>	41,4	4,5	4,9	5,3	4,2	5,7	6,0	5,9	5,8	5,3	.
<i>darunter:</i> Langfristige Geldvermögensbildung <sup>4)</sup>	58,6	6,0	6,1	7,4	9,0	9,8	9,3	7,6	5,1	5,3	.
Bargeld und Einlagen	35,2	3,1	3,7	3,6	3,3	3,5	4,3	4,3	4,3	4,7	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	13,0	3,4	9,6	15,2	10,1	17,5	14,2	11,1	9,3	7,1	.
<i>darunter:</i> Kurzfristig	2,1	38,7	55,0	88,3	34,0	64,8	43,0	29,4	17,9	-2,1	.
<i>darunter:</i> Langfristig	10,9	0,0	5,4	9,1	7,1	11,0	10,2	8,4	7,9	9,0	.
Investmentzertifikate	12,3	8,6	4,3	2,4	6,1	5,3	4,6	5,4	5,0	5,6	.
<i>darunter:</i> Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile	10,3	8,2	5,2	3,1	7,0	5,4	3,7	3,3	2,1	2,4	.
<i>darunter:</i> Geldmarktfondsanteile	1,9	11,6	-1,9	-2,6	-1,2	4,3	12,1	22,8	28,8	27,9	.
Börsennotierte Aktien	16,9	4,1	3,0	6,8	11,2	13,6	13,7	9,8	2,8	2,4	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	22,6	9,7	9,5	9,3	8,4	7,6	7,4	7,2	7,5	7,6	.
M3 <sup>5)</sup>		6,0	4,7	4,4	4,1	3,8	5,5	6,8	8,1	7,2	7,1

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des ersten Quartals 2002.

2) Die Jahreswachstumsrate wird berechnet als Quote aus der kumulierten Finanzierung in den letzten vier Quartalen und dem Anfangsbestand.

3) Die kurzfristige Geldvermögensbildung umfasst im Wesentlichen Bargeld und Einlagen, kurzfristige Schuldverschreibungen und Geldmarktfondsanteile.

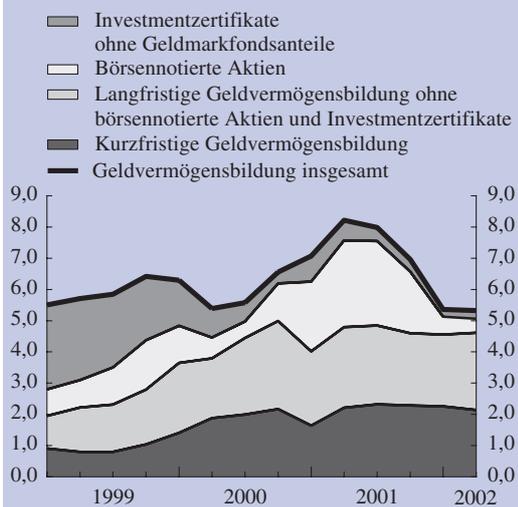
4) Die langfristige Geldvermögensbildung umfasst langfristige Schuldverschreibungen, Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile, börsennotierte Aktien sowie Versicherungs- und Pensionsprodukte.

5) Quartalsendstand. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst monetäre Instrumente, die von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (d. h. vom nichtfinanziellen Sektor und von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass das jährliche Wachstum der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im ersten Quartal dieses Jahres mit 5,3 % weitgehend unverändert blieb. Hinter dieser

### Kurzfristige und langfristige Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren

(Anteil an der Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die kurzfristige Geldvermögensbildung umfasst im Wesentlichen Bargeld und Einlagen, kurzfristige Schuldverschreibungen und Geldmarktfondsanteile; die langfristige Geldvermögensbildung umfasst langfristige Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien, Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile sowie Versicherungs- und Pensionsprodukte.

hängen könnte, dass die im Herbst des vergangenen Jahres beobachteten Portfoliumschichtungen zulasten von Aktien teilweise wieder rückgängig gemacht wurden. Zu dieser Umkehr von Portfoliumschichtungen in längerfristige Finanzierungsinstrumente dürfte auch der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve beigetragen haben. Darüber hinaus deutet das gedämpfte Jahreswachstum bei den Anlagen in börsennotierte Aktien darauf hin, dass die Anleger es Anfang 2002 tendenziell vorzogen, in Investmentzertifikate statt direkt in börsennotierte Aktien zu investieren.

Gesamtentwicklung verbirgt sich jedoch ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Geldvermögensbildung, der durch eine Zunahme der Vorjahrsrate der langfristigen Geldvermögensbildung ausgeglichen wurde (siehe Abbildung). Hauptgrund für den erwähnten Rückgang war eine niedrigere Jahreswachstumsrate bei den Anlagen in kurzfristige Schuldverschreibungen, die vor allem auf einen Basiseffekt zurückzuführen war, während die Investitionen in Geldmarktfondsanteile weiterhin relativ hoch waren. Bei der langfristigen Geldvermögensbildung kam es insbesondere zu einem Anstieg der Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen. Auch die Anlagen in Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile) nahmen leicht zu, wobei es sich hier hauptsächlich um Investitionen in Aktienfonds handeln dürfte; sie verharrten jedoch weiter auf einem relativ niedrigen Stand. Die Nachfrage nach börsennotierten Aktien war nach wie vor verhalten.

Diese Angaben stützen die Einschätzung, dass die relativ gedämpfte kurzfristige Dynamik von M3 im ersten Quartal 2002 tatsächlich damit zusammen-

### Im Juli geringeres Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet verringerte sich im zweiten Quartal 2002 auf 4,6 %, nachdem sie im ersten Quartal 5,1 % betragen hatte. Im Juli setzte sich dieser Rückgang bis auf 4,1 % fort. Diese Entwicklung spiegelt vor allem die geringere Kreditvergabe an den privaten Sektor wider (siehe Tabelle 2). Gleichwohl war im Juli auch eine Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Kredite an die öffentlichen Haushalte zu verzeichnen.

Die stärkere Ausweitung der Kreditgewährung durch MFIs an die öffentlichen Haushalte im Jahr 2002 spiegelt den höheren Finan-

zierungsbedarf dieses Sektors im Zusammenhang mit den aufgrund der schwächeren Konjunktur unerwartet niedrigen Steuereinnahmen wider. Bei der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte war in den letzten Quartalen weiterhin eine negative Jahresänderungsrate der Buchkredite zu verzeichnen (siehe Tabelle 2). Im Gegensatz dazu kehrte sich die jährliche Veränderungsrate des Erwerbs von Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte seitens der MFIs im Jahr 2002 ins Positive.

Bei der Kreditvergabe durch MFIs an den privaten Sektor war im Jahr 2002 bisher eine allmähliche Abschwächung zu beobachten. Das jährliche Wachstum der wichtigsten Komponente dieses Gegenpostens zu M3,

**Tabelle 2****Gegenposten zu M3***(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)*

	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Juli
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>	3,1	2,2	2,9	3,1	4,0	4,8
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	-0,1	-0,4	-0,2	0,2	0,8	1,8
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	8,2	1,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,7
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	5,2	4,4	5,9	6,5	7,8	8,4
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	5,4	5,6	5,2	5,1	4,6	4,1
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	-5,4	-1,9	-0,6	1,8	1,9	1,1
Wertpapiere ohne Aktien	-8,2	-2,3	-0,5	3,7	3,9	2,2
Buchkredite	-1,4	-1,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,6
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	8,8	7,8	6,9	6,1	5,3	4,9
Wertpapiere ohne Aktien	23,3	24,3	23,7	22,2	14,7	8,7
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	8,0	4,5	3,2	2,2	-2,9	0,3
Buchkredite	8,3	7,4	6,5	5,7	5,6	5,2
<i>Nachrichtlich: Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren (Quartalsendstände) <sup>1)</sup></i>						
<i>An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</i>	9,1	7,5	6,1	5,0	4,8	.
<i>An private Haushalte</i>	6,2	5,9	5,3	5,4	5,7	.
<i>Konsumentenkredite <sup>2)</sup></i>	5,2	3,6	3,6	4,3	3,9	.
<i>Wohnungsbaukredite <sup>2)</sup></i>	7,6	7,6	6,8	7,2	7,4	.
<i>Sonstige Kredite</i>	2,9	2,3	2,2	0,7	1,7	.

Quelle: EZB.

1) Die Wachstumsraten werden anhand von Stromgrößen berechnet. Die Sektoren entsprechen den Definitionen nach dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten siehe Fußnote der Tabelle 2.5 und „Technischer Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts. Differenzen zwischen einigen Zwischensummen und ihren Komponenten durch Runden der Zahlen.

2) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

nämlich der Buchkredite an den privaten Sektor, ging in den vergangenen Monaten wieder zurück (siehe Abbildung 7). Anders als in den Monaten davor deutet die jüngste Entwicklung der Kreditvergabe an den privaten Sektor nicht mehr darauf hin, dass der trendmäßige Wachstumsrückgang der Buchkredite unterbrochen wurde. Darauf lässt die Entwicklung der auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate der Kredite an den privaten Sektor schließen, die sich nach einem Anstieg zwischen Januar und Juni auf 5,2 % im Juli verringerte.

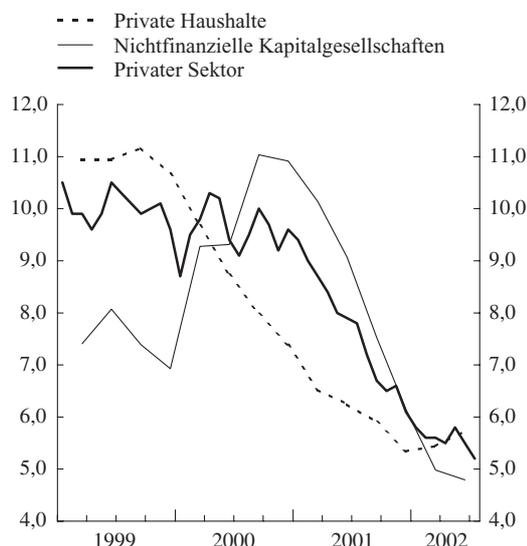
Aufgegliedert nach Sektoren weisen die Quartalszahlen für das zweite Quartal 2002 darauf hin, dass sich die Entwicklung bei den Krediten an private Haushalte offenbar geringfügig

von der Entwicklung der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften unterscheidet. Während sich das jährliche Wachstum der zuerst genannten Kredite im Berichtsquartal beschleunigte (auf 5,7 %, verglichen mit 5,4% im Vorquartal), war bei den zuletzt genannten Krediten eine weitere Verlangsamung zu beobachten (auf 4,8 %, gegenüber 5,0 % im ersten Quartal 2002). Seit Anfang 2001 nahm die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften deutlich schwächer zu. Dabei sei allerdings darauf hingewiesen, dass sich das Wachstum dieser Kredite im Jahr 2000 und im ersten Halbjahr 2001 aufgrund des Erwerbs von UMTS-Lizenzen im Herbst 2000 und der hohen Anzahl von Fusionen und Übernahmen, die sich seither wieder verringert hat, beschleunigt hatte. Weitere Fakto-

ren, die zum geringeren Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beitrugen, waren die schwache Konjunktur im Euro-Währungsgebiet sowie ein schwierigerer Zugang zu Krediten für Unternehmen in einigen Ländern des Euroraums. Bei den Krediten an private Haushalte war ein gedämpftes Wachstum der Konsumentenkredite und sonstigen Kredite zu verzeichnen, wohingegen das Wachstum der Wohnungsbaukredite robust blieb (siehe Abbildung 8). Darin könnte zum Ausdruck kommen, dass die Zinsen im Kundengeschäft der Banken für Wohnungsbaukredite dieses Jahr auf einem niedrigen Niveau geblieben sind. Zudem dürfte die Tatsache, dass Wohnungsbaukredite im Gegensatz zu Konsumentenkrediten besichert sind, die unterschiedliche Dynamik dieser beiden Kreditarten erklären.

**Abbildung 7**  
**Sektorale Aufschlüsselung der Kreditvergabe durch MFIs an den privaten Sektor**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

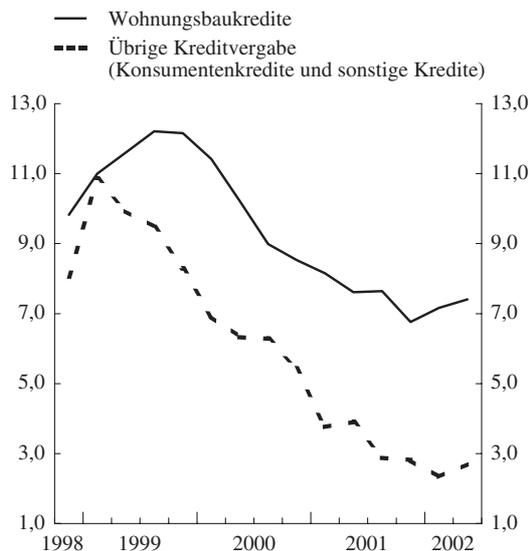


Quelle: EZB.

Anmerkung: Kredite an den privaten Sektor umfassen Kredite an private Haushalte, Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Kredite an private Organisationen ohne Erwerbszweck und Kredite an nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften.

**Abbildung 8**  
**Aufschlüsselung der Kreditvergabe durch MFIs an private Haushalte nach Verwendungszweck**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

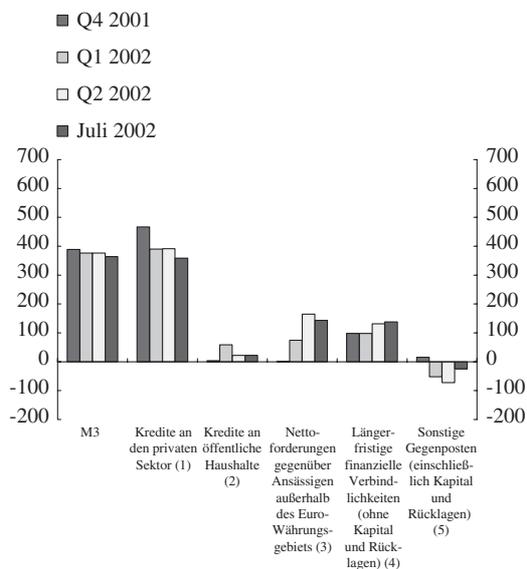
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) stieg im Juli auf 4,8 %, verglichen mit 4,6 % im Vormonat. Damit setzte sich der seit dem dritten Quartal 2001 zu beobachtende Aufwärtstrend im jährlichen Wachstum dieser Verbindlichkeiten fort (siehe Tabelle 2). Darin kommen aller Wahrscheinlichkeit nach sowohl der in diesem Zeitraum steiler gewordene Verlauf der Zinsstrukturkurve als auch die in jüngerer Zeit erfolgten Portfolioumschichtungen von den Aktienmärkten hin zu diesen längerfristigen Finanzinstrumenten zum Ausdruck.

Im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2002 nahmen die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebietsfremden um 143,6 Mrd € zu, verglichen mit 164,7 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juni (siehe Abbildung 9).

## Abbildung 9

### Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

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

### M3-Wachstum angesichts neuerlicher Abkehr von den Finanzmärkten weiterhin hoch

Insgesamt blieb das Geldmengenwachstum in der ersten Jahreshälfte 2002 trotz einer gewissen Verlangsamung gegenüber den Wachstumsraten vom Herbst 2001 hoch. Die ersten Anzeichen für eine Umkehr der in der Vergangenheit beobachteten Portfolioumschichtungen in den ersten Monaten dieses Jahres (siehe Kasten 1) wurden durch später veröffentlichte Daten nicht bestätigt, da an den Finanzmärkten erneut Unsicherheit herrscht und die Opportunitätskosten für die Haltung liquider Mittel gering sind.

Die anhaltend dynamische Ausweitung von M3 hat zum Aufbau von erheblicher Überschussliquidität im Euroraum geführt. Eine solche reichliche Liquiditätsausstattung könnte, sofern sie nicht korrigiert wird, für die künftige Preisentwicklung bedenklich werden. Derzeit ist das Risiko, dass der Liquiditäts-

überschuss inflationären Druck verursachen könnte, angesichts der verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage allerdings gering. Diese Einschätzung wird durch den anhaltenden Rückgang der Kreditgewährung an den privaten Sektor in den letzten Monaten bestätigt.

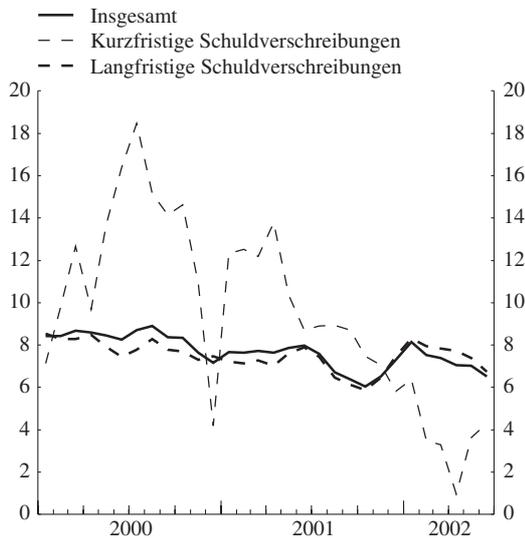
### Rückläufige Emission von Schuldverschreibungen im zweiten Quartal

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Eurogebiet begebenen Schuldverschreibungen lag im zweiten Quartal 2002 bei 6,9 % und damit deutlich unter der Rate des ersten Vierteljahrs von 7,7 % (siehe Abbildung 10). Dieser Rückgang war auf die rückläufige Emission von sowohl kurz- als auch langfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen: Die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des Umlaufs dieser Titel sanken von 4,4 % bzw. 8 % im ersten Quartal auf 3 % bzw. 7,3 % im zweiten. Nach Emittentengruppen betrachtet zeigt sich, dass die Abnahme der Emissionstätigkeit auf die geringere Begebung von kurz- und langfristigen Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen war. Die durchschnittliche Vorjahrsrate des Umlaufs an kurzfristigen durch diesen Sektor begebenen Schuldverschreibungen wies erstmals seit der Einführung des Euro ein negatives Vorzeichen auf. Im Gegensatz dazu blieb die Emissionstätigkeit der öffentlichen Haushalte insgesamt sowohl bei den kurzen als auch bei den langen Laufzeiten stabil.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen leicht von 7,0 % im ersten Quartal 2002 auf 6,9 % im zweiten Quartal zurückging. Damit entfielen im zweiten Quartal dieses Jahres 93,0 % des gesamten Bruttoabsatzes Gebietsansässiger auf Euro-Schuldverschreibungen, verglichen mit 93,7 % im Vorquartal.

Nach Emittentengruppen aufgegliedert ist bei der Emission von Euro-Schuldverschreibungen

**Abbildung 10**  
**Umlauf an Schuldverschreibungen von**  
**Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**  
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



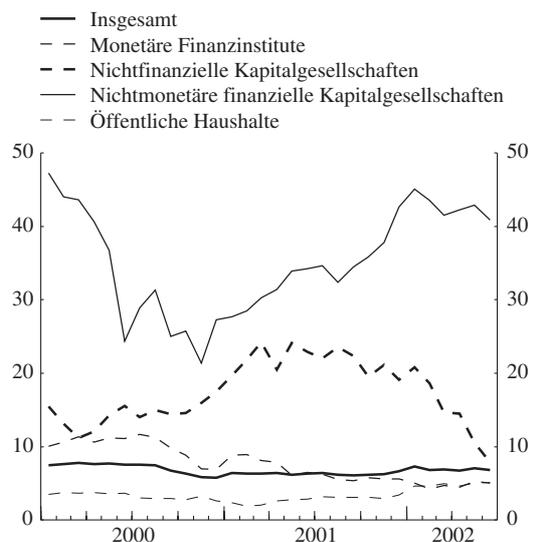
Quelle: EZB.  
 Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland. Aus Gründen der Vergleichbarkeit beziehen sich auch die Jahreswachstumsraten für die Zeit vor Januar 2001 auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands.

gen im zweiten Quartal 2002, wie oben erwähnt, besonders der anhaltende erhebliche Rückgang der Begebung durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften augenfällig (siehe Abbildung 11). Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen, die seit dem Schlussquartal 2001 rückläufig ist, ging im zweiten Quartal des laufenden Jahres auf 11 % zurück (gegenüber 18,1 % im Vorquartal) und erreichte damit ihren tiefsten Stand seit dem zweiten Quartal 1999. Die Jahresänderungsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen ging im zweiten Quartal 2002 auf -8,7 % zurück. Die geringe Emissionstätigkeit dieses Sektors im langfristigen und vor allem im kurzfristigen Bereich ist neben der Verunsicherung hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten vor allem auf die weiterhin rückläufigen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Vergleich zu den vergangenen Quartalen zurückzuführen. Darüber hinaus haben sich die Emissionsbedingungen auf-

grund der vorangegangenen Herabstufungen und der sich im Jahresverlauf vergrößernden Renditeabstände von Unternehmensanleihen allgemein verschlechtert (siehe Abbildung 24). Schließlich hat sich auch der Abwärtstrend an den Aktienmärkten negativ auf die Emissionsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen ausgewirkt. Im Gegensatz dazu blieb die Jahresrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen, die im vergangenen Jahr und im ersten Quartal des laufenden Jahres auf 43,4 % gestiegen war, im zweiten Quartal trotz des Rückgangs auf 42 % weiterhin hoch.

Im MFI-Sektor stieg die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im zweiten Quartal 2002 leicht auf 4,9 %, verglichen mit 4,7 % im Vorquartal. Damit dürfte der seit dem zweiten Quartal des letzten Jahres zu beobachtende rückläufige Trend in diesem Sektor gebrochen sein.

**Abbildung 11**  
**Umlauf an auf Euro lautenden Schuld-**  
**verschreibungen von Ansässigen im**  
**Euro-Währungsgebiet**  
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Was den öffentlichen Sektor anbelangt, der die Zentralstaaten und sonstigen öffentlichen Haushalte umfasst, so war im zweiten Quartal 2002 weiterhin eine rege Emissionstätigkeit zu verzeichnen, was auf einen gestiegenen Finanzierungsbedarf hinweist. Das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen blieb unverändert bei 4,1 %, während sich die Jahresrate der Begebung von Schuldverschreibungen durch sonstige öffentliche Haushalte, darunter in erster Linie Länder und Gemeinden, von 24,3 % im ers-

ten Quartal dieses Jahres auf 29,9 % im zweiten Quartal erhöhte.

### Gesamtentwicklung der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

Die Jahresrate der gesamten Fremdfinanzierung (die sich hauptsächlich aus Krediten und begebenen Schuldverschreibungen zusammensetzt) der nichtfinanziellen Sektoren (private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und öffentliche Haushalte) pendelte sich

**Tabelle 3**  
Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung insgesamt <sup>1)</sup> in %	Jahreswachstumsrate <sup>2)</sup>									
		2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2 <sup>3)</sup>
<b>Insgesamt</b>	<b>100</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	.
davon: langfristige Finanzierung <sup>4)</sup>	85,5	6,3	5,7	5,8	5,7	5,4	5,8	5,4	4,8	4,9	.
Fremdfinanzierung <sup>5)</sup>	79,2	6,6	6,6	7,0	7,1	6,7	6,5	6,0	5,3	5,3	5,2
davon: kurzfristige Fremdfinanzierung	14,5	5,8	8,4	12,4	11,0	11,4	9,4	6,8	5,1	2,8	0,1
davon: langfristige Fremdfinanzierung	64,7	6,7	6,2	5,9	6,3	5,7	5,9	5,9	5,3	5,9	6,4
<b>Private Haushalte <sup>6)</sup></b>	<b>21,3</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>
davon: kurzfristige Fremdfinanzierung	8,2	5,6	7,8	7,9	6,3	4,1	2,6	1,1	0,0	-0,4	0,0
davon: langfristige Fremdfinanzierung	91,8	10,3	8,9	8,1	7,5	6,8	6,8	6,4	6,3	6,3	6,5
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>47,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	.
davon: langfristige Finanzierung	82,0	6,9	6,4	7,3	7,0	7,2	7,7	7,1	6,0	5,3	.
Fremdfinanzierung <sup>5)</sup>	56,3	10,5	11,0	13,5	14,2	13,9	12,5	10,7	8,3	6,6	5,6
davon: kurzfristige Fremdfinanzierung	18,0	12,8	15,2	22,2	20,1	18,5	14,1	8,3	4,7	1,0	-1,7
davon: langfristige Fremdfinanzierung	38,3	9,4	9,1	9,6	11,5	11,8	11,7	11,9	10,0	9,4	9,3
davon: Kredite	46,1	11,0	11,5	14,4	15,0	13,4	11,3	9,5	6,7	5,5	5,1
davon: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	6,8	10,8	12,3	13,4	15,5	25,2	27,5	24,9	24,0	16,8	11,0
davon: Pensionsrückstellungen	3,4	3,8	3,6	3,4	3,1	3,2	3,3	3,4	2,4	2,5	.
Börsennotierte Aktien	43,7	4,8	4,3	5,6	4,4	4,7	5,4	4,2	3,3	2,3	.
<b>Öffentliche Haushalte <sup>5)</sup></b>	<b>31,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
davon: kurzfristige Fremdfinanzierung	13,5	-4,7	-2,4	-1,5	-2,7	1,5	3,4	6,2	8,3	8,1	3,9
davon: langfristige Fremdfinanzierung	86,5	3,1	2,8	2,3	2,4	1,4	1,8	1,7	1,7	3,4	4,4
davon: Kredite	17,9	-1,3	-1,5	-1,7	-1,6	-1,1	-2,4	-1,3	-1,0	0,0	-0,7
davon: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	78,6	2,9	2,8	2,4	2,5	1,9	2,9	3,1	3,2	4,6	5,1
davon: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,5	0,5	8,1	7,0	2,6	4,9	5,1	5,5	7,7	12,9	.

Quelle: EZB.

- 1) Stand am Ende des ersten Quartals 2002. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-) Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-) Finanzierung des Sektors und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Die Jahreswachstumsraten errechnen sich aus dem Verhältnis zwischen dem kumulativen Finanzierungsbetrag der letzten vier Quartale und dem Anfangsbestand.
- 3) Die Angaben für das zweite Quartal 2002 wurden auf der Grundlage von Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen näherungsweise berechnet.
- 4) Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- 5) Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige (Fremd-) Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit bis zu einem Jahr) umfasst kurzfristige Kredite, begebene kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die langfristige Fremdfinanzierung entspricht der langfristigen Finanzierung ohne begebene börsennotierte Aktien.
- 6) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

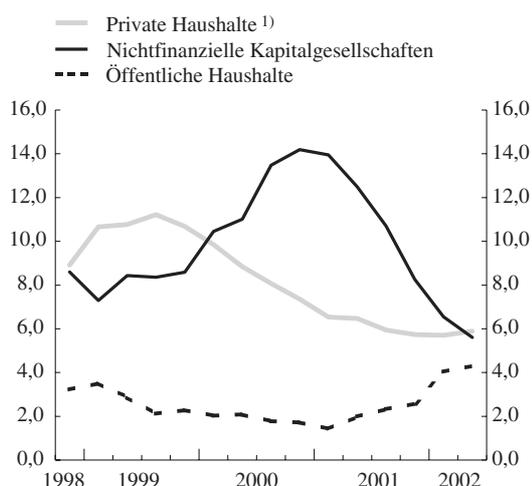
in der ersten Jahreshälfte 2002 auf etwas über 5 % ein, nachdem sie seit Ende 2000 stark gefallen war (siehe Tabelle 3). Die Jahresänderungsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung dürfte im zweiten Quartal 2002 weiter gefallen sein. Im Gegensatz dazu trugen die im historischen Vergleich relativ niedrigen Kreditzinsen im Euro-Währungsgebiet dazu bei, dass sich die jährliche Wachstumsrate der langfristigen Fremdfinanzierung stabilisierte.<sup>3</sup>

Hinter der allgemeinen Stabilisierung der Entwicklung der Fremdfinanzierung verbargen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren und Laufzeiten (siehe Abbildung 12).

Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte, die sich vor allem aus MFI-Krediten und von sonstigen Finanzinstituten (z. B. Leasinggesellschaften, für die nur Angaben bis zum ersten Quartal 2002 vorliegen) gewährten Krediten zusammen-

**Abbildung 12**  
**Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



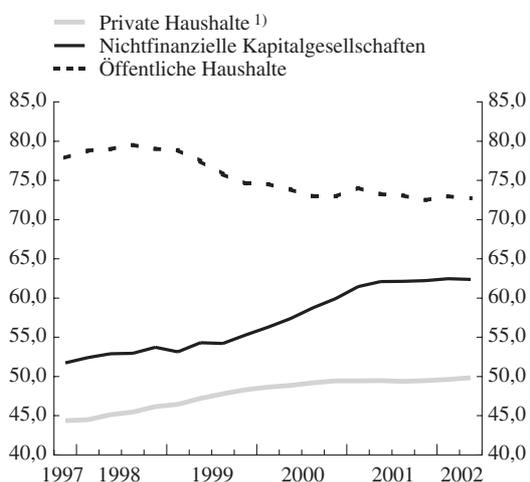
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Für das zweite Quartal 2002 auf der Grundlage von Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen näherungsweise berechnet.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

**Abbildung 13**  
**Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren**

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Für das zweite Quartal 2002 auf der Grundlage von Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen näherungsweise berechnet. Die Schuldenquote fällt auf der Grundlage der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen etwas niedriger aus als anhand der jährlichen Berechnungen. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite von nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht erfasst werden.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

setzt, blieb Schätzungen zufolge im ersten Halbjahr mit fast 6 % weitgehend unverändert (siehe Tabelle 3). Während das Wachstum der langfristigen Finanzierung robust blieb, kehrte sich die Änderungsrate der kurzfristigen Kredite an private Haushalte, bei denen es sich zum Großteil um Konsumentenkredite handelt und die stärker auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, in der ersten Jahreshälfte 2002 sogar leicht ins Negative. Gleichzeitig blieb die Schuldenquote der privaten Haushalte in den letzten Quartalen mit

<sup>3</sup> Die Entwicklung der Fremdfinanzierung im zweiten Quartal 2002 wurde auf der Grundlage der Geld- und Bankenstatistiken sowie der Statistiken über Wertpapieremissionen näherungsweise berechnet, da Angaben der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung zur Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren nur bis zum ersten Quartal 2002 vorliegen. Während die Zunahme der von MFIs gewährten Kredite und die Begebung von Schuldverschreibungen einen guten Näherungswert für die Fremdfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften liefern, liegen derzeit Angaben zu von sonstigen Finanzinstituten gewährten Krediten und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften nur bis zum ersten Quartal 2002 vor.

etwas unter 50 % relativ stabil (siehe Abbildung 13).

Im Gegensatz dazu setzte die Jahresrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ihren während des gesamten letzten Jahres beobachteten Abwärtstrend in der ersten Jahreshälfte 2002 fort und fiel im zweiten Quartal auf einen Stand von etwa 5 ½ % (siehe Abbildung 12 und Tabelle 3). Ein erheblicher Rückgang war vor allem bei der Änderungsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung zu verzeichnen, die im zweiten Quartal dieses Jahres negativ wurde. Der Rückgang der kurzfristigen Finanzierung kann mit der schwachen Konjunktur zusammenhängen, spiegelt aber auch teilweise den Rückgang der Fusionen und Übernahmen und die nachlassenden Auswirkungen der UMTS-Lizenzkäufe im Herbst 2000 wider. Letztere wurden zunächst auch durch kurzfristige Kredite finanziert, die später zum Teil durch sonstige Finanzinstrumente wie langfristige Schuldverschreibungen ersetzt wurden. In einigen Fällen könnte der Rückgang der Jahresrate der

kurzfristigen Finanzierung auch einige Probleme der Unternehmen bei der Kreditaufnahme aufgrund der Verschlechterung ihrer Bilanzen widerspiegeln. Das jährliche Wachstum der langfristigen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, auf die der Großteil der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen entfällt, ging nur leicht zurück und blieb mit einer Jahresrate von wahrscheinlich etwa 9 % im zweiten Quartal robust, wozu auch die verhältnismäßig niedrigen Zinsen für Unternehmenskredite im Euroraum beigetragen haben dürften. Infolge der niedrigeren Fremdfinanzierung stabilisierte sich die Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den letzten Quartalen (siehe Abbildung 13).

Angaben zur Eigenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen liegen nur bis zum ersten Quartal 2002 vor. Das jährliche Wachstum der Begebung börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Unternehmen blieb verhalten, was teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen war (siehe Abbildung 14). Aufgrund der Schwäche der Aktienmärkte, die mit der Entwicklung der Unternehmensgewinne und der Unsicherheit hinsichtlich der Bilanzierungspraktiken der Unternehmen zusammenhängt, ist es für Unternehmen schwierig geworden, neues Eigenkapital zu emittieren.

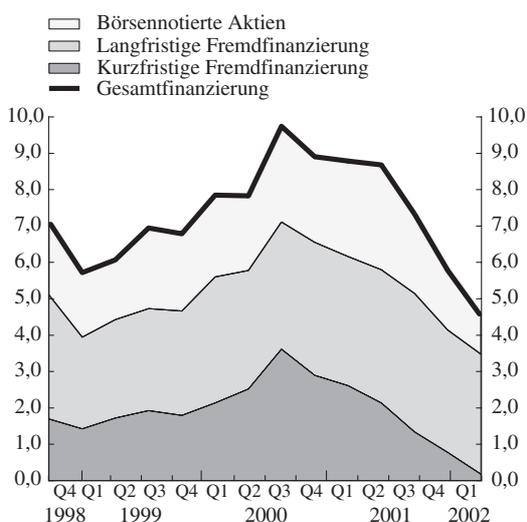
Im Gegensatz zum gesamten nichtfinanziellen privaten Sektor stieg die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der öffentlichen Haushalte im ersten Halbjahr 2002 weiter an, worin sich die Auswirkungen der schwachen Konjunktur auf die Haushaltslage widerspiegeln (siehe Tabelle 3).

#### Rückgang der Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken zwischen Mai und Juli

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben in den ersten sieben Monaten dieses Jahres im Einklang mit den relativ stabilen Geldmarktsätzen während dieses Zeitraums weitgehend unverändert (siehe Abbil-

### Abbildung 14 Kurzfristige und langfristige Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Beitrag zur Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten)



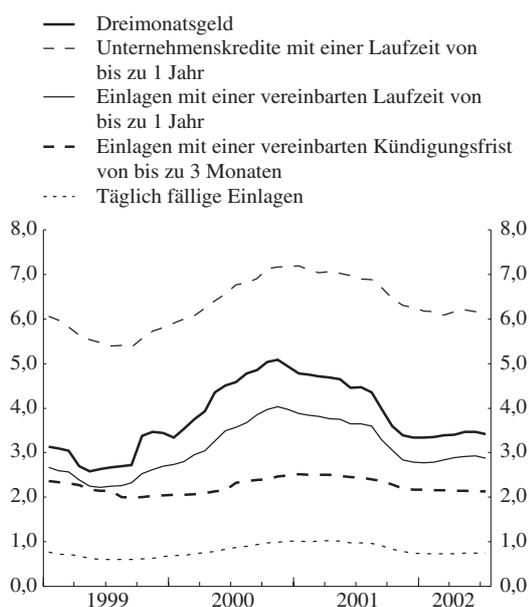
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die kurzfristige Fremdfinanzierung setzt sich aus kurzfristigen Krediten und kurzfristigen Schuldverschreibungen zusammen; die langfristige Fremdfinanzierung umfasst langfristige Kredite, langfristige Schuldverschreibungen sowie Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

dung 15). Die durchschnittlichen Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld lagen im Juli dieses Jahres 5 Basispunkte unter ihrem Stand vom Vormonat, jedoch 7 Basispunkte höher als im Januar 2002. Eine recht ähnliche Entwicklung war beim durchschnittlichen Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr zu beobachten, der im Juli 2002 etwa 10 Basispunkte über seinem Niveau vom Jahresbeginn lag und gegenüber dem Vormonat um 5 Basispunkte gefallen war. Dies lässt auf ein rasches Durchschlagen der Zinsentwicklungen am Geldmarkt auf diesen kurzfristigen Zinssatz im Kundengeschäft der Banken schließen. Der durchschnittliche Zinssatz für kurzfristige Unternehmenskredite entsprach im Juli wieder dem Stand von Januar dieses Jahres, während sich die Durchschnittssätze im Kundengeschäft der Banken für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten seit Januar 2002 um weniger als 5 Basispunkte verändert haben, was auf die

### Abbildung 15 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

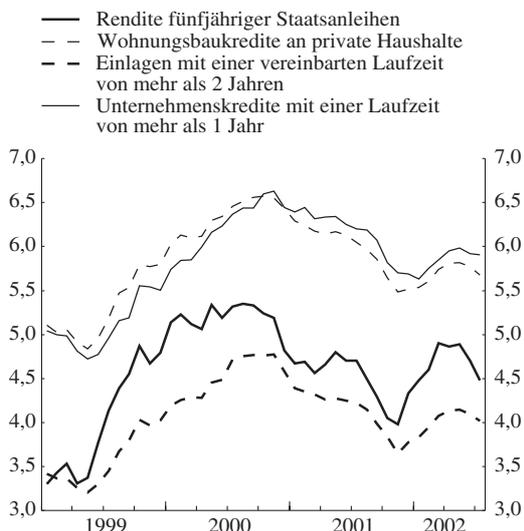
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.  
Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

### Abbildung 16 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 einschließlich Angaben zu Griechenland.

übliche zögerliche Reaktion dieser beiden Sätze zurückzuführen ist.

Im Gefolge des starken Rückgangs der Staatsanleiherenditen ab Mai 2002 sind die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken dagegen gefallen (siehe Abbildung 16). Die Durchschnittssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte nahmen zwischen Mai und Juli 2002 um fast 15 Basispunkte ab. Dies lässt auf ein relativ schnelles Durchschlagen der Marktzinsentwicklung auf diese beiden Kreditzinsätze der Banken schließen, da die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum rund 40 Basispunkte einbüßte. Zwischen Mai und Juli 2002 ging der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr lediglich um 7 Basispunkte zurück. Die relativ zögerliche Reaktion dieser langfristigen Kreditzinsen der Banken auf die Marktentwicklungen könnte unter anderem auf Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit der Unternehmen zurückzuführen

## Kasten 2

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

In der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem fünf 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	24.07.2002	07.08.2002	108,7	84,0	1,29	319	3,25	3,30	3,31
HRG	31.07.2002	14.08.2002	86,9	55,0	1,58	281	3,25	3,30	3,31
HRG	07.08.2002	21.08.2002	104,3	82,0	1,27	257	3,25	3,28	3,29
HRG	14.08.2002	28.08.2002	85,2	52,0	1,64	256	3,25	3,28	3,29
HRG	21.08.2002	04.09.2002	115,9	82,0	1,41	286	3,25	3,28	3,29
LRG	24.07.2002	30.10.2002	28,8	15,0	1,9	173	-	3,35	3,37

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz ging von 3,30 % bei den ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften auf 3,28 % bei den verbleibenden drei Hauptrefinanzierungsgeschäften zurück.

Der EONIA lag am 24. Juli, dem ersten Handelstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, bei 3,32 % und ging dann – mit Ausnahme eines zeitweiligen Anstiegs auf 3,34 % am 31. Juli aufgrund des Ultimoeffekts – gleichmäßig bis zum 16. August auf 3,28 % zurück. An den verbleibenden fünf Handelstagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode lag der EONIA bei 3,29 %, womit zum Ausdruck kam, dass die

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juli bis 23. August 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>194,5</b>	<b>0,1</b>	<b>+ 194,4</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	139,2	-	+ 139,2
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	55,2	-	+ 55,2
Ständige Fazilitäten	0,1	0,1	0,0
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>360,0</b>	<b>424,4</b>	<b>- 64,4</b>
Banknotenumlauf	-	322,7	- 322,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	50,9	- 50,9
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	360,0	-	+ 360,0
Sonstige Faktoren (netto)	-	50,8	- 50,8
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>129,9</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>129,3</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Marktteilnehmer die Liquiditätsbedingungen als weitgehend neutral empfanden. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer effektiven Inanspruchnahme der Einlagefazilität von per saldo lediglich 2,6 Mrd €. Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,6 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfende Wirkung der autonomen Faktoren, d. h. der nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, betrug per saldo durchschnittlich 64,4 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 56,9 Mrd € und 73,1 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der letzten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 0,9 Mrd €).

sein, worauf die Vergrößerung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen während dieses Zeitraums hindeutet (siehe Abbildung 24).

### Geldmarktzinsen in den vergangenen Monaten rückläufig

Der Anstieg der Geldmarktzinsen, der Ende 2001 begonnen hatte, setzte sich ab Mitte Mai 2002 nicht weiter fort. In der darauf folgenden Zeit gingen die Zinssätze deutlich und, mit Ausnahme einiger kurzfristiger Zunahmen, fast ununterbrochen zurück (siehe Abbildung 17). Der Rückgang der Geldmarktsätze war bei den längeren Laufzeiten besonders ausgeprägt, wohingegen sich die Zinsen am kurzen Ende weniger stark änderten. Folglich flachte die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die um den Jahreswechsel herum positiv geworden war, in der zweiten Septemberwoche fast vollständig ab. Daran war zu erkennen, dass die von den Marktteilnehmern gehegten Erwartungen steigender Zinsen allmählich sanken.

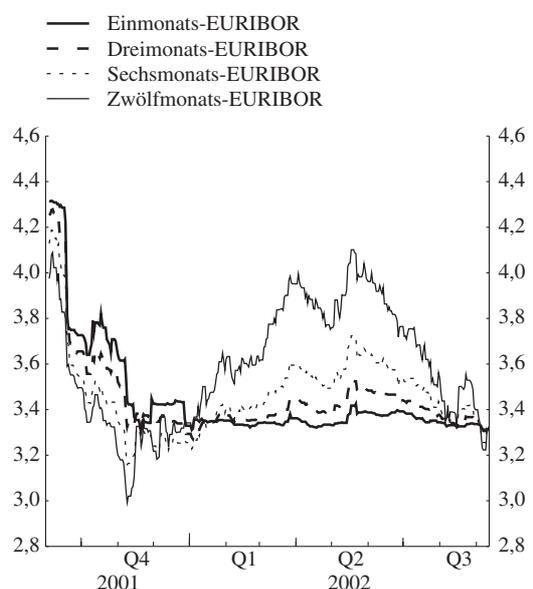
Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich über weite Strecken dieses Jahres um einen Stand, der leicht über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % lag (siehe Kasten 2). Zwischen Ende Juli und dem 11. September ging der EONIA um 5 Basispunkte auf 3,29 % zurück. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze blieben ebenfalls weitgehend stabil und lagen in den ver-

gangenen Monaten geringfügig über dem Mindestbietungssatz, wobei sie seit Mitte Mai leicht rückläufig waren. Der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems spiegelten diese Entwicklungen wider. Bei den zwischen Mitte Mai und der zweiten Septemberwoche abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften gingen diese Sätze etwas zurück.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR nahmen zwischen Mitte Mai und dem 11. September um rund 10 bzw. 20 Basispunkte ab. Am 11. September lagen sie bei

**Abbildung 17**  
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



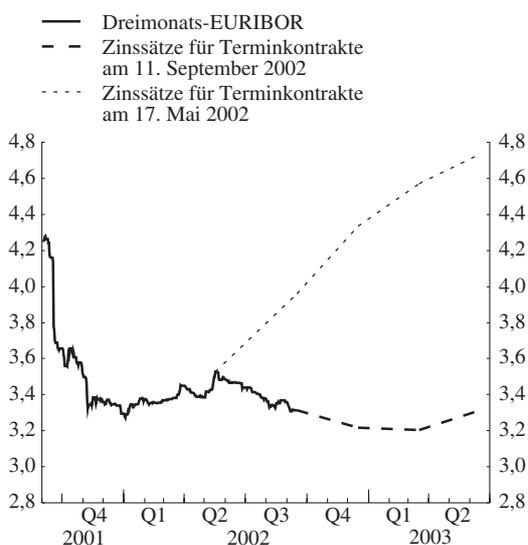
Quelle: Reuters.

3,31 % bzw. 3,32 %. Dies bedeutet, dass sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt am kurzen Ende, die Mitte Mai eine positive Steigung von ungefähr 10 Basispunkten aufwies, fast vollständig abflachte.

Die Entwicklung der Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems spiegelte in den vergangenen Monaten wie üblich weitgehend die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR wider. Bei dem am 29. August abgewickelten Geschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,33 % bzw. 3,34 %. Sie lagen damit 2 bzw. 3 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 25. Juli abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts, und 5 bzw. 7 Basispunkte unter den Sätzen des am 27. Juni abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

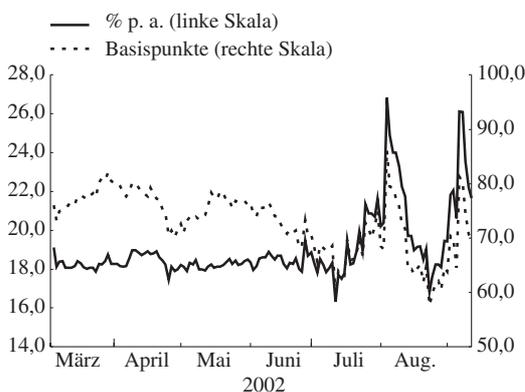
Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt sind die Zinssätze in den letzten Monaten stärker zurückgegangen. Zwischen

**Abbildung 18**  
**Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet**  
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.  
Anmerkung: Dreimonats-Terminkontrakte mit Fälligkeit am Ende des gegenwärtigen und der nächsten drei Quartale, wie an der LIFFE notiert.

**Abbildung 19**  
**Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002**  
(in % p.a.; Basispunkte; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Basispunkte errechnen sich durch Multiplikation der impliziten Volatilität in Prozent mit dem entsprechenden Zinssatz (siehe auch den Kasten „Messgrößen der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf kurzfristige Zinssätze“ auf Seite 14 ff. des Monatsberichts vom Mai 2002).

Mitte Mai, als die Zinsen den höchsten Stand in diesem Jahr erreichten, und dem 11. September gingen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um rund 40 bzw. 75 Basispunkte auf 3,32 % bzw. 3,33 % zurück. Dies bedeutet, dass sich die Steigung der Zinsstrukturkurve, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, fast vollständig abgeflacht hat, und zwar von rund 65 Basispunkten Mitte Mai auf 2 Basispunkte am 11. September.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 und Anfang 2003 zum Ausdruck kommen, gingen in den vergangenen Monaten ebenfalls stark zurück (siehe Abbildung 18). Gegenüber Mitte Mai fielen die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002 und März 2003 zum Ausdruck kommen, um rund 110 bzw. 135 Basispunkte und lagen am 11. September bei jeweils 3,21 %. Am selben Tag lagen die Preise für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni und September 2003 bei 3,32 % bzw. 3,47 %.

In der Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 abgeleitet wird, schlägt sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der erwarteten künftigen Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR im Zeitraum bis zum Fälligkeitsdatum nieder. Nach einer Phase vergleichsweise hoher Stabilität in der ersten Jahreshälfte 2002 stieg die Volatilität im Juli im Zusammenhang mit der großen Unsicherheit an den Finanzmärkten deutlich an (siehe Abbildung 19). Im August war dann über weite Strecken ein anhaltender Rückgang zu verzeichnen, sodass die Volatilität schließlich wieder ein Niveau erreichte, das dem Durchschnitt des ersten Halbjahres 2002 entsprach. Ende August und Anfang September kam es jedoch zu einem erneuten Anstieg.

### Renditen langfristiger Staatsanleihen in den vergangenen Monaten rückläufig

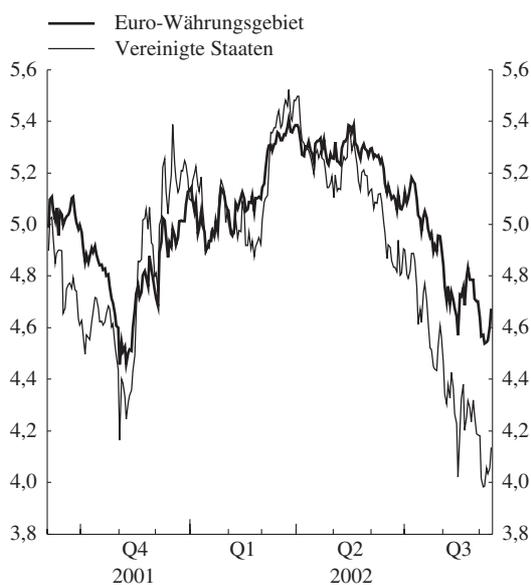
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten zurück, nachdem sie zwischen Mitte März und Mitte Mai weitgehend unverändert geblieben waren (siehe Abbildung 20). Bis Ende Juli scheinen die Anleihemärkte vor allem von Safe-haven-Umschichtungen von Aktien hin zu Anleihen geprägt worden zu sein, die auf die zunehmenden Bedenken der Marktteilnehmer angesichts von Bilanzierungsunregelmäßigkeiten zurückzuführen waren. Diese Portfolioumschichtungen trugen zwar auch zum weiteren Renditerückgang seit Anfang August bei, doch scheint dieser Rückgang in jüngster Zeit vor allem mit der weniger günstigen Beurteilung der Konjunkturperspektiven durch die Marktteilnehmer sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten zusammenzuhängen. Da die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten deutlich stärker zurückging als im Euroraum, weitete sich der entsprechende Renditeabstand zwischen Ende Juli und dem 11. September um rund 20 Basispunkte auf nahezu -55 Basispunkte aus und erreichte damit einen der tiefsten Stände seit August 1996.

In den Vereinigten Staaten war in den vergangenen Monaten bei den Renditen der Staatsanleihen über das gesamte Fristenspektrum hinweg ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen, der bei den kurzen und mittleren Laufzeiten am ausgeprägtesten war. Hauptursache für den allgemeinen Renditerückgang dürften die anhaltenden, aus Sicherheitsgründen vorgenommenen Mittelumschichtungen von den sich abschwächenden und turbulenten Aktienmärkten hin zu den liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen gewesen sein. Außerdem gehen die Marktteilnehmer wohl in letzter Zeit davon aus, dass die Erholung der US-Konjunktur mit größerer Unsicherheit behaftet ist als ursprünglich angenommen und hinter den zuvor gehegten Erwartungen zurückbleiben wird. Dafür spricht zum einen, dass die Rendite zweijähriger Anleihen Anfang September ihren absoluten Tiefststand von rund 2 % erreichte. Zum anderen ging die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen zwischen Ende Juli und

**Abbildung 20**

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

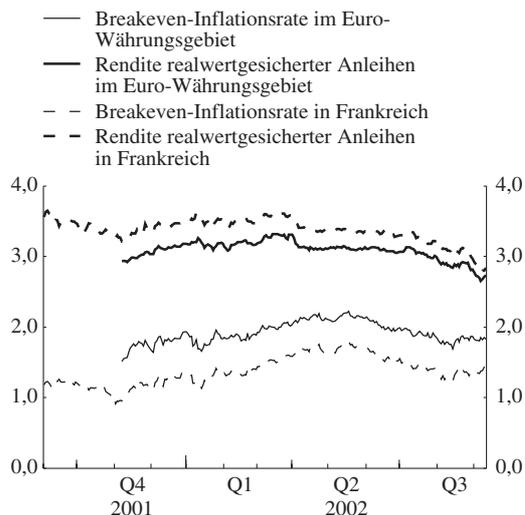
dem 11. September um etwa 50 Basispunkte auf 2,3 % zurück. Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen zehnjährigen Anleihen errechnet, blieb zwischen Ende Juli und dem 11. September weitgehend unverändert bei 1,8 %, was darauf hindeutet, dass sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer in diesem Zeitraum nicht veränderten. Insgesamt hatte die Entwicklung im August zur Folge, dass die Renditen zehnjähriger US-Anleihen am 11. September bei 4,1 % lagen, d. h. 45 Basispunkte unter ihrem Niveau Ende Juli. Im August hatten sie ihren tiefsten Stand seit Anfang der Sechzigerjahre erreicht.

In Japan setzte bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen nach einer vergleichsweise ruhigen Entwicklung in den Sommermonaten in der zweiten Augushälfte ein erneuter Rückgang ein. Zwischen Ende Juli und dem 11. September gingen sie um rund 25 Basispunkte auf etwa 1,1 % zurück. Dem weltweiten Trend entsprechend übten die anhaltend schwachen Aktienkurse auch hier einen gewissen Abwärtsdruck aus, der durch die Bedenken hinsichtlich des japanischen Bankensystems noch verstärkt wurde. Hinzu kam, dass die deutliche Korrektur der BIP-Zahlen für das erste Quartal 2002 von einem vorläufigen auf Jahresrate hochgerechneten Wert von +5,7 % auf -0,1 % (die allerdings vor allem auf eine Änderung der statistischen Berechnungsmethoden zurückzuführen war) Unsicherheit im Hinblick auf eine Aufhellung der japanischen Konjunkturperspektiven schürte.

Im Eurogebiet sind die Renditen der Staatsanleihen seit der Kehrtwende Mitte Mai ebenfalls über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg gesunken, wenn auch nicht so stark wie in den Vereinigten Staaten. Die auf breiter Front zurückgehenden nominalen Anleiherenditen im Eurogebiet dürften vor allem auf anhaltende Portfolioumschichtungen von den Aktien- in die Anleihemärkte sowie auf die zunehmende Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Stärke der konjunkturellen Erholung zurückzuführen sein. Die reale Rendite französischer indexgebun-

## Abbildung 21 Breakeven-Inflationsraten, berechnet für den HVPI des Euro-Währungsgebiets und die Verbraucherpreise in Frankreich

(in %; Tageswerte)



Quellen: Reuters, Französisches Schatzamt und ISMA.

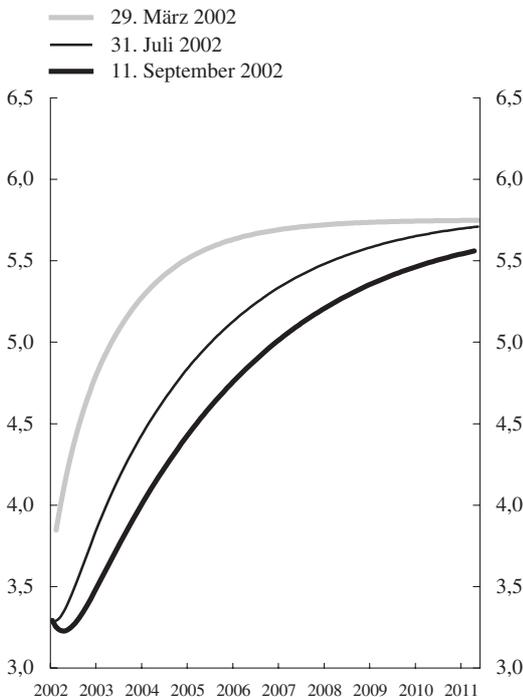
Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen in Frankreich und dem Euro-Währungsgebiet werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI oder den HVPI des Euroraums (jeweils ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009 bzw. 2012 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen der Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wurden auf Seite 18 ff. des Monatsberichts vom Februar 2002 dargelegt.

dener (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Anleihen, die zwischen Mitte Mai und Anfang Juli weitgehend stabil geblieben war, ging im Anschluss deutlich zurück. Zwischen Ende Juli und dem 11. September fiel sie um 25 Basispunkte auf 2,7 %.

Die Breakeven-Inflationsrate zehnjähriger Anleihen, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, nahm zwischen Mitte Mai, als der Rückgang bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen einsetzte, und Ende Juli ebenfalls ab (siehe Abbildung 21). Hauptursache könnten auch hier die Portfolioumschichtungen von Aktien hin zu den liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen gewesen sein. Anschließend stabilisierte sich die Breakeven-Inflati-

**Abbildung 22**  
**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.

onsrate wieder, sodass zwischen Ende Juli und dem 11. September lediglich ein Rückgang um weniger als 5 Basispunkte auf 1,8 % zu verzeichnen war.

Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum verschob sich zwischen Ende Juli und dem 11. September nach unten (siehe Abbildung 22). Am ausgeprägtesten war der Rückgang bei den kurzen und mittleren Laufzeiten.

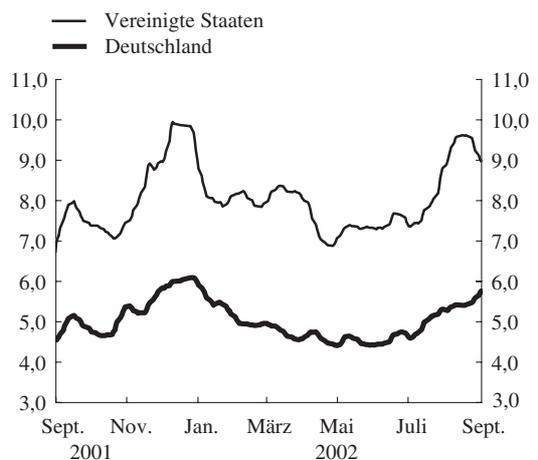
Die von den Marktteilnehmern empfundene Unsicherheit bezüglich der künftigen Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf Bundes-

anleihen – stieg in der zweiten Julihälfte und im August deutlich an, nachdem sie zwischen Mitte Mai und Mitte Juli weitgehend unverändert geblieben war (siehe Abbildung 23). Zwischen Ende Juli und dem 11. September erhöhte sich die implizite Volatilität an den Anleihemärkten des Euroraums um rund 0,7 Prozentpunkte auf 5,8 %, worin die gestiegene Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Konjunkturaussichten im Eurogebiet zum Ausdruck kommt.

Der Renditeabstand zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet weitete sich zwischen Mitte Mai und Anfang August deutlich aus; eine ähnliche Entwicklung war auch in den Vereinigten Staaten zu verzeichnen gewesen (siehe Abbildung 24). Hierin kommen die Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der hohen Bonitätsrisiken im Zusammenhang mit der Vergabe von Unternehmenskrediten zum Ausdruck, wel-

**Abbildung 23**  
**Implizite Volatilität aus Termin-**  
**kontrakten auf zehnjährige**  
**Bundesanleihen bzw. zehnjährige**  
**US-Schatzanleihen**

(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)

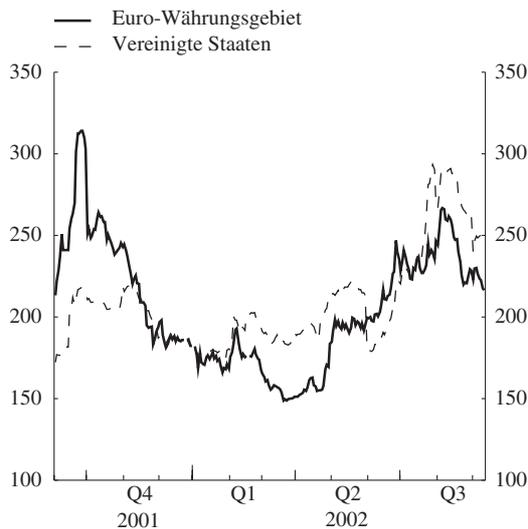


Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen stellen die implizite Volatilität aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf verlängert wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, stattfindet, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.

**Abbildung 24**  
**Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten**

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen werden als Differenz zwischen den Renditen sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen und den Renditen sieben- bis zehnjähriger Staatsanleihen berechnet.

che wiederum teilweise auf die zweifelhaften Bilanzierungspraktiken zurückzuführen sein dürften, die in jüngster Zeit bei einigen großen US-Unternehmen aufgedeckt wurden. Allerdings ging die Spanne bei Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating zwischen Ende Juli und dem 11. September im Eurogebiet um 30 Basispunkte und in den Vereinigten Staaten um 20 Basispunkte zurück. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Unsicherheit im Hinblick auf die Verlässlichkeit der Unternehmensabschlüsse aufgrund der von der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission getroffenen Vorkehrungen wieder nachließ (siehe den Kasten 4 „Die Auswirkungen von Bilanzierungspraktiken auf die jüngste Aktienkursentwicklung“).

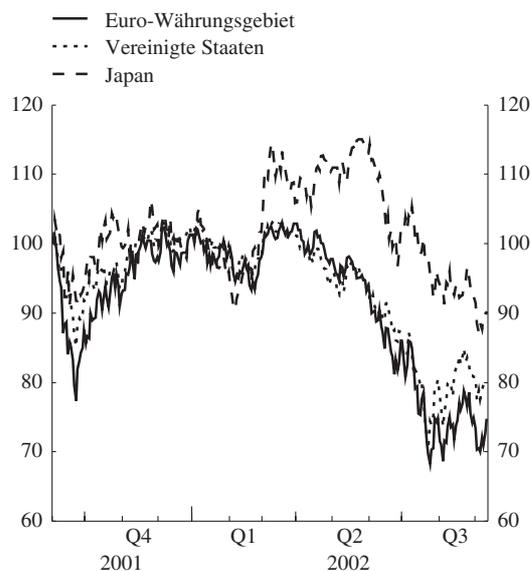
**Im August Stabilisierung der Aktienkurse**

Nach den deutlichen Einbrüchen, die in den vergangenen Monaten an den weltweiten Ak-

tienmärkten verzeichnet wurden, konnten sich die Börsenkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in der ersten Augushälfte vorübergehend wieder erholen. Im weiteren Monatsverlauf führten jedoch der schwindende Optimismus hinsichtlich der globalen Konjunkturaussichten sowie Bedenken bezüglich der künftigen Entwicklung der Unternehmensgewinne an allen international bedeutenden Börsen tendenziell zu einem Abwärtsdruck. Insgesamt gingen die Börsennotierungen in den Vereinigten Staaten zwischen Ende Juli und dem 11. September gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index um rund 1 % zurück, während die Aktienkurse im Eurogebiet gemessen am Dow Jones Euro STOXX unverändert blieben. In Japan verbuchte der Nikkei 225 im selben Zeitraum ein Minus von fast 5 % (siehe Abbildung 25). Da die Aktienkurse nun seit einigen Monaten kontinuierlich fallen, werden zunehmend Bedenken geäußert, dass sich diese Entwicklung auf die Konjunktur auswirken könnte (siehe Kasten 3).

**Abbildung 25**  
**Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan**

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



Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

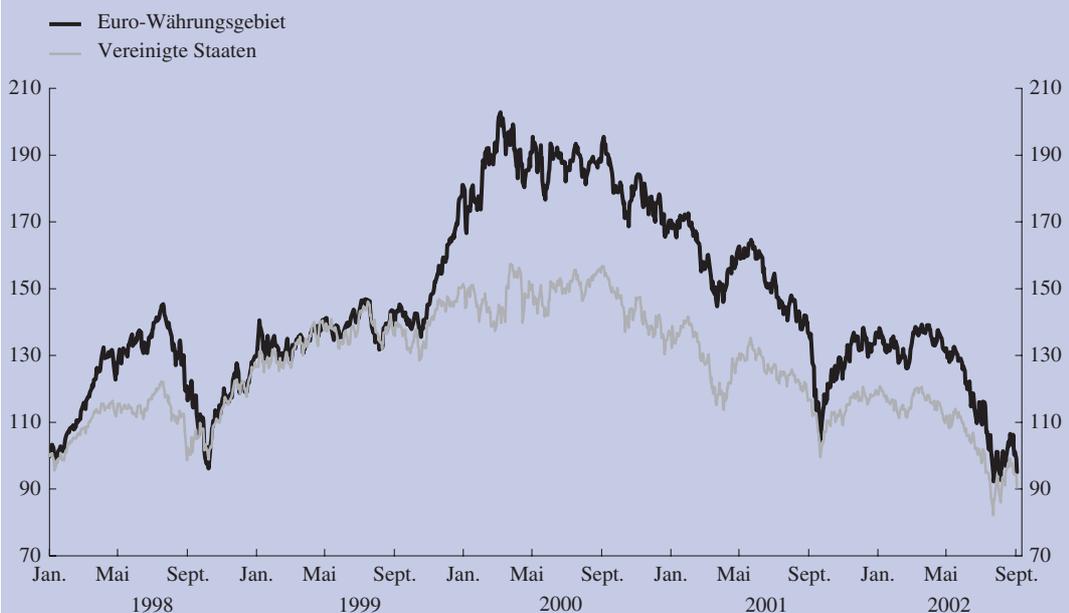
### Kasten 3

#### Die Auswirkungen von Aktienkursveränderungen auf die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

In den letzten Monaten sind die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in anderen wichtigen Wirtschaftsräumen gefallen. Von Ende März 2002 bis zum 11. September 2002 gingen die marktbreiten Aktienkursindizes im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und dem Standard-&Poor's-500-Index – um 27 % bzw. 20 % zurück (siehe Abbildung). Blickt man etwas weiter zurück, so zeigt sich, dass das Niveau der Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten am 11. September 2002 um 50 % bzw. 40 % unter den Rekordständen vom März 2000 lag. Im Ergebnis wurden durch diese drastischen Kursrückgänge die 1998 und 1999 verzeichneten außerordentlich hohen Zuwächse bei den Aktienkursen wieder zunichte gemacht, und die Aktienkurse im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten lagen am 11. September 2002 wieder in etwa auf dem Niveau von Ende 1997. In diesem Kasten wird untersucht, inwieweit Aktienkursveränderungen die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet beeinflussen. Mit den Auswirkungen der Aktienkurse auf die öffentlichen Haushalte befasst sich Kasten 7.

#### Längerfristige Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 1998 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex) für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten.

Der Aktienmarkt kann die konjunkturelle Entwicklung im Wesentlichen über vier Kanäle direkt beeinflussen, nämlich über die Vermögenseffekte auf den privaten Verbrauch, die Kapitalkosteneffekte auf die Unternehmensinvestitionen und die Bilanz- sowie die Vertrauenseffekte auf Verbrauch und Investitionen. Die zugrunde liegenden theoretischen und konzeptionellen Fragen, einschließlich der Konsequenzen dieser Aktienkurs-Transmissionskanäle für die Geldpolitik, wurden in dem Aufsatz „Aktienmarkt und Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Februar 2002 behandelt. Im Folgenden werden angesichts mangelnder direkter Belege für Bilanz- und Vertrauenseffekte im Euroraum nur die ersten beiden Kanäle weiter untersucht. Empirisch sind die aus den einzelnen Kanälen resultierenden Effekte auf Verbrauch und Investitionen kaum zu isolieren, insbesondere wenn die Analyse auf gesamtwirtschaftlichen Daten beruht. Folglich dürfte eine Korrelation, etwa zwischen Aktienkursen und gesamtwirtschaftlichem Konsum oder gesamtwirtschaftlichen Investitionen, ein Zusammenwirken mehrerer Transmissionskanäle widerspiegeln.

Der Vermögenseffekt hängt damit zusammen, dass Verbraucher einen größeren Teil ihres laufenden Einkommens ausgeben dürften, wenn sie einen Anstieg ihres finanziellen und nichtfinanziellen Vermögens feststellen und annehmen, dass dieser Anstieg dauerhaft sein wird. Da die von den privaten Haushalten gehaltenen Aktienbestände Teil ihres Geldvermögens sind, kann ein anhaltend steigender Marktwert der Aktien dazu führen, dass sich die privaten Haushalte dauerhaft reicher fühlen und ihre laufenden Ausgaben für Konsumgüter erhöhen. Wie stark sich eine gegebene Aktienkursänderung auf den Verbrauch auswirkt, hängt von drei Faktoren ab: dem Ausmaß des direkten und indirekten Engagements der privaten Haushalte am Aktienmarkt im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, der marginalen Konsumneigung aus Aktienvermögen und davon, inwieweit die privaten Haushalte die geänderten Aktienkurse als dauerhaft erachten.

Was den ersten Faktor anbelangt, so haben die privaten Haushalte im Eurogebiet ihre direkten und indirekten Aktienbestände in den letzten Jahren erheblich ausgebaut, was wiederum das Potenzial für stärkere Vermögenseffekte im Euro-Währungsgebiet vergrößert hat. Angaben der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung zufolge stieg der prozentuale Anteil des von den privaten Haushalten im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Werts börsennotierter Aktien und Aktienfondsanteile an ihrem verfügbaren Einkommen von 45 % im Jahr 1997 auf 66 % im Jahr 2000. Die entsprechenden Zahlen für die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten betragen 116 % für 1997 und 122 % für das Jahr 2000. Der Anteil der von den privaten Haushalten im Eurogebiet gehaltenen direkten und indirekten Aktienbestände an ihrem gesamten Geldvermögen nahm zwischen 1997 und 2000 von 15 % auf 20 % zu. In den USA indessen blieb dieser Anteil mit rund 30 % im gleichen Zeitraum nahezu unverändert. Das gestiegene Engagement der privaten Haushalte im Eurogebiet am Aktienmarkt ist zum einen auf die hohen Kurszuwächse und zum anderen auf höhere Investitionen in Aktien zurückzuführen. So nahmen beispielsweise allein aufgrund von Transaktionen (d. h. ohne Bewertungseffekte) die Investitionen in Aktien und Aktienfondsanteile zwischen 1996 und 2001 um 48 % zu. Dagegen lag der (transaktionsbedingte) Anstieg des gesamten Geldvermögens in diesem Zeitraum lediglich bei 34 %. Im Ergebnis bedeutet das gestiegene Engagement der privaten Haushalte des Eurogebiets am Aktienmarkt, dass verglichen mit der Situation vor einigen Jahren ein gegebener Rückgang der Aktienkurse größere Kapitalverluste bei den Aktienbeständen der privaten Haushalte (und somit bei ihrem Geldvermögen insgesamt) sowohl in absoluten Beträgen als auch in Relation zum verfügbaren Einkommen bewirkt.

Um zweitens die Auswirkungen von Aktienkursveränderungen auf den Verbrauch abschätzen zu können, muss die marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen geschätzt werden. In der Regel geschieht dies, indem man ein Maß für den gesamtwirtschaftlichen Konsum zu einem entsprechenden Maß für das Aktienvermögen der privaten Haushalte sowie weiteren Erklärungsvariablen, wie etwa dem verfügbaren Einkommen, in Relation setzt. Aufgrund eingeschränkter Datenverfügbarkeit steht für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes bislang keine zuverlässige Schätzung der marginalen Konsumneigung aus Aktienvermögen zur Verfügung. Approximative Werte lassen sich aus Untersuchungen zu einzelnen Ländern im Euroraum gewinnen. So wird zum Beispiel in einer kürzlich von Mitarbeitern des Internationalen Währungsfonds durchgeführten Studie die marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen für eine Gruppe von Ländern des Eurogebiets (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und Finnland) auf rund 0,01 geschätzt.<sup>1</sup> Das heißt, dass die Verbraucher in diesen Ländern tendenziell einen Cent mehr ausgeben, wenn sie die Erfahrung machen, dass sich ihr Aktienvermögen dauerhaft um einen Euro erhöht. Für Frankreich und Italien ergibt sich aus anderen Untersuchungen ein Wert von 0,03 und damit eine etwas höhere marginale Konsumneigung aus Aktien- bzw. Geldvermögen.<sup>2</sup> Schätzungen für die Vereinigten Staaten liegen in der

<sup>1</sup> Siehe Internationaler Währungsfonds, *World Economic Outlook*, April 2002, S. 79 ff.

<sup>2</sup> C.C. Bertaut, *Equity prices, household wealth, and consumption growth in foreign industrial countries: Wealth effects in the 1990s*, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* Nr. 724, April 2002; L. Boone, N. Girouard und I. Wanner, *Financial market liberalisation, wealth and consumption*, OECD Economics Department Working Paper Nr. 308, September 2001.

Regel höher als für die Länder im Euro-Währungsgebiet und bewegen sich in den meisten Fällen in einem Bereich zwischen 0,03 und 0,07.<sup>3</sup>

Die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten möglicherweise geringere marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen im Euroraum kann darin begründet liegen, dass hier die direkten Aktienbestände privater Haushalte nach wie vor weniger verbreitet sind als in den USA. Gleichwohl hat im Eurogebiet die Aktienhaltung bei den privaten Haushalten in allen Einkommensschichten in den letzten Jahren an Beliebtheit gewonnen. So zeigen zum Beispiel jüngste Haushaltsumfragen, dass 1997 in Deutschland und Frankreich 6 % bzw. 12 % der privaten Haushalte über direkte Aktienbestände verfügten und sich dieser Anteil im Jahr 2000 auf 10 % bzw. 13 % erhöht hatte. In Italien stieg der prozentuale Anteil der privaten Haushalte mit Aktienvermögen von 5 % im Jahr 1995 auf 10 % im Jahr 2000. In den Vereinigten Staaten hingegen verfügten 1998 19 % der privaten Haushalte über direkte Aktienbestände, verglichen mit 15 % im Jahr 1995.<sup>4</sup>

Auf der Grundlage dieser Angaben lässt sich ein grober Maßstab für die Vermögenseffekte auf den Verbrauch im Euro-Währungsgebiet berechnen. Nimmt man eine marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen für das Eurogebiet von 0,01 an, so würde ein dauerhafter Rückgang der Aktienkurse um 10 % zu einem sehr begrenzten langfristigen Rückgang des Konsums um rund 0,06 % führen. Geht man von einer höheren marginalen Konsumneigung zwischen 0,01 und 0,03 aus, so hätte dies eine immer noch recht moderate langfristige Verringerung des Konsums um 0,06 % bis 0,19 % zur Folge.

Einen direkten Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung können die Aktienkurse auch über veränderte Kosten der Eigenkapitalbeschaffung zur Finanzierung von Unternehmensinvestitionen ausüben. So könnte etwa eine Firma in Zeiten, in denen der Aktienkurs des Unternehmens auf ein verglichen mit dem Ertrag pro Aktie geringes Niveau sinkt, zu der Einschätzung gelangen, dass die Eigenkapitalkosten relativ hoch sind. Dies könnte dazu führen, dass die Unternehmen Investitionen in Projekte, die zuvor noch als rentabel gegolten hatten, zurückfahren. In diesem Fall hätte ein Rückgang der Aktienkurse direkte Auswirkungen auf die Konjunktur. Zwischen der Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten im Euroraum insgesamt und den Anlageinvestitionen der Unternehmen (jeweils im Verhältnis zum BIP) war empirisch jedoch lediglich ein recht schwacher Zusammenhang festzustellen (siehe folgende Tabelle). Dieses Phänomen könnte auf die

### **Nettoabsatz von Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Bruttoanlageinvestitionen im Euro-Währungsgebiet**

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Jährliche Veränderung der Börsenkurse (in %, Stand am Ende des Berichtszeitraums)	8,8	21,2	37,0	29,8	39,5	-5,9	-19,7
Aktienabsatz (Transaktionen) in % der jährlichen Finanzierung	65,4	42,9	40,0	41,8	31,9	40,5	36,2
Jährlicher Nettoabsatz von Aktien	1,7	2,1	2,0	3,3	3,6	6,4	3,8
Bruttoanlageinvestitionen	10,2	10,2	10,4	10,7	11,0	11,5	11,4

Quellen: Reuters und EZB.

folgenden Ursachen zurückzuführen sein: Erstens könnten Unternehmen in solchen Situationen auf andere, weniger kostspielige Formen der Außenfinanzierung zurückgreifen (Bankkredite, Emission von Unternehmensanleihen etc.), ohne ihre Investitionen zu kürzen. Zweitens könnten die Unternehmen auch eigene Aktien ausgeben oder zurückkaufen, um ihre Kapitalstruktur anzupassen. Dies gilt besonders, wenn

<sup>3</sup> L. Boone, C. Giorno und P. Richardson, *Stock market fluctuations and consumption behaviour: Some recent evidence*, OECD Economics Department Working Paper Nr. 208, Dezember 1998; C.C. Bertaut, *op. cit.*

<sup>4</sup> Siehe Deutsches Aktieninstitut, *DAI-Factbook*, Februar 2002; Banca d'Italia, *Italian household budgets in 2000, Supplement to the Statistical Bulletin, New Series, Year XII, Nr. 6, Januar 2002*; *Recent changes in U.S. family finances: Results from the 1998 Survey of Consumer Finances*, Federal Reserve Bulletin, Januar 2000; *Equity wealth and consumption – the experience of Germany, France and Italy in an international context*, Bank of England Quarterly Bulletin, Frühjahr 2002, S. 81.

ihrer Einschätzung nach die Eigenkapitalkosten im Verhältnis zu den Kosten anderer Finanzierungsarten zeitweilig recht hoch bzw. niedrig sind. Schließlich könnten auch Aktien ausgegeben werden, um Fusions- und Übernahmeaktivitäten zu finanzieren, die nicht direkt mit Sachinvestitionsvorhaben des Unternehmens zusammenhängen.

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Ausmaß, in dem Verbrauch und Investitionen tendenziell reagieren, auch von den Ursachen einer gegebenen Veränderung der Aktienkurse mitbestimmt wird. Einerseits fällt die Reaktion von Verbrauchern und Unternehmen, wenn die Marktteilnehmer einen Rückgang der Aktienkurse als beständig ansehen (z. B. wenn Erwartungen dahingehend revidiert werden, dass die Ertragszuwächse der Unternehmen dauerhaft niedriger ausfallen werden), wahrscheinlich stärker aus. Wenn andererseits ein gegebener Rückgang der Aktienkurse einen zeitweiligen Anstieg der von den Marktteilnehmern eingeforderten Aktienrisikoprämie widerspiegelt (etwa in einer Periode außergewöhnlicher finanzieller Unsicherheit), ist es möglich, dass Verbraucher und Unternehmen ihre aktuellen Ausgabenpläne überhaupt nicht nach unten anpassen. Da die Aktienkurse jedoch der Tendenz nach sehr volatil sind, könnte es privaten Haushalten wie Unternehmen besonders schwer fallen abzuschätzen, ob eine Änderung der Aktienkurse von Dauer oder nur vorübergehend ist. Dies dürfte wiederum dazu führen, dass die Reaktionen der Wirtschaftssubjekte auf kurzfristige Entwicklungen am Aktienmarkt recht vorsichtig ausfallen.

Insgesamt legen die recht dürftigen empirischen Belege für das Euro-Währungsgebiet den Schluss nahe, dass der direkte Einfluss der Entwicklungen am Aktienmarkt auf die Konjunktur über die oben erwähnten Transmissionskanäle zwar erkennbar, jedoch relativ begrenzt ist. Im Euroraum sind die vom Aktienmarkt ausgehenden direkten Auswirkungen anscheinend moderat – insbesondere wenn man sie mit den Vereinigten Staaten vergleicht, wo die Aktienmärkte aufgrund des allgemein größeren Engagements der privaten Haushalte und Unternehmen schon lange eine wichtige gesamtwirtschaftliche Rolle spielen. Dies gilt auch weiterhin, obgleich die Aktienmärkte in den letzten Jahren für den Euroraum etwas an wirtschaftlicher Bedeutung gewonnen haben. Gleichzeitig aber wird die Wirtschaft im Euroraum von weltweit synchron zurückgehenden Aktienkursen, die zu Ansteckungseffekten führen, stärker in Mitleidenschaft gezogen. So können negative Aktienkurseffekte in den Vereinigten Staaten zu einer Abschwächung der US-Konjunktur führen, die wiederum hauptsächlich über den internationalen Handel auch das Wirtschaftswachstum im Euroraum beeinträchtigt.

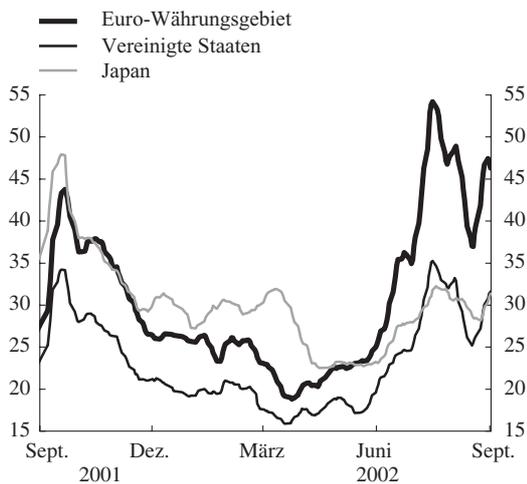
Die Hauptschwierigkeit bei der Beurteilung der Auswirkungen der jüngsten Aktienkursveränderungen auf die konjunkturelle Entwicklung im Eurogebiet hängt damit zusammen, dass es nahezu unmöglich ist festzustellen, inwieweit die Wirtschaftssubjekte diese als dauerhaft einschätzen. Die Aktienmärkte waren in den vergangenen Jahren sehr volatil, und es ist nicht eindeutig: a) in welchem Ausmaß das bis 2000 erreichte hohe Kursniveau damals tatsächlich als dauerhafter Anstieg der Aktienwerte eingestuft wurde, und b) inwieweit nunmehr davon ausgegangen wird, dass der anschließende Verfall der Aktienkurse die Bewertung der Aktien dauerhaft beeinflussen wird. Daher ist es sehr schwierig, die Auswirkungen der jüngsten Aktienkursrückgänge auf die Wirtschaft im Eurogebiet zuverlässig zu quantifizieren. Gleichwohl kann man bei aller Vorsicht davon ausgehen, dass sich die jüngsten Kursbewegungen am Aktienmarkt zumindest zu einem gewissen Grad auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet auswirken werden, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass die jüngsten Korrekturen am Aktienmarkt alle größeren Volkswirtschaften zur gleichen Zeit erfasst haben.

In den USA kam der seit Mitte Mai zu verzeichnende Rückgang der Gesamtindizes im August zum Stillstand, die Aktienkursentwicklung blieb jedoch volatil. Die allgemeine Entwicklung der US-Börsennotierungen hing in den vergangenen Monaten eng mit der Unsi-

cherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Zuverlässigkeit der ausgewiesenen Unternehmensgewinne und der Bilanzierungspraktiken zusammen. Diese Bedenken schienen sich nach dem 14. August 2002 etwas abzuschwächen, als die von der Securities and Exchange

**Abbildung 26**  
**Implizite Aktienkursvolatilität im**  
**Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten**  
**Staaten und Japan**

(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

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

Commission gesetzte Frist für die Vorlage eidesstattlicher Erklärungen von Vorstandsvorsitzenden und Finanzvorständen über die Vollständigkeit und Richtigkeit der veröffentlichten Bilanzen ihres Unternehmens ablief (siehe Kasten 4). Im weiteren Monatsverlauf wurden die Börsennotierungen jedoch durch die Veröffentlichung neuer Konjunkturdaten gedämpft, die auf eine ungünstigere kurzfristige Entwicklung des US-Wirtschaftswachstums hindeuteten. Vor diesem Hintergrund lag die implizite Aktienkursvolatilität – gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index – am 11. September dieses Jahres 9 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert der letzten zwei Jahre. Dies deutet darauf hin, dass hinsichtlich der künftigen Entwicklung nach wie vor hohe Unsicherheit besteht (siehe Abbildung 26).

In Japan war die Aktienkursentwicklung der vergangenen Monate durch einen Abwärtstrend gekennzeichnet, der Ende Mai einge-

setzt hatte. Im August wiesen die Börsenkurse erhebliche Schwankungen auf, in denen gegensätzliche Signale im Hinblick auf die Erholung der japanischen Wirtschaft sowie die Konjunkturperspektiven in den USA (die sich in den Notierungen der exportorientierten Firmen niederschlugen) zum Ausdruck kamen. Gegen Monatsende trugen Bedenken hinsichtlich des Bankensystems sowie die Veröffentlichung ungünstiger Wirtschaftsdaten dazu bei, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung in Japan nach unten korrigiert wurden. Vor diesem Hintergrund blieb die implizite Aktienkursvolatilität leicht über dem durchschnittlichen Stand der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 26).

Im Euroraum folgte die Aktienkursentwicklung in den vergangenen Monaten der Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Darin spiegelten sich anhaltende Bedenken bezüglich der Unternehmenssteuerung und -kontrolle sowie Befürchtungen der Marktteilnehmer wider, dass die Konjunkturbelebung sich als nicht sehr robust erweisen könnte. Diese Einschätzung wurde auch durch die gesamtwirtschaftlichen Daten untermauert, die im Berichtszeitraum verfügbar wurden und darauf hinzuweisen schienen, dass das künftige Wirtschaftswachstum im Euroraum geringer ausfallen könnte als ursprünglich erwartet. Im Einklang mit der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der Wachstumsperspektiven nahm die (von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete) implizite Volatilität zu und lag am 11. September 2002 rund 19 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 26).

Der jüngste Rückgang des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index fand auf breiter Front statt und betraf fast alle Wirtschaftssektoren (siehe Tabelle 4). So brachen insbesondere die Notierungen der Technologie- und Finanzunternehmen zwischen Ende Juni und dem 11. September 2002 um 17 % bzw. 16 % ein. Die Entwicklung im Technologiesektor schien die unerwartet niedrigen Unternehmensgewinnmeldungen sowie die korrigierten Erwar-

## Kasten 4

### Die Auswirkungen von Bilanzierungspraktiken auf die jüngste Aktienkursentwicklung

Der Zusammenbruch des US-amerikanischen Energieversorgers Enron im Dezember 2001 stand am Anfang einer Reihe von Enthüllungen über zweifelhafte Bilanzierungspraktiken insbesondere in den Vereinigten Staaten, die am 26. Juni 2002 im Eingeständnis des Telekommunikationsunternehmens WorldCom gipfelten, dass es stark überhöhte Gewinne ausgewiesen habe. Aufgrund dieser Unregelmäßigkeiten wurde den verschiedenen Messgrößen der Unternehmensgewinne und vor allem den großen Unterschieden zwischen den operativen Gewinnen (d. h. den Gewinnen aus dem laufenden Geschäft eines Unternehmens) und den Gewinnen, die der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde *Securities and Exchange Commission* (SEC) tatsächlich gemeldet werden, größere Beachtung geschenkt.<sup>1</sup> Die zweifelhaften Bilanzierungspraktiken führten zu einem Vertrauensverlust bei den Anlegern und trugen erheblich zu den fallenden Aktienkursen und der gestiegenen Volatilität bei. Wenngleich es im Euroraum bisher kaum zu größeren Bilanzierungsunregelmäßigkeiten gekommen ist, haben sich Befürchtungen, dass sich diese nicht nur auf die Vereinigten Staaten beschränken, auch auf die Aktienkurse im Eurogebiet niedergeschlagen.

In einem Versuch, das Vertrauen der Anleger wiederherzustellen, forderte die SEC die Vorstandsvorsitzenden (Chief Executive Officers) und Finanzvorstände (Chief Financial Officers) von fast 950 US-Unternehmen am 27. Juni dazu auf, die Vollständigkeit und Richtigkeit ihrer Bilanzen zu beeiden.<sup>2</sup> Diese Verfügung der SEC richtet sich an Unternehmen mit einem ausgewiesenen Jahresumsatz von mehr als 1,2 Mrd US-Dollar und sieht vor, dass die Leiter dieser Unternehmen eine schriftliche Erklärung abgeben, in der sie die Richtigkeit ihrer Bilanzen bestätigen. Letzte Abgabefrist für diese Erklärungen ist der Geschäftsschluss des ersten Termins, an dem ein Unternehmen seinen Jahresabschluss (Formular 10-K) bzw. seinen Quartalsabschluss (Formular 10-Q) bei der SEC einreichen muss, d. h. am oder nach dem 14. August 2002. Sollten Unternehmen, etwa aufgrund des Ausscheidens von Vorstandsvorsitzenden, nicht in der Lage sein, die Richtigkeit ihrer Bilanzen zu bestätigen, ist eine eidesstattliche Erklärung erforderlich, in der darzulegen ist, unter welchen Umständen eine solche Bestätigung fehlerhaft sein könnte. Diese Vorschrift wurde von der SEC gemäß Paragraph 21 (a) des US-Börsengesetzes (*Securities and Exchange Act*) von 1934 erlassen. Die SEC hat die Möglichkeit, zivilrechtliche Schritte einzuleiten. Die Vorschrift gilt bis zum 31. Januar 2003.

Von den 941 Firmen, deren Vorstandsvorsitzende und Finanzvorstände Eide ablegen müssen, waren nur 694 dazu verpflichtet, dies bis zum 14. August zu tun. Die Vorstandsvorsitzenden und Finanzvorstände von 247 weiteren Unternehmen, die ihre Jahresabschlüsse nicht kalenderjährlich, sondern auf der Grundlage des Finanzjahres erstellen, haben unterschiedliche Abgabetermine für ihren schriftlichen Eid, die bis zum 27. Dezember 2002 reichen.

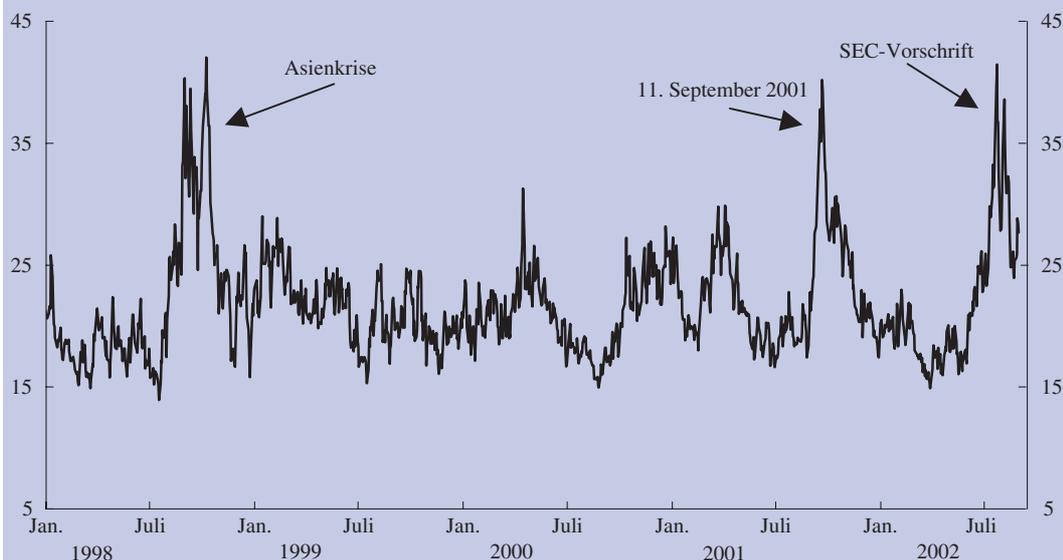
Die Vorschrift der SEC hatte spürbare Auswirkungen auf den Aktienmarkt: Zwischen dem 27. Juni und dem 14. August stieg die implizite Volatilität, durch die die Unsicherheit der Marktteilnehmer im Hinblick auf zukünftige Aktienkursveränderungen gemessen wird, sprunghaft an und erreichte ein mit Ausnahme der Asienkrise und des 11. September 2001 noch nie dagewesenes Niveau (siehe Abbildung unten). Gleichzeitig fiel der Standard-&-Poor's-500-Index um annähernd 8 %, was wohl auf die gestiegenen Aktienrisikoprämien der Anleger zurückzuführen sein dürfte. Allerdings wirkte sich die Tatsache, dass im Vorfeld des 14. August nicht noch weitere größere Bilanzierungsunregelmäßigkeiten bekannt wurden, positiv auf die Unsicherheit der Marktteilnehmer aus. Dies spiegelt sich auch in der impliziten Volatilität wider, die von ihrem Höchststand im Juli um 10 Prozentpunkte zurückging. Dennoch war sie Anfang September im historischen Vergleich immer noch hoch.

<sup>1</sup> Siehe den Kasten „US-Aktienmärkte und Messgrößen der Unternehmensgewinne“ auf Seite 20 des Monatsberichts vom Mai 2002.

<sup>2</sup> Siehe *Securities and Exchange Commission* (2002), File No. 4-460: Order Requiring the Filing of Sworn Statements Pursuant to Section 21(a) (1) of the *Securities and Exchange Act of 1934*, 27. Juni 2002.

### Implizite Volatilität des Standard & Poor's 500

(Tageswerte; in % p.a.)



Quelle: Bloomberg.

Am 30. Juli unterzeichnete Präsident Bush das Sarbanes-Oxley-Gesetz (2002), in dem weitere Reformen festgelegt wurden. Darin wird geregelt, dass jedem Quartals- und Jahresabschluss, der der SEC nach dem 29. August vorgelegt wird, eine Bestätigung des Vorstandsvorsitzenden und des Finanzvorstands des betreffenden Unternehmens beigefügt werden muss, in dem die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben attestiert wird. Diese Art der Bestätigung ist viel umfassender als jene, die die SEC von den Vorstandsvorsitzenden und Finanzvorständen der 941 nationalen Wertpapieremittenten verlangt. Sie bezieht sich grundsätzlich auf alle an den US-Börsen notierten Unternehmen, ohne zwischen US-amerikanischen und ausländischen Firmen zu unterscheiden.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Unregelmäßigkeiten bei der Finanzberichterstattung haben die Behörden des Euro-Währungsgebiets ebenfalls Schritte unternommen, um die bestehenden Bilanzierungsstandards zu verbessern. Im Juni dieses Jahres wurden neue Meldevorschriften für alle an den geregelten Märkten notierten Unternehmen der EU erlassen. Darin wird festgelegt, dass Unternehmen ihre konsolidierten Bilanzen ab 2005 gemäß den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen zu veröffentlichen haben.

tungen hinsichtlich der künftigen Absatzentwicklung widerzuspiegeln, gestützt durch neue Daten, die auf ein nachlassendes Verbrauchervertrauen im Euroraum hindeuteten. Die Kursschwäche im Finanzsektor schien mit

Bedenken hinsichtlich der Ertragslage der Versicherungsbranche (in jüngster Zeit auch vor dem Hintergrund der Bewertung der Flutschäden in Mitteleuropa) zusammenzuhängen.

**Tabelle 4****Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes***(Kursveränderungen gegenüber dem Stand am Ende des Berichtszeitraums in %; historische Volatilität in % p.a.)*

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
<b>Kursveränderung</b>											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2001 Q2	2,2	1,0	6,2	5,9	1,5	11,7	-3,5	-5,0	-11,5	6,7	0,9
2001 Q3	-19,2	-29,0	-13,3	-14,2	-22,7	-12,0	-23,5	-37,9	-26,5	-7,4	-22,4
2001 Q4	15,4	26,8	6,0	5,5	9,7	1,9	17,5	58,0	21,7	-1,4	15,4
2002 Q1	8,5	2,1	1,6	10,4	4,1	-10,1	7,8	-3,2	-10,0	-0,4	1,6
2002 Q2	-6,4	-17,1	-7,6	-8,5	-13,8	-14,4	-11,4	-36,3	-33,9	-7,8	-16,5
Juli 2002	-14,4	-12,9	-12,7	-11,8	-17,6	-9,1	-13,4	-16,4	8,0	16,1	-13,3
August 2002	-0,4	-3,1	2,9	-0,7	2,9	-4,6	-1,3	-1,0	2,2	5,5	0,6
Ende Juni bis 11. Sept. 2002	-17,1	-15,3	-8,6	-10,6	-16,3	-11,6	-14,9	-16,8	7,6	-12,2	-13,0
<b>Volatilität</b>											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2001 Q2	17,3	22,2	12,5	18,8	15,6	18,3	19,3	56,6	29,5	12,2	18,3
2001 Q3	31,3	34,3	22,0	33,3	35,5	29,1	25,5	53,6	40,0	24,6	29,7
2001 Q4	21,2	32,6	17,3	34,8	26,8	20,9	23,4	54,8	37,6	17,0	26,3
2002 Q1	13,0	20,7	10,3	18,3	18,8	20,2	14,1	38,7	26,7	12,8	17,6
2002 Q2	16,4	24,9	14,5	23,6	22,2	27,5	14,5	44,3	36,3	17,2	20,9
Juli 2002	39,7	52,8	40,1	51,7	55,6	57,9	29,5	61,9	58,9	37,5	48,7
August 2002	41,2	45,3	29,6	43,0	47,1	39,0	27,4	60,7	39,3	39,4	41,2
Ende Juni bis 11. Sept. 2002	39,1	47,5	33,0	47,7	50,3	50,0	27,8	59,2	49,0	38,1	43,7

*Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate hochgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexstandsveränderungen in Prozent innerhalb des Berichtszeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.*

## 2 Preisentwicklung

### HVPI-Inflation im August 2002 schätzungsweise leicht gestiegen

Im August 2002 dürfte die Inflation gemessen am HVPI leicht gestiegen sein, wie aus der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung von 2,1 % hervorgeht (siehe Tabelle 5). Dieser Anstieg spiegelte aller Wahrscheinlichkeit nach die Steigerung der Ölpreise in der zweiten Augushälfte wider. Allerdings liegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch keine genauen Angaben über die Entwicklung der HVPI-Komponenten im Berichtsmonat vor. Wenn sich die Schätzung bestätigt, stehen der Anstieg der Teuerungsrate gemessen

am HVPI im August sowie die leichte Aufwärtsbewegung im Juli 2002 im Einklang mit früheren Erwartungen, denen zufolge die Inflationsrate in der zweiten Jahreshälfte um die 2 %-Marke schwanken dürfte.

Für Juli 2002 steht eine detaillierte Aufgliederung nach den Teilkomponenten des HVPI zur Verfügung. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet betrug in diesem Monat 1,9 % und war damit 0,1 Prozentpunkte höher als im Juni. Dieser leichte Anstieg war im Wesentlichen auf ein langsames Absinken der Energiepreise zurückzuführen, welches teilweise von der Entwick-

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

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 August 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).

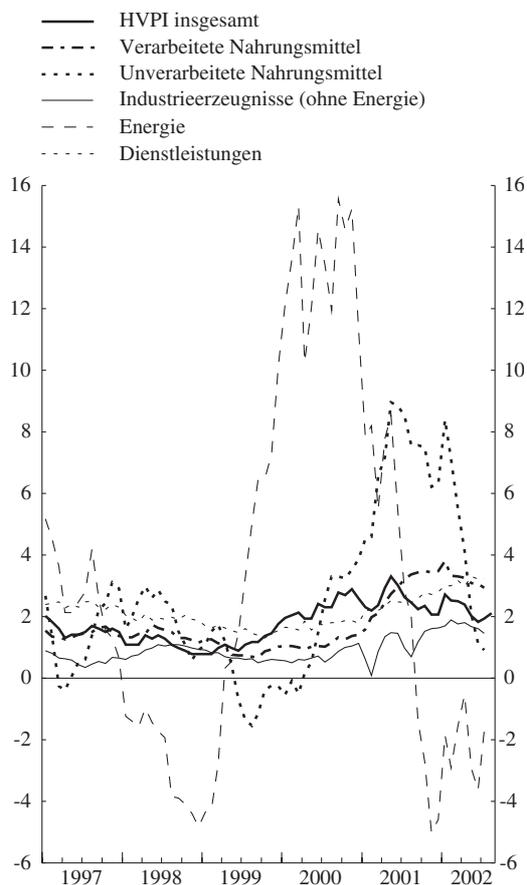
5) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

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

## Abbildung 27

### 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.

lung aller anderen wichtigen Teilkomponenten des HVPI wieder ausgeglichen wurde. Eine Ausnahme bilden die Dienstleistungspreise, deren Jahressteigerungsrate unverändert blieb. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne die Komponenten „unverarbeitete Nahrungsmittel“ und „Energie“ ging daher auf 2,5 % zurück, nachdem sie sechs Monate in Folge bei 2,6 % gelegen hatte.

Die Energiepreise sind im Juli 2002 mit -1,7 % gegenüber dem Vorjahr weniger stark zurückgegangen als im Juni (siehe Abbildung 27), was auf Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Absinken der in Euro notierten Ölpreise im Juli 2001 zurückzuführen war. Der

Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel um 0,2 Prozentpunkte auf 0,9 % im Juli 2002 war der Senkung der Obstpreise zuzuschreiben, die von der Entwicklung der Gemüsepreise abgeschwächt wurde.

Der Preisanstieg bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie und den verarbeiteten Nahrungsmitteln verlangsamte sich im Vorjahresvergleich erneut um 0,2 Prozentpunkte auf 1,4 % bzw. 2,9 %. Dies ist wohl darauf zurückzuführen, dass die indirekten Auswirkungen der in der Vergangenheit verzeichneten Preisschocks bei Öl und Nahrungsmitteln auf diese Komponenten weiter nachlassen.

Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise lag im Juli 2002 wie schon im Vormonat bei 3,2 %. Verglichen mit Juni ging die Jahreswachstumsrate der Teilkomponente „Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen“, die in den letzten Monaten am stärksten zum Anstieg der Dienstleistungspreise insgesamt beigetragen hat, im Juli leicht zurück. Die Steigerungsraten der Gastronomiepreise gegenüber dem Vormonat setzten den Rückgang von ihrem sehr hohen Niveau zu Jahresbeginn auf ihren Wert vor der Euro-Bargeldeinführung fort.

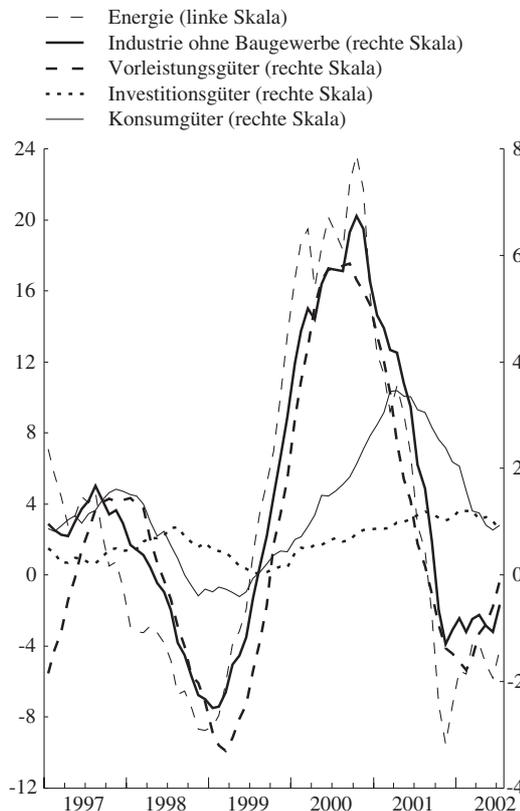
### Im Juli 2002 langsamerer Rückgang der Erzeugerpreise gegenüber dem Vorjahr

Im Vorjahresvergleich belief sich der Rückgang der industriellen Erzeugerpreise im Eurogebiet im Juli auf 0,6 %, nach 1,1 % im Juni (siehe Abbildung 28). Grund hierfür war im Wesentlichen das gegenüber dem Vorjahr langsamere Absinken der Energiepreise, was wieder auf Basiseffekte des im Juli 2001 verzeichneten Rückgangs der Ölpreise zurückzuführen ist.

Die Jahresänderungsrate der Vorleistungsgüterpreise ging im Juli weiterhin zurück, was wohl auf zeitlich verzögerte Auswirkungen des Anziehens der Rohstoffpreise, insbesondere der Ölpreise, zwischen Januar und April 2002 zurückzuführen war. Die Jahres-

**Abbildung 28**  
**Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



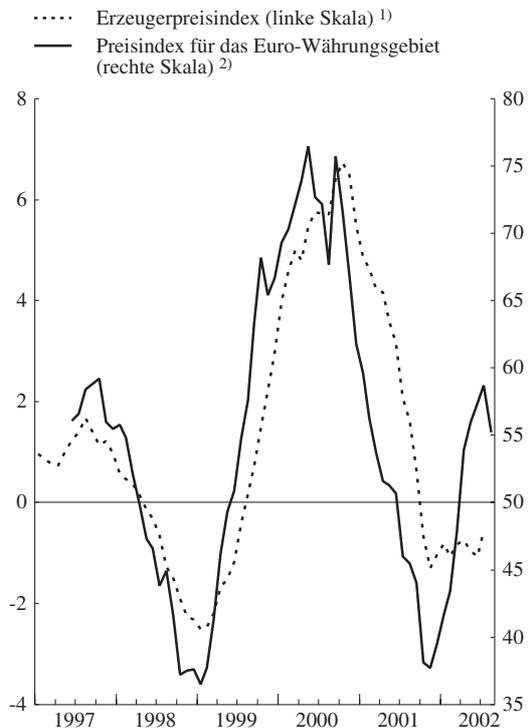
Quelle: Eurostat.  
 Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

steigerungsrates der Konsumgüterpreise ging im Juli leicht nach oben, nachdem sie im Juni 2002 ihren niedrigsten Stand seit zwei Jahren erreicht hatte. Dies lässt den Schluss zu, dass sich die indirekten Auswirkungen vergangener Importpreissteigerungen auf die Konsumgüterpreise nicht mehr weiter abschwächen. Im Gegensatz dazu ging die Jahresänderungsrate der Investitionsgüterpreise im Juli weiter zurück.

Was die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise betrifft, so fiel zwar der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet im August 2002, seine Entwicklung deutet aber im fünften Monat in Folge auf einen Preisauftrieb bei den Vorleistungsgütern hin (siehe Abbildung 29).

**Abbildung 29**  
**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.

**Arbeitskostenindikatoren im ersten Quartal 2002 gestiegen**

Im ersten Quartal 2002 belief sich die Vorjahrsrate der Lohnstückkosten auf 3,4 % und blieb somit gegenüber dem vierten Quartal 2001 unverändert. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich geringfügig auf 3,0 %, gegenüber 2,9 % im Schlussquartal 2001. Dagegen verharnte die Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität im Wesentlichen aufgrund der Konjunkturlage unverändert bei -0,4 %.

Die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe lag im ersten Quartal 2002

## Kasten 5

### Analyse der Lohnentwicklung: ein Indikator für die Tarifverdienste

Die EZB analysiert regelmäßig eine Reihe von Arbeitskosten- und Lohnindikatoren (z. B. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitskosten pro Stunde), um insbesondere den möglichen Einfluss der Arbeitskosten auf die Aussichten für die Preisentwicklung und die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beurteilen zu können. Die einzelnen Indikatoren bilden die Arbeitskostenentwicklung möglicherweise etwas unterschiedlich ab, je nachdem, ob sie auf der Anzahl der Arbeitnehmer oder der Arbeitsstunden basieren oder ob Prämien, Überstundenvergütungen oder Sozialversicherungsbeiträge einbezogen werden (weitere Einzelheiten sind Kasten 3 des Monatsberichts vom Oktober 1999 und Kasten 3 des Monatsberichts vom Februar 2001 zu entnehmen). Eine wichtige gemeinsame Informationsquelle für alle diese Indikatoren ist das Ergebnis der Tarifverhandlungen, obgleich sich Letztere wiederum nach der auf den nationalen Arbeitsmärkten jeweils üblichen Praxis richten. Das unmittelbare Ergebnis der Verhandlungen zwischen den Tarifpartnern kann als „Tarifverdienste“ bezeichnet werden. Diese umfassen in der Regel keine Prämien, Überstundenvergütungen und sonstigen individuellen Vergütungen, die nicht Gegenstand der Tarifverhandlungen sind. Der Unterschied zwischen den tatsächlich erzielten Löhnen und Gehältern einerseits und den zuvor vereinbarten oder ausgehandelten Verdiensten andererseits wird allgemein als „Lohndrift“ bezeichnet. Eine Messgröße für die Lohndrift lässt sich somit aus einer Gegenüberstellung des Indikators der Tarifverdienste und der Indikatoren der tatsächlich erzielten Löhne und Gehälter, wie monatliche Bruttoverdienste oder Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (jeweils bereinigt um die Entwicklung der Sozialversicherungsbeiträge), ableiten.

Der in diesem Kasten dargestellte, von der EZB für den Euroraum entwickelte Indikator der Tarifverdienste basiert auf den verfügbaren nationalen Angaben. Er wird als gewichteter Durchschnitt der nationalen Jahreswachstumsraten der Tarifverdienste in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets berechnet. Allerdings sind bei der Interpretation der Entwicklung dieses Indikators eine Reihe von wichtigen Einschränkungen zu berücksichtigen. Insbesondere ist zu beachten, dass er auf nichtharmonisierten nationalen Daten basiert und sich der Erfassungsgrad der Tarifverdienste von Land zu Land unterscheidet. So berücksichtigen einige nationale Indikatoren nicht die öffentliche Verwaltung bzw. den Agrarsektor. Gleichwohl werden mehr als zwei Drittel des gesamten Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erfasst. Außerdem steht in einigen Fällen kein nationaler Indikator der Tarifverdienste zur Verfügung. So wird z. B. der französische Index für die monatlichen Bruttoverdienste als Ersatzindikator verwendet. Ferner ist zu beachten, dass die Tarifverträge nicht explizit für alle Arbeitnehmer im Euroraum gelten. Weitere Unterschiede bestehen hinsichtlich der Behandlung bestimmter Arten von Prämien in den einzelnen Ländern.

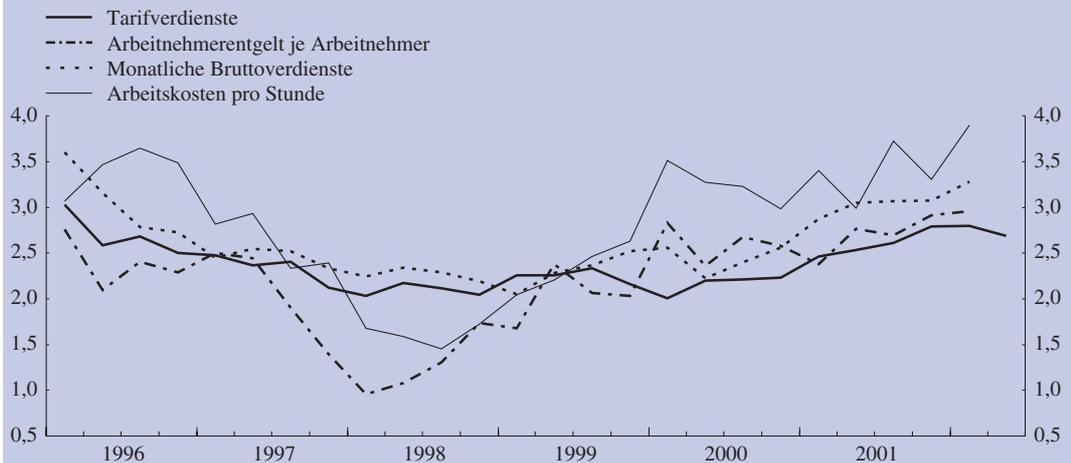
Wegen der oben genannten Einschränkungen hinsichtlich der Konzeption des Indikators der Tarifverdienste im Euroraum und angesichts der Tatsache, dass er erst seit kurzer Zeit existiert, sollten Schlussfolgerungen zur Entwicklung der Lohndrift im Euroraum auf seiner Grundlage nur vorsichtig gezogen werden. Zurzeit liefert er vor allem nützliche Informationen, die die aus anderen Lohn- und Arbeitskostenindikatoren gewonnenen Angaben ergänzen, und steht früher als alle anderen Indikatoren zur Verfügung. Eine Schätzung für den größten Teil des Euro-Währungsgebiets kann auf der Basis dieses Indikators etwa 2½ Monate nach dem Ende des Referenzquartals vorgenommen werden, und damit etwa einen Monat vor Berechnung des Index der Arbeitskosten pro Stunde und zwei Monate vor Veröffentlichung der Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. Daher kann dieser Indikator frühzeitig auf mögliche Wendepunkte oder Veränderungen der jährlichen Wachstumsraten der Arbeitskosten hinweisen.

Außerdem steht die Entwicklung des Indikators der Tarifverdienste trotz der oben genannten Einschränkungen weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der sonstigen Lohn- und Arbeitskostenindikatoren und hat das Gesamtbild der Lohnentwicklung im Euro-Währungsgebiet bestätigt (siehe Abbildung). Im Unterschied zu den sonstigen verfügbaren Indikatoren wird der neue Indikator nicht von Veränderungen der

Sozialversicherungsbeiträge oder der Arbeitszeit beeinflusst. So wurden das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und die Arbeitskosten pro Stunde in Italien im Jahr 1998 erheblich durch Änderungen bei der Behandlung der Sozialversicherungsbeiträge verzerrt, während die Arbeitskosten pro Stunde von der Verringerung der Arbeitszeit in Frankreich, die seit Ende 1999 verstärkt umgesetzt wird, stark beeinflusst wurden. Dagegen zeigt der Indikator der Tarifverdienste eine stabilere Entwicklung. Gleichzeitig weist er einen hohen Grad an Gleichlauf mit anderen Indikatoren auf, insbesondere mit dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und den monatlichen Bruttoverdiensten. Im Einzelnen bestätigt der Index das Gesamtbild relativ moderater und stabiler Anstiege der Tarifverdienste zwischen 1997 und 2000, wobei die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste bei gut 2 % verharrte. Er deutet auch auf einen leichten Anstieg seit Mitte 2000 hin: Im Jahr 2001 stieg er auf durchschnittlich 2,6 % im Vorjahrsvergleich, was einem generellen Aufwärtstrend entspricht, der auch bei anderen verfügbaren Indikatoren festzustellen ist.

### Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat (monatliche Verdienste, Arbeitskosten pro Stunde); nationale Statistiken und EZB-Berechnungen (Tarifverdienste, Arbeitnehmerentgelt).

bei 3,9 % und somit 0,6 Prozentpunkte über der Rate des Schlussquartals 2001. Wenngleich die Wachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde seit Beginn des Jahres 2001 nach oben tendiert, was in Einklang mit der Entwicklung anderer Arbeitskostenindikatoren steht, könnte der Verlauf dieser Rate durch Änderungen bei der Anzahl der Arbeitstage in einigen Ländern des Euroraums beeinflusst worden sein.

Die vorliegenden Informationen über Tarifvereinbarungen lassen den Schluss zu, dass es im zweiten Quartal 2002 zu keiner weiteren Erhöhung der Jahresänderungsrate der Tarifverdienste gekommen ist. Weitere Angaben zu den wesentlichen Merkmalen und der Konzeption des entsprechenden Indikators sind

Kasten 5 mit dem Titel „Analyse der Lohnentwicklung: ein Indikator für die Tarifverdienste“ zu entnehmen.

### HVPI-Inflation dürfte in den nächsten Monaten bei etwa 2 % verharren

Auf kurze Sicht hängen die Stabilitätsperspektiven im Wesentlichen von der Entwicklung der Ölpreise ab, die in den letzten Wochen nach oben tendierten. Darüber hinaus wird die Gesamtinflationsrate nach dem HVPI in den kommenden Monaten durch einige negative Basiseffekte bei den volatileren Teilkomponenten des HVPI beeinflusst werden. Insgesamt wird erwartet, dass die HVPI-Inflationsrate auf kurze Sicht bei etwa 2 % liegen

wird, obwohl dies natürlich in hohem Maße von der Ölpreisentwicklung abhängt.

Die jüngste Aufwertung des Euro sowie das weltwirtschaftliche Umfeld dürften einen gewissen Abwärtsdruck auf die Teuerungsrate der Verbraucherpreise ausüben. Darüber hinaus wird erwartet, dass sich der Preisanstieg bei den Dienstleistungen innerhalb der

nächsten Monate etwas abschwächt, nachdem sich diese Preise in der ersten Hälfte des Jahres 2002 besonders kräftig erhöht hatten. Damit die Inflationsraten 2003 auf Werte unter 2 % sinken, wie dies derzeit von den meisten Prognostikern erwartet wird, ist es jedoch von wesentlicher Bedeutung, dass die Ölpreise nicht übermäßig steigen und sich eine moderate Tarifentwicklung durchsetzt.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Reales BIP im zweiten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen

Nach der ersten Schätzung von Eurostat für das zweite Vierteljahr 2002 hat das reale Bruttoinlandsprodukt im Euro-Währungsgebiet im Quartalsvergleich um 0,3 % zugenommen. Die Wachstumsrate lag damit etwas unter der Rate des ersten Vierteljahrs von 0,4 % (Letztere war gegenüber der vorherigen Schätzung um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden). Trotz der geringfügig niedrigeren Zunahme des realen BIP, die in erster Linie auf Rundungseffekte zurückzuführen ist, scheint das Wachstum bei den einzelnen Nachfragekomponenten im zweiten Quartal breiter angelegt gewesen zu sein (siehe Tabelle 6). Während die Entwicklung zu Jahresbeginn vor allem vom Außenbeitrag

(insbesondere aufgrund der schwachen Importtätigkeit), den kräftigen Konsumausgaben des Staats und einem positiven Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen getragen wurde, war die konjunkturelle Entwicklung im zweiten Vierteljahr über weite Strecken von einem beachtlichen Wachstumsimpuls der privaten Konsumausgaben und der Exporte geprägt. Auch die Vorratsveränderungen trugen im zweiten Quartal zum Wachstum bei.

Die privaten Konsumausgaben stiegen im Quartalsvergleich um 0,4 %, nachdem sie im ersten Vierteljahr um 0,2 % geschrumpft waren. Die günstigere Entwicklung der Verbraucherpreise im zweiten Quartal könnte zum Anstieg des realen Verbrauchs beigetragen haben. Trotz dieser Verbesserung lag der Bei-

**Tabelle 6**

#### Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

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.

trag der inländischen Nachfrage aufgrund des weiteren deutlichen Rückgangs der Investitionstätigkeit nur bei 0,2 Prozentpunkten. Die Investitionen verringerten sich im sechsten Quartal in Folge. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass sich die lang anhaltende Schwächephase in der ganzen ersten Jahreshälfte fortsetzte. Weitere Informationen über die Zusammensetzung der Investitionen sind Kasten 6 zu entnehmen. Was den Außenhandel angeht, steht das beschleunigte Exportwachstum im Einklang mit den Anzeichen für eine Belebung der Auslandsnachfrage im zweiten Quartal. Doch auch die Importe legten vor allem aufgrund der gestiegenen Endnachfrage kräftig zu. Daher ging vom Außenbeitrag nur ein geringer Wachstumsimpuls aus. Den Angaben zur Wertschöpfung zufolge konzentrierte sich das Wachstum im zweiten Quartal im Wesentlichen auf den Dienstleistungssektor, während die Entwicklung in der Industrie stagnierte.

Nach der jüngsten Schätzung von Eurostat stieg die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Juni 2002 um 0,9 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Mai unverändert geblieben war (siehe Tabelle 7). Im zweiten

Quartal insgesamt nahm die Erzeugung in der Industrie um 0,2 % zu, verglichen mit 0,8 % im ersten Vierteljahr. Ausschlaggebend für diese Verlangsamung waren jedoch vor allem statistische Faktoren, die den Eindruck einer anhaltenden – wenn auch moderaten – Ausweitung der Produktion im zweiten Quartal nicht trüben. Im verarbeitenden Gewerbe war der Rückgang der Wachstumsrate weniger stark ausgeprägt: Sie sank von 0,8 % im ersten auf 0,6 % im zweiten Vierteljahr.

Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass die Produktion im Juni in allen Sektoren gegenüber dem Vormonat gestiegen ist. Im Quartalsvergleich scheint die Produktionsbelebung im zweiten Quartal auch breiter angelegt gewesen zu sein. Lediglich im Gebrauchsgütersektor war ein weiterer Rückgang der Erzeugung zu beobachten. Dagegen stieg der Ausstoß in der Konsumgüterindustrie insgesamt im zweiten Vierteljahr um 0,8 %, verglichen mit einem Rückgang von 0,3 % im ersten Quartal. Die Produktion in der Investitionsgüterbranche wurde im zweiten Vierteljahr um 0,2 % ausgeweitet. Auch im Vorleistungsgütersektor nahm die Erzeugung in diesem Zeitraum wei-

**Tabelle 7**  
**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet**

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

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

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).

## Kasten 6

### Neue Angaben zur Zusammensetzung der Investitionen

Seit kurzem liegen vierteljährliche Angaben zu den Investitionen in einer Aufschlüsselung nach den wichtigsten Gütergruppen für das Euro-Währungsgebiet vor. In diesem Kasten werden die neuen Daten vorgestellt, die Entwicklung der einzelnen Investitionskomponenten im vergangenen Jahrzehnt beschrieben und die jüngsten Entwicklungen analysiert. Insgesamt stellt die neue Aufschlüsselung die Analyse der Investitionstätigkeit im Euroraum auf eine breitere Grundlage und dürfte zusätzliche Erkenntnisse über die konjunkturellen und strukturellen Entwicklungen, die die Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets betreffen, liefern.

#### Aufschlüsselung der Investitionen nach Gütergruppen

Gemäß dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) bestehen die Bruttoanlageinvestitionen vorwiegend aus dem Erwerb abzüglich der Veräußerung von Anlagegütern, die wiederholt länger als ein Jahr in der Produktion eingesetzt werden, durch gebietsansässige Produzenten. Eurostat stellt für das Euro-Währungsgebiet jährliche und vierteljährliche Aggregate der gesamten Bruttoanlageinvestitionen und eine Aufgliederung nach Gütergruppen sowohl zu jeweiligen als auch zu konstanten Preisen zur Verfügung. Die sechs Gruppen sind: a) Erzeugnisse der Landwirtschaft, Forstwirtschaft, Fischerei und Aquakultur, b) Metallerzeugnisse und Maschinen, c) Fahrzeuge, d) Wohnungsbau, e) Bauten (ohne Wohnungsbau) und f) sonstige Erzeugnisse wie z. B. Software. Die vierteljährlichen Statistiken werden, soweit verfügbar, anhand nationaler Angaben erstellt, und bei fehlenden Länderangaben werden Schätzungen durchgeführt. In Zukunft werden noch weitere Länder eine solche Aufschlüsselung veröffentlichen. Die derzeit vorliegenden Daten dürften daher noch einer Korrektur unterzogen werden. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass die Statistik, die gegenwärtig rund 85 % der jährlichen Bruttoanlageinvestitionen im Euroraum erfasst, ein verlässliches Bild von der Aufgliederung der Investitionen im Euro-Währungsgebiet vermittelt.

#### Zusammensetzung der Investitionen im Euro-Währungsgebiet in den Neunzigerjahren

Die wichtigsten Gütergruppen sind Metallerzeugnisse und Maschinen, die zusammen mit dem Wohnungsbau und den Bauten (ohne Wohnungsbau) rund 80 % der Gesamtinvestitionen ausmachen. Die Investitionen in Metallerzeugnisse und Maschinen bilden seit 1995 die größte Komponente in dieser Aufschlüsselung; ihr Anteil belief sich im Jahr 2001 auf nahezu 31 % der Investitionen insgesamt. Im Vergleich dazu entfielen auf den Wohnungsbau rund 25 % und auf Bauten (ohne Wohnungsbau) 24 % (siehe Tabelle).

#### Investitionen des Euro-Währungsgebiets nach Gütergruppen

(Veränderung gegen Vorjahr und Vorquartal in %)

	Anteil in 2001	Jahresraten										Quartalsraten <sup>1)</sup>				
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2
Insgesamt	100,0	0,5	-6,1	2,3	2,4	1,3	2,4	5,2	5,9	4,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8
Landwirtschaft, Forstwirtschaft, Fischerei und Aquakultur	0,2	17,3	-10,2	17,4	4,2	18,1	-7,8	-6,9	17,6	-0,7	-8,5	34,1	-9,8	4,5	15,2	.
Metallerzeugnisse und Maschinen	30,7	-3,0	-10,6	1,7	4,6	4,5	5,2	8,4	6,9	7,4	0,3	-1,3	-1,8	-1,9	-1,1	.
Fahrzeuge	10,2	-5,3	-17,3	2,2	9,8	2,2	7,2	11,9	12,4	8,9	-2,6	-1,2	0,1	-1,6	-2,2	.
Wohnungsbau	24,6	4,3	0,9	6,7	-0,3	0,2	0,8	1,6	3,5	0,8	-3,0	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	.
Bauten (ohne Wohnungsbau)	24,2	2,2	-5,9	-1,3	-2,5	-2,5	-1,4	1,8	4,3	3,4	0,9	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3	.
Sonstige Erzeugnisse	10,1	1,6	-0,4	2,8	17,4	5,9	5,7	9,5	8,3	4,0	2,2	0,4	1,1	0,4	1,4	.

Quelle: Eurostat.

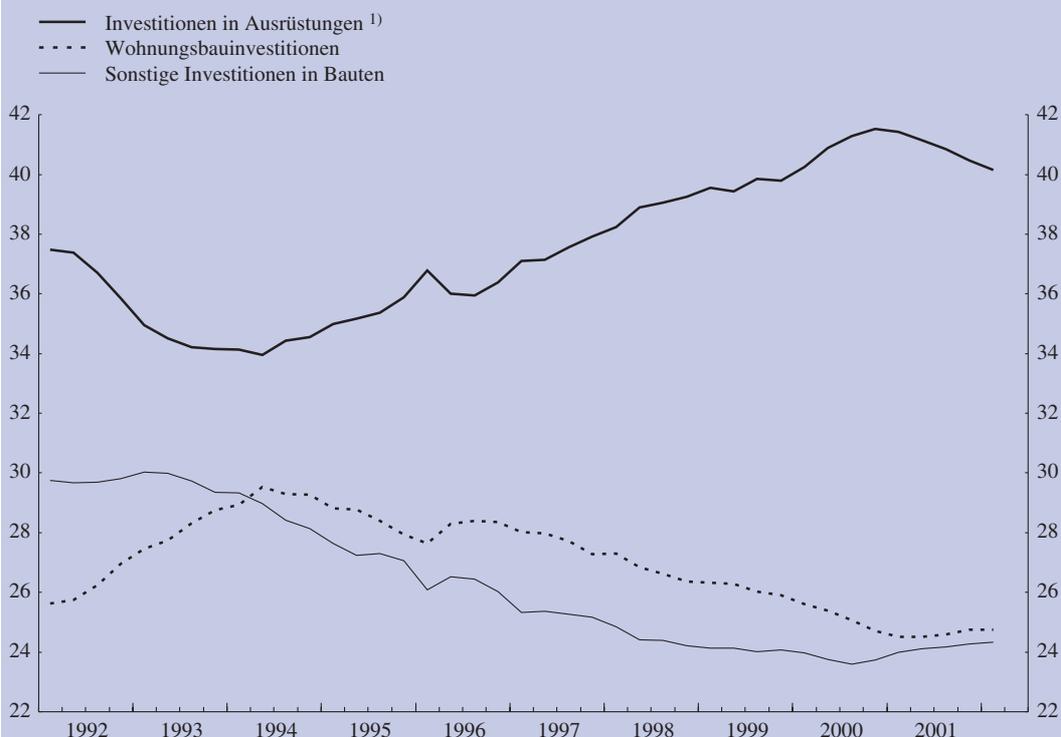
1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.

Als auffälligster Trend bei den Investitionskomponenten im Eurogebiet in den letzten zehn Jahren ist der in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre rückläufige Anteil der Investitionen im Baugewerbe auszumachen (siehe Abbildung). Diese Entwicklung ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Die Investitionen im

Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets insgesamt wurden in den Neunzigerjahren maßgeblich durch Sonderfaktoren in Deutschland beeinflusst, wo nach der Anfang der Neunzigerjahre verzeichneten kräftigen Expansion infolge der Wiedervereinigung in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts eine lang anhaltende Phase rückläufiger Investitionstätigkeit im Baugewerbe zu beklagen war. Darüber hinaus wurden im Laufe der Neunzigerjahre die öffentlichen Bauvorhaben erheblich zurückgeschraubt. Der in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts weiter sinkende Anteil der Investitionen im Baugewerbe war durch die relativ dynamische Investitionsentwicklung in den Bereichen Fahrzeuge, Metallerzeugnisse und Maschinen (die auch als „Ausrüstungsinvestitionen“ bezeichnet werden) bedingt.

### Investitionen in Bauten und in Ausrüstungen

(in % der Investitionen insgesamt)



Quelle: Eurostat.

1) Umfassen Metallerzeugnisse, Maschinen und Fahrzeuge.

### Verringerung der Investitionstätigkeit seit Anfang 2001

Seit Ende des Jahres 2000 hat sich die Endnachfrage im Euro-Währungsgebiet aufgrund einer Reihe negativer Schocks, die sowohl die Volkswirtschaften im Euroraum als auch in anderen Teilen der Welt betrafen, spürbar und weitgehend unerwartet abgeschwächt. Vor diesem Hintergrund schränkten Unternehmen ihre Investitionsvorhaben ein, was dazu führte, dass bei den realen Bruttoanlageinvestitionen insgesamt seit Anfang des letzten Jahres in jedem Quartal negative Wachstumsraten verzeichnet wurden (siehe Tabelle). In allen Hauptgütergruppen ging die Investitionstätigkeit – wenn auch mit leicht unterschiedlichem Tempo – zurück, wobei die Bereiche Ausrüstungen und Bauten am stärksten betroffen waren. Bei den Ausrüstungsinvestitionen waren in der vorangegangenen konjunkturellen Aufschwungphase noch kräftige Zuwachsraten verbucht worden. Im Teilbereich Fahrzeuge fiel die Abwärtskorrektur stärker aus als bei den Metallerzeugnissen und Maschinen, nachdem bei den Fahrzeugen zwischen 1998 und 2000 noch eine höhere Zunahme verzeichnet worden war. Trotz des jüngsten Rückgangs blieb das Verhältnis der Ausrüstungsinvestitionen zum BIP im ersten Quartal 2002 durchweg auf einem im historischen Vergleich ver-

hältnismäßig hohen Stand. Im Baugewerbe ist die Investitionsschwäche größtenteils auf die anhaltend negative Entwicklung in Deutschland zurückzuführen. Hinzu kommt die Eintrübung des allgemeinen Konjunkturklimas im Euro-Währungsgebiet. Dagegen fielen die Investitionen in sonstige Erzeugnisse wie etwa Software während der konjunkturellen Abschwungphase weiterhin relativ robust aus, obwohl gerade dieser Bereich erfahrungsgemäß am engsten mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung korreliert.

ter zu, erhöhte sich aber nicht mehr so stark wie im ersten Quartal.

### Verfügbare Umfragen lassen auf kurze Sicht keine weitere Verbesserung erkennen

Die verfügbaren Ergebnisse der verschiedenen Branchenumfragen deuten zurzeit nicht auf eine signifikante Steigerung des Wirtschaftswachstums im dritten Quartal hin. Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren liegen nur bis Juli 2002 vor, da einige Länder für August keine Daten melden (siehe Tabelle 8). Verfügbare nationale Angaben lassen jedoch ver-

muten, dass sich die Stimmung in der Industrie des Euro-Währungsgebiets, die im Juli unverändert war, im August etwas eingetrübt haben könnte. Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe des Euroraums sank von 51,8 Indexpunkten im Juli auf 50,8 Punkte im August (siehe Abbildung 30). Trotz des Rückgangs im Juli und August blieb der Einkaufsmanager-Index im August über der Referenzlinie von 50 Indexpunkten und signalisiert somit eine seit März 2002 anhaltende Konjunkturbelebung im verarbeitenden Gewerbe. Gleichwohl könnten die im zweiten Monat in Folge schlechteren PMI-Daten auch darauf hindeuten, dass sich das Wachstum im verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten verlangsamt

**Tabelle 8**  
**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 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	-0,2	2,6	-2,7	-1,3	-1,4	0,4	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,5	-0,3	-0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	7	12	6	3	0	1	2	2	2	1	3	2	1
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	0	12	-1	-3	-10	-6	-3	-7	-4	-4	-2	-3	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	13	20	14	12	10	8	8	9	8	7	10	8	5
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	0	5	-1	-1	-4	-9	-10	-10	-10	-10	-10	-11	-10
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor <sup>2)</sup>	5	8	-7	-8	-26	-18	-15	-19	-13	-14	-14	-18	-21
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	-0,1	1,3	-0,1	-0,4	-1,1	-0,8	-0,4	-0,9	-0,6	-0,6	-0,2	-0,5	-0,4
Kapazitätsauslastung (%) <sup>4)</sup>	81,9	83,9	82,8	82,4	81,3	80,8	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.

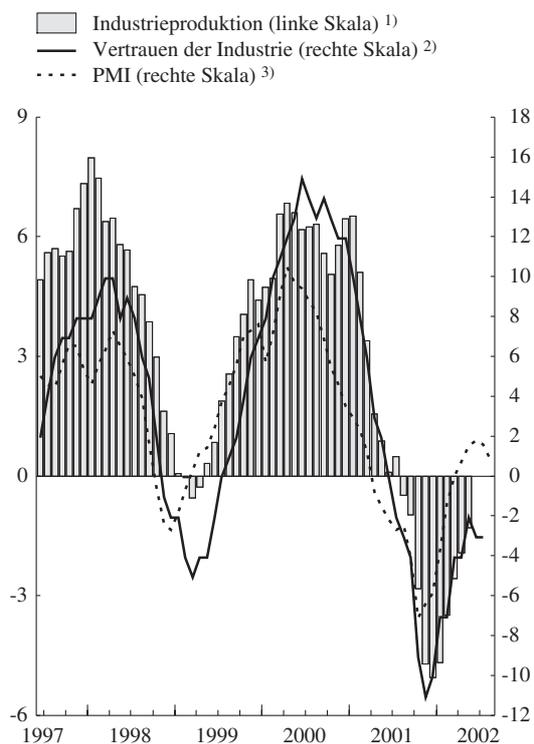
3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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.

hat. Eine Aufgliederung des Einkaufsmanager-Index zeigt, dass der Rückgang des Gesamtindex im August auf die rückläufigen Teilindizes zum derzeitigen Produktionswachstum, zum Auftragseingang und zur Beschäftigung zurückzuführen ist. Die Dienstleistungskomponente des PMI lag im August bei 50,8 Indexpunkten. Somit lässt sich im August im achten Monat in Folge eine weitere, wenn auch geringe Belebung im Dienstleistungssektor erkennen. Alle PMI-Komponenten, die sich auf den Dienstleistungsbereich beziehen, verschlechterten sich im August.

**Abbildung 30**  
**Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Euro-Währungsgebiet**

(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.

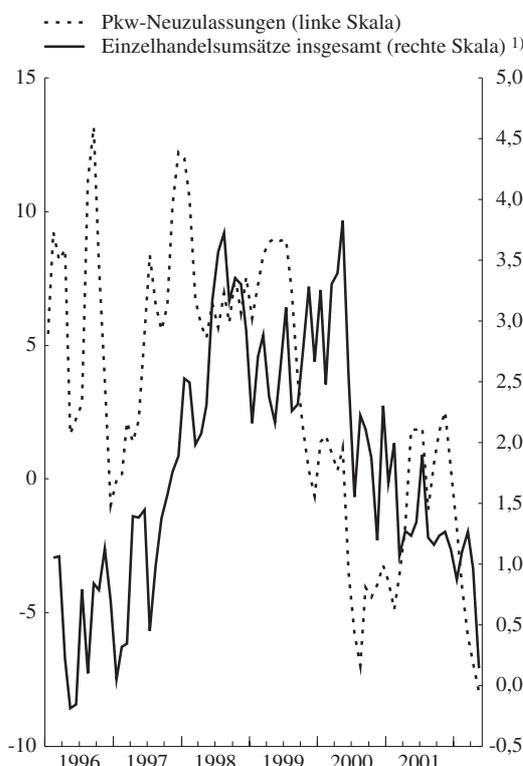
- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich bereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive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

**Indikatoren der privaten Konsumausgaben ohne klar erkennbaren Trend**

Für das zweite Quartal 2002 liegen nun zwar eine Reihe von Indikatoren zu den Konsumausgaben der privaten Haushalte vor, doch sind die davon ausgehenden Signale weiterhin uneinheitlich. Nach einem Einbruch im ersten Vierteljahr stabilisierten sich die Pkw-Neuzulassungen im zweiten Quartal wieder. Gleichzeitig sank das vierteljährliche Umsatzvolumen im Einzelhandel um 0,3 %, nachdem im ersten Vierteljahr eine Zunahme um 0,2 % verbucht werden konnte. Im Vorjahrsvergleich waren jedoch sowohl die Pkw-Zulassungen als auch die Einzelhandelsumsätze im zweiten Quartal weiter rückläufig (siehe Abbildung 31). Ferner sank das Verbraucherver-

**Abbildung 31**  
**Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und ACEA (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.

trauen im Juli um einen Indexpunkt und damit in etwa so stark wie im Juni (siehe Tabelle 8). Für das dritte Quartal zeichnet sich derzeit kein klarer Trend bei den privaten Konsumausgaben ab, doch scheint die Erholung noch nicht festen Fuß gefasst zu haben.

### Anhaltendes Wirtschaftswachstum, aber keine Beschleunigung in diesem Jahr

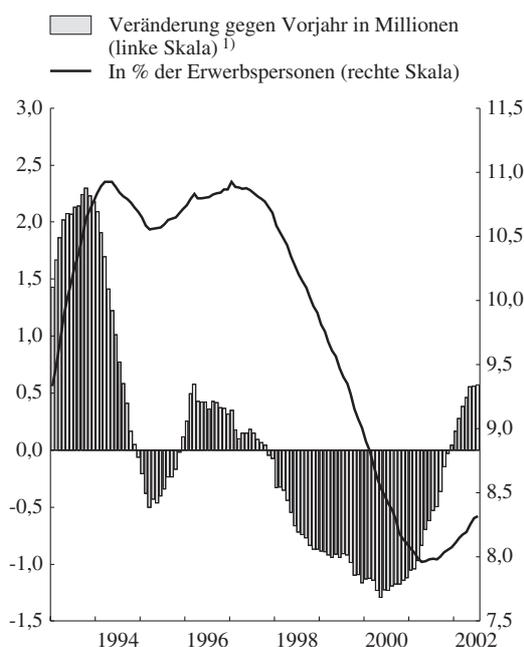
Die verfügbaren Indikatoren in Verbindung mit den etwas schlechteren Aussichten für das internationale Umfeld und der jüngsten negativen Entwicklung an den Finanzmärkten machen eine Belebung des realen BIP-Wachstums in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres unwahrscheinlich. Allerdings sollte von einer allmählichen Verlagerung von der Auslands- auf die Inlandsnachfrage ein gewisser Wachstumsimpuls ausgehen. Die Zunahme der privaten Konsumausgaben dürfte dabei vom Zuwachs der real verfügbaren Einkommen insbesondere in Verbindung mit der gegenüber der ersten Jahreshälfte 2002 günstigeren Verbraucherpreisentwicklung gestützt werden. Die Sparquote der privaten Haushalte könnte allerdings auf kurze Sicht relativ hoch bleiben. Ausschlaggebend hierfür dürften die Folgen der jüngsten Finanzmarktentwicklung sowie allgemeine Bedenken hinsichtlich einer möglichen weiteren Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt sein. Es ist auch anzunehmen, dass die Vorratsveränderungen weiterhin einen geringfügig positiven Wachstumsbeitrag leisten werden, während sich der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags eher in Grenzen halten dürfte. Nach der dynamischen Entwicklung im zweiten Quartal wird sich das Exportwachstum wohl mit verhaltenem Tempo fortsetzen. Gleichzeitig dürfte die Zunahme der Importe von einer allmählichen Erholung der inländischen Nachfrage profitieren. Trotz dieser Einschätzung sind die kurzfristigen Konjunkturaussichten weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Mittelfristig bleibt allerdings eine Wachstumsbelebung das wahrscheinlichste Szenario, da die Wirtschaft im Euroraum keine besonderen Ungleichgewichte aufweist und die Finanzierungsbedingungen günstig sind.

### Arbeitslosenquote im Juni und Juli 2002 unverändert bei 8,3 %

In den Monaten Juni und Juli 2002 lag die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet weiterhin bei 8,3 % der Erwerbspersonen (siehe Abbildung 32). Wenngleich die Quote gegenüber Mai dieses Jahres unverändert blieb, stieg die Zahl der Arbeitslosen weiter an, und zwar um 73 000 im Juni und um 15 000 im Juli. Infolgedessen erhöhte sich die Arbeitslosenquote für das zweite Quartal des laufenden Jahres im Eurogebiet auf 8,3 % und fiel damit 0,2 Prozentpunkte höher aus als im Vorquartal. Im Einklang mit der konjunkturellen Verlangsamung Ende 2001 nahm die Arbeitslosigkeit im Euroraum im zweiten Quartal 2002 weiter zu. Mit rund 170 000 Arbeitslosen mehr als im ersten Quartal 2002 wurde die höchste vierteljährliche Zunahme verzeichnet, seit die Arbeitslosenquote vor etwa einem Jahr zu steigen begann.

**Abbildung 32**  
**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.

**Tabelle 9****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

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

Der weitere Anstieg der Arbeitslosenzahl im Juli fiel deutlich geringer aus als im Durchschnitt der Monate zuvor, was vor allem auf den leichten Rückgang der Jugendarbeitslosigkeit von 16,5 % im Juni auf 16,4 % im Juli zurückzuführen war (siehe Tabelle 9). Ursächlich für diese Abnahme war allerdings im Wesentlichen ein veränderter Saisonverlauf in einem Mitgliedsland aufgrund eines früheren Beginns der Sommerferien. Die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen nahm weiter zu und stieg von 7,2 % im Juni auf 7,3 % im Juli.

**Schwaches Beschäftigungswachstum in der ersten Jahreshälfte 2002**

Auf der Grundlage inzwischen vorliegender weiterer Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die zu einer geringfügigen Korrektur geführt haben, wird nunmehr davon ausgegangen, dass die Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet im ersten Quartal des laufenden Jahres um lediglich 0,1 % gegenüber dem Schlussquartal 2001 gestiegen ist. Darin spiegeln sich ein anhaltender Rückgang der Beschäftigung in der Landwirtschaft und Industrie (ohne Baugewerbe) sowie ein etwas verhalteneres Wachstum im Dienstleistungssektor wider (siehe Tabelle 10). Bis zum

**Tabelle 10****Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

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

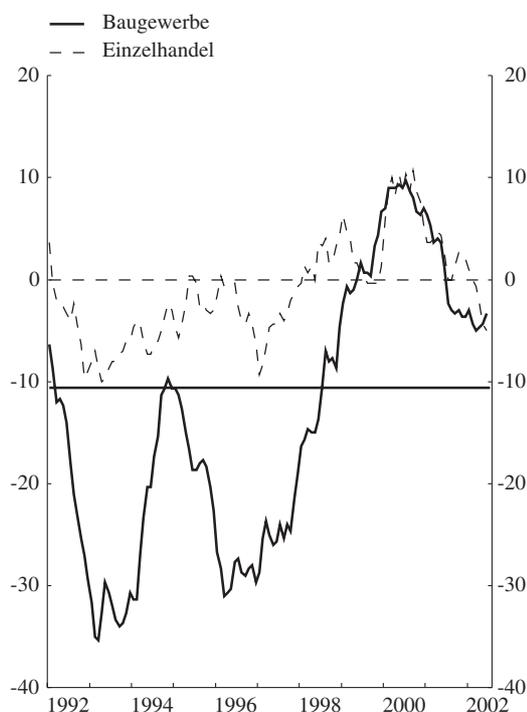
ersten Quartal dieses Jahres fiel der Beschäftigungszuwachs in allen Teilbereichen des Dienstleistungssektors mit durchschnittlich über 1,5 % gegenüber dem Vorjahr relativ kräftig aus. Zwar liegen für das zweite Quartal 2002 bislang noch keine Schätzungen zur Beschäftigungsentwicklung auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vor, doch lassen die verfügbaren nationalen Angaben darauf schließen, dass das Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet im Einklang mit der zunehmenden Arbeitslosigkeit bei null liegen könnte.

### Keine deutlichen Anzeichen einer Verbesserung der Beschäftigungsaussichten

Die aktuellen auf Umfragen beruhenden Indikatoren lassen keine eindeutige Verbesserung

#### Abbildung 33 Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



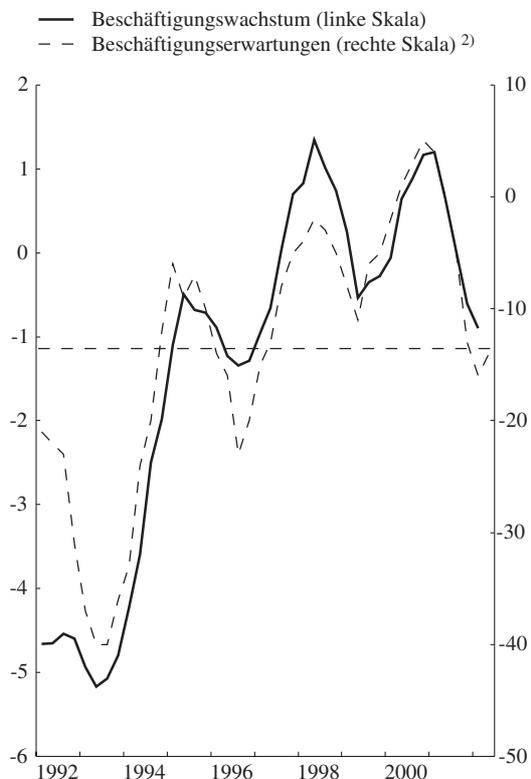
Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985 bzw. im Einzelhandel seit Februar 1986 dar.

der Arbeitsmarktlage auf kurze Sicht erkennen. Die Ergebnisse der Branchenumfrage der Europäischen Kommission bis Juni und der Umfragen zum Purchasing Managers' Index bis Juli schienen ein Ende der Talfahrt bei der Beschäftigung im Baugewerbe und im verarbeitenden Gewerbe zu signalisieren (siehe Abbildung 33 und 34). Aus den Ergebnissen der Umfrage zum Einkaufsmanager-Index für August lässt sich jedoch eine erhebliche Verschlechterung der Beschäftigungssituation im verarbeitenden Gewerbe ablesen. Für den Dienstleistungssektor wiesen die Ergebnisse dieser Umfrage bis Juli weiterhin einen leichten Beschäftigungszuwachs aus. Im August hingegen wurde ebenfalls ein kräftiges Minus

#### Abbildung 34 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr und Salden in %)



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

Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

1) Ohne Baugewerbe.

2) Die Beschäftigungserwartungen beziehen sich nur auf das verarbeitende Gewerbe.

verzeichnet, was auf einen möglichen Rückgang des Beschäftigungswachstums im Dienstleistungssektor hindeutet. Die jüngsten Umfrageergebnisse könnten somit eine verzögerte oder eine schwächere Erholung der Beschäftigungsentwicklung im Euroraum signalisieren. Dies stünde im Einklang mit den Anzeichen einer stagnierenden konjunkturellen Belebung.

Auch in den kommenden Quartalen ist aufgrund der üblicherweise mit zeitlicher Verzögerung erfolgenden Anpassung des Arbeitsmarktes an die realwirtschaftliche Entwicklung mit einem nur geringen Beschäftigungswachstum zu rechnen. Daher ist nicht

zu erwarten, dass die Arbeitslosenquote im Euroraum in den nächsten Monaten nennenswert sinkt. Sie könnte sogar weiter leicht zunehmen. Vor diesem Hintergrund kommt es entscheidend darauf an, dass weitere Anstrengungen zur Durchführung von Reformen an den Arbeitsmärkten im Euro-Währungsgebiet unternommen werden, um so nachhaltig auf ein stärkeres Beschäftigungswachstum und eine geringere Arbeitslosigkeit hinzuwirken und den Auswirkungen konjunktureller Abschwächungen besser gewachsen zu sein. Wichtig ist zudem, dass die Lohnentwicklung dem Beschäftigungswachstum förderlich bleibt.

## 4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### Ungünstige Entwicklungen trüben Perspektiven für die öffentlichen Haushalte ein

Die jüngsten harmonisierten Daten und Schätzungen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet datieren vom Frühjahr 2002. Aktuellere Informationen einzelner Regierungen zur Haushaltsentwicklung im laufenden Jahr und zu finanzpolitischen Maßnahmen sind weniger vergleichbar, da sie unter anderem einen unterschiedlichen Abdeckungsgrad aufweisen. Daher lässt sich die kurzfristige Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Euro-Ländern nur ansatzweise beurteilen.

Dessen ungeachtet wird es immer wahrscheinlicher, dass die meisten Länder des Euroraums ihre für 2002 angestrebten Haushaltsziele verfehlen werden. Das durchschnittliche Haushaltsdefizit der Länder des Eurogebiets dürfte höher ausfallen als von der Europäischen Kommission im Frühjahr prognostiziert wurde, so dass sich die Haushaltslage auch gegenüber dem Vorjahr stärker als erwartet verschlechtern wird. Hierdurch wird die Verringerung der – am BIP gemessenen – Schuldenquote des Euroraums im laufenden Jahr weiter verlangsamt, wenn nicht gar aufgehalten.

Hinter dieser Neubeurteilung der Defizitentwicklung in den meisten Staaten des Eurogebiets verbergen sich verschiedene die Haushaltslage beeinträchtigende Faktoren. So wurden in mehreren Ländern die Schätzungen für das Haushaltsdefizit im Jahr 2001 seit der Vorlage der letzten Stabilitätsprogramme nach oben korrigiert, was auch einige negative Folgewirkungen für das laufende Jahr hat. In Portugal fiel diese Aufwärtskorrektur am höchsten aus. So kündigte die portugiesische Regierung kürzlich für das Jahr 2001 ein Haushaltsdefizit von 4,1 % des BIP an, das somit knapp zwei Prozentpunkte über dem Zielwert des Ende 2001 vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogramms lag. Portugal ist seit Beginn der WWU das erste Land des Eurogebiets, dessen Defizitquote den Referenzwert von 3 % übersteigt. Das erhöhte Defizit ergibt sich – unter anderem – sowohl aus Mehrausgaben als auch aus Einnahmefällen.

In vielen Staaten des Euroraums werden die Haushaltsergebnisse für 2002 auch im Zeichen der zeitlich verzögerten Auswirkungen der wirtschaftlichen Abschwächung im vergangenen Jahr und der moderaten konjunkturellen Erholung des laufenden Jahres stehen. Hier wirkt sich die hinter den Erwartungen zurückbleibende binnenwirtschaftliche Nach-

## Kasten 7

### Die Auswirkungen von Aktienkursveränderungen auf die staatlichen Haushaltssalden

Der in jüngster Zeit zu verzeichnende starke Kursverfall an den Aktienmärkten gab den Anstoß für Untersuchungen über den Einfluss von Finanzvermögenspreisen auf die öffentlichen Finanzen. Grundsätzlich können Aktienkursänderungen auf direktem wie auch auf indirektem Wege die öffentlichen Finanzen beeinflussen. Direkte Effekte ergeben sich in erster Linie aus der Besteuerung von Kursgewinnen beziehungsweise der steuerlichen Absetzbarkeit von Kursverlusten, die sich bei den Einnahmen aus direkt an den Kursgewinn anknüpfenden Steuern sowie der Einkommen- und Körperschaftsteuer bemerkbar machen. Die meisten Staaten im Euroraum besteuern auf die eine oder andere Art Kursgewinne und ermöglichen die Absetzbarkeit von Kursverlusten. Darüber hinaus unterliegen in einigen Ländern der Kauf und Verkauf von Aktien und/oder das Aktienvermögen selbst der Besteuerung. Indirekte Effekte können sich ergeben, wenn sich das Nettovermögen der privaten Haushalte infolge von steigenden (oder fallenden) Aktienkursen verändert und die Menschen ihr Konsumverhalten entsprechend anpassen, was sich dann wiederum im Steueraufkommen niederschlägt.

Das Ausmaß derartiger Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen hängt zunächst einmal vom Steuersystem ab. Ein Land, in dem Einkünfte aus Kursgewinnen einer starken Besteuerung unterliegen und großzügige Abzugsmöglichkeiten von Verlusten gewährt werden, wird wahrscheinlich stärkere fiskalische Effekte aufweisen als ein Land, in dem es keine derartigen Regelungen gibt. Darüber hinaus haben auch die Börsenkapitalisierung und die Streuung des Aktienbesitzes einen Einfluss darauf, wie stark sich Veränderungen der Börsenkurse auf direktem wie auch indirektem Wege auf die öffentlichen Finanzen auswirken. Ist beispielsweise die Börsenkapitalisierung im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft hoch und der Aktienbesitz breit gestreut, dürften sich Kursänderungen stärker auf die Staatseinnahmen auswirken. Ferner können der Umfang und die subjektiv eingeschätzte Dauer von Kursveränderungen die fiskalischen Effekte beeinflussen. Auch der zeitliche Rahmen, in dem fiskalische Effekte zum Tragen kommen, kann variieren: So schlagen sich durch Vermögenseffekte hervorgerufene Veränderungen des Konsumverhaltens sehr schnell in den Staatseinnahmen nieder, während sich steuerlich relevante Kursverluste möglicherweise erst im Folgejahr, nachdem die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer veranlagt wurde, auf das Steueraufkommen auswirken.

Aus analytischer Sicht wäre es im Hinblick auf die Beurteilung der Haushaltsergebnisse und des finanzpolitischen Kurses von Vorteil, wenn klar zwischen dem Einfluss von Finanzvermögenspreisen auf die öffentlichen Haushalte, automatischen konjunkturellen Stabilisatoren und finanzpolitischen Maßnahmen unterschieden werden könnte. Allerdings legen die oben aufgeführten Beobachtungen den Schluss nahe, dass sich die fiskalischen Effekte von Kursveränderungen an den Aktienmärkten von Land zu Land und im Zeitverlauf erheblich unterscheiden. Darüber hinaus lässt der Nachweis des Steueraufkommens in den amtlichen Statistiken häufig keine Unterscheidung nach verschiedenen Einnahmenquellen zu (z. B. Kursgewinnen oder Vermögen gegenüber Gewinnen oder Einkommen als Grundlage für direkte Steuern). Dies erschwert eine empirische Beurteilung erheblich, weshalb es bisher nur wenige quantitative Untersuchungen dazu gibt.

Dennoch gibt es in einigen Ländern Hinweise darauf, dass sich Aktienkursveränderungen erheblich auf die Haushaltssalden auswirken und die Schwankungen der staatlichen Finanzierungssalden verstärken können. Die gedämpfte Entwicklung des Steueraufkommens aus Kursgewinnen und der Körperschaftsteuer in den Jahren 2001 und 2002 in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets ist teilweise auf Vermögensverluste des Finanz- und Unternehmenssektors im Zusammenhang mit dem jüngsten Kursverfall an den Aktienmärkten zurückzuführen. Die Vermögenseffekte auf verbrauchsbezogene Steuern lassen sich allerdings nur schwerlich mit hinreichender Präzision quantifizieren.

frage äußerst negativ auf die Staatseinnahmen aus, was auch der aus den verfügbaren Informationen hervorgehenden schwachen Einnahmensituation vieler Länder entspricht. Zu den anderen Faktoren, auf die sich die Einnahmehausfälle zurückführen lassen können, zählen die negativen Folgen der Aktienkursentwicklung auf die Steuereinnahmen (siehe Kasten 7) sowie eine gewisse Unterschätzung der Auswirkungen der Steuerreformen.

In einigen Ländern spiegelt sich in den ungünstigeren Perspektiven für die öffentlichen Haushalte auch wider, dass geeignete Maßnahmen zum Erreichen der in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthaltenen Ziele unterblieben sind und dass höher als erwartete Sozialausgaben – insbesondere im Gesundheitswesen – sowie Aufwendungen für den Staatsverbrauch zu Buche schlagen. Das Verfehlen der Ausgabenziele ist nur teilweise auf das hinter den Erwartungen zurückbleibende Wirtschaftswachstum zurückzuführen, auch eine unzureichende Ausgabenkontrolle hat dabei eine Rolle gespielt. Darüber hinaus könnten die unerwarteten Belastungen der öffentlichen Finanzen durch die Überschwemmungen in Österreich und Deutschland die Haushaltsergebnisse dieser Länder beeinträchtigen.

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Staaten mit erheblichen Defiziten gibt nach wie vor Anlass zur Sorge. Zwei Länder, nämlich Deutschland und abermals Portugal, dürften 2002 nahe an die Defizitobergrenze von 3 % herankommen, obgleich beide Länder in diesem Jahr einige begrüßenswerte Konsolidierungsanstrengungen unternommen haben. Auch die beiden anderen Länder dieser Gruppe, Frankreich und Italien, weisen beträchtliche Verfehlungen ihrer Haushaltsziele aus. In diesen vier Staaten bedarf es im weiteren Jahresverlauf einer sparsamen Haushaltsführung, um die Abweichungen von den ursprünglich angestrebten Zielen auf die Effekte der automatischen Stabilisatoren zu beschränken. Wo allerdings die Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht, müssen weitere Einsparungen vorgenommen werden. Die Länder, die solide Finanzierungssalden auf-

weisen, können die automatischen Stabilisatoren ungehindert wirken lassen, wobei ein erneutes Entstehen von Haushaltsungleichgewichten zu vermeiden ist.

### **Haushaltspläne für 2003 müssen Bindung an den Stabilitäts- und Wachstumspakt erkennen lassen**

Die Länder des Euro-Währungsgebiets stellen gegenwärtig ihre Haushaltspläne für das Jahr 2003 auf. Auf dem Treffen des Europäischen Rates in Sevilla bekräftigten alle Staaten ihre Bindung an den Stabilitäts- und Wachstumspakt und kamen überein, dass der gegenwärtige Rahmen des Pakts völlig angemessen ist. Tatsächlich gewährleistet der Pakt solide und tragfähige öffentliche Finanzen, die ihrerseits Wachstum, Beschäftigung und gesamtwirtschaftliche Stabilität im Euroraum fördern. Dies bedeutet, dass die Euro-Länder weiterhin mittelfristig nahezu ausgeglichene oder Überschüsse aufweisende Haushaltspositionen beibehalten beziehungsweise anstreben und übermäßige Defizite vermeiden müssen.

Im Falle der Länder mit soliden Haushaltspositionen können die Haushaltsziele für 2003 gegenüber früheren Stabilitätsprogrammen dahingehend angepasst werden, dass sie Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Lage und somit das Wirken automatischer Stabilisatoren berücksichtigen. Allerdings ist in den hochverschuldeten Ländern der Rückführung der Staatsverschuldung nach wie vor Vorrang einzuräumen, und finanzpolitischer Aktionismus ist zu vermeiden.

In den Staaten, die noch hohe Defizite aufweisen, gerät die Erreichung nahezu ausgeglichener oder Überschüsse aufweisender Haushalte bis 2003/2004 durch die Entwicklung im laufenden Jahr in Gefahr. Um in dieser Hinsicht Fortschritte zu erzielen, müssen die betreffenden Länder im Jahr 2003 Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen. Sie müssen Defizite von mehr als 3 % des BIP vermeiden und die um Konjunkturfälle bereinigten Haushaltsdefizite verringern. Dies ist eine uner-

lässliche Voraussetzung dafür, dass die automatischen Stabilisatoren zukünftig in vollem Umfang wirken können.

Die Entwicklungen des vergangenen und des laufenden Jahres unterstreichen, wie wichtig es ist, dass die finanzpolitischen Ziele auf realistischen gesamtwirtschaftlichen Annahmen beruhen und die erforderlichen Anpassungsmaßnahmen rechtzeitig erkannt und umgesetzt werden. Ferner ist es aufgrund der gegenwärtigen Unsicherheit bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Lage, der Auswirkungen von finanzpolitischen Reformen auf die öffentliche Haushaltslage und der Entwicklung an den Wertpapiermärkten ratsam, in den Haushaltsplänen einen zusätzlichen Sicherheitsspielraum einzubauen.

Schließlich sollte die Notwendigkeit, strukturelle finanzpolitische Reformen zur Förderung des Wirtschaftswachstums durchzuführen, nicht als Vorwand für Verzögerungen bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen dienen. Umfassende Reformen, zu denen Steu-

ensenkungen ebenso zählen wie eine beschäftigungs- und wachstumsfreundliche Neuordnung der staatlichen Ausgaben und Leistungen, können insgesamt so gestaltet werden, dass daraus keine Haushaltsbelastung resultiert. Sie tragen somit besser zur Erzielung der von den Regierungen angestrebten Reduzierung der Arbeitslosigkeit und zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums bei, als dies Steuerreformen allein tun könnten. Die Bedeutung von Ausgabenzurückhaltung und Reformen kann angesichts der schwachen Ergebnisse, die viele Länder des Eurogebiets in dieser Hinsicht in den letzten Jahren vorzuweisen hatten, nicht stark genug hervorgehoben werden. Werden die Ausgaben nur unzureichend begrenzt, erhöht sich darüber hinaus die Gefahr, dass die Haushaltsziele verfehlt werden. Dies wiederum könnte Steuererhöhungen erforderlich machen und damit den Eindruck entstehen lassen, dass Reformen rückgängig gemacht werden. Hierdurch könnte das Vertrauen in das Bestreben der Regierungen, Reformen durchzuführen, untergraben werden.

## 5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### **Weltwirtschaftliche Erholung dauert an, könnte aber durch Gegenwind von den Finanzmärkten gebremst werden**

Die jüngste Schwäche an den internationalen Finanzmärkten hat die Ungewissheit über die Stärke der weltwirtschaftlichen Erholung vergrößert. Insbesondere die weltweiten Aktienmärkte waren in letzter Zeit im Zusammenhang mit finanziellen Unregelmäßigkeiten in den Vereinigten Staaten vor dem Hintergrund von Abwärtsrevisionen des US-amerikanischen BIP-Wachstums im Jahr 2001 und zu Beginn dieses Jahres durch eine erhöhte Volatilität gekennzeichnet. Angesichts der Finanzmarktschwäche wird trotz der Stabilität des Wohnungsmarkts mit negativen Vermögenseffekten gerechnet. Dies erweckt Zweifel an der Robustheit der privaten Konsumnachfrage in den Vereinigten Staaten und mit Blick auf die weniger günstigen Gewinn-

aussichten auch an der erhofften Erholung der Unternehmensinvestitionen in den USA. Hiermit mag zusammenhängen, dass sich der US-Dollar gegenüber seinem Niveau von Ende März dieses Jahres abgeschwächt hat. Damit erscheint es möglich, dass die US-Einfuhren mittelfristig schwächer als erwartet zunehmen könnten, mit möglichen Folgen insbesondere für Asien, wo das Wachstum nach wie vor weitgehend vom Export getragen wird. Allerdings dürfte der Kursrückgang des US-Dollar auf längere Sicht die Anpassung der Leistungsbilanzungleichgewichte erleichtern. Die übrige Welt bietet ein uneinheitliches Bild. Während einige lateinamerikanische Länder mit Instabilitäten der Finanzmärkte zu kämpfen haben und sich ihre wirtschaftlichen Aussichten für das laufende Jahr weiter verschlechtern, sind die Länder in Asien einschließlich Japans, aber auch Mittel- und Osteuropa von der Entwicklung an den

globalen Finanzmärkten weniger stark betroffen.

In den Vereinigten Staaten hat die in Gang befindliche wirtschaftliche Erholung möglicherweise etwas an Schwung eingebüßt. Das Wachstum des privaten Konsums schwächt sich ab und die privaten Unternehmensinvestitionen ziehen noch nicht wieder an. Zudem zeigen die jüngsten Datenrevisionen, dass die wirtschaftliche Rezession im vergangenen Jahr tiefer und langwieriger als bisher angenommen war; das reale BIP wuchs um lediglich 0,3 %, verglichen mit einer bisherigen Schätzung von 1,2 %. Im zweiten Quartal dieses Jahres ist das reale BIP (im Quartalsvergleich, auf Jahresrate hochgerechnet) um 1,1 % gewachsen, verglichen mit 5,0 % im Vorquartal. Der private Verbrauch und die Lagerbestände der Unternehmen trugen am stärksten zum realen BIP-Wachstum bei (1,3 bzw. 1,1 Prozentpunkte), während der Staatskonsum und die öffentlichen Investitionen 0,3 Prozentpunkte beisteuerten. Den negativsten Einfluss auf das Wachstum des realen BIP hatte mit -1,8 Prozentpunkten der Außenbeitrag, während der Anteil der Unternehmensinvestitionen praktisch Null betrug.

Auf kurze Sicht dürfte die US-Wirtschaft recht mäßig wachsen. Angesichts der negativen Vermögenseffekte der starken Kurskorrektur am US-Aktienmarkt dürfte sich das private Konsumwachstum zunächst abschwächen. Das Verbrauchervertrauen ist sowohl im Juli als auch im August weiter eingebrochen. Der zunehmende Risikoaufschlag bei Unternehmensanleihen und die anhaltende Unsicherheit über die Bonität der Unternehmen, könnten einen spürbaren Wiederanstieg der Investitionen weiter verzögern. Höhere öffentliche Ausgaben dürften sich kurzfristig als Hauptstütze des realen BIP-Wachstums erweisen.

Längerfristig betrachtet dürfte das Tempo der konjunkturellen Erholung mit dem Abbau der entstandenen gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte allmählich anziehen. Zum Ende des zweiten Quartals lag die Verschuldung

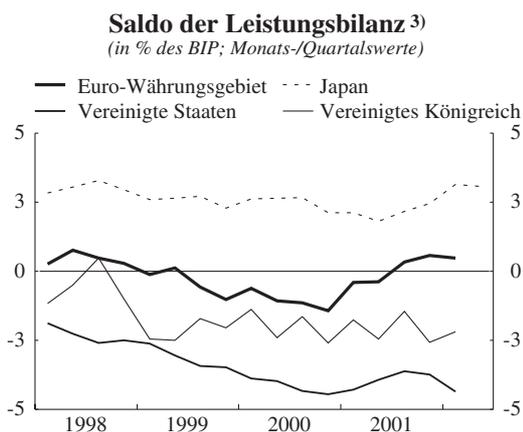
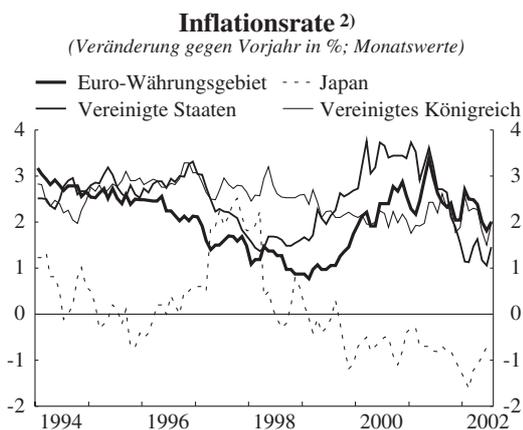
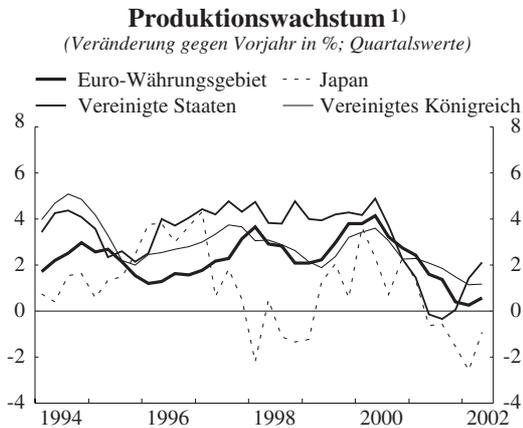
der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors auf historischem Rekordniveau. Zugleich nahm das Leistungsbilanzdefizit weiter zu, unter anderem auch, weil die jüngste US-Dollar-Abwertung nur verzögert Wirkung zeigen wird. Gleichwohl dürften das robuste Wachstum der realen verfügbaren Einkommen und die Stabilisierung der Arbeitslosenquote die Ausweitung des privaten Verbrauchs in Zukunft stützen, während die verhaltene Entwicklung der Lohnstückkosten zu einer allmählichen Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen und folglich einem Anstieg der Unternehmensinvestitionen führen dürfte. Im Zeitverlauf wird mit der Anpassung der Einfuhren und Ausfuhren an den schwächeren US-Dollar-Wechselkurs ein Rückgang des Leistungsbilanzdefizits erwartet.

Die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten verläuft weiter in ruhigen Bahnen. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich der Verbraucherpreisindex im Juli um 1,5 % (nach 1,1 % im Juni), und der Erzeugerpreisindex sank um 1,1 % (nach -2,1 % im Juni). Vor diesem Hintergrund lassen die niedrige Kapazitätsauslastung und die Produktivitätssteigerungen ein anhaltend ruhiges Preisklima erwarten.

In seiner Sitzung vom 13. August 2002 beließ der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank seinen Zielzinssatz für Tagsgeld bei 1,75 % und damit auf seinem seit Dezember 2001 unveränderten Niveau. Außerdem seien nach seiner Einschätzung die Risiken für die US-Wirtschaft überwiegend so gelagert, dass sich Bedingungen für eine schwächere wirtschaftliche Entwicklung einstellen könnten.

In Japan setzte sich die langsame konjunkturelle Belebung fort, die wie bisher schon vor allem vom Exportsektor getragen wird. Im zweiten Quartal dieses Jahres erhöhte sich das reale BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,6 %, nachdem im ersten Quartal (nach einer kräftigen Revision nach unten im Zuge einer Änderung der statistischen Methodik) praktisch ein Nullwachstum verzeichnet worden war. Nicht nur vom Außenbeitrag, der

**Abbildung 3 5**  
**Grundlegende Entwicklungen in**  
**wichtigen Industrieländern**



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte. Für das Vereinigte Königreich wird der RPIX-Index verwendet.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten. Bei allen Ländern beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben.

0,4 Prozentpunkte zum Wachstum beisteuerte, sondern auch vom privaten und öffentlichen Verbrauch gingen Wachstumsimpulse aus, während die privaten Investitionsausgaben weiter – allerdings deutlich langsamer als in den Vorquartalen – schrumpften. Die Industrieproduktion nahm im Juli 2002 um knapp 6½ % gegenüber dem Tiefpunkt im November 2001 zu und konnte damit den stärksten Anstieg seit mehr als zehn Jahren verbuchen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind die Exporte noch immer die wichtigste Stütze der Erholung, da in den übrigen Sektoren bisher kein Umschwung eingetreten ist und in jüngster Zeit sogar gewisse Anzeichen einer Abschwächung erkennbar geworden sind.

Was die weiteren Aussichten angeht, so wird nach wie vor davon ausgegangen, dass sich das Wachstum auf absehbare Zeit auf die Auslandsnachfrage stützen wird. Die neuesten Außenhandelszahlen und allgemeine Sorgen um die Entwicklung der Auslandsnachfrage wecken allerdings gewisse Zweifel an der Nachhaltigkeit der derzeitigen Exportdynamik. Sollte die starke Exportdynamik allerdings anhalten, würden sich die Einkommens- und Arbeitsmarktbedingungen schrittweise verbessern, und dies würde das weitere Wachstum der privaten Konsumausgaben fördern. Mit den erwarteten wieder steigenden Gewinnen dürften auch die Unternehmensinvestitionen, die sich zurzeit auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen, wieder zunehmen. Darauf deutet auch die jüngste Umkehrung des rückläufigen Trends der privaten Auftragseingänge im Maschinenbau hin. Die hartnäckigen strukturellen Probleme und der nach wie vor dringend erforderliche Schuldenabbau im Unternehmenssektor dürften allerdings den Wiederanstieg der Investitionen bremsen. Auch die anhaltenden Probleme im Bankensektor belasten die Wachstumsperspektiven.

Der Deflationsdruck scheint – teilweise aufgrund des sich aufhellenden Konjunkturbilds – etwas nachzulassen. Der Verbraucherpreisindex fiel im Juli im Vorjahresvergleich um 0,8 %, nachdem er im Februar mit -1,6 % seinen höchsten Rückgang verzeichnet hatte. Die

Kerninflationsrate blieb dagegen im Vorjahresvergleich im Juli mit -0,8 % relativ stabil. Vor diesem Hintergrund beschloss die Bank von Japan am 9. August 2002, ihre Geldmarktgeschäfte mit dem Ziel fortzusetzen, die Girokontoguthaben der Banken bei der Bank von Japan unverändert auf einem Niveau von 10 Billionen JPY bis 15 Billionen JPY zu halten. Wie sie außerdem betonte, wird sie im Falle von Risiken für die Finanzmarktstabilität weitere Liquidität bereitstellen.

Im Vereinigten Königreich zog das Wachstum des realen BIP nach sehr gedämpften Wachstumsraten um die Jahreswende im zweiten Quartal dieses Jahres im Quartalsvergleich auf 0,6 % an. Die Jahreswachstumsrate des realen BIP erhöhte sich von 1,1 % im ersten Quartal 2002 auf 1,2 % im zweiten Quartal. Betrachtet man die Nachfrageseite der Volkswirtschaft, so zeigt sich, dass der private Verbrauch im zweiten Quartal der wichtigste Wachstumsmotor war. Nach einem Rückgang im ersten Quartal des laufenden Jahres beschleunigte sich sein Wachstum gegenüber dem Vorjahr im zweiten Vierteljahr auf 3,9 %. Die Ausgaben der privaten Haushalte wurden durch starke Wertzuwächse bei Wohnimmobilien angetrieben, die dazu beitragen, die Wertverluste aus dem jüngsten Kursverfall am Aktienmarkt aufzufangen. Eine der am kräftigsten wachsenden Komponenten der Endnachfrage war wie bisher der Staatsverbrauch, der vom Jahresbeginn bis zum Ende des zweiten Quartals dieses Jahres um 4,2 % zulegte. Die weltweite Unsicherheit dürfte die Bruttoanlageinvestitionen gebremst haben, die ihren Vorjahrsstand noch um 5,4 % unterschritten. Die Ausfuhren lagen im zweiten Quartal um 2,7 % unter dem Niveau des Vorjahres, wobei das vierteljährliche Wachstumsmuster jedoch eine Erholung der Exportnachfrage im zweiten Quartal andeutet. Die Belebung der Endnachfrage trug dazu bei, dass sich das Einfuhrwachstum im zweiten Quartal wieder erholt hat. Wegen ihrer zuvor rückläufigen Entwicklung blieben die Einfuhren jedoch immer noch geringfügig hinter ihrem Stand vom Vorjahr zurück.

Der Arbeitsmarkt im Vereinigten Königreich bot im zweiten Quartal ein insgesamt unverändertes Bild. Die Arbeitslosenquote lag weiter bei 5,1 %. Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt beschleunigte sich der Anstieg der Durchschnittsverdienste im Juni auf 3,9 %, nach 2,9 % im März. Ausschlaggebend hierfür war der geringer gewordene negative Einfluss von Bonuszahlungen. Die Lohnstückkosten stiegen im ersten Jahresviertel um 3,0 %. Der Einzelhandelspreisindex ohne Berücksichtigung von Hypothekenzinsen (RPIX) übertraf seinen Vorjahrsstand im Juli um 2,0 %, verglichen mit 1,5 % im Juni.

Die kurzfristigen Aussichten für die Wirtschaft im Vereinigten Königreich hängen davon ab, wie stark die weltweite Ungewissheit die inländischen Ausgaben dämpft. Daneben bleibt die weitere Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien eine Quelle der Unsicherheit. Die kurzfristigen Preisperspektiven erscheinen relativ günstig, doch könnte der Preisauftrieb mittelfristig etwas zunehmen, wenn die Konjunkturerholung an Fahrt gewinnt.

In Dänemark nahm das reale BIP-Wachstum im Quartalsvergleich im zweiten Quartal auf 1,1 % zu, nach 0,2 % im Vorquartal. Hauptgrund hierfür war ein Wiederanstieg der Investitionen, und zwar insbesondere in Maschinen, Verkehr und Software. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI verharrte im Juli mit 2,2 % auf dem Niveau des Vormonats. Dank der wieder stärkeren Inlandsnachfrage erhöhte sich das reale BIP in Schweden im zweiten Vierteljahr 2002 auf 0,6 % (gegenüber dem Vorquartal), verglichen mit 0,5 % im ersten Quartal. Die HVPI-Inflation belief sich im Juli auf 1,8 %, nach 1,7 % im Juni.

Der moderate Konjunkturaufschwung in der Schweiz seit Jahresbeginn war hauptsächlich dem trotz der Stärke des Schweizer Franken kräftigen Exportwachstum zu verdanken. Die Sorgen wegen der schleppenden Binnennachfrage und den weltweiten Konjunkturperspektiven wurden teilweise durch die zuletzt veröffentlichten Frühindikatoren zerstreut, die auf eine leichte Besserung der konjunkturu-

rellen Aussichten der Schweiz hindeuten. Der Verbraucherpreisindex ist im Juli leicht um 0,1 % (gegenüber dem Vorjahr) gefallen.

Die größeren EU-Beitrittsländer weisen ungeachtet der weltweiten Konjunkturschwäche und der in einigen Schwellenländern zutage getretenen Finanzmarktinstabilitäten weiterhin relativ hohe Wachstumsraten auf. Die von diesen Faktoren ausgehende Beeinträchtigung der konjunkturellen Aussichten wird bislang durch die robuste Inlandsnachfrage ausgeglichen. Was die einzelnen Länder betrifft, so war das Wachstum in Ungarn im ersten Quartal weiterhin in erster Linie auf deutliche Zuwächse beim privaten und öffentlichen Konsum, aber auch bei der Investitionsnachfrage zurückzuführen. Ähnlich wird das Wirtschaftswachstum in der Tschechischen Republik hauptsächlich von der Binnennachfrage gestützt. Dabei wurden der private Konsum und die Bruttoanlageinvestitionen im ersten Quartal des laufenden Jahres deutlich stärker als im Jahr zuvor ausgeweitet. Der Außenbeitrag wirkte dagegen wachstumsdämpfend, und das reale Wachstum der Ausfuhren ging um rund 1 % im Vorjahresvergleich zurück. Das Hochwasser, das das Land im August heimsuchte, könnte allerdings kurzfristig deutliche Auswirkungen zeigen. Im Gegensatz zu anderen Beitrittsländern dauerte die Konjunkturschwäche in Polen im ersten Teil des Jahres an. Die neuesten Angaben zur Industrieproduktion im Juni und Juli fielen jedoch besser als erwartet aus und weisen auf eine mögliche Aufhellung der Konjunkturperspektiven hin. Die Wirtschaft der Türkei konnte im ersten Vierteljahr 2002 erstmals seit Ende 2000 ein positives Wachstum verzeichnen. Betrachtet man allerdings die einzelnen Nachfragekomponenten, so zeigt sich, dass der private Verbrauch und die Investitionsnachfrage weiter zurückgingen und das Wachstum überwiegend der starken Zunahme der realen Exporte zuzuschreiben war. Das verarbeitende Gewerbe, das sich seit März dieses Jahres wieder im Aufwind befindet, profitierte deutlich von der starken Abwertung. Gleichwohl dürften die Haushaltsungleichgewichte die mittelfristigen Aussich-

ten trotz der verbesserten Perspektiven für die Realwirtschaft beeinträchtigen.

In Russland nahmen angesichts der enttäuschenden Zahlen zu den Bruttoanlageinvestitionen und anderer Indikatoren, die auf eine Wachstumsabschwächung hindeuten, bis zuletzt die Befürchtungen zu, dass die Konjunktur ins Stocken geraten sein könnte. Das Bild hat sich inzwischen aber aufgehellt, da der Konsum der privaten Haushalte unverändert konjunkturstützend wirkt und die realen Bruttoinvestitionen wieder steigen.

In Asien (ohne Japan) weisen die zuletzt veröffentlichten Daten auf eine besser als erwartet ausgefallene konjunkturelle Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf hin, die allerdings durch zunehmende Abwärtsrisiken für den Konjunkturausblick für das kommende Jahr relativiert wird. Konjunkturelle Impulse lieferten in erster Linie das kräftige Ausfuhrwachstum und in jüngster Zeit der wieder anziehende private Konsum. Zu dem steigenden Konsum tragen die Verbesserung bei den Haushaltseinkommen, darunter auch die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt, aber auch günstigere Kreditbedingungen für private Haushalte in einigen Volkswirtschaften bei.

Innerhalb der Region hat China die Erwartungen der Marktteilnehmer mit einem geschätzten realen BIP-Wachstum von 8,0 % (gegenüber dem Vorjahr) im zweiten Quartal dieses Jahres übertroffen. Ausschlaggebend hierfür waren ein Anstieg der Anlageinvestitionen um rund 24 % (gegenüber dem Vorjahr) sowie die als Konjunkturstütze wirkenden öffentlichen Ausgaben. Damit erhielten die Exporte in der asiatischen Region durch die steigende Importnachfrage Chinas einen weiteren Schub. In der zweiten Jahreshälfte wird mit einem nach wie vor robusten realen BIP-Wachstum in China gerechnet, das durch umfangreiche ausländische Direktinvestitionen noch verstärkt werden und die Aussichten auf eine Konjunkturerholung in der Region weiter verbessern dürfte. In den übrigen asiatischen Volkswirtschaften (ohne Japan) ist ein unverändert kräftiges Wachstum des rea-

len BIP zu verzeichnen. In Korea betrug das BIP-Wachstum im zweiten Quartal ersten Angaben zufolge 6,3 % (im Vorjahrsvergleich). Ursächlich hierfür waren vor allem der Anstieg des privaten Konsums und der Exporte. In Singapur und Taiwan setzt sich die Erholung mit einem geschätzten BIP-Wachstum von 3,9 % bzw. 4 % im zweiten Vierteljahr (gegenüber dem Vorjahr) fort. Hierin spiegeln sich das kräftige Wachstum im verarbeitenden Gewerbe und im Falle Taiwans die sehr hohen Wachstumsraten der Ausfuhren nach China wider. Trotz der konjunkturellen Besserung haben einige Volkswirtschaften immer noch mit Deflationstendenzen zu kämpfen. Im ersten Halbjahr bewegte sich die durchschnittliche Teuerung auf der Verbraucherstufe in China, Taiwan und Singapur zwischen 0 % und -1 %, während sie in der SVR Hongkong weiterhin unter -3 % lag.

Die Aussichten für die asiatischen Länder (ohne Japan) für den Rest des Jahres sind zwar unverändert günstig, aber die Ungewissheit, ob die Dynamik des wirtschaftlichen Aufschwungs im kommenden Jahr durchgehalten werden kann, hat sich durch die etwas eingetrübten Aussichten für die Nachfrage aus den Industrieländern vergrößert.

In Lateinamerika verweisen die neuesten Datenveröffentlichungen in den größten Ländern auf eine divergierende konjunkturelle Entwicklung, wobei sich die Aussichten wegen der starken Finanzmarkturbulenzen in Brasilien insgesamt verschlechtert haben. Unter den übrigen großen Volkswirtschaften der Region kämpft Argentinien nach wie vor mit einer Rezession, während sich in Mexiko die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung mehren. Brasilien steckt seit April dieses Jahres in einer finanziellen Krise, die durch die steigende öffentliche Verschuldung des Landes und die Unsicherheit vor den Wahlen ausgelöst wurde. Nach der kürzlich zwischen Brasilien und dem IWF getroffenen Vereinbarung ist aber wohl trotz anhaltender Hinweise auf finanzielle Spannungen eine konjunkturelle Besserung in Sicht. Argentinien befindet sich im vierten Jahr einer Rezession. Die weiterhin geltenden Beschränkungen für

Geldabhebungen bei den Banken belasten die Inlandsnachfrage stark, da die Kreditquellen versiegt sind. Unter den wenigen konjunkturstützenden Faktoren sind die Exporte hervorzuheben, die seit kurzem unter dem Einfluss der Pesoabwertung wieder steigen. In Mexiko lassen die letzten amtlichen Statistiken eine Konjunkturbelebung erkennen: Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Quartal aufgrund der Binnennachfrage um 2,1 % (gegenüber dem Vorjahr), und der Beschäftigungsaufbau nimmt zu. Der Aufschwung ist aber noch keineswegs breit fundiert, und bei den Ausfuhren sind erst in jüngster Zeit Anzeichen einer Erholung zu beobachten.

#### **Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung**

##### ***Euro-Wechselkurse im August und Anfang September weitgehend unverändert***

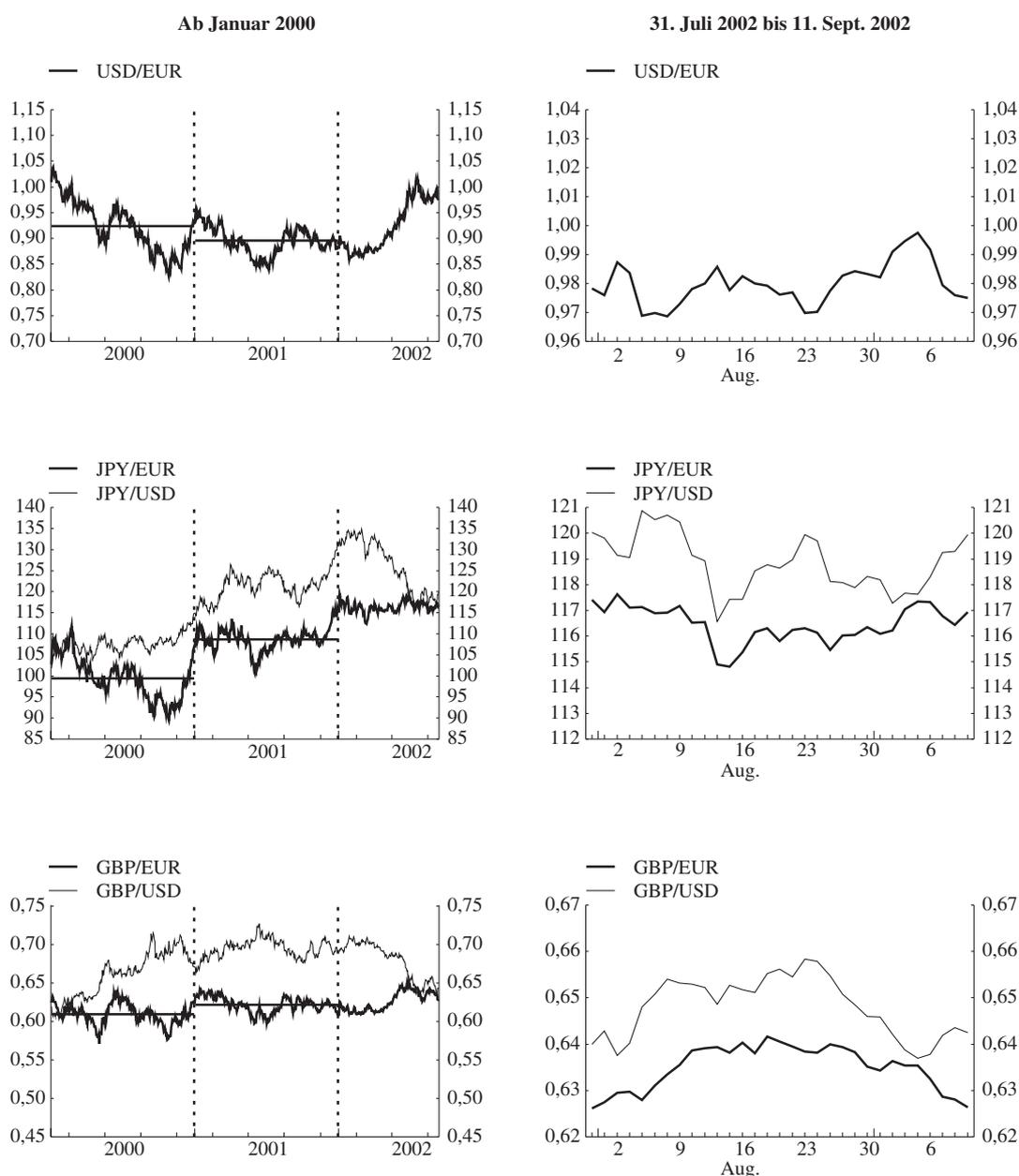
Anders als an den anderen Finanzmärkten verlief die Entwicklung an den Devisenmärkten im August und Anfang September mit nur moderaten Schwankungen unter den wichtigsten Währungen in relativ ruhigen Bahnen. Nach einer Aufwertungsphase in den vorangegangenen Monaten notierte der Euro in einem recht engen Band gegenüber allen anderen wichtigen Währungen und setzte damit seine jüngste Stabilisierungstendenz fort. Am 11. September lag der Kurs des Euro gegenüber den meisten Währungen der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets etwa auf dem gleichen Niveau wie Ende Juli.

Nachdem der Euro in der zweiten Julihälfte leicht an Wert verloren hatte, stabilisierte er sich gegenüber dem US-Dollar im August unter dem Einfluss uneinheitlicher Signale in Bezug auf die Konjunkturaussichten für die Vereinigten Staaten in einem Kursband zwischen 0,97 USD und 0,99 USD. Obwohl einige Indikatoren des Geschäftsklimas und des Verbrauchervertrauens für die zweite Jahreshälfte auf eine zunehmende Unsicherheit hindeuteten, machten die Aktienmärkte zeitweilig einen Teil der Verluste der vorangegangenen Monate wieder wett. In diesem Umfeld nahm

die allgemein am Markt vorherrschende Unsicherheit geringfügig ab, blieb aber verglichen mit der ersten Jahreshälfte relativ hoch. Anfang September wertete der US-Dollar vorübergehend gegenüber allen wichtigen Währungen ab, nachdem neue Datenveröffentlichungen den Schluss zuließen, dass die Erholung der US-Wirtschaft an Schwung verloren

haben könnte. Diese Phase ging mit einer erneuten Umkehr der Börsenindizes einher, die wieder unter ihren Stand von Ende Juli fielen (siehe Abbildung 36). Gegen Ende des Berichtszeitraums erholte sich der US-Dollar allerdings wieder und notierte am 11. September bei 0,97 USD zum Euro, sodass der Euro etwas niedriger als Ende Juli und fast

**Abbildung 36**  
**Wechselkursentwicklung**  
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

9 % über seinem Durchschnittsniveau des vergangenen Jahres gehandelt wurde.

Der japanische Yen wertete in der ersten Augushälfte gegenüber dem US-Dollar und dem Euro weiterhin allmählich auf, blieb aber in der zweiten Monatshälfte und Anfang September nahezu unverändert. Unterstützung erhielt die Entwicklung der japanischen Währung durch Datenveröffentlichungen, die darauf hindeuteten, dass die japanische Wirtschaft ihren graduellen Erholungspfad bei gleichzeitig etwas nachlassendem Deflationsdruck fortsetzen würde. Da jedoch die konjunkturelle Belebung in Japan in erster Linie vom Exportsektor getragen wird, wirkte sich die gegenwärtige Sorge um das weltwirtschaftliche Umfeld auch auf die Beurteilung der Aussichten für die mittelfristige Erholung aus. Am 11. September lag der Kurs des Euro mit 116,9 JPY leicht unter seinem Niveau von Ende Juli, aber immerhin 7,6 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2001.

In der ersten Augushälfte verzeichnete das Pfund Sterling gegenüber dem Euro und dem US-Dollar leichte Kursverluste, nachdem Datenveröffentlichungen eine schwächere Entwicklung bei der Produktion der Industrie und des verarbeitenden Gewerbes im Vereinigten Königreich anzeigten. Infolgedessen kehrte sich die im vorangegangenen Monat verzeichnete Befestigung des Pfund Sterling gegenüber dem Euro teilweise wieder um. In der zweiten Augushälfte und Anfang September zeigte sich das Pfund Sterling gegenüber dem Euro relativ stabil, während es gegenüber dem US-Dollar sogar an Boden zurückgewann. Gegen Ende des Berichtszeitraums wertete die britische Währung gegenüber dem Euro leicht auf, gab aber gegenüber dem US-Dollar einen Teil ihrer früheren Kursgewinne wieder ab. Am 11. September notierte der Euro mit 0,63 GBP in etwa auf dem gleichen Stand wie Ende Juli und fast 1 % höher als im Durchschnitt des vergangenen Jahres.

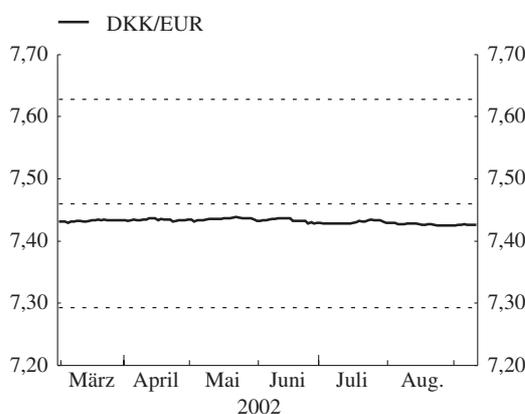
Mit Blick auf andere europäische Währungen befestigte sich die dänische Krone leicht gegenüber dem Euro (siehe Abbildung 37), und

die Danmarks Nationalbank senkte ihren Abgabesatz für Certificates of Deposit und ihren Repo-Satz zwei Mal im August um jeweils 0,05 %. Nach der kräftigen Aufwertung des Euro gegenüber der schwedischen Krone Anfang August gewann die schwedische Währung im weiteren Monatsverlauf und Anfang September teilweise wieder an Boden zurück. Am 11. September notierte der Euro bei 9,17 SEK und damit 0,8 % niedriger als Ende Juli. Der Schweizer Franken, der während der allgemein angespannten Lage an den internationalen Finanzmärkten in den vergangenen Monaten von seinem Status als „sicherer Hafen“ profitieren konnte, verlor im August angesichts der Erholung der Aktienmärkte gegenüber dem Euro sukzessiv an Wert, bevor er Anfang September wieder leicht anzog. Am 11. September notierte der Euro mit 1,46 CHF 0,5 % höher als Ende Juli, aber immer noch 3,2 % unter seinem durchschnittlichen Niveau des vergangenen Jahres.

Vor dem Hintergrund der relativ ruhigen Entwicklung an den Devisenmärkten blieb der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – fast den ganzen August über nahezu unverändert. Gegen Ende des Monats und Anfang September verzeichnete er – vor al-

**Abbildung 37**  
**Wechselkursentwicklung im WKM II**

(Tageswerte)

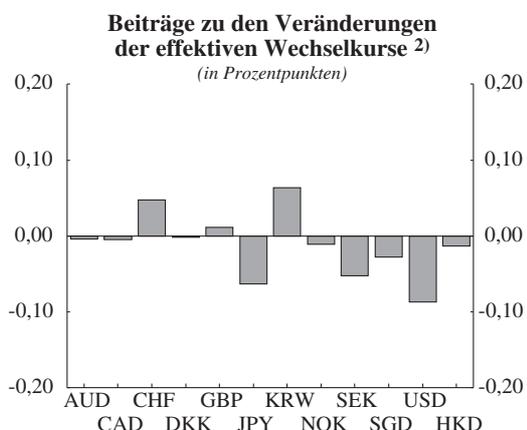
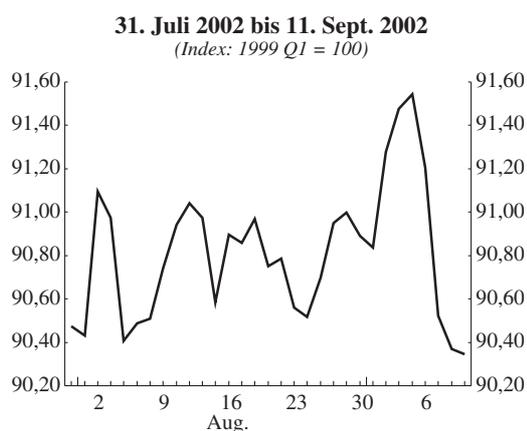


Quelle: EZB.

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

lem infolge der Abschwächung der US-Währung – einen leichten Kursgewinn, den er gegen Ende des Berichtszeitraums jedoch wieder abgab (siehe Abbildung 38). Am 11. September lag der Euro ungefähr auf seinem Stand von Ende Juli und 3,8 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2001. Die realen effektiven Wechselkursindizes des Euro folgten weitgehend dem Verlauf des nominalen Index und lagen über ihren Durchschnittsständen vom Vorjahr (siehe Abbildung 39). Allerdings war der Anstieg der mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisen deflationierten Indizes gegenüber ihrem Durchschnittstand im Jahr

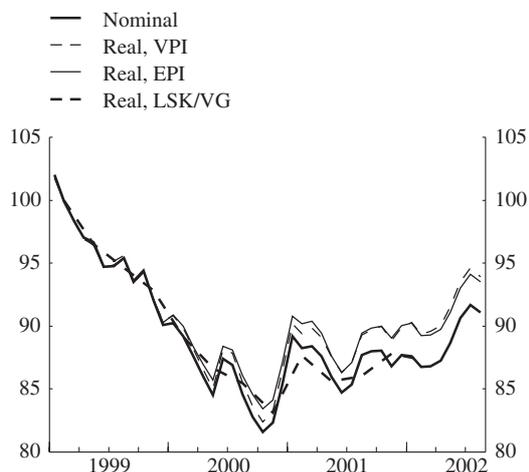
**Abbildung 38**  
**Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>**  
 (Tageswerte)



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 39**  
**Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro<sup>1)</sup>**  
 (Monats-/Quartalswerte; Index: 1999 Q1=100)



Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf August 2002. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das erste Quartal 2002 und sind teilweise geschätzt.

2001 ausgeprägter als der Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses, was vor allem die langanhaltende Deflation in Japan in diesem Zeitraum sowie die gedämpfte Preisentwicklung in anderen wichtigen Partnerländern wie dem Vereinigten Königreich und der Schweiz widerspiegelt.

### Überschuss in der Leistungsbilanz im Juni 2002

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Juni 2002 einen Überschuss in Höhe von 3,9 Mrd € aus, verglichen mit einem Defizit von 1,0 Mrd € im Juni 2001 (siehe Tabelle 11). Diese Entwicklung war weitgehend auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 8,4 Mrd € auf 12,1 Mrd €) sowie auf leicht rückläufige Defizite sowohl bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch bei den laufenden Übertragungen zurückzuführen. Der Überschuss bei den Dienstleistungen blieb dagegen praktisch unverändert.

Die Entwicklungen im ersten Halbjahr 2002 zeigen, dass sich der Saldo der kumulierten Leistungsbilanz von einem Defizit in Höhe von 20,4 Mrd € im entsprechenden Vorjahreszeitraum in einen Überschuss von 9,3 Mrd € umgekehrt hat. Darin kommt der kräftige Anstieg des Überschusses im Warenhandel (von 21,4 Mrd € auf 56,8 Mrd €) zum Ausdruck, der nur in geringem Maße durch die etwas

höheren Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen sowie den Umschwung in der Dienstleistungsbilanz von einem leichten Überschuss hin zu einem ausgeglichenen Saldo kompensiert wurde. Die Zunahme des Warenhandelsüberschusses war darauf zurückzuführen, dass der Wert der Wareneinfuhren stärker rückläufig war (-7,8 %) als der

**Tabelle 11**

**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - Juni	2001 Juni	2002 Jan. - Juni	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-20,4	-1,0	9,3	-5,8	0,1	3,9
Einnahmen	858,4	148,1	831,7	136,1	140,8	141,1
Ausgaben	878,8	149,1	822,3	141,9	140,7	137,2
Saldo des Warenhandels	21,4	8,4	56,8	8,2	9,2	12,1
Ausfuhr	517,1	90,0	514,0	86,1	86,7	88,2
Einfuhr	495,8	81,6	457,2	77,9	77,6	76,1
Saldo der Dienstleistungen	1,5	2,1	-0,0	-0,1	2,8	2,0
Einnahmen	151,7	28,4	152,4	25,8	28,0	27,0
Ausgaben	150,2	26,3	152,5	25,9	25,2	25,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-24,2	-4,2	-26,6	-7,9	-6,4	-3,4
Saldo der laufenden Übertragungen	-19,0	-7,3	-20,8	-6,0	-5,5	-6,7
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	6,4	0,8	6,5	1,3	1,1	1,1
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	18,6	-14,0	-61,4	-1,1	4,9	-36,9
Direktinvestitionen	-92,3	-11,0	-19,5	7,7	5,1	-15,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-146,0	-21,9	-79,0	-6,6	-14,6	-15,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-85,7	-8,5	-51,2	-3,0	-9,2	-11,0
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-60,3	-13,4	-27,8	-3,6	-5,4	-4,6
Im Euro-Währungsgebiet	53,6	10,9	59,5	14,3	19,7	0,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	45,2	3,4	30,8	6,7	9,0	3,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	8,4	7,5	28,7	7,6	10,7	-3,2
Wertpapieranlagen	-12,8	29,8	2,9	11,5	32,0	14,3
Dividendenwerte	55,8	27,3	10,8	-0,7	21,9	-9,2
Aktiva	-71,6	-11,6	-47,1	-3,0	-5,8	-5,7
Passiva	127,4	38,9	57,9	2,3	27,6	-3,5
Schuldverschreibungen	-68,6	2,5	-7,9	12,2	10,1	23,5
Aktiva	-86,8	-15,2	-66,9	-5,6	-20,4	-1,5
Passiva	18,2	17,7	59,0	17,8	30,5	25,0
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-105,1	18,8	-16,6	19,3	37,1	-1,3
Finanzderivate	-1,4	-4,6	-0,6	2,1	-1,9	-1,1
Übriger Kapitalverkehr	113,0	-27,4	-48,1	-30,8	-32,4	-31,0
Währungsreserven	12,1	-0,8	3,9	8,3	2,1	-3,5
<b>Restposten</b>	-4,6	14,2	45,6	5,6	-6,1	31,9

Quelle: EZB.

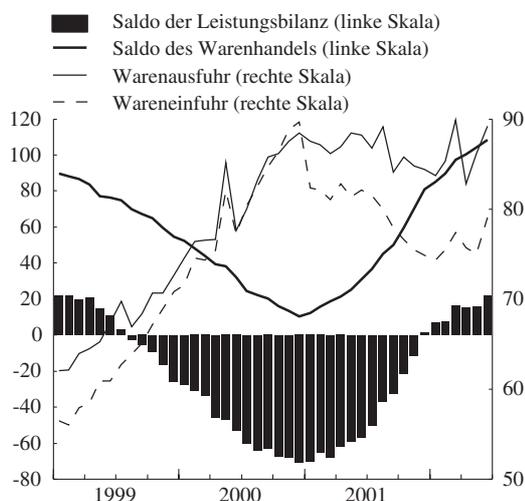
Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere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

Wert der Wareneinfuhren (-0,6 %), worin sich teilweise der erhebliche Rückgang der Einfuhrpreise für Öl in diesem Zeitraum widerspiegelte.

Betrachtet man die Entwicklung im Vormonatsvergleich auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so nahmen im Juni 2002 sowohl die Wareneinfuhren als auch die Wareneinfuhren dem Wert nach mit einem Anstieg um 3,6 % bzw. 5,5 % gegenüber dem Vormonat kräftig zu (siehe Abbildung 40). Vergleicht man jedoch die saisonbereinigten Quartalswerte, dann sanken die Wareneinfuhren im zweiten Quartal 2002 gegenüber dem ersten Quartal trotz des kräftigen Wachstums der Auslandsnachfrage im selben Zeitraum um 0,3 %. Einer der Gründe für diese Entwicklung dürfte darin zu sehen sein, dass die Exporteure aus dem Euroraum ihre Gewinnspannen verringert und damit ihre Exportpreise (in Euro) in diesem Zeitraum gesenkt haben, um so den Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Aufwertung des Euro im zweiten Quartal 2002 teilweise auszugleichen. Unterdessen dürften die trotz der

**Abbildung 40**  
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Wareneinfuhr und -ausfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, saisonbereinigt)

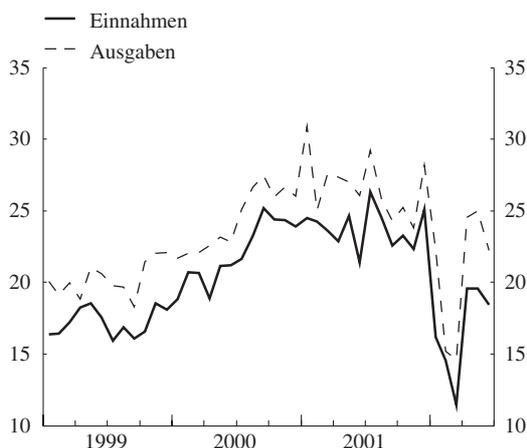


Quelle: EZB.

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 41**  
Einnahmen und Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Aufwertung des Euro im zweiten Quartal gestiegenen Ölpreise (in Euro) in gewissem Maße eine Erklärung für den Anstieg des Werts der Wareneinfuhren im selben Quartal liefern. Der Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen im zweiten Quartal dürfte ebenfalls zum Teil der Aufwertung des Euro zuzuschreiben sein (siehe Abbildung 41), da sich dadurch der Wert der Einnahmen aus dem Ausland, sofern sie in Euro ausgedrückt werden, verringert.

### Investitionen in Anleihen des Euro-Währungsgebiets im ersten Halbjahr 2002 gestiegen

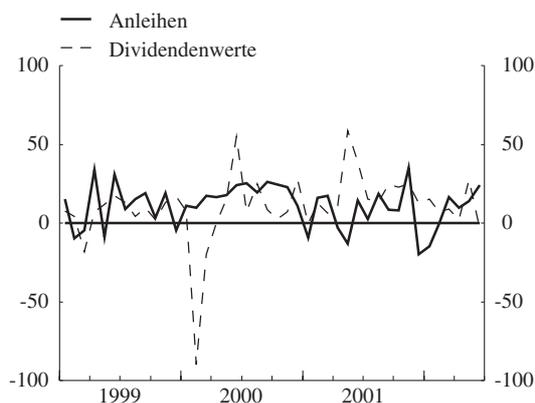
In der Kapitalbilanz verzeichneten die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im Euro-Währungsgebiet zusammengenommen im Juni 2002 geringe Netto-Kapitalabflüsse (1,3 Mrd €), nachdem die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen (15,5 Mrd €) größtenteils durch Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (14,3 Mrd €) kompensiert wurden.

Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen waren auf umfangreiche Investitionen von Ansässigen des Euro-Währungs-

## Abbildung 42

### Ausländische Anlagen in Dividendenwerte und Anleihen des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; Monatswerte)



Quelle: EZB.

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

gebiets in Drittländern zurückzuführen (15,6 Mrd €), wobei der Großteil auf Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne (11 Mrd €) entfiel. Entscheidend für die Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen in Höhe von 14,3 Mrd € im Juni waren die hohen Nettozuflüsse, die bei den Anleihen zu verbuchen waren (25,4 Mrd €) und die nur teilweise durch die Nettoabflüsse bei den Dividendenwerten in Höhe von 9,2 Mrd € ausgeglichen wurden.

Das gestiegene Engagement in Anleihen des Eurogebiets und die geringeren Investitionen in Dividendenwerte des Eurogebiets seitens Gebietsfremder in der ersten Hälfte dieses Jahres (siehe Abbildung 42) scheinen vor allem mit der zunehmenden Ungewissheit über die weltwirtschaftlichen Perspektiven in Verbindung mit den Bilanzskandalen in den Vereinigten Staaten und den Aktienkurskorrekturen im Zusammenhang zu stehen. Außerdem könnten Erwartungen hinsichtlich einer Euro-Aufwertung, insbesondere im zweiten Quartal 2002, bei dem gestiegenen Engagement in Anleihen eine Rolle gespielt haben.

Auf kumulierter Basis waren in der ersten Jahreshälfte 2002 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Netto-Kapitalabflüsse zu verzeichnen, die mit 16,6 Mrd € allerdings wesentlich geringer ausfielen als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (105,1 Mrd €).

Beim Posten „Übriger Kapitalverkehr“ kam es im Juni 2002 zu hohen Netto-Kapitalabflüssen (45,2 Mrd €), von denen insbesondere die kurzfristigen Verbindlichkeiten der MFIs betroffen waren, was eine Repatriierung liquider Mittel durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (72,3 Mrd €) widerspiegeln könnte.

