



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

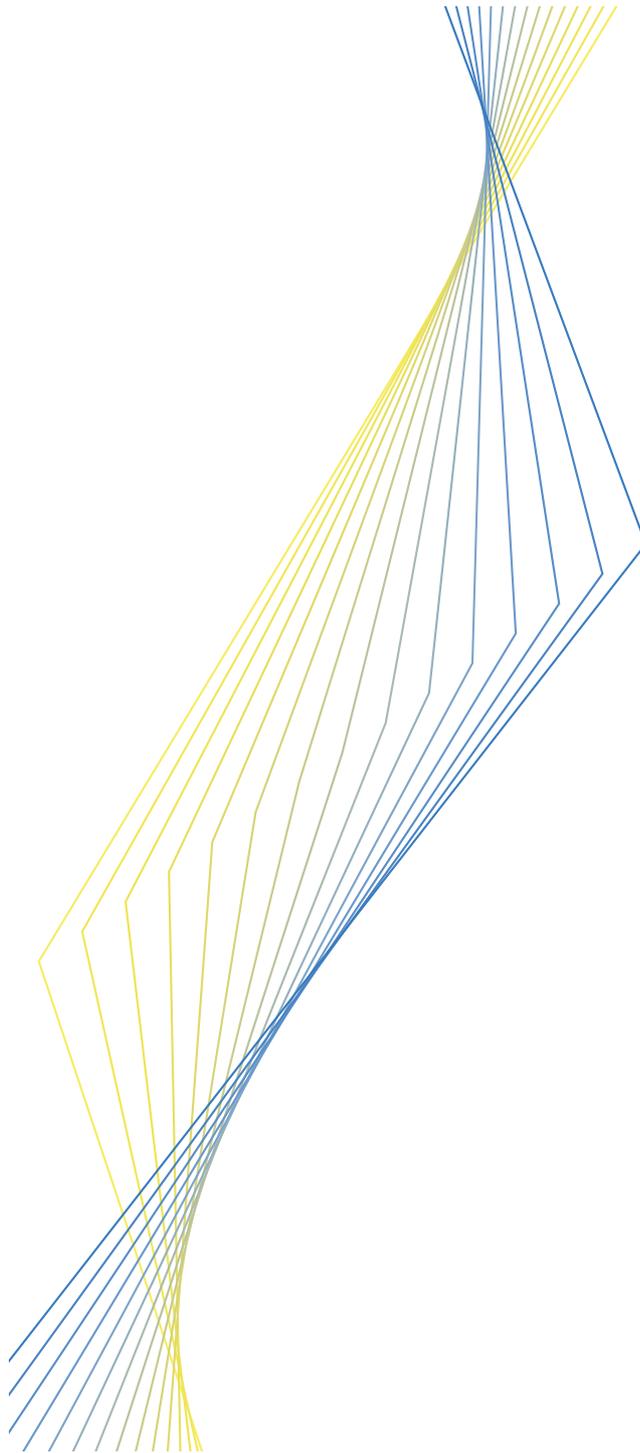
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

September 2003



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**September 2003**

© Europäische Zentralbank, 2003

<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 3. September 2003.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	39
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	47
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	58
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	60
Kästen	
1 Neuerungen im Bereich der monetären Statistik des Euro-Währungsgebiets	9
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. August 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	25
3 Die aktuellen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet im historischen Kontext	27
4 Ableitung von Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet aus inflationsindexierten Swaps	34
5 Ursachen der kurzfristigen Volatilität der Teuerung nach dem HVPI	44
6 Jüngste Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen	48
7 Fortschritte und Mängel bei den Konjunkturstatistiken für das Euro-Währungsgebiet	50
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	103*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	107*

## 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
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
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
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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

Auf seiner Sitzung am 4. September 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Der Beschluss, die Zinssätze unverändert zu lassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht günstig geblieben sind. Der derzeitige geldpolitische Kurs ist daher weiterhin angemessen. Die historisch niedrigen Zinssätze stützen die Wirtschaftstätigkeit. Der EZB-Rat wird alle Faktoren, die diese Einschätzung beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten.

Was die dieser Einschätzung zugrunde liegende wirtschaftliche Analyse anbelangt, so bestätigen die jüngsten Daten, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum im zweiten Quartal dieses Jahres sehr schwach war; einer ersten Schätzung von Eurostat zufolge ging das reale BIP im Vergleich zum Vorquartal leicht zurück. Umfrageergebnisse und die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten spiegeln jedoch ein erhöhtes Vertrauen wider und stützen die Erwartung einer konjunkturellen Belebung. Das Hauptszenario beinhaltet somit weiterhin eine allmähliche Erholung des realen BIP-Wachstums, die in der zweiten Jahreshälfte einsetzen und sich im Jahresverlauf 2004 weiter verstärken wird. Dies steht in Einklang mit den derzeit verfügbaren Prognosen und Projektionen.

Der erwartete Aufschwung dürfte sowohl von binnen- als auch von außenwirtschaftlichen Faktoren gestützt werden. Die jüngsten Daten lassen darauf schließen, dass in verschiedenen Teilen der Weltwirtschaft bereits eine Erholung eingesetzt hat. Die damit einhergehende Belebung der Auslandsnachfrage dürfte zu einem Anstieg der Exporte des Euro-raums führen und so die Auswirkungen des Verlusts an preislicher Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der vergangenen Aufwertung des Euro kompensieren. Zudem dürfte sie positive Effekte auf die Unternehmensinvestitionen

haben. Anhaltende Anpassungsbemühungen zur Steigerung der Ertragskraft der Unternehmen im Euroraum dürften die Bedingungen für einen Konjunkturaufschwung verbessern. Das niedrige Zinsniveau fördert diese Anpassungen und verstärkt Investitionsanreize. Darüber hinaus dürften die aus der vergangenen Aufwertung des Euro resultierenden Terms-of-Trade-Effekte einen günstigen Einfluss auf das real verfügbare Einkommen im Eurogebiet haben.

Die Abwärtsrisiken hinsichtlich dieses Hauptszenarios für das Wirtschaftswachstum haben in den vergangenen Monaten abgenommen, gänzlich verschwunden sind sie jedoch nicht. In einigen Regionen der Weltwirtschaft bestehen nach wie vor gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte. Zwar wird dies die kurzfristige Wirtschaftsdynamik kaum beeinflussen, doch ergibt sich daraus auf längere Sicht ein Risiko. Die Entwicklung des Ölpreisniveaus muss ebenfalls als ein Risiko für die Wirtschaftstätigkeit betrachtet werden.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung zeigt die Vorausschätzung von Eurostat, dass die Jahresteuersatzrate gemessen am HVPI im August bei 2,1 % lag. Zwar deutet die jüngste Ölpreisentwicklung auf einen kurzfristigen leichten Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate hin, doch ändert dies kaum etwas an der Erwartung, dass sich die jährliche HVPI-Inflationsrate im weiteren Jahresverlauf um die oder leicht über der 2%-Marke bewegen wird. Im kommenden Jahr dürften die jährlichen Inflationsraten unter 2 % fallen und sich auf einem Niveau, das mit Preisstabilität in Einklang steht, einpendeln. Diese Einschätzung beruht auf der Annahme einer moderaten Lohnentwicklung vor dem Hintergrund einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung. Ferner dürfte sich – trotz einer in jüngster Zeit beobachteten Abschwächung des Euro-Wechselkurses – die zuvor verzeichnete kräftige Aufwertung des Außenwerts des Euro weiterhin mit zeitlicher Verzögerung dämpfend auf die Preisentwicklung auswirken. Die längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum scheinen fest auf einem Niveau unter, aber nahe 2 % verankert zu sein.

Was die monetäre Analyse betrifft, so blieb das Geldmengenwachstum in den vergangenen Monaten kräftig; im Euroraum ist deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums notwendig ist. Dies ist teilweise auf die in der Vergangenheit beobachteten Portfolioumschichtungen und möglicherweise auf die aus Vorsichtsgründen erhöhten Geldbestände zurückzuführen. Darüber hinaus dürfte das anhaltend starke Geldmengenwachstum mit dem niedrigen Zinsniveau zusammenhängen, wodurch sich niedrige Opportunitätskosten für das Halten von liquiden Anlageformen ergeben. Das derzeitige Zinsniveau gleicht auch den negativen Einfluss des verhaltenen Wirtschaftswachstums auf die Kreditnachfrage aus. So ist das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor seit Jahresbeginn relativ robust geblieben.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist nicht zu erwarten, dass es infolge der reichlichen Liquiditätsausstattung zu einem Inflationsdruck kommt. Dennoch muss das Geldmengenwachstum genau beobachtet werden, da im Falle eines deutlichen Wiederanziehens der Konjunktur ein Fortbestehen der beträchtlichen Überschussliquidität Anlass zur Besorgnis geben könnte.

Zusammenfassend und mit Blick auf die Gegenprüfung der im Rahmen der beiden Säulen gewonnenen Daten bestätigt die wirtschaftliche Analyse die Erwartung, dass der Preisdruck im Zusammenhang mit einer allmählichen Konjunkturerholung und einer moderaten Entwicklung der Einfuhrpreise und Löhne verhalten bleibt. Die starke Ausweitung der Geldmenge dürfte sich, im Hinblick auf die Wirtschaftslage, vorerst nicht nachteilig auf diese Aussichten auswirken. Insgesamt bleiben die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität daher günstig.

Die jüngste fiskalpolitische Entwicklung im Euro-Währungsgebiet gibt Anlass zu großer Sorge. Die Hinweise häufen sich, dass die

meisten Länder ihr Haushaltsziel für 2003 deutlich verfehlen werden. In der Verschlechterung der Haushaltssalden spiegelt sich vor allem das Wirtschaftswachstum wider, das niedriger ausfiel als erwartet; es ist jedoch beunruhigend, dass bislang nicht alle Länder mit ernsthaften Ungleichgewichten ausreichende Konsolidierungsmaßnahmen eingeleitet haben. Für die Glaubwürdigkeit der institutionellen und wirtschaftlichen Grundlagen der WWU ist es ausschlaggebend, dass die Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts in jeder Hinsicht eingehalten werden. Für die betroffenen Länder ist im Hinblick auf die Haushaltspläne, die derzeit für 2004 festgelegt werden, eine Korrektur übermäßiger Defizite innerhalb des vereinbarten Zeitrahmens von wesentlicher Bedeutung. In den übrigen Ländern mit fiskalischen Ungleichgewichten sind strukturelle Konsolidierungsanstrengungen in einer Größenordnung von mindestens 0,5 % des BIP pro Jahr erforderlich. Die finanzpolitischen Pläne müssen Bestandteil einer umfassenden und glaubwürdigen mittelfristigen Strategie sein, die auf eine Begrenzung und wachstumsorientierte Umstrukturierung der Ausgaben ausgerichtet sein sollte. Eine solide Fiskalpolitik wird dazu beitragen, das Vertrauen der Anleger und Verbraucher zu stärken und die Aussichten für ein stärkeres Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet zu verbessern.

Strategien zur Haushaltskonsolidierung sollten mit Fortschritten bei der Umsetzung der Strukturreformen einhergehen. In dieser Hinsicht sollten Anstrengungen, die gesetzlichen Altersversorgungssysteme auf eine tragfähige Basis zu stellen und die private Altersvorsorge weiterzuentwickeln, unterstützt werden. Gleichzeitig sind weitere Reformen nötig, um die strukturellen Verkrustungen an den Arbeits- und Gütermärkten abzubauen. Solche Reformen sind für die Bewältigung des größten wirtschaftlichen Problems des Euroraums, nämlich des hohen Niveaus der strukturellen Arbeitslosigkeit, unabdingbar.

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

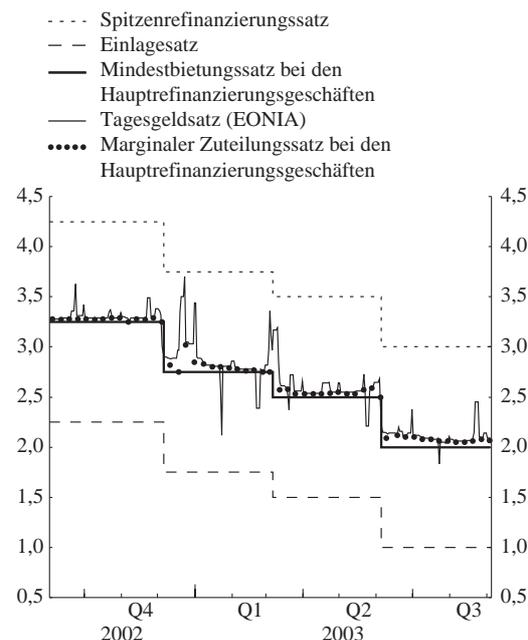
Auf seiner Sitzung am 4. September 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

### Jährliches M3-Wachstum im Juli nach wie vor hoch

Das trendmäßig starke monetäre Wachstum, das seit Mitte 2001 zu beobachten ist, setzte sich auch in jüngster Zeit fort. Im Juli 2003 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 auf 8,5 %, verglichen mit 8,4 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 belief sich in der Zeit von Mai bis Juli 2003 auf 8,5 % und war

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

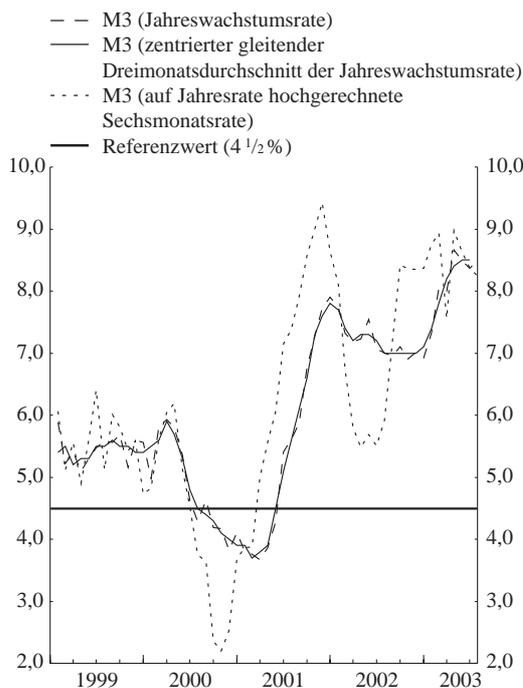


Quellen: EZB und Reuters.

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

damit gegenüber dem Zeitraum von April bis Juni 2003 unverändert (siehe Abbildung 2).

Die Geldmengenentwicklung bis Juli lässt darauf schließen, dass es trotz des Nachlassens der geopolitischen Spannungen und einer tendenziellen Normalisierung der Bedingungen an den Aktienmärkten in den letzten Monaten nur begrenzt zu einer Umkehr früherer Portfolioumschichtungen gekommen ist. Es scheint, dass Anleger des privaten Nicht-MFI-Sektors aufgrund der erheblichen Verluste, die sie in den vergangenen Jahren an den Aktienmärkten erlitten haben, erneuten Investitionen in Aktien nach wie vor zögernd gegenüberstehen.

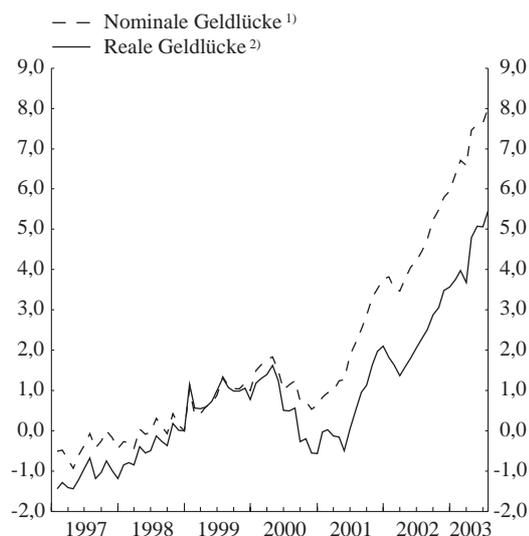
Das anhaltend kräftige Geldmengenwachstum dürfte hauptsächlich auf die über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg niedrigen Zinssätze zurückzuführen sein. Dies führte zu niedrigen Opportunitätskosten insbesondere bei der Haltung der im eng gefassten Geld-

mengenaggregat M1 enthaltenen liquidesten Anlageformen. Die in den vergangenen Monaten hohe Volatilität an den Anleihemärkten könnte ebenfalls dazu beigetragen haben, dass private Nicht-MFIs kurzfristige liquide und sichere Anlagen bevorzugten. Schließlich lässt sich die hohe Präferenz der Wirtschaftsakteure für liquide Anlageformen wohl teilweise auch durch die unsicheren Aussichten auf dem Arbeitsmarkt erklären, die dazu geführt haben dürften, dass vermehrt aus Vorsichtsgründen gespart wird.

Das kontinuierlich hohe Geldmengenwachstum hat zu einer deutlich höheren Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet geführt, als zur Finanzierung eines nachhaltigen inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist; dies wird auch aus dem anhaltend starken Anstieg der Messgrößen der nominalen und der realen Geldlücke ersichtlich (siehe Abbildung 3). Die no-

### Abbildung 3 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Bestands)

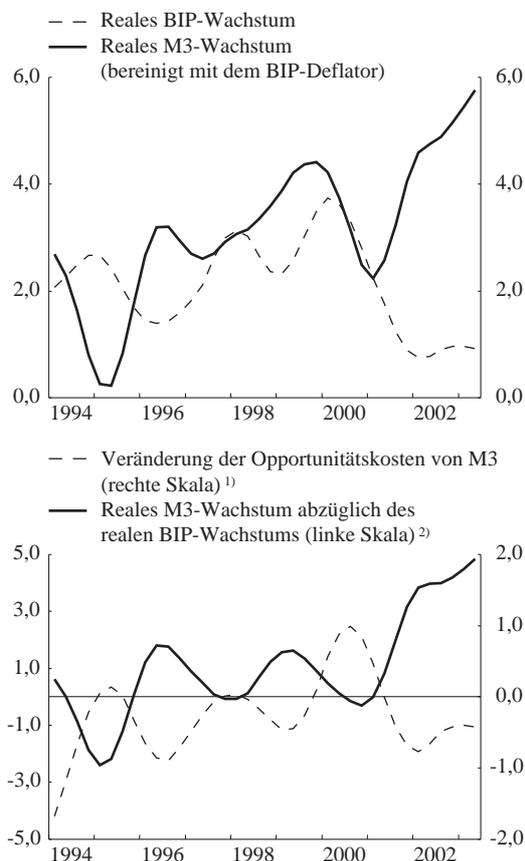


Quelle: EZB.

- 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 einem mit der Definition von Preisstabilität in Einklang stehenden Niveau. Als Basismonat wurde Dezember 1998 gewählt.

### Abbildung 4 Reales M3- und BIP-Wachstum und Opportunitätskosten von M3

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der Veränderung gegenüber dem Vorjahr; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsraten des BIP und des BIP-Deflators im zweiten Quartal 2003 gegenüber dem ersten Quartal unverändert waren.

1) Die Opportunitätskosten von M3 sind definiert als die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz 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.

minale Geldlücke beruht auf der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (4 ½ % p. a.) entsprechenden M3-Wachstum seit Dezember 1998 ergeben hätte. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte –

wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat. Wenngleich der Basismonat recht willkürlich gewählt wurde, wird deutlich, dass sich in den vergangenen zwei Jahren eine relativ hohe Überschussliquidität angesammelt hat.

Ein Großteil dieser Überschussliquidität resultiert aus früheren Portfolioumschichtungen, von denen die meisten vor dem Hintergrund der hohen Aktienkursvolatilität und der zwischen Mitte 2001 und Anfang 2003 kontinuierlich rückläufigen Aktienkurse erfolgten. Schätzungen zufolge erhöhten sich dadurch im zweiten Quartal dieses Jahres die Messgrößen der Geldlücke um 3 bis 5 Prozentpunkte (siehe auch den Kasten „Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge“ auf Seite 11 ff. im Monatsbericht vom Mai 2003). Wie aus der großen Bandbreite ersichtlich wird, sind derartige Schätzungen natürlich mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet und sollten daher sehr vorsichtig interpretiert werden.

Der starke Einfluss, den Sonderfaktoren in den letzten Jahren auf die Geldmengenentwicklung ausübten, wird auch durch die Tatsache belegt, dass die Jahreswachstumsrate von M3 im zweiten Quartal 2003 weiterhin über dem Niveau lag, das der Entwicklung ihrer traditionellen Bestimmungsfaktoren, nämlich des realen BIP und der Opportunitätskosten von M3, entsprochen hätte. Aus Abbildung 4 geht hervor, dass zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum ein erheblicher Abstand besteht. Dieser Abstand lässt sich nur teilweise durch die niedrigen Opportunitätskosten von M3 erklären.

Mit Veröffentlichung der Daten für Juli 2003 hat die EZB ihre Reihe saisonbereinigter Daten für die Hauptkomponenten und Gegenposten von M3 erheblich erweitert (siehe Kasten I).

## **Kasten I**

### **Neuerungen im Bereich der monetären Statistik des Euro-Währungsgebiets**

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält erstmals umfassendere und verbesserte monetäre Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die aus den Bilanzen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) abgeleitet werden (siehe Tabellen 2.3 bis 2.8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Seit dem In-Kraft-Treten der EZB-Verordnung über die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (EZB/2001/13) am 1. Januar 2003 werden einige Aufschlüsselungen der Einlagen und Kredite, die zuvor vierteljährlich gemeldet wurden, monatlich ausgewiesen. Die sektorale Aufgliederung der von MFIs hereingenommenen Einlagen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, sonstigen Finanzintermediären (z. B. Investmentfonds), nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten (nach Laufzeiten, Währungen und Arten) ist jetzt monatlich verfügbar. Auf der Aktivseite der MFI-Bilanzen werden nun die Kredite der MFIs an diese vier Teilsektoren ebenfalls monatlich veröffentlicht. Eine weitere Tiefengliederung der Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck (in „Konsumentenkredite“, „Wohnungsbaukredite“ und „Sonstige Kredite“) liegt jetzt auch auf monatlicher Basis vor.

Diese zusätzlichen statistischen Informationen ermöglichen die Ableitung von monatlichen, nach Sektoren aufgeschlüsselten M1- und M2-Aggregaten (anhand einer Schätzung der sektoralen Bargeldhaltung). Wenn die Daten für einen ausreichend langen Zeitraum vorliegen und die Jahreswachstumsraten in monatlichem Abstand errechnet werden können, kann eine sektorale Analyse mehr Aufschluss über die Determinanten des Geldmengenwachstums geben. Darüber hinaus können sektoral aufgegliederte Geldmengenaggregate einen gewissen Informationsgehalt mit Blick auf ökonomische Variablen wie etwa Investitionen oder Verbrauch haben.

Der obere Teil der Tabelle in diesem Kasten enthält eine Aufschlüsselung der einzelnen Sektoren nach Einlagenarten und der untere Teil eine Aufgliederung der Arten nach Sektoren (jeweils nach dem Stand von Ende Juli 2003 in %). Es wird deutlich, dass sich die Geldhaltung der finanziellen und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf täglich fällige Einlagen und kurzfristige Termineinlagen konzentriert, während sie bei den privaten Haushalten breiter gefächert ist. So spielen kurzfristige Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) bei den Privathaushalten eine große Rolle. Ferner halten diese mehr als die Hälfte aller Einlagen (ohne Repogeschäfte).

### Aufschlüsselung der Einlagen bei MFIs nach Arten und Sektoren

(in %, Stand: Juli 2003)

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Sonstige Finanzintermediäre	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte	Insgesamt <sup>1)</sup>
<b>Aufschlüsselung nach Arten</b>					
Täglich fällige Einlagen	46	41	63	37	-
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	33	30	30	15	-
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 1 Jahr und bis zu 2 Jahren	1	1	1	2	-
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	2	2	4	44	-
Repogeschäfte	18	25	3	2	-
Insgesamt <sup>1)</sup>	100	100	100	100	-
<b>Aufschlüsselung nach Sektoren</b>					
Täglich fällige Einlagen	3	8	29	60	100
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	4	13	30	53	100
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 1 Jahr und bis zu 2 Jahren	2	7	7	85	100
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	0	1	2	97	100
Repogeschäfte	10	48	13	29	100
Insgesamt <sup>1)</sup>	2	9	20	69	100

Quelle: EZB.

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Eine weitere statistische Verbesserung besteht darin, dass die MFIs Neubewertungen ihrer Einlagen und Wertpapierbestände sowie Abschreibungen und Wertberichtigungen (d. h. Wertänderungen bei Krediten, die dadurch entstehen, dass zweifelhafte Forderungen aus der Bilanz herausgerechnet werden) nun monatlich melden. Bisher standen diese Daten nur vierteljährlich zur Verfügung und wurden von den nationalen Zentralbanken der Euro-Länder geschätzt.

Ferner sind alle wichtigen M3-Komponenten und -Gegenposten jetzt um Saison- und Kalendereinflüsse bereinigt. Diese neuen Datenreihen reichen bis September 1997 zurück.

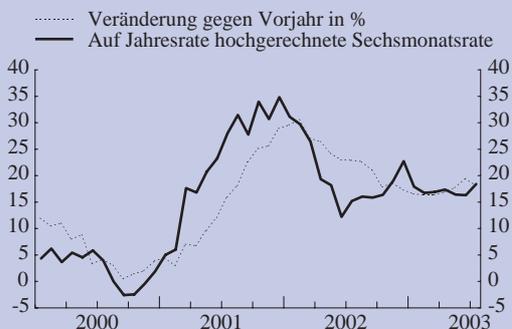
Ein Beispiel für die Relevanz der Saisonbereinigung der zusätzlichen monetären Zeitreihen ist der Abbildung zu entnehmen. Sie zeigt die Jahreswachstumsraten und die auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsraten der Geldmarktfondsanteile, die anhand der saisonbereinigten Veränderungen ermittelt werden. Die Beobachtung kürzerfristiger Trends kann manchmal dazu beitragen, mögliche Änderungen der längerfristigen Entwicklung frühzeitig zu erkennen. So eignen sich beispielsweise Geldmarktfondsanteile besonders zur Geldhaltung

in Zeiten hoher Unsicherheit. Eine Beobachtung der saisonbereinigten Datenreihen könnte daher Aufschluss über einen Stimmungsumschwung bei den maßgeblichen Wirtschaftsakteuren geben.

Methodische Erläuterungen und weiter zurückreichende Daten einschließlich historischer Zeitreihen für die wichtigen Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets seit 1970 sind auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Monetary statistics“ abrufbar. Weitere Hintergrundinformationen über die EZB-Verordnung EZB/2001/13 sind dem Beitrag „Neuerungen im Bereich der MFI-Bilanzstatistik sowie der MFI-Zinsstatistik“ im Monatsbericht vom April 2002 zu entnehmen.

### Entwicklung der Geldmarktfondsanteile

(Veränderung gegen Vorjahr in %, auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

### Alle Hauptkomponenten von M3 trugen zum starken Wachstum bei

Im Juli 2003 verharrte die jährliche Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 weitgehend unverändert bei 11,5 % (siehe Tabelle I). Die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs war immer noch sehr hoch, wenngleich sie von einem Höchststand von 39,1 % im ersten Quartal 2003 auf 30,3 % im Juli zurückging. Das kräftige Wachstum spiegelte auch weiterhin die anhaltende Erholung

des Bargeldumlaufs seit der Euro-Bargeldeinführung am 1. Januar 2002 wider, die auf den Wiederaufbau von Bargeldbeständen durch Ansässige innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen ist.

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen stieg in den letzten Monaten weiter an. Im Juli dieses Jahres belief sie sich auf 8,8 % gegenüber einem Tiefstand von 6,6 % im ersten Quartal 2003. Wenngleich die Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen durch

**Tabelle I**

### Komponenten der Geldmenge M3

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

	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Juli
<b>M1</b>	6,6	7,6	8,8	10,3	11,4	11,5
Bargeldumlauf	-20,0	-7,7	12,9	39,1	35,7	30,3
Täglich fällige Einlagen	11,8	10,3	8,1	6,6	8,1	8,8
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	6,3	5,5	4,9	4,3	5,4	5,7
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	2,7	1,4	1,5	0,5	0,0	-1,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	9,4	8,8	7,7	7,3	9,6	10,9
<b>M2</b>	6,5	6,5	6,7	7,1	8,2	8,4
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	12,4	10,4	8,5	10,5	9,8	8,9
Repogeschäfte	2,1	3,2	2,2	8,4	2,5	0,2
Geldmarktfondsanteile	25,2	22,5	18,5	16,6	17,5	18,2
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren	-3,1	-9,5	-8,8	-5,6	-5,4	-13,9
<b>M3</b>	7,3	7,0	7,0	7,6	8,4	8,5

Quelle: EZB.

den Wiederaufbau von Bargeldbeständen gedämpft wurde, glichen die positiven Effekte, die sich aus den niedrigen Opportunitätskosten der Haltung täglich fälliger Einlagen sowie den Portfolioumschichtungen zugunsten liquider und sicherer Anlageformen in Zeiten hoher Unsicherheit ergaben, dies mehr als aus. Darüber hinaus scheint die Nachfrage nach bestimmten Formen täglich fälliger Einlagen durch die vermehrte Nutzung von Electronic Banking angekurbelt worden zu sein, da MFIs sehr attraktive Zinsen für diese Instrumente bieten.

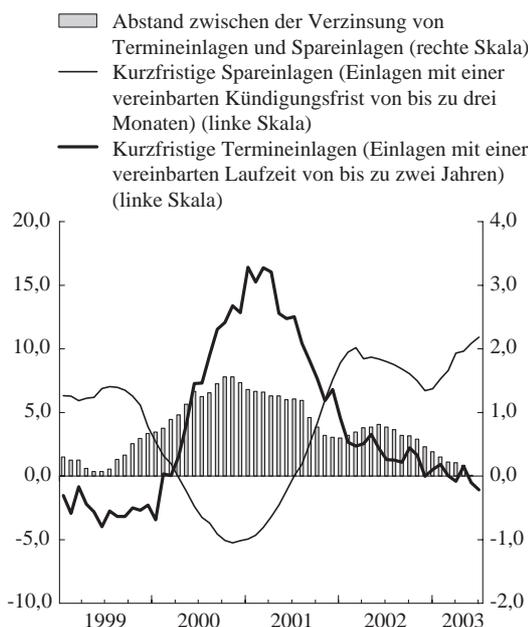
Die Vorjahrsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen blieb mit 5,7 % robust; im ersten Quartal 2003 hatte sie einen Tiefstand von 4,3 % erreicht. Das höhere Wachstum dieser Komponente von M3 beruht ausschließlich auf der Entwicklung bei den Spareinlagen, deren Jahreswachstumsrate von 7,3 % im ersten Quartal 2003 auf 10,9 % stieg. Zwar dürfte diese Zunahme teilweise auf eine Umschichtung zulasten von Termineinlagen (in Einklang

mit der Verringerung des Zinsabstands zwischen Spar- und Termineinlagen im Kundengeschäft der Banken, siehe Abbildung 5) zurückzuführen sein, doch könnte ein weiterer Grund auch darin bestehen, dass die privaten Haushalte im Euroraum vermehrt vorsorglich ihre Ersparnisse aufstockten.

Die ausgeprägte Präferenz privater Nicht-MFIs im Eurogebiet für sichere und liquide Anlageformen zeigt sich auch im starken Wachstum der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente und insbesondere der Geldmarktfondsanteile, die ebenso wie täglich fällige Einlagen gut dazu geeignet sind, Gelder in Zeiten großer Unsicherheit zu parken. Im Juli belief sich die Jahreswachstumsrate der Geldmarktfondsanteile auf 18,2 % gegenüber 16,6 % im ersten Quartal 2003. Gleichzeitig waren die Jahresänderungsraten der sonstigen Komponenten der marktfähigen Finanzinstrumente, also der Repogeschäfte und der von MFIs begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen, nach wie vor sehr niedrig.

### Abbildung 5 Kurzfristige Spar- und Termineinlagen und ihr Zinsabstand im Kundengeschäft der Banken

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



Quelle: EZB.

### Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor hat sich stabilisiert

Bei den in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors des Euro-Währungsgebiets enthaltenen Gegenposten von M3 stieg die jährliche Wachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euroraum weiter an und lag im Juli 2003 bei 5,3 %, nachdem sie im letzten Quartal 2002 mit 4,1 % einen Tiefstand erreicht hatte (siehe Tabelle 2). Grund hierfür war ein Anstieg der Jahreswachstumsraten sowohl der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte als auch der Kreditgewährung an den privaten Sektor.

Die jährliche Zuwachsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte erhöhte sich im Juli dieses Jahres auf 4,6 %, verglichen mit einem Tiefstand von 1,1 % im dritten Quartal des letzten Jahres. Aufgeschlüsselt nach Finanzinstrumenten nahm die Jahresänderungsrate der Buchkredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte im Juli einen positiven

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

	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Juli
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>	4,0	5,1	5,2	5,0	5,2	5,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	0,9	1,9	2,7	3,4	3,8	4,2
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	-13,1	-11,2	-9,1	-7,9	-9,1	-12,5
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	7,8	8,8	8,1	7,1	7,1	7,5
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	4,5	4,2	4,1	4,2	4,7	5,3
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	1,8	1,1	2,0	2,0	3,4	4,6
Wertpapiere ohne Aktien	3,7	2,5	4,1	4,3	6,0	7,2
Buchkredite	-0,9	-0,9	-1,2	-1,2	-0,5	0,8
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	5,3	5,0	4,7	4,8	5,1	5,5
Wertpapiere ohne Aktien	14,8	7,6	6,9	8,6	14,3	15,2
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	-2,9	0,9	2,6	1,0	4,8	6,7
Buchkredite	5,5	5,3	4,8	4,9	4,6	4,9

*Quelle: EZB.*

Wert an. Auch das jährliche Wachstum der von MFIs gehaltenen Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte setzte seinen Aufwärtstrend fort. Das kontinuierlich steigende Wachstum der Kredite an die öffentliche Hand dürfte den erhöhten Finanzierungsbedarf vor dem Hintergrund des schwachen Wirtschaftswachstums im Euro-Raum widerspiegeln.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor lag im Berichtsmonat bei 4,9 % und blieb damit innerhalb der Bandbreite von 4 ½ % bis 5 %, in der sie sich seit Ende des vergangenen Jahres bewegt. Die positiven Effekte aus den niedrigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken im Euroraum scheinen die negativen Auswirkungen des schwachen Wirtschaftswachstums auch weiterhin ausgeglichen zu haben. Die jüngsten Daten bestätigen, dass der rückläufige Trend beim Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor Ende 2002 zum Stillstand kam. Allerdings lässt sich derzeit noch nicht beurteilen, ob damit tatsächlich eine Trendumkehr eingesetzt hat. Während das jährliche Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor derzeit noch unter seinem langfristigen Durchschnitt liegt,

scheint es in realer Rechnung im Vergleich zu früheren Phasen einer anhaltend schwachen Konjunktur relativ robust zu sein.

Daten zur sektoralen Aufschlüsselung der MFI-Kredite an den privaten Sektor bis zum zweiten Quartal 2003 lassen darauf schließen, dass sich die jährlichen Zuwachsraten bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte in den vergangenen vier Quartalen in einem recht engen Band bewegten. Im zweiten Quartal 2003 betrug die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 3,6 % gegenüber 3,8 % bzw. 3,5 % im ersten Quartal 2003 bzw. letzten Quartal 2002. Die Vorjahrsrate der Kredite an private Haushalte lag im zweiten Quartal bei 5,5 %, verglichen mit je 5,9 % in den vorangegangenen beiden Quartalen. Die sektorale Entwicklung der Kreditvergabe wird weiter unten im Abschnitt über die Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors insgesamt genauer analysiert.

Was die übrigen Gegenposten von M3 angeht, so stieg die jährliche Wachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen)

im Juli weiter auf 5,5 %, verglichen mit 5,0 % im ersten Quartal dieses Jahres. Ausschlaggebend hierfür war die anhaltende Zunahme der Jahresraten der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren (auf 4,2 % im Juli gegenüber 3,4 % im ersten Quartal) sowie der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren (von 7,1 % im ersten Quartal auf 7,5 % im Juli).

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets gingen im Juli um 37 Mrd € zurück. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juli erhöhten sie sich hingegen um 211 Mrd € (siehe Abbildung 6). Aus der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets bis zum zweiten Quartal 2003 geht hervor, dass der kontinuierlich hohe Vorjahrsabstand der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde hauptsächlich mit dem umfangreichen Erwerb von Schuldverschreibungen des Eurogebiets durch Nicht-Gebietsansässige zusammenhing. (Während der Großteil dieser Schuldverschreibungen wohl von der öffentlichen Hand begeben wurde,

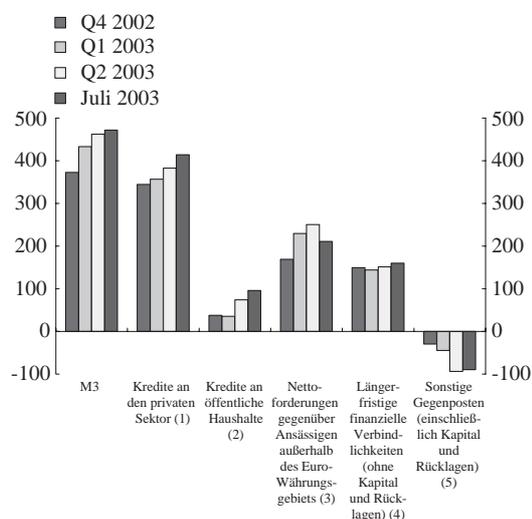
dürften einige dieser Käufe auch als Erwerb langfristiger Schuldverschreibungen, die von MFIs begeben wurden – und somit nicht unter den Nettoverbindlichkeiten der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums – zu verbuchen sein. Derzeit geht aus den Statistiken des Euroraums noch nicht hervor, in welchem Umfang von MFIs emittierte langfristige Schuldverschreibungen von Ansässigen im Eurogebiet oder von Gebietsfremden erworben wurden.)

### Weiterhin sehr reichliche Liquiditätsausstattung im Euroraum

Infolge des starken M3-Wachstums hat sich in den letzten zwei Jahren bedeutend mehr Liquidität im Euroraum angesammelt, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums auf mittlere Sicht erforderlich wäre. Diese Überschussliquidität dürfte im gegenwärtigen Umfeld eines gedämpften Wirtschaftswachstums noch keinen Anlass zur Sorge geben. Wenngleich ein Großteil des Liquiditätsüberschusses auf frühere Portfolioumschichtungen zurückgeht, ist nicht auszuschließen, dass sich mittelfristig ein Inflationspotenzial aufbaut, wenn die reichliche Liquiditätsausstattung auch im Falle eines kräftigen Konjunkturaufschwungs im Euroraum fortbesteht. Vor diesem Hintergrund müssen die monetären Entwicklungen auch weiterhin genau beobachtet werden; dies ist umso dringlicher, als die niedrigen Zinssätze ebenfalls zum starken Geldmengenwachstum beigetragen haben.

### Abbildung 6 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



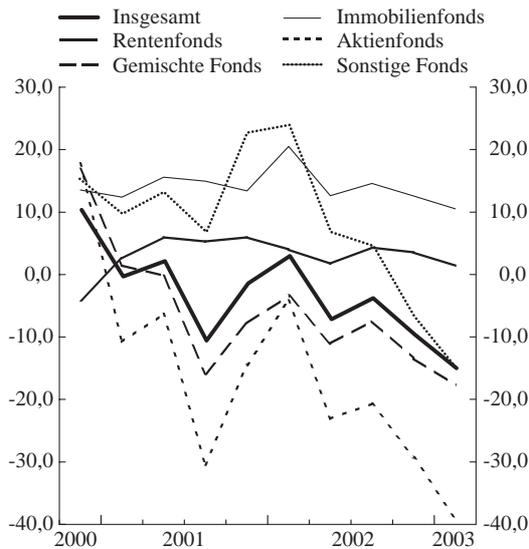
Quelle: EZB.  
M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5).

### Vermögen der Investmentfonds im ersten Quartal 2003 weiter rückläufig

Die Jahresrate des Gesamtvermögens der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet belief sich Ende des ersten Quartals 2003 auf -15,6 %, verglichen mit -10,3 % am Ende des Vorquartals (siehe Abbildung 7). Dieser weitere Rückgang war auf je nach Anlage-schwerpunkt unterschiedliche Trends bei den Aktiva der Investmentfonds zurückzuführen, wobei diese Trends wiederum zum großen

**Abbildung 7**  
**Jährliches Wachstum des Gesamtvermögens der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



Quelle: EZB.

Teil von der Entwicklung der Preise für Finanzaktiva bestimmt wurden. Der Rückgang des Vermögens von Aktienfonds gegenüber dem Vorjahr belief sich Ende des ersten Quartals 2003 auf 39,0 %. Im selben Zeitraum büßten der Dow Jones Euro STOXX und der Standard & Poor's 500 im Vorjahresvergleich 43 % bzw. 25 % ein. Gleichzeitig war das jährliche Wachstum der Bilanzsumme der Rentenfonds im Euroraum positiv und belief sich auf 1,4 %, was teilweise auf steigende Anleihekurse zurückzuführen war.

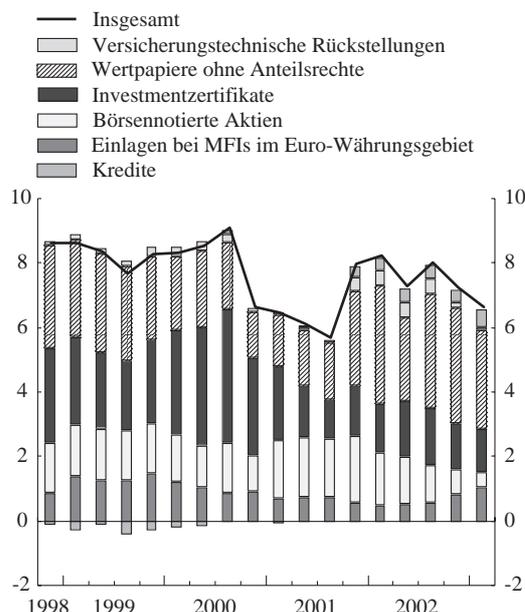
**Im ersten Quartal 2003 geringeres Wachstum der Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen**

Die Jahreswachstumsrate der Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (VGPKs) im Euro-Währungsgebiet verringerte sich von 7,2 % im vierten Quartal 2002 auf 6,5 % im ersten Vierteljahr 2003 (siehe Abbildung 8).

Dieser Rückgang war unter anderem auf das geringere Jahreswachstum des Erwerbs von langfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen, das im ersten Quartal dieses Jahres 8,2 % betrug, verglichen mit 10,0 % im Vorquartal. Zudem sank die jährliche Wachstumsrate des Erwerbs börsennotierter Aktien von 3,8 % im Schlussquartal 2002 auf 2,2 % im ersten Quartal 2003. Die Verringerung des Aktienerwerbs war wohl auf den vorangegangenen Rückgang der Aktienkurse zurückzuführen und hat diesen angesichts der großen Bedeutung der VGPKs als wichtige institutionelle Anleger des Euroraums noch verstärkt. Im Gegensatz dazu waren im ersten Vierteljahr 2003 hohe Jahreswachstumsraten bei den Investitionen in Geldmarktfondsanteile und kurzfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte zu verzeichnen: 17,7 % gegenüber 20,4 % im Vorquartal bzw. 19,0 % gegenüber 17,6 % im Vorquartal. Somit setzte sich die Präferenz der VGPKs für liquidere und risikoärmere Anlageformen im ersten Quartal 2003 fort.

**Abbildung 8**  
**Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet**

(Jahreswachstumsraten; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

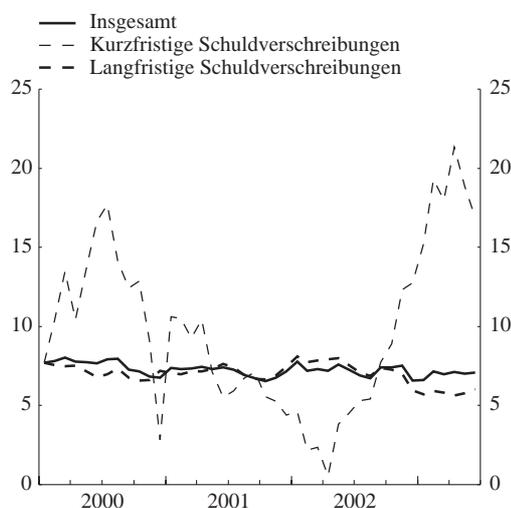
Auf der Passivseite des Sektors der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen stabilisierte sich die Jahreswachstumsrate der versicherungstechnischen Rückstellungen im ersten Quartal 2003 bei 6,6 % (gegenüber 7,8 % im vergleichbaren Vorjahrszeitraum). Dies entspricht in etwa der Zuwachsrate im vierten Quartal 2002. Die versicherungstechnischen Rückstellungen machen rund 95 % der Verbindlichkeiten der VGPKs aus und spiegeln vor allem die Investitionen der privaten Haushalte und der Kapitalgesellschaften in Versicherungs- und Pensionsprodukte wider.

### Kräftiges Wachstum der Emission von Unternehmensanleihen im zweiten Quartal

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im zweiten Quartal 2003 auf 7,1 %, verglichen mit 6,9 % im Vorquartal

### Abbildung 9 Aufschlüsselung der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet nach Laufzeiten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Jahreswachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und sind um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigt.

(siehe Abbildung 9). Dieser Zunahme lag ein Anstieg der durchschnittlichen Zuwachsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 17,5 % im ersten auf 19,0 % im zweiten Vierteljahr zugrunde, wohingegen diese Rate beim Umlauf an langfristigen Schuldverschreibungen im gleichen Zeitraum unverändert 5,8 % betrug. Das Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war besonders kräftig.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen um 0,3 Prozentpunkte auf 6,7 % im zweiten Quartal zunahm. Dagegen verringerte sich das durchschnittliche jährliche Wachstum der von Gebietsansässigen begebenen nicht auf Euro lautenden Schuldverschreibungen um 1,3 Prozentpunkte auf 11,3 %.

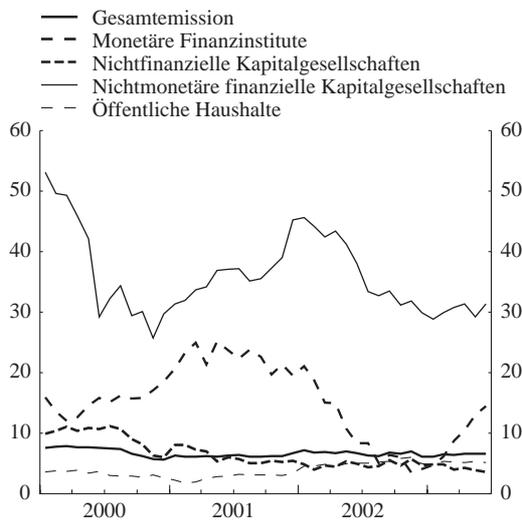
Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen von 4,6 % im ersten Quartal auf 4,0 % im zweiten Quartal verlangsamte (siehe Abbildung 10). Die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors weist für diesen Posten eine Wachstumsrate von 2,0 % für das zweite Vierteljahr aus, was darauf schließen lässt, dass ein beträchtlicher Teil der von MFIs begebenen Papiere von anderen MFIs erworben wurde. Die vergleichsweise niedrigen (konsolidierten oder nicht konsolidierten) Wachstumsraten dürften, vor allem angesichts der starken Zunahme der Bankeinlagen, auf einen geringeren Finanzierungsbedarf seitens der MFIs hindeuten. Ein weiteres Merkmal der zugrunde liegenden Entwicklung ist die umfangreiche Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen, womit sich der Trend, der im dritten Quartal 2002 eingesetzt hatte, bestätigt.

Das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im zweiten Quartal 2003

## Abbildung 10

### Aufgliederung der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Jahreswachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und sind um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigt.

auf 12,7 %. Dies bedeutet einen Anstieg um 6,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal. Damit scheint sich die Umkehr des Abwärtstrends zu bestätigen, der Ende 2001 eingesetzt hatte. Die starke Zunahme war auf eine Beschleunigung des Wachstums der Emission von sowohl kurz- als auch langfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stieg im zweiten Quartal deutlich auf 11,7 % an, nachdem sie im Vorquartal -3,3 % betragen hatte. Bei den langfristigen Schuldverschreibungen erhöhte sich die Wachstumsrate von 9,3 % auf 13,0 %. Die Emittenten dürften sich dazu entschlossen haben, die gesunkenen Finanzierungskosten am Markt für Unternehmensanleihen zu nutzen, die sich aus dem anhaltenden Rückgang der Renditen bei Unternehmensanleihen in den vergangenen Monaten ergeben haben. Angesichts des sehr niedrigen Zinsniveaus waren viele Anleger gleichzeitig auf der Suche nach Anlageformen, die eine höhere Rendite als Staatsanleihen bieten.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften beschleunigte sich das durchschnittliche Jahreswachstum der Begebung von Schuldverschreibungen im zweiten Quartal auf 30,7 % nach 29,9 % im ersten Vierteljahr. Die weiterhin rege Emissionstätigkeit dieses Sektors war bisher tendenziell auf einige wenige Länder beschränkt, in denen sich MFIs und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mithilfe eigens eingerichteter Finanzagenturen (wie z. B. Zweckgesellschaften) über den Anleihemarkt Kapital beschafften, was hauptsächlich aus steuerlichen oder aufsichtsrechtlichen Gründen geschah.

Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so belief sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im zweiten Quartal 2003 auf 4,4 % im Vergleich zu 4,2 % im Vorquartal. Die Zentralstaaten erhöhten ihre Mittelaufnahme über die Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen, deren jährliche Wachstumsrate im zweiten Vierteljahr 22,0 % betrug, verglichen mit 21,7 % im ersten Quartal. Gleichzeitig ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten (in erster Linie Länder und Gemeinden) begebenen Schuldverschreibungen von 30,4 % im ersten Quartal auf 27,3 % im zweiten Quartal zurück. Die Emissionstätigkeit dieser Teilspektoren ist auf wenige Länder beschränkt, und die hohen Zuwachsraten sind eher auf die Entwicklungen in diesen Ländern als auf eine höhere Anzahl an Emissionsländern zurückzuführen.

#### Gesamtwachstum der Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors im zweiten Quartal 2003 weitgehend stabil

Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors insgesamt lag im zweiten Quartal 2003 den Schätzungen zufolge weitgehend unverändert bei rund 5 ½ % (siehe Tabelle 3). Die jährliche Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte ließ zwar nach, blieb allerdings auf einem stabilen Niveau. Die Jahresrate der Fremdfinan-

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

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten									
		2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2 <sup>2)</sup>
<b>Nichtfinanzielle Sektoren</b>	<b>100</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	.
darunter: Langfristige Finanzierung <sup>3)</sup>	84,4	5,6	5,9	5,5	5,0	4,9	4,6	4,6	4,0	4,0	.
Fremdfinanzierung <sup>4)</sup>	86,3	7,3	7,2	6,7	6,1	5,4	5,2	4,8	4,8	5,3	5 ½
darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung	15,6	13,2	11,1	8,5	6,6	2,5	1,5	0,6	2,2	5,0	5 ¾
darunter: Langfristige Fremdfinanzierung	70,8	6,1	6,3	6,3	6,0	6,1	6,1	5,8	5,4	5,4	5 ½
<b>Private Haushalte <sup>4),5)</sup></b>	<b>23,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6 ¼</b>
darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung	7,7	5,5	4,0	2,4	1,0	-0,6	1,1	1,2	2,9	1,3	-1 ½
darunter: Langfristige Fremdfinanzierung	92,3	7,1	7,2	6,8	6,8	6,4	6,7	7,0	7,0	7,1	7
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>42,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	.
darunter: Langfristige Finanzierung	79,4	7,4	7,8	7,3	6,1	5,2	4,9	4,2	3,3	3,2	.
Fremdfinanzierung <sup>4)</sup>	67,7	15,6	14,2	12,5	10,0	6,7	5,8	4,2	4,0	5,0	5
darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung	20,6	21,4	16,8	10,9	6,9	0,6	-3,1	-3,8	-2,7	0,2	2 ¾
darunter: Langfristige Fremdfinanzierung	47,1	12,9	12,9	13,4	11,5	9,9	10,3	8,1	7,2	7,2	6
darunter: Kredite	55,2	15,1	13,1	11,3	8,5	5,5	5,3	3,7	3,9	4,5	3 ¾
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	8,6	26,6	28,4	26,6	24,4	16,3	9,7	7,1	4,1	8,1	12 ¾
darunter: Pensionsrückstellungen	3,9	5,0	5,1	5,2	4,8	4,8	4,9	5,1	5,4	5,4	5 ¼
Börsennotierte Aktien	32,3	4,5	5,0	3,8	2,7	1,8	0,8	0,6	0,2	-0,2	.
<b>Öffentliche Haushalte <sup>4)</sup></b>	<b>34,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5 ½</b>
darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung	14,7	1,5	3,4	6,3	8,6	8,0	11,6	9,7	12,0	16,2	14 ¼
darunter: Langfristige Fremdfinanzierung	85,3	1,3	1,7	1,6	1,9	3,6	2,8	3,4	2,9	2,9	4
darunter: Kredite	16,5	-1,3	-2,4	-1,3	-0,2	0,6	-0,5	-0,7	-2,1	-2,2	-½
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	79,9	1,9	2,8	2,9	3,3	4,6	4,6	5,0	5,2	6,0	6 ¾
darunter: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,6	4,4	4,9	5,7	8,6	12,9	13,2	13,6	12,7	10,9	10 ¼

Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in der Fußnote zu Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

- 1) Stand am Ende des ersten Quartals 2003. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung der Sektoren und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Die Angaben für das jüngste Quartal wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.
- 3) Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- 4) Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige Fremdfinanzierung (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.
- 5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

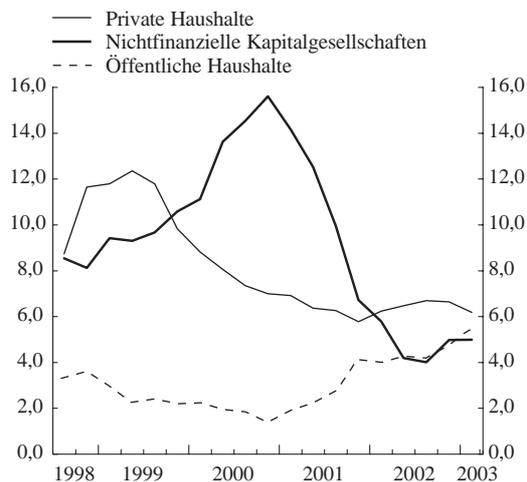
zierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb hingegen im zweiten Vierteljahr offenbar unverändert, während sie bei den öffentlichen Haushalten weiter gestiegen sein dürfte (siehe Abbildung 11).

Die Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Fremdfinanzierung der Privathaushalte von 6,7 % im ersten Quartal 2003 auf etwa 6 ¼ % im zweiten Quartal war hauptsächlich auf die Entwicklung der kurzfristigen Fremdfinanzierung zurückzuführen. Die Jahresänderungsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung (vor allem Konsumenten-

kredite und sonstige Kredite) war im zweiten Quartal weiterhin sehr verhalten, was unter anderem auf das schwache Verbrauchervertrauen zurückzuführen war. Darüber hinaus spiegelt sich darin bis zu einem gewissen Grad das geringe Wachstum der Kredite an kleine Unternehmen wider, die zur Kategorie „sonstige Kredite an private Haushalte“ zählen (siehe Tabelle 4). Zugleich war im zweiten Quartal mit 7,0 % ein nach wie vor starkes jährliches Wachstum der – zumeist langfristigen – Wohnungsbaukredite zu verzeichnen. Die niedrigen Hypothekenzinsen und die weiterhin relativ rasch steigenden Preise für

## Abbildung 1 Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

Wohnimmobilien in einigen Euro-Ländern neutralisierten die dämpfende Wirkung des recht verhaltenen Wachstums des real verfügbaren Einkommens und der unsicheren Wirtschaftsaussichten. Wengleich sich die Zunahme der Fremdfinanzierung der privaten

Haushalte verlangsamte, stieg ihre Schuldenquote gemessen am BIP im zweiten Quartal 2003 den Schätzungen zufolge leicht auf 51 ½ % an, was teilweise dem schwachen Wirtschaftswachstum zuzuschreiben war (siehe Abbildung 12).

Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb im zweiten Vierteljahr 2003 den Schätzungen zufolge unverändert bei 5 %, nachdem sie sich im ersten Quartal leicht erholt hatte. Während das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im zweiten Vierteljahr etwas nachgab und weitgehend dem Stand von Ende 2002 entsprach, stieg die jährliche Zuwachsrates der Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weiter an. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zum Teil Umschuldungen von Krediten zugunsten von Schuldverschreibungen vornahmen, um von den niedrigen Kosten der Finanzierung über Schuldverschreibungen zu profitieren. Das Wachstum der kurzfristigen Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erholte sich weiter, was sowohl kurzfristigen Kredi-

## Tabelle 4

### MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	47,0	5,0	4,4	3,5	3,5	3,8	3,6
Bis zu 1 Jahr	33,0	-1,6	-3,1	-2,6	-2,6	-1,0	-0,1
Mehr als 1 Jahr	67,0	8,8	8,8	6,9	6,8	6,4	5,5
<i>Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren</i>	16,9	12,3	12,2	8,9	6,3	5,8	2,7
<i>Mehr als 5 Jahre</i>	50,1	7,7	7,6	6,2	7,0	6,6	6,5
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	53,0	5,4	5,7	5,8	5,9	5,9	5,5
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	14,8	4,0	3,4	3,6	3,8	3,3	3,5
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	66,1	7,2	7,7	7,7	7,6	7,2	7,0
Sonstige Kredite	19,1	0,6	1,4	1,7	1,8	3,6	2,1

Quelle: Geld- und Bankenstatistiken der EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in den Fußnoten zu Tabelle 2.5 und im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

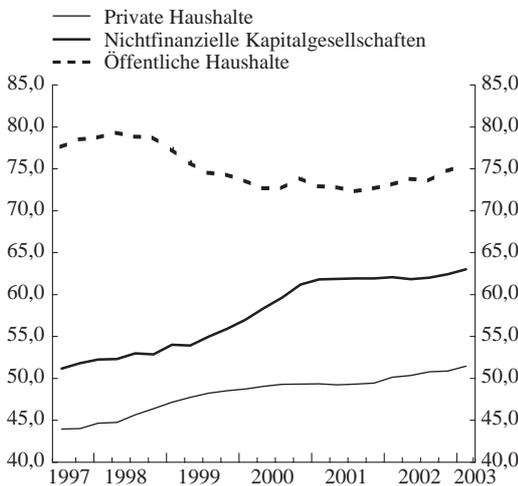
1) Stand am Ende des zweiten Quartals 2003. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor (ohne private Organisationen ohne Erwerbszweck); Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Entspricht der Definition von privaten Haushalten im ESVG 95.

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

## Abbildung 12 Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3. 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. Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte weicht aufgrund von Unterschieden bei der Bewertung, Erfassung und Behandlung aufgelaufener Zinsen leicht von der Maastricht-Abgrenzung ab.

ten als auch vor allem kurzfristigen Schuldverschreibungen zu verdanken war. Im Gegensatz dazu geht aus den Schätzungen hervor, dass die jährliche Wachstumsrate der langfristigen Fremdfinanzierung im zweiten Quartal wegen eines Rückgangs des Jahreswachstums der langfristigen Kredite leicht auf 6 % sank (u. a. aufgrund eines Basiseffekts), während die Jahresrate der langfristigen Schuldverschreibungen anstieg. Diese Entwicklungen lassen darauf schließen, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aufgrund des relativ geringen Umsatzes und der möglicherweise verzögerten Begleichung von Forderungen zwar zusätzliche Mittel zur Finanzierung ihrer laufenden Geschäfte aufnahmen, die Mittelaufnahme für längerfristige Investitionsprojekte im Vorjahrsvergleich jedoch zurückschraubten.

Als Folge der Entwicklungen bei der Fremdfinanzierung und des schwachen Wirtschaftswachstums erhöhte sich die Schuldenquote

der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gemessen am BIP im zweiten Quartal 2003 den Schätzungen zufolge leicht auf 63 %.

Angesichts der schwachen Wirtschaftstätigkeit und steigender Haushaltsdefizite erhöhte sich das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung der öffentlichen Haushalte im zweiten Quartal weiter auf schätzungsweise 5 ½ %. Den Schätzungen zufolge hat sich das jährliche Wachstum der kurzfristigen Fremdfinanzierung etwas verlangsamt, während sich das Jahreswachstum der langfristigen Verschuldung beschleunigt hat.

Angaben zur Eigenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften liegen nur bis zum ersten Quartal 2003 vor. Im Gegensatz zur Entwicklung der Fremdfinanzierung blieb die vierteljährliche Begebung börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im ersten Quartal das dritte Mal in Folge negativ, was unter anderem den hohen Kosten der Eigenfinanzierung zuzuschreiben war. Die Jahresrate der Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften betrug -0,2 %. Privaten Wirtschaftsinformationsdiensten zufolge erholten sich die Zweitemissionen an den Aktienmärkten im zweiten Quartal geringfügig, wohingegen die Erstemissionen nach wie vor sehr moderat ausfielen.

### Hohe Liquiditätshaltung des nichtfinanziellen Sektors im ersten Quartal 2003

Angaben zur Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors liegen nur bis zum ersten Quartal 2003 vor. In diesem Vierteljahr kam es zu einem weiteren Rückgang des Jahreswachstums der Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors auf 4,3 % verglichen mit 4,5 % im Schlussquartal 2002. Darin fanden offensichtlich das verhaltene Wachstum des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und die insgesamt schwache Übernahmeaktivität der Unternehmen zu Beginn des Jahres 2003 ihren Niederschlag (siehe Tabelle 5).

**Tabelle 5****Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Euro-Währungsgebiet**

	Bestand in % der Geld- vermögens- bildung <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten									
		2001	2001	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>Geldvermögensbildung</b>	<b>100</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	.
darunter: Kurzfristige Geldvermögensbildung <sup>2)</sup>	44,2	6,9	7,2	7,5	7,6	4,9	5,1	5,5	5,8	5,3	.
darunter: Langfristige Geldvermögensbildung <sup>3)</sup>	54,6	8,6	8,1	7,0	4,9	4,8	4,6	4,6	3,8	3,6	.
Bargeld und Einlagen	38,8	5,7	6,5	6,5	6,6	4,8	4,9	4,9	5,4	5,9	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	14,1	15,3	12,3	9,0	7,8	5,4	4,9	5,7	4,5	0,6	.
darunter: Kurzfristig	1,6	55,8	33,2	16,3	3,7	-7,7	-12,3	1,2	2,2	-13,5	.
darunter: Langfristig	12,5	10,0	9,5	8,0	8,4	7,8	7,6	6,3	4,8	2,8	.
Investmentzertifikate	11,7	5,8	5,3	6,2	5,6	5,4	5,7	6,0	5,1	5,7	.
darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile	9,1	6,1	4,8	4,9	3,7	3,2	4,0	4,2	3,9	4,5	.
darunter: Geldmarktfondsanteile	2,6	3,9	9,3	16,8	21,2	20,9	18,0	16,4	11,9	12,0	.
Börsennotierte Aktien	10,9	9,6	9,4	6,9	1,3	1,7	0,9	0,7	-0,3	-0,3	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	24,5	7,8	7,6	7,3	7,2	6,9	6,7	6,7	6,5	6,5	.
<b>M3 <sup>4)</sup></b>		<b>3,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in der Fußnote zu Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des ersten Quartals 2003.

2) Die kurzfristige Geldvermögensbildung umfasst Bargeld und Einlagen (ohne Einlagen von Zentralstaaten), kurzfristige Schuldverschreibungen und Geldmarktfondsanteile. Da die Einlagen von Zentralstaaten nicht berücksichtigt werden, ergeben die kurzfristige und langfristige Geldvermögensbildung nicht 100 %. Bei der Interpretation dieser Angaben ist zu berücksichtigen, dass in der kurzfristigen Geldvermögensbildung sowohl kurzfristige als auch langfristige Einlagen enthalten sind.

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

4) 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.

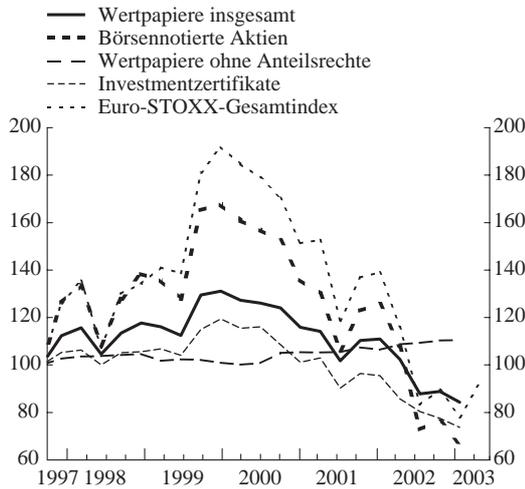
Die Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Geldvermögensbildung lässt sich auf die schwache Entwicklung sowohl bei kurz- als auch bei langfristigen Anlageformen zurückführen. Während die jährliche Wachstumsrate von Bargeld und Einlagen weiterhin anstieg, gingen die Bestände an kurzfristigen Schuldverschreibungen des nichtfinanziellen Sektors zurück. Der erhöhte Bestand an Einlagen der nichtfinanziellen Investoren könnte mit der im Vergleich zu alternativen kurzfristigen Investitionsmöglichkeiten verhältnismäßig attraktiven Verzinsung bestimmter täglich fälliger Einlagen in Zusammenhang stehen. Im Gegensatz dazu erhöhten Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets, aber bis zu einem gewissen Grad wahrscheinlich auch Gebietsfremde, ihre Bestände an kurzfristigen Schuldverschreibungen.

Die geringfügige Verlangsamung des Jahreswachstums langfristiger Geldanlagen seitens

des nichtfinanziellen Sektors auf 3,6 % war auf die niedrigeren Bestände an langfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen. Dagegen beschleunigte sich das jährliche Wachstum der Anlagen in nichtmonetären Investmentzertifikaten im ersten Quartal auf 4,5 %. Im Gefolge der anhaltenden Verluste aus Anlagen in börsennotierten Aktien (siehe Abbildung 13) und der hohen Unsicherheit in Zusammenhang mit der geopolitischen Situation zu diesem Zeitpunkt mangelte es dem nichtfinanziellen Sektor wohl am nötigen Vertrauen, wieder in größerem Umfang in börsennotierte Aktien zu investieren. Somit blieb die Jahresänderungsrate der Investitionen in börsennotierte Aktien mit -0,3 % negativ. Das Jahreswachstum der Investitionen in Versicherungs- und Pensionsprodukte schließlich folgte auch weiterhin dem soliden Pfad vergangener Quartale und erreichte mit 6,5 % ein stabiles Niveau.

**Abbildung 13**  
**Gewinne und Verluste aus Wertpapier-**  
**anlagen des nichtfinanziellen Sektors im**  
**Euro-Währungsgebiet**

(1997 Q4 = 100)



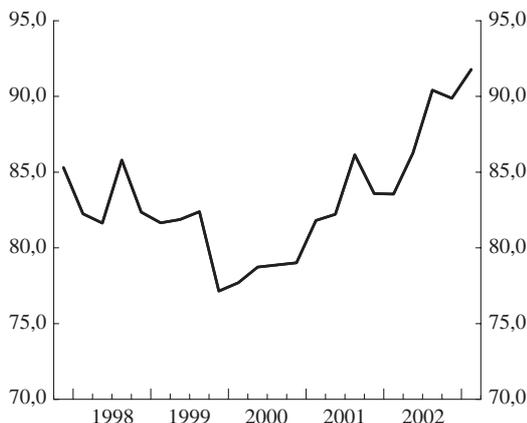
Quelle: EZB.

**Relation zwischen Verschuldung und**  
**Geldvermögen des nichtfinanziellen**  
**Sektors stieg im ersten Quartal 2003 an**

Nach einer leichten Stabilisierung gegen Ende 2002 erhöhte sich die Relation zwischen Verschuldung und Geldvermögen des nichtfinanziellen Sektors im ersten Quartal 2003 wieder (siehe Abbildung 14). Dies hing so-

**Abbildung 14**  
**Relation zwischen Verschuldung und**  
**Geldvermögen des nichtfinanziellen**  
**Sektors**

(in %)



Quelle: EZB.

wohl mit einer höheren Verschuldung als auch mit einem wertmäßigen Rückgang der Geldvermögensbestände zusammen. Während der Quotient aus Verschuldung und Geldvermögen im zweiten Quartal infolge anziehender Aktienkurse wahrscheinlich rückläufig war, dürfte der fortlaufend hohe Verschuldungsgrad der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften insbesondere deren Interesse an der Aufnahme neuer Mittel zur Anlagenfinanzierung dämpfen. Gleichzeitig dürfte sich die Ertragslage vieler Unternehmen durch fortschreitende Kostenreduzierung und interne Umstrukturierungsmaßnahmen in den letzten Quartalen laufend verbessert haben. Dies sollte es den Unternehmen ermöglichen, die günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet zu nutzen, und somit auch zu einer konjunkturellen Erholung beitragen.

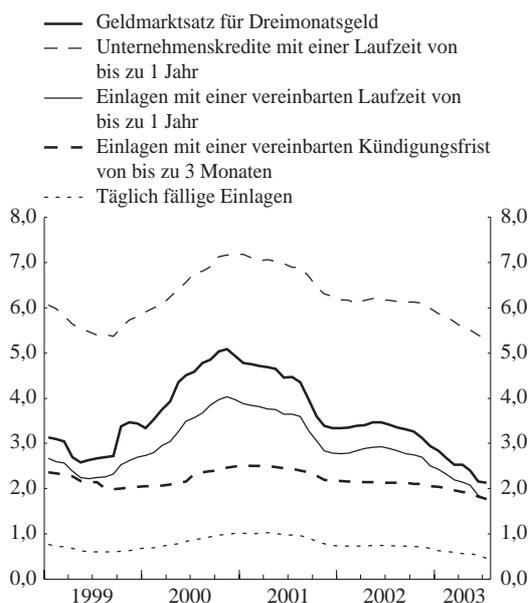
**Zinsen im Kundengeschäft der Banken**  
**im Juli auf historischem Tiefstand**

Nach der EZB-Leitzinssenkung Anfang Juni 2003 gingen die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im Juli weiter zurück, und zwar auf den niedrigsten Stand seit 1990 (siehe Abbildung 15); sie fielen in diesem Monat gegenüber dem Vormonat um rund 7 Basispunkte. Zwischen Juni 2002, als die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken ihren letzten Höchststand erreicht hatten, und Juli 2003 wurden Rückgänge zwischen rund 30 Basispunkten bei den Zinssätzen für täglich fällige Einlagen und für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und rund 115 Basispunkten beim Zinssatz für Termineinlagen verzeichnet. Im Vergleich dazu ging der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im gleichen Zeitraum um rund 135 Basispunkte zurück. Die schleppende Anpassung der Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten entspricht dem in der Vergangenheit beobachteten Reaktionsmuster dieser Zinssätze gegenüber der Entwicklung der Marktzinsen.

Während die langfristigen Anleiherenditen, die seit Mai 2002 einem Abwärtstrend gefolgt waren, im Juli 2003 wieder anzogen, setzte sich im selben Monat der Rückgang bei allen langfristigen Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken mit i. d. R. rund 10 Basispunkten gegenüber dem Vormonat fort (siehe Abbildung 16). Die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte nahmen zwischen Mai 2002 und Juli 2003 um rund 150 Basispunkte ab und erreichten damit den niedrigsten Stand seit 1990. Im Vergleich dazu gingen die Renditen für fünfjährige Staatsanleihen im selben Zeitraum um 155 Basispunkte zurück, was aufgrund vergangener Erfahrung auf längere Sicht für eine vollständige Anpassung dieser Zinssätze an die Entwicklung der langfristigen Kapitalmarktsätze spricht. Gleichzeitig ging der Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr etwas weni-

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

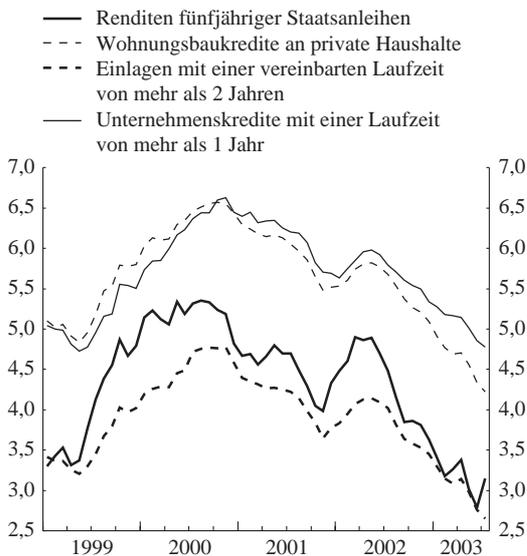
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.  
Anmerkung: Seit 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, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

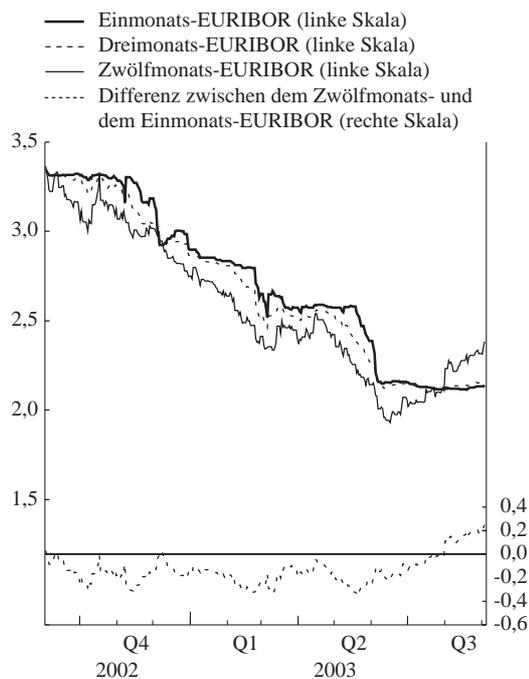
ger stark zurück, was zum Teil auf Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit der Unternehmen zurückzuführen war.

### Anstieg der Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten in den vergangenen Monaten

Der seit Mitte Mai 2002 zu verzeichnende Abwärtstrend der Geldmarktzinsen kam Mitte Juni 2003 zum Stillstand; seitdem haben sich die Geldmarktzinsen am ganz kurzen Ende der Zinsstrukturkurve stabilisiert, während sie am längeren Ende leicht anstiegen (siehe Abbildung 17). Infolgedessen wies die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) nach einem fallenden Verlauf Mitte Juni im August wieder eine positive Steigung auf. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Kurzfristzinsen nach oben korrigiert haben.

**Abbildung 17**  
**Kurzfristzinsen im Euro-Währungs-**  
**gebiet und Verlauf der**  
**Zinsstrukturkurve am Geldmarkt**

(in % p.a.; Prozentpunkte; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Nach der Senkung der EZB-Leitzinsen Anfang Juni ging der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz allmählich auf ein Niveau zurück, das nahe an dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,0 % lag. Zwischen Ende Juli und dem 3. September bewegte sich der EONIA dann – mit drei Ausnahmen – zumeist zwischen 2,06 % und 2,11 %. In diesem Zeitraum schwankte der zweiwöchige EONIA-Swapsatz zwischen 2,06 % und 2,11 % und betrug am 3. September 2,09 %. Bei den zwischen Ende Juli und dem 3. September abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Schnitt jeweils 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz (siehe Kasten 2).

Zwischen Ende Juli und dem 3. September stiegen der Einmonats- und der Dreimonats-

EURIBOR marginal um 2 bzw. 4 Basispunkte auf zuletzt 2,14 % bzw. 2,16 %. Die Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems wurden wie üblich von der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR beeinflusst. Bei dem am 28. August abgewickelten Geschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,12 % bzw. 2,13 % und lagen somit geringfügig über den Sätzen bei dem am 31. Juli abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Wie bereits angemerkt sind die Geldmarktsätze am langen Ende der Zinsstrukturkurve schon während der letzten Monate leicht angestiegen. Zwischen Ende Juli und dem 3. September erhöhten sich der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR dann um 12 bzw. 27 Basispunkte auf zuletzt 2,22 % bzw. 2,38 %. Im selben Zeitraum kehrte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) ins Positive und belief sich am 3. September auf 24 Basispunkte.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 und in der ersten Jahreshälfte 2004 zum Ausdruck kommen, sind in den vergangenen Monaten stark angestiegen, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen nach oben korrigiert haben (siehe Abbildung 18). Während Mitte Juni die Preise für Terminkontrakte mit Fälligkeit 2003 und 2004 niedriger waren als der zu diesem Zeitpunkt vorherrschende Dreimonats-EURIBOR, war dies Anfang September nicht mehr der Fall. Zwischen Ende Juli und dem 3. September stiegen die impliziten Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2003 sowie März und Juni 2004 zum Ausdruck kommen, um 5 bis 28 Basispunkte. Am 3. September lagen sie bei 2,16 %, 2,23 %, 2,42 % bzw. 2,71 %.

## Kasten 2

### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. August 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

In der betrachteten Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) ab.

#### Offenmarktgeschäfte

(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	Festzins-satz
HRG	30.07.2003	13.08.2003	114,57	73,00	1,57	257	2,00	2,06	2,07	-
HRG	06.08.2003	20.08.2003	174,50	144,00	1,21	279	2,00	2,05	2,06	-
HRG	13.08.2003	27.08.2003	118,01	61,00	1,93	268	2,00	2,05	2,06	-
HRG	20.08.2003	03.09.2003	192,89	144,00	1,34	321	2,00	2,06	2,06	-
LRG	31.07.2003	30.10.2003	25,42	15,00	1,70	134	1,99	2,08	2,10	-

Quelle: EZB.

Zwei der HRGs waren relativ großvolumig (144 Mrd €). Da die Bietungsvolumina nicht im gleichen Maße stiegen, war das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen bei diesen beiden HRGs entsprechend niedriger. Während der gesamten Mindestreserve-Erfüllungsperiode bewegten sich die Bietungssätze in einem engen Korridor, wobei die gewichteten Durchschnittssätze bei 2,06 % bzw. 2,07 % lagen und die marginalen Zuteilungssätze bei 2,05 % bzw. 2,06 %.

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juli bis 23. August 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>258,6</b>	<b>0,1</b>	<b>+ 258,5</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	213,4	-	+ 213,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,1	+ 0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	-
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren <sup>1)</sup></b>	<b>315,8</b>	<b>441,5</b>	<b>- 125,7</b>
Banknotenumlauf	-	391,6	- 391,6
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	51,5	- 51,5
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	315,8	-	+ 315,8
Sonstige Faktoren (netto)	-	1,6	- 1,6
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>132,8</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>132,1</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

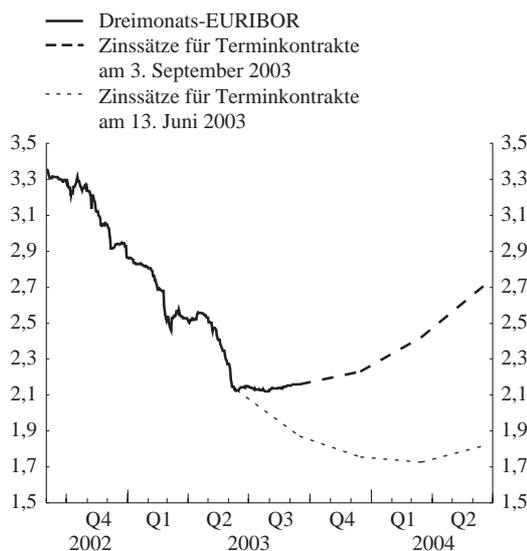
1) Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 116,1 Mrd € und 128,9 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich im Zeitraum vom 28. Juli bis zum 5. August am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 1,6 Mrd €).

Der EONIA fiel vom 24. bis zum 28. Juli von 2,06 % auf 2,04 %, den tiefsten Stand der betrachteten Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Aufgrund der üblichen Kalendereffekte am Monatsende erreichte er am 31. Juli mit 2,11 % seinen höchsten Wert und fiel am nächsten Tag auf 2,08 % zurück. Vom 2. bis zum 19. August blieb der EONIA mit 2,06 % bis 2,07 % stabil und spiegelte damit fehlende Zinsänderungserwartungen und eine komfortable Liquiditätssituation wider. Während der letzten drei Arbeitstage der Mindestreserve-Erfüllungsperiode stieg er auf 2,09 %, 2,15 % und 2,45 % an. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer leicht angespannten Liquiditätslage und einer Nettoanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 0,4 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,69 Mrd €.

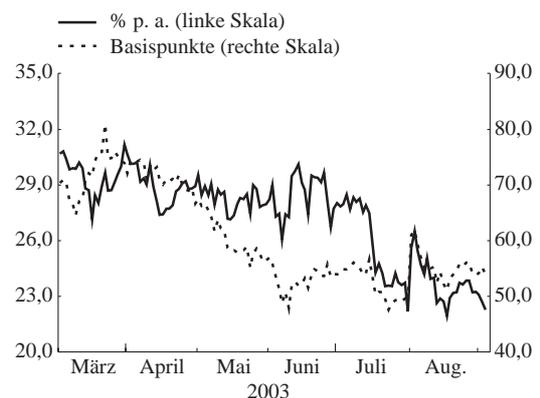
Die Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im März 2004 abgeleitet wird und in der sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich des für Mitte März 2004 zu erwartenden Niveaus des Dreimonats-EURIBOR niederschlägt, ging in den letzten Monaten auf einen im historischen

**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 März 2004**  
*(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).

Vergleich relativ niedrigen Stand zurück. In Basispunkten gemessen, d. h. unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Zinsniveaus, hat sich die Volatilität nach der Senkung der EZB-Leitzinsen Anfang Juni stabilisiert (siehe Abbildung 19).

Aus Kasten 3 wird ersichtlich, dass sowohl die nominalen als auch die realen Kurzfristzinsen derzeit auf einem recht niedrigen Stand angelangt sind.

### Kasten 3

#### Die aktuellen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet im historischen Kontext

Die langfristigen und kurzfristigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet haben in diesem Jahr Werte erreicht, die aus historischer Sicht sehr niedrig sind. In Abbildung A werden die kurzfristigen Nominalzinsen im Euro-Raum in einer langen Zeitreihe dargestellt. Zu diesem Zweck wurden die nationalen Kurzfristzinsen der Länder, die jetzt das Euro-Währungsgebiet bilden, für den Zeitraum von 1950 bis 1998 aggregiert und die Zinssätze des Eurogebiets für die Zeit ab 1999 zugrunde gelegt. Abbildung B dokumentiert für die jetzigen Länder des Euroraums eine Zeitreihe langfristiger Nominalzinsen von 1970 bis 1998 sowie die Zinssätze des Euro-Währungsgebiets ab 1999 (mangels ausreichend gesicherter Daten für die Zeit vor 1970 konnte eine Zeitreihe der durchschnittlichen Langfristzinsen im Eurogebiet nicht erstellt werden).

Bei der Betrachtung dieser Daten sind allerdings einige Einschränkungen zu beachten, da die geldpolitischen Regime im Zeitverlauf und in den einzelnen Ländern erheblich voneinander abwichen und sich die Geld- und vor allem die Anleihemärkte erst nach und nach entwickelten. Was darüber hinaus die kurzfristigen Zinsen anbelangt, verwendeten einige Länder in der Zeit vor 1960 zur Durchführung ihrer Geldpolitik beispielsweise andere Instrumente als den Zinssatz, wie etwa Kreditaggregate. Zudem mussten die Daten anhand unterschiedlicher Instrumente aggregiert werden und sind daher im Zeitverlauf nicht vollständig homogen. Bei den Langfristzinsen variieren insbesondere die Laufzeiten der verfügbaren aggregierten Instrumente in den einzelnen Ländern und im Zeitverlauf.

In beiden Fällen wurden die Daten für Deutschland für die Zeit vor der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion hinzugefügt. Da Deutschland in dieser Zeit unter den Ländern Europas die niedrigsten Inflationsraten aufzuweisen hatte und über weite Strecken eine Schlüsselrolle einnahm, ist es im Hinblick auf die Zinssätze leichter mit dem heutigen Euroraum zu vergleichen, als wenn man frühere Durchschnittswerte für das Euro-Währungsgebiet heranziehen würde.

#### Abbildung A: Kurzfristige Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet und in Deutschland

(in % p.a.; Jahreswerte)



Quellen: NZBen, BIZ, Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für die zwölf Euro-Länder wurden bis zum Jahr 1998 nationale Kurzfristzinsen zugrunde gelegt. Die Daten wurden anhand der BIP-Gewichte von 1999 unter Verwendung von auf Kaufkraftparitäten basierenden Wechselkursen aggregiert. Ab 1999 wurde der Dreimonats-EURIBOR für das Euro-Währungsgebiet verwendet. Die nationalen Kurzfristzinsen basieren auf den Geldmarktsätzen für Dreimonatsgeld bzw. – wenn diese nicht verfügbar waren – auf den Notenbank- und Geschäftsbankzinsen oder den Renditen auf Schatzwechsel. Für Luxemburg wurden die belgischen Kurzfristzinsen zugrunde gelegt.

#### Abbildung B: Langfristige Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet und in Deutschland

(in % p.a.; Jahreswerte)



Quellen: NZBen, BIZ, Global Financial Data, Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die nationalen langfristigen Zinssätze für die zwölf Euro-Länder wurden anhand der BIP-Gewichte von 1999 unter Verwendung von auf Kaufkraftparitäten basierenden Wechselkursen aggregiert. Sie setzen sich aus den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und – wenn diese nicht verfügbar waren – aus den Renditen auf Papiere mit der nächstgelegenen Laufzeit zusammen.

Abbildung A macht deutlich, dass das aktuelle Niveau der kurzfristigen Nominalzinsen im Eurogebiet den niedrigsten Stand seit Anfang der Fünfzigerjahre erreicht hat; dies gilt sowohl im Vergleich zu Deutschland als auch zu den Euro-Ländern ganz allgemein. Darüber hinaus fällt auf, dass die derzeitigen Kurzfristzinsen gegenüber den Siebziger- und Achtzigerjahren besonders niedrig sind. Betrachtet man Abbildung B, so ergibt sich ein ähnliches Bild, da das Niveau der langfristigen Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet, die Ende August dieses Jahres 4,23 % betragen, historisch gesehen ebenfalls auf einem sehr niedrigen Stand angelangt ist.

Das niedrige Niveau der Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet, die sich Ende August 2003 auf 2,15 % beliefen, hängt damit zusammen, dass die Inflationserwartungen von einer Preisentwicklung ausgehen, die mit Preisstabilität vereinbar ist. Dies war in der Vergangenheit nicht immer der Fall, insbesondere ab der zweiten Hälfte der Sechziger- bis in die frühen Achtzigerjahre, als die Inflation mitunter – in einigen Fällen anhaltend –

hoch war (siehe Abbildung C); auf Deutschland traf dies allerdings im Allgemeinen in geringerem Maße zu als auf die meisten der jetzigen Euro-Länder.

### Abbildung C: Verbraucherpreisanstieg im Euro-Währungsgebiet und in Deutschland

(in % p.a.; Jahreswerte)



Quellen: NZBen, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bis zum Jahr 1991 wurden die Teuerungsraten der Verbraucherpreise in den zwölf Euro-Ländern anhand der 1999 festgelegten Gewichte der Konsumausgaben unter Verwendung von auf Kaufkraftparitäten basierenden Wechselkursen aggregiert. Ab 1991 wurde die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet zugrunde gelegt. Für Deutschland wurde bis 1996 der Verbraucherpreisanstieg und danach der HVPI verwendet.

Die Entwicklung der Realzinsen, die für gewöhnlich als Nominalzins, bereinigt um die in dem entsprechenden Zeitraum erwartete Inflation, definiert werden, spiegelte die Entwicklung der kurzfristigen Nominalzinsen in früheren Jahren nicht immer wider. Die Berechnung der Realzinsen auf Basis der Nominalzinsen weist einige praktische und konzeptionelle Schwierigkeiten auf, insbesondere was die Langfristzinsen betrifft (siehe den Kasten „Wichtige Überlegungen zur Analyse der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet“ auf Seite 17 ff. im Monatsbericht von März 1999 sowie den Kasten „Jüngste Entwicklung der realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet“ auf Seite 20 ff. im Monatsbericht von April 2001). Die einfachste und in diesem Kasten durchgängig verwendete Methode besteht darin, die jüngste verfügbare Jahresteuersatzrate der Verbraucherpreise als Näherungswert für die erwartete Inflation heranzuziehen.

Zwar können die erwartete und die aktuelle Inflation voneinander abweichen, doch nimmt die Bedeutung des Problems häufig mit zunehmender Länge des Analysehorizonts ab.

Ein Vergleich des derzeitigen Niveaus der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet mit früheren Zinssätzen im Euroraum oder auch in Deutschland sollte mit noch größerer Vorsicht erfolgen als bei den Nominalzinsen, da sich die wirtschaftlichen Bedingungen sowie die finanziellen und wirtschaftlichen Strukturen in den einzelnen Euro-Ländern im Laufe der Zeit gewandelt haben. In Abbildung D wird eine Zeitreihe der kurzfristigen Realzinsen im Euroraum und in Deutschland seit Ende der Fünfzigerjahre dargestellt, während Abbildung E die langfristigen Realzinsen im Eurogebiet seit den Siebziger- und in Deutschland seit den Fünfzigerjahren ausweist. Dabei ergibt sich für die kurzfristigen und die langfristigen Realzinsen ein weitgehend gleiches Bild. Im Folgenden sollen die langfristigen Entwicklungen untersucht und die derzeitigen Realzinssätze im historischen Kontext betrachtet werden.

Die Situation vor dem Ende des Bretton-Woods-Systems Anfang der Siebzigerjahre lässt sich mit den heutigen Bedingungen kaum noch vergleichen. Die in Europa im Zweiten Weltkrieg angewandten Kontrollen des Kapitalverkehrs bestanden in jener Zeit meist fort. Wenngleich im Jahr 1958 die Konvertibilität der Leistungstransaktionen allgemein wieder eingeführt wurde, blieben Kontrollen des Kapitalverkehrs eher die Regel als die

Ausnahme. Die Wirksamkeit dieser Kontrollen wurde darüber hinaus durch Beschränkungen im internationalen Bankgeschäft und ein geringes Engagement an den internationalen Anleihemärkten verstärkt. Außerdem waren die Fünfzigerjahre in mehreren Ländern durch verhältnismäßig starke Inflationsschwankungen gekennzeichnet, die sich auf die Messgrößen der kurzfristigen Realzinsen auswirkten. In Deutschland, wie bis zu einem gewissen Grad auch in anderen europäischen Ländern, förderte die Geldpolitik nach der Stabilisierung zu Beginn der Fünfzigerjahre ein wirtschaftliches Umfeld, das von einem kräftigen Wachstum und einer auf niedrigem Niveau relativ stabilen Inflation geprägt war. Zu diesem Ergebnis trugen mehrere Faktoren bei, wie etwa eine solide Finanzpolitik, die erfolgreiche Verstetigung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau sowie positive Produktivitätsschocks. Auch einer stark ausgeprägten Lohnzurückhaltung und Arbeitsmarktflexibilität kam in dieser Zeit eine zentrale Bedeutung für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit zu.

Diese Situation setzte sich zu Beginn der Sechzigerjahre fort. Sowohl in Deutschland als auch im Durchschnitt des Euroraums blieben die realen Zinssätze bei gleichzeitig hohem realwirtschaftlichem Wachstum niedrig. Obgleich die Teuerung höher war als derzeit, blieb sie in vielen der heutigen Euro-Länder verhältnismäßig moderat. Allerdings wurden in einigen Ländern auch in Zeiten sprunghaft steigender und vermutlich unerwarteter Inflation niedrige Realzinsen verzeichnet, die im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets in manchen Jahren sogar negative Werte erreichten.

Gegen Ende der Sechzigerjahre änderte sich die Situation. Als eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums einsetzte und die Arbeitsmarktflexibilität nachließ, kam es zu sozialen Konflikten, und wirtschaftliche Schocks führten zu einem Rückgang von Wachstum und Beschäftigung. Gleichzeitig gewann der internationale Kapitalverkehr im Laufe des Jahrzehnts mit der Belegung der internationalen Geld- und Anleihemärkte und dem zunehmenden Engagement der Geschäftsbanken im internationalen Kreditgeschäft an Bedeutung. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Anbindung der Wechselkurse an den US-Dollar im Rahmen des Bretton-Woods-Systems sorgte eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den Vereinigten Staaten über weite Strecken der Sechzigerjahre für eine Belastung des internationalen Umfelds. Der Umfang der in zahlreichen Ländern bereits bestehenden Dollarreserven erschwerte eine Neutralisierung dieser monetären Ausweitung zunehmend, was wiederum ein kräftiges Geldmengenwachstum auch in vielen europäischen Staaten zur Folge hatte und gegen Ende des Jahrzehnts inflationäre Spannungen auslöste. Das Bretton-Woods-System wurde Anfang der Siebzigerjahre aufgegeben, da viele Länder in dem System nicht bereit waren, die Beseitigung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte anzugehen und damit eine höhere Inflation in Kauf zu nehmen.

**Abbildung D: Kurzfristige Realzinsen im Euro-Währungsgebiet und in Deutschland**

(in % p.a.; Jahreswerte)

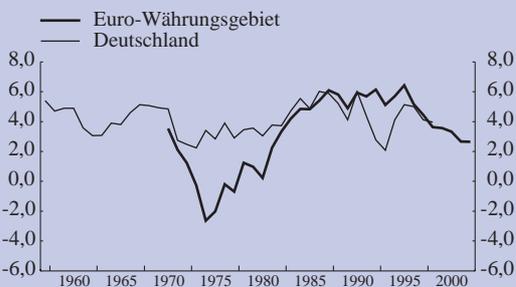


Quellen: NZBen, BIZ, Reuters, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kurzfristzinsen sind mit dem Verbraucherpreisanstieg deflationiert (siehe Abbildung A und C).

**Abbildung E: Langfristige Realzinsen im Euro-Währungsgebiet und in Deutschland**

(in % p.a.; Jahreswerte)



Quellen: NZBen, BIZ, Global Financial Data, Reuters, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die langfristigen Nominalzinsen sind mit dem Verbraucherpreisanstieg deflationiert (siehe Abbildung B und C).

Die Siebzigerjahre begannen mit einer Überhitzung der Volkswirtschaften, wobei es zu einer steigenden Inflation der Verbraucherpreise und einem Anstieg der Löhne kam. Auf die Erhöhung der Ölpreise Anfang der Siebzigerjahre reagierten die meisten Länder mit unzureichenden geld- und finanzpolitischen Maßnahmen. Von finanzpolitischer Seite wurde versucht, den aus den Ölpreiserhöhungen resultierenden negativen Einkommenseffekten entgegenzuwirken; gleichzeitig reichten die Maßnahmen vonseiten der Geldpolitik nicht aus, den Anstieg der Inflation im Zaum zu halten (siehe den Kasten „Erkenntnisse aus den Ölpreisschocks der Siebziger- und frühen Achtzigerjahre“ auf Seite 24 ff. im Monatsbericht von November 2000). Wenngleich die Reaktionen seitens der Politik und die wirtschaftlichen Aussichten von Land zu Land variierten, wurden die durchschnittlichen Realzinsen im Eurogebiet zu Beginn der Siebzigerjahre negativ und blieben es auch über weite Teile des Jahrzehnts, da die Inflationsprognosen nicht zutreffend waren. In dieser Phase waren die Realzinsen in Deutschland generell höher als in anderen Euro-Ländern. Es liegt auf der Hand, dass sich der Anstieg der Ölpreise unmittelbar auf die Teuerung auswirkte. Deutlich wird allerdings auch, dass es ohne die akkommodierende makroökonomische Politik und die daraus resultierenden höheren Inflationserwartungen nicht zu einem Prozess anhaltender Inflation gekommen wäre, denn über die ganz kurze Sicht hinaus schlugen die Ölpreise nur durch Zweitrundeneffekte über die nationale Lohnbildung und Preissetzung auf die Inflation durch, wobei diese Effekte durch eine reichliche Liquiditätsausstattung ermöglicht werden.

Der zweite Ölpreisschock Ende der Siebzigerjahre führte nicht zu einem so starken Rückgang der Realzinsen wie der erste. Dies war unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Löhne im Euroraum angesichts eines sehr verhaltenen Wachstums im Schnitt nicht so sehr anstiegen wie in den frühen Siebzigerjahren. Tatsächlich sanken die Reallöhne in der Zeit von 1979 bis 1981 sogar. Die Haushaltsdefizite weiteten sich jedoch mehr und mehr aus, und in einigen Ländern reagierte die Geldpolitik anfangs nicht in ausreichendem Maße. Dennoch stiegen die Nominalzinsen im Durchschnitt auf einen so hohen historischen Stand, dass sich die Realzinsen trotz der gestiegenen Inflation in den Jahren 1979 bis 1981 erhöhten.

Zu Beginn der Achtzigerjahre verfolgten die geldpolitischen Entscheidungsträger in vielen Euro-Ländern eine auf Desinflation ausgerichtete Politik, die zu dem Rückgang des Verbraucherpreisanstiegs in diesem Jahrzehnt und darüber hinaus beitrug. Die Realzinsen stiegen bis in die frühen Neunzigerjahre kontinuierlich an. In Deutschland war dieser Prozess allerdings weniger stark ausgeprägt, da dort eine deutlich geringere Desinflation erforderlich war. Unter dem Strich forderte die Notwendigkeit, die Inflationserwartungen zurückzuschrauben und die Preisstabilität nach den Erfahrungen zu Beginn der Siebzigerjahre wiederherzustellen, einen hohen Tribut in Bezug auf Wachstum und Beschäftigung, und das Wachstum des realen BIP blieb bis Mitte der Achtzigerjahre recht verhalten. Die hohen wirtschaftlichen Kosten, die für die Bekämpfung der Inflation zu zahlen waren, nachdem sich diese erst einmal auf hohem Niveau verfestigt hatte, bestärkten später alle Wirtschaftsakteure darin, sich einer mehr stabilitätsorientierten Politik zuzuwenden.

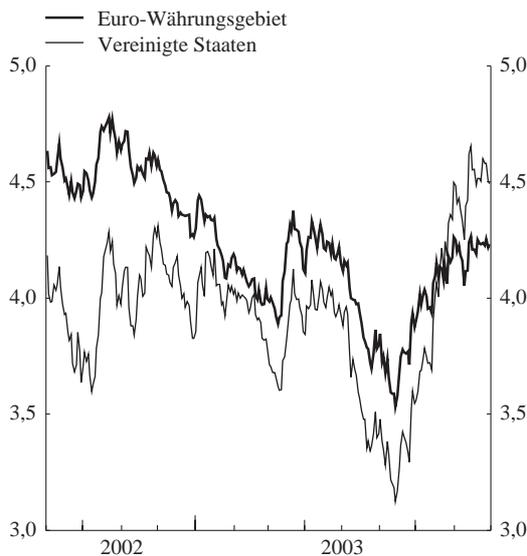
### **Stabilisierung der Renditen langfristiger Staatsanleihen im August**

Nachdem Mitte Juni ein Wiederanstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen eingesetzt hatte, stabilisierten sich diese im August und Anfang September in einem Marktumfeld, das von optimistischeren Wachstumserwartungen für die Weltwirtschaft geprägt war. Am 3. September lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet bei

4,6 % bzw. 4,4 %. Gegenüber dem Tiefstand vom 13. Juni entspricht dies einem Anstieg um etwa 140 Basispunkte für die USA bzw. um 90 Basispunkte für das Eurogebiet (siehe Abbildung 20). Infolge dieses seit Mitte Juni stärkeren Anstiegs der US-Anleiherenditen kehrte sich die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum erstmals seit Anfang April 2002 ins Positive und lag am 3. September bei 20 Basispunkten.

**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 nächstliegende Laufzeit.

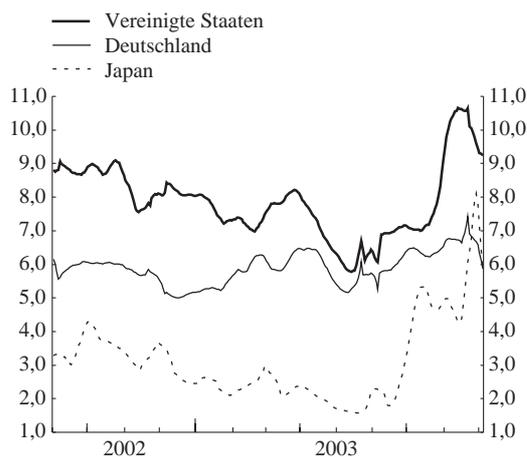
Der signifikante Anstieg der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen seit Mitte Juni dürfte überwiegend darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmer ihre Wachstums- wie auch Inflationserwartungen nach oben korrigiert haben. Die optimistischere Einschätzung der Investoren in Bezug auf die Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten spiegelte sich in einer Zunahme der realen Renditen zehnjähriger indexierter Staatsanleihen um rund 80 Basispunkte zwischen Mitte Juni und dem 3. September wider. Trotz der sehr ausgeprägten Steigerung lag das Niveau der realen Renditen mit 2,1 % am 3. September noch unter den auf Umfragen basierenden Konsenserwartungen zum künftigen langfristigen BIP-Wachstum. Der gegenüber den Renditen indexierter US-Anleihen stärkere Renditeanstieg der nominalen Anleihen im Zehnjahresbereich spiegelte sich in der (aus der Differenz zwischen diesen beiden Renditen abgeleiteten) gleichfalls anwachsenden Breakeven-Inflationsrate wider,

die von Mitte Juni bis zum 3. September um etwa 70 Basispunkte auf rund 2,2 % zunahm.

Im Gefolge dieser in jüngster Zeit sehr dynamischen Entwicklung des Renditeniveaus der Anleihen stellte sich bei den Marktteilnehmern eine etwas höhere Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Renditetrends auf dem US-Anleihemarkt ein. Dies schlug sich in einer Zunahme des gleitenden Zehntagesdurchschnitts der impliziten Volatilität von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen um 2,3 Prozentpunkte in der Zeit von Mitte Juni bis zum 3. September nieder (siehe Abbildung 21). Zuletzt betrug der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Anleihevolatilität 9,2 % und lag damit rund 1,4 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der beiden vergangenen Jahre.

**Abbildung 21**  
**Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen, zehnjährige US-Schatzanleihen und zehnjährige japanische Staatsanleihen**

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



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität leitet sich aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt ab, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf ersetzt 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 darauffolgenden Kontrakt.

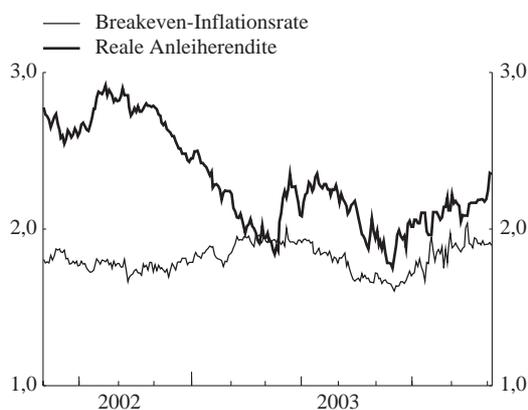
In Japan erreichten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Mai historische Tiefstände. Seither haben sie indes wieder kräftig angezogen: Zwischen Ende Juli und dem 3. September stiegen sie um rund 70 Basispunkte auf zuletzt 1,6 %, ihren höchsten Stand seit Anfang 2002. Dazu trugen zum einen Portfolioumschichtungen aus dem Anleihe- in den Aktienmarkt bei, an dem die Kurse in den letzten Monaten kräftige Zugewinne verbuchten, und zum anderen einige auf eine konjunkturelle Belebung hindeutende Datenveröffentlichungen. Dieser jüngste Aufwärtstrend bei den Anleiherenditen nahm auch deutlich Einfluss auf die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern. Am 3. September belief sich der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt auf annähernd 5,8 %; im Schnitt der beiden vergangenen Jahre lag diese Messgröße für die Unsicherheit am Anleihemarkt bei 2,6 % (siehe Abbildung 21).

Auch im Euroraum zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen ab Mitte Juni nach ihrem Abwärtstrend im früheren Jahresverlauf wieder an. Der Anstieg war jedoch nicht so ausgeprägt wie in den Vereinigten Staaten – wahrscheinlich aufgrund der Tatsache, dass die für den Euroraum veröffentlichten Wirtschaftsdaten von den Marktteilnehmern als uneinheitlicher interpretiert wurden. Dennoch spiegelte das gestiegene Renditeniveau der Anleihen im Euro-Währungsgebiet eine gewisse Aufwärtskorrektur der künftigen Wachstums- und Inflationserwartungen der Marktteilnehmer wider. Die positivere Einschätzung des künftigen Konjunkturverlaufs zeigte sich in der Entwicklung der Renditen zehnjähriger indexgebundener (an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelter) Anleihen, die von Mitte Juni bis zum 3. September um rund 70 Basispunkte stiegen. Ein weiterer Beleg für die optimistischere Beurteilung war der in den vergangenen Monaten zu verzeichnende steilere Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld bei den kurz- und mittelfristigen Laufzeiten (siehe Abbildung 23). Die zuverlässigere Einschätzung der künftigen

## Abbildung 22

### Reale Anleiherendite und Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die realen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer, an den HVPI des Euroraums (ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012 abgeleitet. Das Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wird auf Seite 18 ff. des Monatsberichts vom Februar 2002 dargelegt.

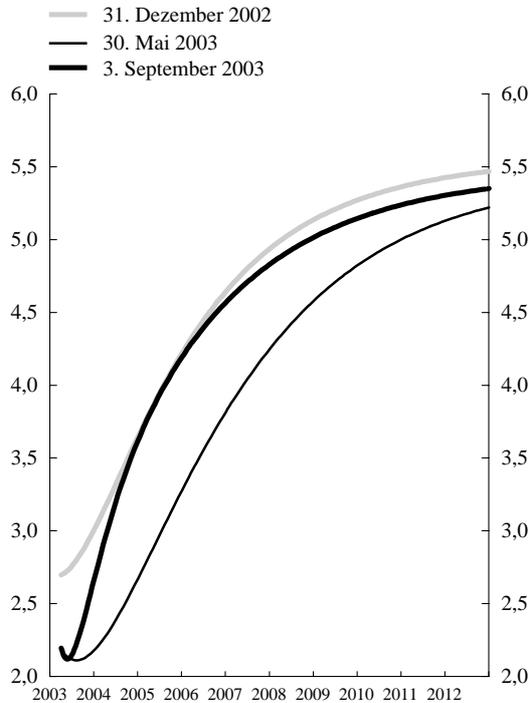
Wirtschaftsentwicklung durch die Anleger trug auch zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet bei. Von Mitte Juni bis zum 3. September nahm die Breakeven-Inflationsrate, gemessen als Differenz zwischen nominalen und indexierten Anleiherenditen im Zehnjahresbereich, um insgesamt rund 30 Basispunkte zu. Darin hatten überwiegend die veränderten Inflationserwartungen bei den kürzeren Laufzeiten ihren Niederschlag gefunden (siehe Kasten 4 „Ableitung von Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet aus inflationsindexierten Swaps“).

Die Unsicherheit am Anleihemarkt im Euroraum, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige Bundesanleihen, stieg von Mitte Juni bis zum 3. September leicht an (siehe Abbildung 21). An letzterem Datum lag der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt mit 5,9 % rund 0,3 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der beiden vergangenen Jahre.

### Abbildung 23

#### Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

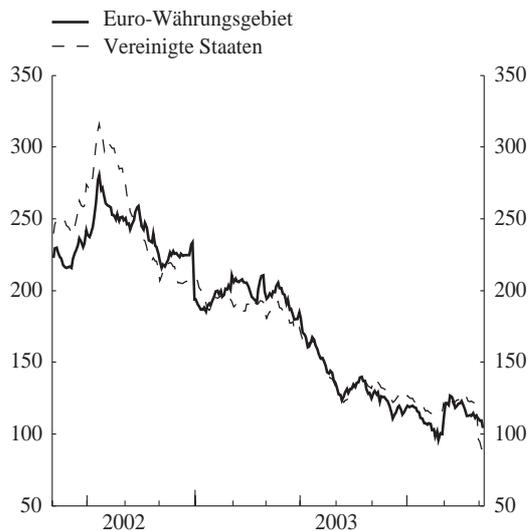
Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht vom Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

Die Renditen langfristiger Unternehmensanleihen folgten in den vergangenen Monaten dem Trend bei den Staatsanleihen. So stiegen die Renditen der Anleihen von Unternehmen mit einem BBB-Rating im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten zwischen Mitte Juni

### 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 von Unternehmensanleihen werden als Differenz zwischen den Renditen sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen und den Renditen sieben- bis zehnjähriger Staatsanleihen berechnet.

und dem 3. September um 80 bzw. 120 Basispunkte an. Die relativen Finanzierungskosten gemessen an der Renditedifferenz zwischen von Unternehmen mit BBB-Rating emittierten Anleihen und Staatsanleihen im Euroraum lagen am 3. September bei 100 Basispunkten. Dies ist der niedrigste Stand seit Anfang 2002 und legt den Schluss nahe, dass sich die Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen im Eurogebiet in den letzten Monaten bedeutend verbessert haben (siehe Abbildung 24).

#### Kasten 4

##### Ableitung von Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet aus inflationsindexierten Swaps

Bisher waren die gängigsten Finanzmarktindikatoren für die Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet Breakeven-Inflationsraten, die sich aus der Renditedifferenz zwischen von der französischen Regierung begebenen nominalen und (an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelten) indexgebundenen Anleihen mit vergleichbaren Laufzeiten errechnen. In diesem Kasten werden neue finanzielle Messgrößen für die Inflationserwartungen im Eurogebiet beschrieben, die aus inflationsindexierten Swaps abgeleitet werden. Ferner wird untersucht, welche Änderungen der Inflationserwartungen im Euroraum seit Jahresbeginn 2003 diese neuen Messgrößen signalisieren. Der größte Vorteil der Verwendung von inflationsindexierten Swaps zur Beobachtung der Entwicklung der Inflationserwartungen liegt darin, dass diese – insbesondere bei den kurzen und mittleren Fälligkeiten – ein größeres Laufzeitenspektrum als vergleichbare Anleihen aufweisen; daher sind sie bei der Beobachtung der Inflationserwartungen hilfreich.

Bei einer Swap-Vereinbarung mit inflationsindexierten Swaps verpflichtet sich Anleger A gegenüber Anleger B, Zahlungen in fester Höhe gegen an die Inflationsrate gebundene Zahlungen zu leisten. Die Zahlungen können bei Fälligkeit des Swaps (inflationsindexierter Nullkupon-Swap) oder alljährlich während der Laufzeit des Swaps (inflationsindexierte Swaps mit mehrfacher Zahlung) erfolgen. Aus einem inflationsindexierten Nullkupon-Swap lässt sich ein Indikator für die durchschnittlichen Inflationserwartungen während der Laufzeit des Swaps gewinnen.

Die zugrunde liegenden Inflationsindizes, die für die am häufigsten gehandelten Swaps dieser Art verwendet werden, sind der HVPI für das Eurogebiet und der französische Verbraucherpreisindex (jeweils ohne Tabakwaren). Diese beiden Indizes werden auch von der *Agence France Trésor* für ihre inflationsindexierten Anleihen, welche bei der Preisgestaltung von inflationsindexierten Swaps und zur Absicherung von Positionen am Markt für inflationsindexierte Swaps herangezogen werden, verwendet.

Im Jahr 2002 war eine starke Expansion des Marktes für inflationsindexierte Swaps zu beobachten. Unternehmen, deren Einnahmen an die Inflationsrate gekoppelt sind (einschließlich Versorgungs- und Einzelhandelsunternehmen), bedienen sich dieses Marktes, um sich gegen das Risiko einer niedrigen Teuerungsrate abzusichern, während Unternehmen mit an die Preissteigerungsrate gebundenen Zahlungsverpflichtungen (z. B. Pensionskassen und Lebensversicherer) Hedging-Geschäfte gegen das Risiko einer hohen Inflationsrate abschlossen.

Wie die Breakeven-Inflationsraten bilden auch die aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Messgrößen für die Inflationserwartungen die erwartete Teuerung nur unvollkommen ab. Vor allem sind sie durch eine Inflationsrisikoprämie wie auch durch eine Liquiditätsprämie einseitig ausgerichtet.<sup>1</sup> Darüber hinaus enthalten sie auch eine Prämie für das Gegenparteiisiko. Allerdings wird dieses Risiko in der Regel durch Sicherheiten abgemildert.

Unter Berücksichtigung der Unzulänglichkeiten der verschiedenen Messgrößen liefern die Breakeven-Inflationsrate und die aus inflationsindexierten Swaps abgeleitete Messgröße für die Inflationserwartungen vergleichbare Ergebnisse hinsichtlich der erwarteten Teuerung.<sup>2</sup> Wie in Abbildung A dargestellt, liegen die zehn-

<sup>1</sup> Nähere Einzelheiten sind in dem Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ im Monatsbericht vom Februar 2002 enthalten.

<sup>2</sup> Zum Vergleich von Breakeven-Inflationsraten und aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Inflationserwartungen siehe auch die monatliche Publikation „Linked Inflation“ der französischen Bank CDC IXIS, die hierauf in der Ausgabe vom Juli 2002 näher eingeht.

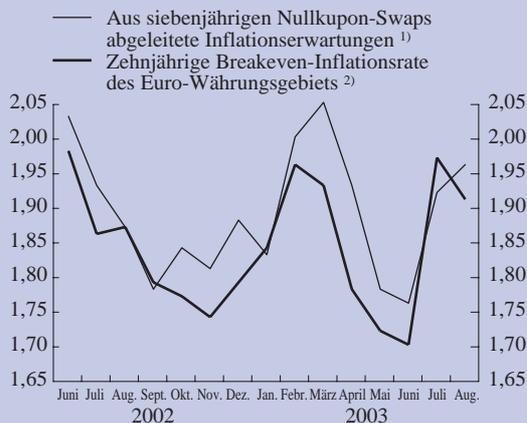
jährige Breakeven-Inflationsrate des Euro-Währungsgebiets und die vergleichbare, auf inflationsindexierten Swaps beruhende Messgröße sehr eng beieinander, wobei Letztere im Jahr 2002 lediglich 5 Basispunkte über der Erstgenannten lag. Allerdings ist man aufgrund der oben genannten Schwachpunkte in jedem Fall besser beraten, wenn man sich bei der Beobachtung des Marktes für inflationsindexierte Swaps wie auch bei den Breakeven-Inflationsraten auf die Veränderungen statt auf die Höhe der aus diesen Swaps abgeleiteten Messgröße für Inflationserwartungen konzentriert.

Wie aus Abbildung B hervorgeht, wiesen die kurzfristigen Inflationserwartungen, die aus inflationsindexierten Swaps abgeleitet werden, erhebliche Schwankungen auf. Im laufenden Jahr schwankten die durchschnittlichen Zweijahres-Inflationserwartungen zwischen 1,58 % und 2,05 %, wobei diese teilweise unter dem Einfluss temporärer Preisschocks, insbesondere bei den Ölpreisen, zu stehen schienen. Dagegen waren die Zehnjahres-Inflationserwartungen stabiler, was den Schluss nahe legt, dass die langfristigen Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verharren, das im Großen und Ganzen mit mittel- bis langfristiger Preisstabilität im Einklang steht.

Zwischen dem Ende März 2003 verzeichneten Höhepunkt der Inflationserwartungen und dem Tiefpunkt Ende Juni 2003 scheinen die Marktteilnehmer ihre Erwartungen für die durchschnittliche Teuerung im kommenden Zweijahreszeitraum um 50 Basispunkte nach unten korrigiert zu haben. Trotz dieser erheblichen Korrekturen und unter Berücksichtigung der verschiedenen oben genannten Einschränkungen ging aus diesen Inflationserwartungen nicht hervor, dass die Anleger im Juni für einen bestimmten Zeithorizont ein nennenswertes Deflationsrisiko eingepreist hätten. Ende August lag die Kurve der Inflationserwartungen nahe bei ihrem Vorjahresstand, wobei die durchschnittlichen Zehnjahres-Inflationserwartungen rund 2 % betragen.

### Abbildung A: Vergleich der aus inflationsindexierten Anleihen und Swaps abgeleiteten Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet

(in % p.a., Monatsendstand)



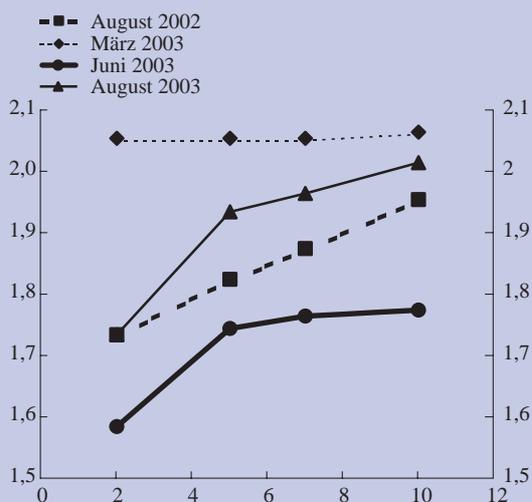
Quellen: CDC IXIS Capital Markets, Reuters und EZB-Berechnungen.

1) Der Siebenjahreszeitraum wurde gewählt, weil er der Laufzeit der Anleihen entspricht, die zur Berechnung der zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten herangezogen werden.

2) Differenz zwischen der nominalen Rendite der französischen nominalen Anleihe, die im Jahr 2012 fällig wird, und der realen Rendite der französischen, an den HVPI im Euro-Währungsgebiet gekoppelten Anleihe, die im Jahr 2012 fällig wird.

### Abbildung B: Entwicklung der aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Inflationserwartungen

(x-Achse: Zeitraum in Jahren; y-Achse: in % p.a., Monatsendstand)



Quellen: CDC IXIS Capital Markets, Reuters und EZB-Berechnungen.

## Aktienmärkte im Aufwind

Die Aktienkurse haben ihren Mitte März einsetzenden Aufwärtstrend fortgesetzt. Dieser Kursaufschwung, der sich parallel zum Wiederanstieg der Anleiherenditen vollzog, dürfte in erster Linie einem zunehmenden Optimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich der Perspektiven für die Weltwirtschaft zuzuschreiben sein. Den Rahmen dafür boten allgemein besser als erwartet ausgefallene Ertragsmeldungen der Unternehmen und Anzeichen einer in Gang gekommenen weltweiten Konjunkturerholung. Die jüngsten Entwicklungen am Aktienmarkt gingen zudem mit einem Rückgang der Unsicherheit – gemessen an der aus Optionen auf die wichtigsten Aktienindizes abgeleiteten impliziten Volatilität – einher, die bis zum 3. September sowohl im Euroraum als auch in den USA auf den niedrigsten Stand im laufenden Jahr gefallen war. Der in den jüngsten Monaten beobachtete Anstieg der Aktienkurse ist besonders bemerkenswert, da die stark gestiegenen Anleiherenditen und somit die Rate, mit der künftige Erträge aus dem Halten

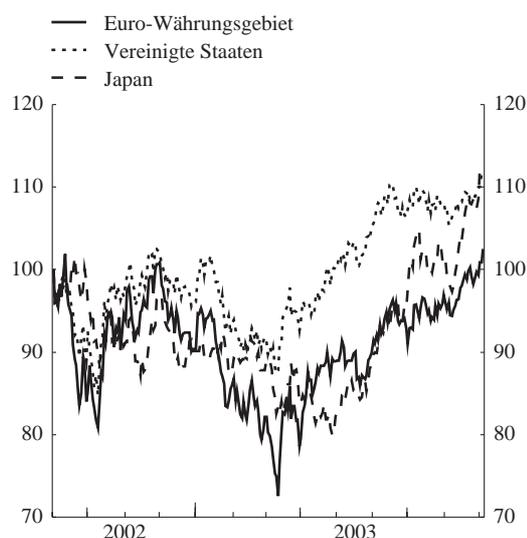
von Aktien diskontiert werden, die Aktienmärkte zugleich einem gewissen Abwärtsdruck aussetzten.

Von Ende Juli bis zum 3. September legten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet – gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index – um 6 % zu. Im selben Zeitraum stiegen die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – gemessen am Standard-& Poor's-500-Index – um 4 %, während der japanische Nikkei 225 um 11 % anzog. Eine etwas längerfristige Betrachtung ergibt, dass die Aktienkurse im Euroraum am 3. September gegenüber Mitte Juni, als sich die Anleiherenditen zu erholen begannen, rund 10 % hinzu gewonnen hatten. In derselben Zeit erhöhten sich die Aktienkurse in den USA und Japan um 4 % bzw. 20 %.

In den Vereinigten Staaten schienen sich die marktbreiten Aktienkursindizes nach den rasanten Kurssteigerungen im Juli und August – vor dem Hintergrund einer nachlassenden Unsicherheit am Aktienmarkt und einer Stimmungsverbesserung unter den Marktteilnehmern mit Blick auf einen sich aufhellenden Konjunkturhorizont – zu stabilisieren. Zudem standen die Aktienmärkte unter dem positiven Einfluss von insgesamt die Erwartungen übertreffenden Unternehmensertragsmeldungen für das zweite Quartal 2003. In den besser als erhofft ausgefallenen Gewinnsteigerungen der Unternehmen spiegelten sich offenbar erfolgreich durchgeführte Kosteneinsparungsmaßnahmen einschließlich des Abbaus von Arbeitskräften wider, da die Einnahmen langsamer stiegen als die Gewinne. Bis zum 3. September war die Unsicherheit, gemessen an der aus Optionen auf den Standard-& Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, auf den niedrigsten Stand seit über einem Jahr gefallen. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität lag bei 17 % und somit deutlich unter den Mitte März verzeichneten Höchstständen, die sich um die 30 %-Marke bewegt hatten, sowie 7 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der beiden vergangenen Jahre. Während sich die marktbreiten Aktienkursindizes in den USA im Juli und August stabili-

### Abbildung 25 Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Index: 1. September 2002 = 100; Tageswerte)

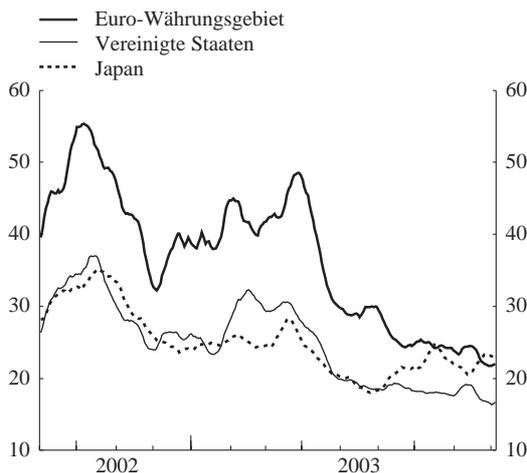


Quelle: Reuters.

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

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

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



Quelle: Bloomberg.

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

sierten, setzte der technologielastige Nasdaq-Composite-Index seinen raschen Anstieg fort. Am 3. September hatte er 14 % gegenüber Mitte Juni und 39 % gegenüber dem Jahresbeginn hinzugewonnen.

In Japan legten die Aktienkurse in den vergangenen Monaten vor dem Hintergrund deutlich verbesserter Konjunkturdaten und Unternehmensgewinne eine starke Aufwärtsdynamik an den Tag. Insbesondere die günstiger als erwartet ausgefallenen Zahlen für das BIP-Wachstum im zweiten Quartal wirkten im August als Katalysator für die Aktienkursentwicklung, da sie bezüglich der allgemeinen Unternehmensaussichten einen Wandel in der Einschätzung der Marktteilnehmer herbeiführten. Mit dem starken Anstieg der Aktienkurse in den jüngsten Monaten nahm auch die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt etwas zu; gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten

Volatilität betrug sie am 3. September rund 23 % und lag damit 5 Prozentpunkte unter ihrem Durchschnitt der letzten beiden Jahre.

Im Euro-Währungsgebiet stiegen die Aktienkurse in den letzten Monaten weiter an. Die positive Entwicklung an den Aktienmärkten entsprang offensichtlich überwiegend einer rückläufigen Aktienrisikoprämie sowie steigenden Erwartungen am Markt, dass sich im zweiten Halbjahr allmählich eine konjunkturelle Erholung einstellen werde. Darüber hinaus wurden die Aktienkurse im Euroraum durch Umfrageergebnisse beflügelt, die auf eine Aufhellung des Geschäftsklimas im Euroraum hindeuteten, sowie durch Datenveröffentlichungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Ferner könnte die jüngste Abschwächung des Euro als eine Verbesserung der Aussichten exportorientierter Unternehmen im Euroraum gewertet worden sein und somit den Aktienkursen weiteren Auftrieb verliehen haben. Wie auch in den Vereinigten Staaten bewegte sich die Unsicherheit im Euroraum (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität) Anfang September in der Nähe ihres bisherigen Jahrestiefs. So betrug die implizite Volatilität am 3. September 22 % und lag damit wesentlich unter dem noch im Februar/März dieses Jahres gemessenen Wert von 50 % sowie in etwa 12 Prozentpunkte unter ihrem Zweijahresdurchschnitt.

Die jüngsten Aktienkursgewinne im Euro-Währungsgebiet waren relativ breit über die meisten Wirtschaftssektoren hinweg gestreut (siehe Tabelle 6). Tatsächlich wies nur der Gesundheitssektor in den letzten beiden Monaten angesichts schwacher Quartalsergebnisse eine insgesamt rückläufige Entwicklung auf. Positiv zu bewerten ist, dass stärker konjunkturabhängige Aktienwerte, wie z. B. aus dem Grundstoffsektor, dem zyklischen Konsumgüterbereich und der Industrie, sich im Juli und August recht günstig entwickelten, was auf das Konto unerwartet guter Quartalsergebnisse sowie des am Markt

vorherrschenden Eindrucks einer sich abzeichnenden konjunkturellen Besserung ging. Darüber hinaus hatten auch die Aktienkurse der Energieversorger im August üppige Zugewinne vorzuweisen, worin sich die nach oben korrigierten Schätzungen für den weltweiten

Ölverbrauch im Berichtsjahr sowie die höheren Ölpreise niederschlugen. Schließlich legten ähnlich wie in den Vereinigten Staaten auch die Kurse technologieorientierter Aktienwerte in den vergangenen beiden Monaten kräftig zu.

**Tabelle 6**

**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>Branchenanteil an der Marktkapitalisierung</b> (Stand am Ende des Berichtszeitraums)	5,1	11,1	9,8	10,8	28,5	10,1	6,6	5,7	8,1	4,2	100,0
<b>Kursveränderung</b> (Stand am Ende des Berichtszeitraums)											
2002 Q2	-6,4	-17,1	-7,6	-8,5	-13,8	-14,4	-11,4	-36,3	-33,9	-7,8	-16,5
2002 Q3	-28,8	-29,3	-18,0	-21,0	-36,7	-22,7	-27,8	-35,6	-11,7	-23,8	-28,2
2002 Q4	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
2003 Q1	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-11,8
2003 Q2	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
Juli	9,6	3,7	0,8	-2,5	6,1	-3,2	7,6	4,2	-0,1	0,7	3,1
August	2,9	7,7	5,5	6,9	0,0	-2,0	3,3	8,5	2,2	0,9	2,6
Ende Juni bis 3. Sept. 2003	12,8	11,7	6,3	4,2	6,1	-5,2	11,1	13,0	2,1	1,6	5,7
<b>Volatilität</b> (Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)											
2002 Q2	16,4	24,9	14,5	23,6	22,2	27,5	14,5	44,3	36,3	17,2	20,9
2002 Q3	38,4	46,0	32,2	46,5	51,2	49,5	28,0	59,7	48,0	39,7	43,4
2002 Q4	34,2	40,7	20,8	31,1	44,3	30,6	28,8	61,1	35,7	29,8	34,9
2003 Q1	37,2	37,8	29,3	32,1	40,3	36,5	25,6	44,9	35,0	33,3	33,8
2003 Q2	25,3	28,5	19,9	22,2	25,8	24,3	17,6	34,3	21,3	20,4	32,2
Juli	29,3	22,2	13,6	20,5	23,0	19,9	17,4	41,2	16,7	16,1	30,3
August	20,0	15,1	11,8	19,4	14,1	15,4	10,3	25,8	12,6	13,1	30,0
Ende Juni bis 3. Sept. 2003	24,7	18,9	12,6	19,5	19,6	18,6	14,6	34,3	14,7	14,4	23,2

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

Anmerkungen: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate hochgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexveränderungen innerhalb des Berichtszeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.

## 2 Preisentwicklung

### HVPI-Inflation Schätzungen zufolge im August 2003 gestiegen

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge erhöhte sich die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet von 1,9 % im Juli auf 2,1 % im August 2003 (siehe Tabelle 7). Allerdings ist diese Vorausschätzung wie üblich mit einer gewissen Unsicherheit behaftet. Zwar liegen für August noch keine detaillierten Angaben zum HVPI vor, doch dürfte der Anstieg der HVPI-Inflation durch den beschleunigten Energiepreisauftrieb bedingt sein, der sowohl auf die jüngste Abwertung des Euro als auch auf höhere in US-Dollar notierte Ölpreise zurückzuführen war. Es gab auch einige Anzeichen dafür, dass die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel trotz des außergewöhnlich

heißen, trockenen Sommers im August nicht drastisch gestiegen sind. Allerdings besteht nach wie vor das Risiko, dass die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in den nächsten Monaten erheblich ansteigen könnten.

Im Juli 2003 ging die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet auf 1,9 % zurück, verglichen mit 2,0 % im Juni. Dies spiegelte vor allem den Rückgang der Jahreswachstumsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie wider. Diese Rate war im Juli ebenfalls auf 1,9 % gegenüber 2,0 % im Vormonat gesunken.

Im Juli stieg die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel leicht auf 2,8 % an, nachdem sie im Juni noch 2,6 % betragen hatte (siehe Abbildung 27). Dies war

**Tabelle 7**

### Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 März	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	2,0	2,4	2,1	1,9	2,0	1,9	2,1
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	1,5	2,2	1,5	1,4	1,6	1,6	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,1	2,3	2,3	2,0	2,6	2,3	2,4	2,5	3,0	3,0	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,9	3,1	2,9	2,7	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	1,4	1,7	0,2	1,6	0,8	1,0	1,2	2,6	2,8	.
Industrieerzeugnisse	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	1,0	2,2	1,1	0,9	1,0	0,9	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	.
Energie	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	1,5	7,5	2,2	0,6	1,6	1,8	.
Dienstleistungen	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	2,6	2,9	2,5	2,5	2,4	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	1,5	2,4	1,7	1,3	1,4	1,3	.
Lohnstückkosten	1,3	2,6	2,1	1,8	1,4	1,8	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,1	0,4	0,7	1,1	0,9	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	3,3	3,7	3,5	3,7	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	27,2	22,9	21,9	23,3	25,0	26,5
Rohstoffpreise (€)	20,4	-8,1	-0,9	1,1	5,6	-3,2	-7,9	-6,4	-6,2	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2

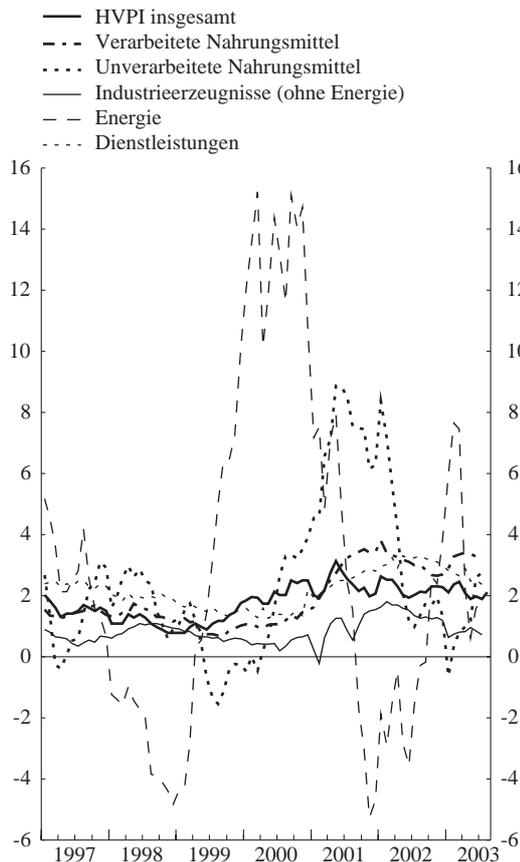
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

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. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im August 2003 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

**Abbildung 27**  
**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.

auf die Aufwärtsbewegung der Jahreswachstumsraten der Preise für Obst und Fleisch zurückzuführen, welche teilweise durch das Absinken der Rate der Gemüsepreise ausgeglichen wurde. Die höhere Jahreswachstumsrate der Obstpreise mag zwar teilweise auf das heiße, trockene Wetter der jüngsten Zeit zurückzuführen sein, aber diese Witterungsbedingungen haben im Vorjahresvergleich im Juli nicht zu einem deutlichen Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel insgesamt geführt.

Die Jahresteuersrate der Energiepreise legte von 1,6 % im Juni auf 1,8 % im Juli leicht zu. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf den seit Mitte Mai beobachteten Anstieg der

auf Euro lautenden Ölpreise zurückzuführen, der sowohl durch die höheren in US-Dollar notierten Ölpreise als auch die jüngste Abwertung des Euro verursacht wurde.

Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie ermäßigte sich im Juli um 0,1 Prozentpunkte auf 1,9 %. Diese Verringerung zeigte sich zwar in allen wichtigen Teilkomponenten des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, spiegelte aber nicht einen zugrunde liegenden schwächeren Preisdruck wider, sondern war vielmehr das Ergebnis einer Abwärtsentwicklung bei den volatilen Komponenten, insbesondere bei Bekleidung und Pauschalreisen. Die Jahresteuersrate für verarbeitete Nahrungsmittel ging im Juli um 0,1 Prozentpunkte auf 3,2 % zurück. Der Vorjahrsabstand der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie fiel um 0,1 Prozentpunkte auf 0,7 %. Dieser Rückgang steht vor allem im Zusammenhang mit einer ungewöhnlichen saisonbedingten Senkung der Bekleidungspreise im Rahmen des Sommerchlussverkaufs 2003.

Die Teuerungsrate der Dienstleistungspreise ging im Juli ebenfalls zurück, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 2,4 %, hauptsächlich bedingt durch den drastischen Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Pauschalreisen. Da der Anstieg der Preise für Pauschalreisen im Juli 2003 im Vergleich zum Vormonat deutlich unter der für diesen Monat normalerweise verzeichneten Durchschnittsrate lag, könnte dieses Absinken mit einer möglichen zeitlichen Verlagerung des Sommerurlaubs in Verbindung stehen. Blickt man etwas weiter zurück, so ist die Jahreswachstumsrate der Dienstleistungspreise seit dem dritten Quartal 2002 rückläufig. Dies dürfte auf das Nachlassen vergangener Preissteigerungen zurückzuführen sein. Diese Steigerungen waren insbesondere das Ergebnis des Effekts der Euro-Bargeldumstellung und vergangener Ölpreissteigerungen, wobei sich Letztere vor allem auf die Transportkosten auswirkten. Das leicht verlangsamte Lohnwachstum im Zusammenhang mit der anhaltenden Wirtschaftsschwäche mag ebenfalls

zur Verminderung der Teuerung der Dienstleistungspreise beigetragen haben.

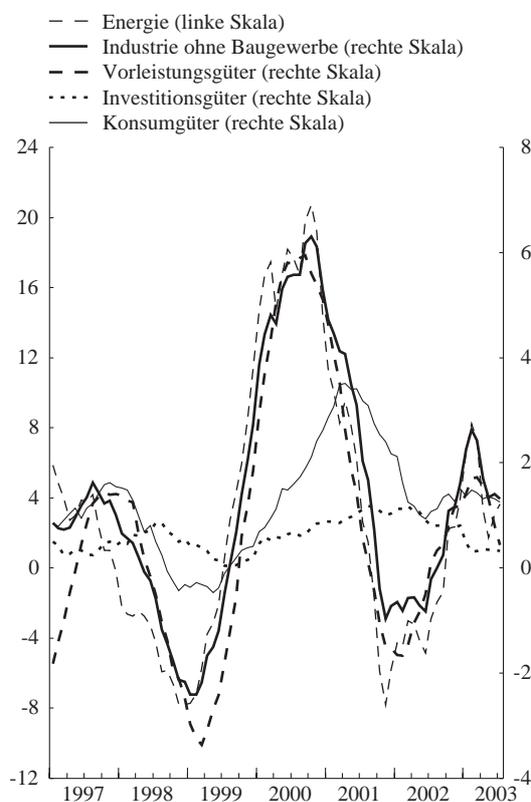
### Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Juli rückläufig

Die Jahresrate der industriellen Erzeugerpreise im Eurogebiet ging im Juli 2003 auf 1,3 % zurück, nach 1,4 % im Juni (siehe Abbildung 28), wohinter sich gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten verbargen. Insgesamt gesehen deuten die jüngsten Daten auf eine Fortsetzung des moderaten Preisdrucks auf der Erzeugerstufe hin.

Unter den einzelnen Komponenten der industriellen Erzeugerpreise erhöhte sich die

### Abbildung 28 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

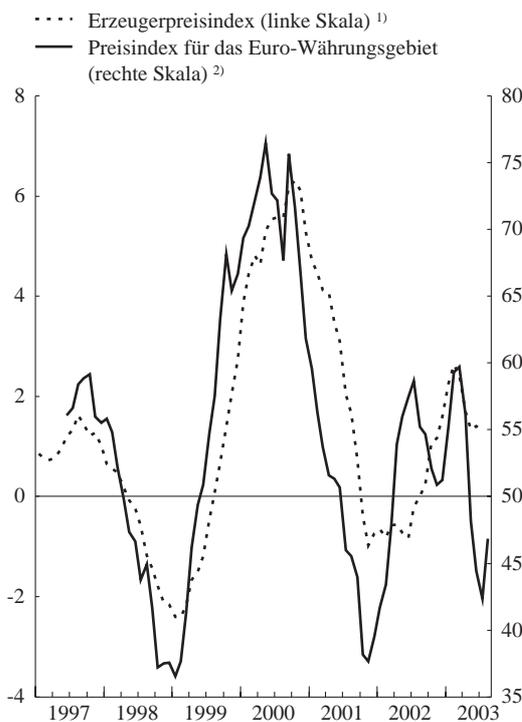


Quelle: Eurostat.

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

### Abbildung 29 Erzeugerpreise insgesamt und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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. In den Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Jahresänderungsrate der Energiepreise im Juli 2003 auf 3,6 %, verglichen mit 3,1 % im Juni. Dies ist auf den im Juli verzeichneten Anstieg der Energiepreise gegenüber dem Vormonat in Höhe von 0,7 % zurückzuführen, als Folge der seit Mitte Mai beobachteten Steigerung der Ölpreise. Die Jahresrate der Preise für Vorleistungsgüter ging im Juli um 0,4 Prozentpunkte auf 0,4 % zurück. Dies rührt sowohl von einem Basiseffekt her als auch von einer starken Verminderung der Vorleistungsgüterpreise im Vergleich zum Vormonat, die wohl auf ein verzögertes Durchschlagen der in der Vergangenheit niedrigeren Importpreise zurückzuführen ist. Die Jahresteuersrate der Preise für Investitionsgüter ermäßigte sich im Juli um 0,1 Prozentpunkte auf 0,3 %.

Die Vorjahrsrate der Konsumgüterpreise lag unverändert bei 1,3 % und bewegte sich somit im vierten Monat in Folge um dieses Niveau herum, was auf einen moderaten zugrunde liegenden Druck auf die Verbraucherpreise schließen lässt. Aufgrund dieser Entwicklung ging die Jahresänderungsrate der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie im Juli weiter zurück, und zwar um 0,3 Prozentpunkte auf 0,6 %.

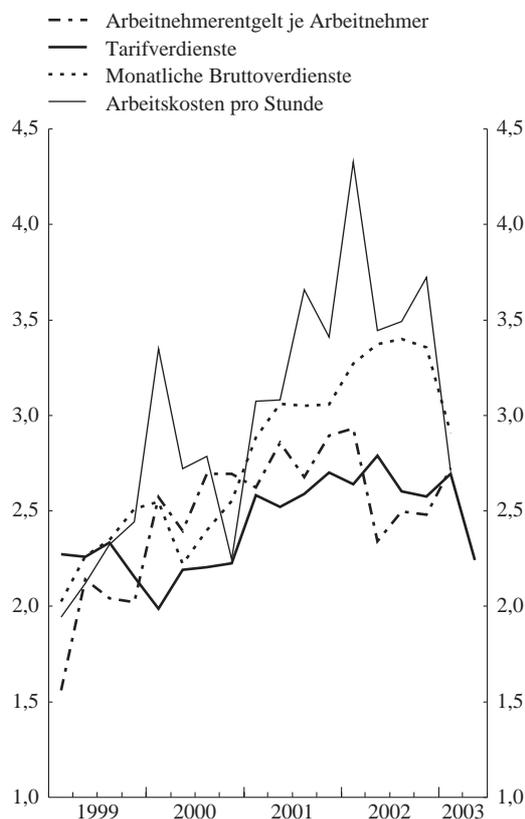
Betrachtet man die Entwicklung über den Monat Juli hinaus, so lag der aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index gewonnene Preisindex für das verarbeitende Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet im August 2003 immer noch unter dem Schwellenwert von 50 (siehe Abbildung 29); dieser Index war, nachdem er vier Monate in Folge Rückgänge zu verzeichnen hatte, von 42,3 im Juli auf 46,9 im August gestiegen. Dies deutet auf einen fortgesetzten, allerdings moderateren Rückgang der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe hin. Das langsamere Absinken der durchschnittlichen Vorleistungspreise spiegelte teilweise höhere Importpreise aufgrund der jüngsten Abwertung des Euro und des Anstiegs der in US-Dollar notierten Ölpreise wider.

### Einige Anhaltspunkte für niedrigeres Lohnwachstum im zweiten Quartal 2003

Für das zweite Quartal 2003 sind lediglich Angaben zu den Tariflöhnen verfügbar. Diese weisen einen drastischen Rückgang der Jahreswachstumsrate auf 2,2 % gegenüber 2,7 % im ersten Quartal dieses Jahres auf (siehe Abbildung 30). Diese deutliche Verringerung sollte mit großer Vorsicht interpretiert werden, da sie vor allem auf zeitlich begrenzte Effekte in Deutschland zurückzuführen ist. Erstens wurde das Wachstum der Tariflöhne im ersten Quartal durch die Zahlung einer vereinbarten einmaligen Pauschale beschleunigt. Zweitens stand die Verlangsamung des Wachstums der Tariflöhne im zweiten Quartal mit einem starken Basiseffekt im Zusammenhang, der auf die im gleichen Vorjahresquartal zu verzeichnenden deutlichen Lohn-

### Abbildung 30 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

steigerungen zurückzuführen war. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren sind die Tariflöhne im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2003 moderat angewachsen. Dadurch wird die frühere Einschätzung bestätigt, dass sich das Wachstum der Arbeitskosten im Lauf des Jahres 2002 abflachte und seither weitgehend stabil blieb.

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer stieg im ersten Quartal 2003 im Vorjahresvergleich um 2,7 % und war somit um 0,2 Prozentpunkte höher als im dritten und vierten Quartal 2002. Allerdings sollte dieser Anstieg angesichts der üblichen Volatilität dieser Komponente nicht als Hinweis auf wachsenden Lohndruck gedeutet werden. Diese Einschätzung wird durch andere Indikatoren gestützt. Insbesondere die Arbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe

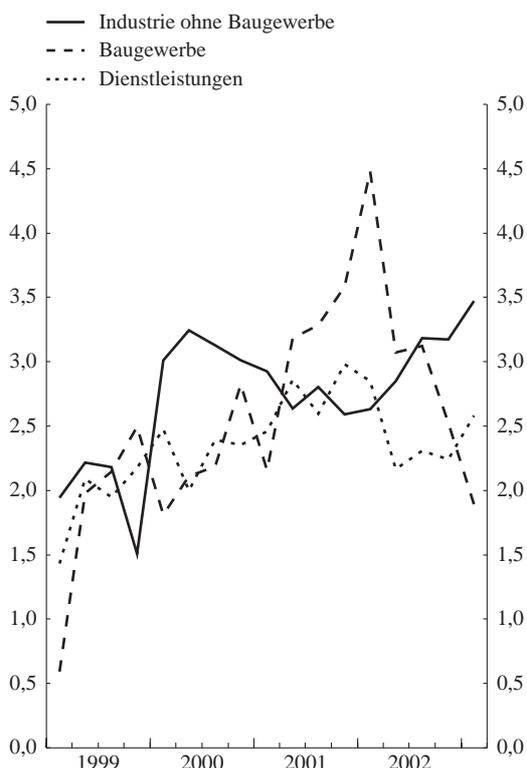
weisen – auch wenn sie statistischen Mängeln unterliegen – auf ein vermindertes Wachstum der Arbeitskosten im ersten Quartal 2003 hin.

Sektorenspezifische Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer liegen derzeit für das erste Quartal 2003 vor (siehe Abbildung 31). Hinter dem Anstieg der Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer insgesamt im ersten Quartal verbargen sich unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Sektoren, wobei das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts im Baugewerbe zurückging und in der Industrie und im Dienstleistungsgewerbe anstieg. Längerfristig betrachtet lag das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Dienstleistungssektor im ersten Quartal des laufenden Jahres mit 2,5 % nahe beim Durchschnitt für 2002 und blieb damit unter den relativ hohen Wachstumsraten für 2001.

### Abbildung 31

#### Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Nach einer starken Abwärtsbewegung im Jahresverlauf 2002 nahm das Wachstum der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2003 um 0,4 Prozentpunkte auf 1,8 % zu; hierfür waren sowohl das erhöhte Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als auch die konjunkturbedingt verlangsamte Zunahme der Arbeitsproduktivität verantwortlich. Die Erhöhung der Lohnstückkosten im Vorjahresvergleich im ersten Quartal bleibt aber deutlich unter der durchschnittlichen Wachstumsrate der Jahre 2001 und 2002.

#### Teuerung nach dem HVPI dürfte im weiteren Jahresverlauf um einen Wert von rund 2 % schwanken

Wie in Kasten 5 erläutert, kann auf kurze Sicht ein gewisses Maß an Volatilität der HVPI-Inflation von einer Reihe von Faktoren herühren, einschließlich einiger im HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) berücksichtigter Waren oder Dienstleistungen. Zwar deuten die jüngste Ölpreisentwicklung sowie die ungünstigen Witterungsbedingungen und die in einigen Ländern kürzlich angekündigten Steuererhöhungen kurzfristig auf einen gewissen Preisauftrieb hin, doch ändert dies nichts an dem allgemeinen Eindruck, dass die jährliche HVPI-Inflationsrate im restlichen Jahresverlauf um einen Wert von rund 2 % oder leicht darüber schwanken wird. Im kommenden Jahr dürften die Jahresteuersenkungen unter 2 % sinken und sich auf einem Niveau einpendeln, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Diese Erwartung beruht auf der Annahme einer moderaten Lohnentwicklung vor dem Hintergrund einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung. Trotz des in jüngster Zeit beobachteten Wechselkursrückgangs dürfte sich darüber hinaus die in den vergangenen anderthalb Jahren verzeichnete kräftige Aufwertung des Euro weiterhin mit zeitlicher Verzögerung dämpfend auf den Preisauftrieb auswirken. Längerfristig betrachtet scheinen die Inflationserwartungen für den Euroraum fest auf einem Niveau unterhalb von, jedoch nahe bei 2 % verankert zu sein.

## Kasten 5

### Ursachen der kurzfristigen Volatilität der Teuerung nach dem HVPI

Auf kurze Sicht dürfte die Teuerung nach dem HVPI leicht erratisch verlaufen. Dies ist im Wesentlichen auf die innere Volatilität der Preise einiger Komponenten des Waren- und Dienstleistungskorbs zurückzuführen. In diesem Kasten sollen die Ursachen für die in nächster Zeit zu erwartende Volatilität der Teuerung nach dem HVPI erläutert und veranschaulicht werden.

#### Allgemeine Ursachen der Volatilität der Inflation

Der Begriff Volatilität ist allgemein recht vage und nur schwer abzugrenzen. In diesem Kasten wird die Volatilität der Inflation als kurzfristige Veränderungen der Jahresteuerrate im Zeitverlauf definiert, wobei diese Veränderungen nicht auf zugrunde liegenden Trends beruhen. Da der Schwerpunkt der Analyse auf den Jahresteuerraten liegt, ist hervorzuheben, dass die Änderung der Jahreswachstumsrate der Preise im Monatsvergleich sowohl von der jüngsten monatlichen Veränderung als auch von der monatlichen Veränderung vor Jahresfrist (dem so genannten Basiseffekt) abhängt. Daher können Basiseffekte zwar nicht als eigenständige Ursache für Volatilität angesehen werden, aber umgekehrt führt Volatilität zu Basiseffekten.

Inflationsvolatilität kann mehrere Ursachen haben: 1) *unregelmäßige Saisonfiguren* – die Preise für einige Komponenten, wie frische Nahrungsmittel oder Pauschalreisen, weisen im Jahresverlauf ein deutliches und recht regelmäßiges saisonales Muster auf, das die Jahresänderungsrate nicht beeinflusst. Allerdings werden unregelmäßige Saisonfiguren – im Zusammenhang mit Witterungsfaktoren bei den Nahrungsmittelpreisen bzw. mit Urlaubszeiten bei den Preisen für Pauschalreisen – nicht durch die Jahresänderungsraten geglättet; 2) *Volatilität auf den Rohstoffmärkten*, die mit Veränderungen von und Unsicherheit bezüglich Angebot und Nachfrage zusammenhängt, kann erhebliche Auswirkungen auf die Preise für Rohstoffe, z. B. Öl, haben; 3) *kurzfristige Schwankungen des Euro-Wechselkurses* können ebenfalls zu Volatilität führen, da sie sich tendenziell unmittelbar auf die auf Euro lautenden Preise für importierte Rohstoffe auswirken; 4) auch *Schocks*, die nicht mit dem Wetter oder den Märkten, sondern mit anderen Faktoren zusammenhängen, wie der BSE-Krise oder dem sprunghaften Ölpreisanstieg vor dem Irakkrieg, können als Ursache für Volatilität angesehen werden; 5) *staatliche Maßnahmen*, wie Erhöhungen der indirekten Steuern oder der administrierten Preise sowie Deregulierung, können die Preisentwicklung beeinflussen; 6) *statistische Faktoren* – einige Entwicklungen des HVPI stellen lediglich statistisches „Rauschen“ dar, das z. B. mit Rundungseffekten zusammenhängt und keine ökonomischen Faktoren widerspiegelt. Außerdem können auch methodische Änderungen bei der Erstellung des HVPI in gewissem Maße zu erratischen Bewegungen führen, insbesondere wenn die historischen Daten nicht in vollem Umfang revidiert wurden.

Eine einfache, aber aufschlussreiche Methode, um die Volatilität der HVPI-Komponenten zu messen, ist die Berechnung der Standardabweichung der monatlichen Veränderung der Jahresteuerrate. Diese Messgröße ist der einfachen Standardabweichung der Jahresänderungsrate vorzuziehen, da sie nicht von deutlichen Trends oder regelmäßigen konjunkturellen Schwankungen der Inflationsrate beeinflusst wird. Die nachstehende Tabelle zeigt die Standardabweichungen für die acht volatilsten HVPI-Komponenten, die für die Zeit von Februar 1996 bis Juli 2003 und damit für den längstmöglichen Zeitraum, für den disaggregierte HVPI-Daten zur Verfügung stehen, berechnet wurden. Aus der Tabelle geht hervor, dass die Volatilität der Teuerung nach dem HVPI insgesamt im Wesentlichen auf einige wenige Komponenten zurückzuführen ist, die im HVPI ein Gesamtgewicht von rund 10 % haben. Die Volatilität dieser Komponenten ist mindestens achtmal stärker als die der acht am wenigsten volatilen Komponenten und mindestens fünfmal höher als die der HVPI-Inflation insgesamt.

## Volatile HVPI-Komponenten

(Standardabweichung der Veränderung der Vorjahrsrate, Februar 1996 bis Juli 2003)

HVPI-Komponente	Standardabweichung (Prozentpunkte)	Gewicht im HVPI (%)	Standardabweichung × HVPI-Gewicht (Prozentpunkte)
Heizöl	7,2	0,7	0,05
Pauschalreisen	3,6	1,5	0,06
Gemüse	3,1	1,5	0,05
Kraftstoffe <sup>1)</sup>	2,8	3,7	0,10
Personenbeförderung im Seeschiffs- und Binnenschiffsverkehr	2,4	0,1	0,00
Personenbeförderung im Luftverkehr	1,8	0,5	0,01
Obst	1,7	1,1	0,02
Speisefette und -öle	1,6	0,5	0,01
<i>Nachrichtlich:</i>			
Bekleidung	0,7	5,6	0,04
HVPI insgesamt	0,3	100,0	
HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie	0,3	84,2	
Die acht am wenigsten volatilen Komponenten	0,2	4,6	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) „Kraftstoffe“ bezeichnet hier die COICOP-Komponente „Brenn- und Schmierstoffe für den Personenkraftverkehr“ (COICOP: Klassifikation des individuellen Verbrauchs nach Verwendungszwecken).

Es überrascht zwar nicht, dass vier dieser Komponenten entweder den unverarbeiteten Nahrungsmitteln (Gemüse und Obst) oder der Kategorie Energie (Heizöl und Kraftstoffe) zuzurechnen sind, doch die anderen hochgradig volatilen Komponenten finden sich im HVPI-Index ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie. Bei den Dienstleistungskomponenten waren insbesondere Pauschalreisen einer der volatilsten Bestandteile. Dies ist teilweise auf unregelmäßige Saisonfiguren, aber auch auf statistische Veränderungen zurückzuführen. Die Preise für die Personenbeförderung im Seeschiffs- und Luftverkehr, die durch Änderungen der auf Euro lautenden Ölpreise und auch durch unregelmäßige Saisonfiguren beeinflusst werden dürften, sind sogar noch volatiler als die Obstpreise. Obgleich Bekleidung als Bestandteil der Industrieerzeugnisse (ohne Energie) nicht zu den acht volatilsten Komponenten gehört (gemessen im gesamten Zeitraum von Februar 1996 bis Juli 2003), ist diese Komponente in jüngster Zeit volatiler geworden, zum Teil aufgrund statistischer Faktoren und möglicherweise auch aufgrund einer Änderung des Saisonverlaufs. Betrachtet man außerdem die Standardabweichung, gewichtet mit der Bedeutung der HVPI-Komponenten, so erweist sich Bekleidung nach Kraftstoffen, Pauschalreisen, Heizöl und Gemüse als die fünftvolatilste Komponente.

### Komponenten, die in der nahen Zukunft zu Volatilität der Teuerung nach dem HVPI führen könnten

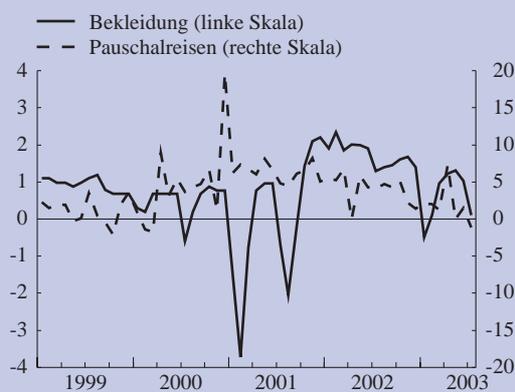
Unter den Komponenten, die wahrscheinlich die Teuerung nach dem HVPI kurzfristig beeinflussen werden, sind zunächst die Energiepreise, insbesondere für Heizöl und Kraftstoffe, zu nennen, wobei diese unter dem Einfluss der jüngsten Entwicklungen der auf Euro lautenden Ölpreise stehen dürften. Der Verlauf der Jahresänderungsrate der Energiepreiskomponente wird auch durch Basiseffekte infolge der starken Energiepreisbewegungen in der ersten Hälfte des Jahres 2003 beeinflusst werden. So wird der kräftige Anstieg des Energiepreisindex zwischen Dezember 2002 und März 2003, der auf die Ölpreissteigerungen im Vorfeld des Irakkriegs zurückzuführen war, aus der Jahresänderungsrate herausfallen, was zu einem deutlichen Rückgang des Beitrags der Energiepreise zur HVPI-Inflation insgesamt im ersten Quartal 2004 führen wird. Allerdings wird dieser Rückgang recht kurzlebig sein, da die Basiseffekte im Zusammenhang mit der Entwicklung der Energiepreise zwischen März und Juni 2003 zu einem erneuten Anstieg des Beitrags der Energiepreiskomponente im zweiten Quartal 2004 führen werden.

Ein gewisses Maß an Volatilität kann sich kurzfristig auch aus der Entwicklung der Nahrungsmittelpreise ergeben, die auf unregelmäßige Saisonfiguren – bedingt durch die ungewöhnlichen Witterungsverhältnisse in diesem Jahr – zurückzuführen ist. Obgleich sich die Wetterbedingungen bisher nur begrenzt auf die Nahrungsmittelpreise im Euroraum ausgewirkt haben, besteht immer noch das Risiko, dass in den kommenden Monaten nicht nur die Preise für saisonabhängige Nahrungsmittel, sondern auch die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel erheblich steigen werden. Allerdings dürften diese witterungsbedingten Lebensmittelpreisschocks relativ rasch wieder nachlassen.

Auch die Entwicklung der Bekleidungspreise dürfte zu den Schwankungen der HVPI-Inflation weiter beitragen, und zwar über ihren Einfluss auf die Komponente Industrieerzeugnisse (ohne Energie). Die Jahresänderungsrate der Bekleidungspreise ermäßigte sich von Dezember 2002 bis Januar 2003 infolge des außergewöhnlich starken Preisrückgangs im Rahmen des Winterschlussverkaufs Anfang 2003 deutlich (siehe Abbildung). Diese Entwicklung kehrte sich im Frühjahr um, als die Bekleidungspreise wieder ihr „normales“ Niveau erreichten. Anscheinend war dieses Muster erneut beim Sommerschlussverkauf 2003 zu beobachten. Die Bekleidungspreise gingen im Juli deutlich zurück, könnten sich aber im Herbst wieder in die andere Richtung entwickeln.

### Preise für Bekleidung und Pauschalreisen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Was die Dienstleistungen betrifft, so wurde die Teuerung dieser Komponente im größten Teil des laufenden Jahres durch die Entwicklung der Preise für Pauschalreisen bestimmt, die auch weiterhin für eine gewisse Volatilität sorgen könnten. So führte ein recht ungewöhnlicher Saisonverlauf bei den Preisen für Pauschalreisen aufgrund des Ostertermins zu einem deutlichen Anstieg der Teuerung der Dienstleistungspreise im Zeitraum von März bis April 2003 (siehe Abbildung). Im Juli stiegen die Preise für Pauschalreisen nicht so stark wie gewöhnlich, was möglicherweise auf eine Terminverschiebung bei den Sommerferien zurückzuführen ist. Dies führte zu einem Rückgang der Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise, wobei sich diese Entwicklung allerdings in den kommenden Monaten zumindest teilweise umkehren dürfte.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Reales Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal 2003 weitgehend unverändert

Nach einem schwachen Auftakt im ersten Vierteljahr 2003, das von negativen Wachstumsbeiträgen der Anlageinvestitionen und des Außenhandels, aber auch von einem positiven Impuls der privaten Konsumausgaben und erstaunlich hohen Vorratsinvestitionen geprägt war, deutet die Vorausschätzung von Eurostat für das zweite Quartal auf ein Nullwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorquartal hin (siehe Tabelle 8). Allerdings lassen die derzeit verfügbaren nationalen Statistiken erkennen, dass eine Abwärtskorrektur dieses Ergebnisses für das zweite Vierteljahr auf -0,1 % nicht auszuschließen ist. Insgesamt er-

gibt sich daraus für die erste Jahreshälfte der Eindruck einer im Großen und Ganzen stagnierenden Konjunktur.

Für das zweite Quartal 2003 liegt noch keine Aufschlüsselung des realen BIP vor, doch die bis dahin verzeichnete Entwicklung der Verwendungskomponenten in einigen Euro-Ländern und andere Konjunkturindikatoren lassen darauf schließen, dass die anhaltende gesamtwirtschaftliche Schwäche in erster Linie dem langsameren Anstieg der Konsumausgaben und einem deutlich geringeren Beitrag der Vorratsveränderungen im ersten Vierteljahr zuzuschreiben war. Das Wachstum der Anlageinvestitionen, das im zweiten Halbjahr 2002 Anzeichen für eine Belebung erkennen ließ, verlangsamte sich im ersten Quartal des laufenden Jahres deutlich,

**Tabelle 8**

#### 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>				
	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt <sup>3)</sup>	3,5	1,5	0,8	0,8	1,0	1,2	0,9	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	2,9	1,0	0,2	-0,2	0,5	0,8	1,4	.	0,1	0,3	0,4	0,5	.
Private Konsumausgaben	2,5	1,8	0,5	0,2	0,6	1,0	1,5	.	0,3	0,5	0,4	0,4	.
Konsumausgaben des Staats	2,1	2,2	2,7	3,0	2,9	2,5	1,9	.	0,8	0,5	0,3	0,3	.
Bruttoanlageinvestitionen	4,9	-0,6	-2,7	-3,4	-2,6	-1,7	-2,3	.	-1,4	0,1	0,2	-1,2	.
Vorratsveränderungen <sup>4)</sup>	0,0	-0,4	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,6	.	0,1	-0,1	0,1	0,4	.
Außenbeitrag <sup>4)</sup>	0,6	0,5	0,6	1,0	0,5	0,4	-0,5	.	0,3	0,1	-0,4	-0,4	.
Exporte <sup>5)</sup>	12,6	3,0	1,2	1,1	3,1	3,6	3,2	.	2,2	2,0	-0,4	-0,6	.
<i>darunter:</i> Waren	12,6	3,1	1,5	0,7	3,5	4,2	3,0	.	1,8	2,7	-0,5	-1,0	.
Importe <sup>5)</sup>	11,3	1,7	-0,4	-1,7	1,9	2,7	4,8	.	1,6	1,9	0,5	0,6	.
<i>darunter:</i> Waren	11,4	1,0	-0,4	-2,4	2,1	3,7	5,4	.	1,5	2,3	1,1	0,3	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei	-0,6	-1,3	-0,7	0,0	-0,9	-1,3	0,7	.	-0,1	0,3	-0,5	1,0	.
Industrie	3,7	0,8	0,5	0,7	0,9	1,4	0,4	.	0,6	0,3	-0,4	-0,2	.
Dienstleistungen	4,0	2,3	1,6	1,7	1,6	1,7	1,3	.	0,6	0,3	0,3	0,1	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

3) Die jüngste Angabe zum BIP-Wachstum stammt aus der Vorausschätzung von Eurostat.

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

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.

## Kasten 6

### Jüngste Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen

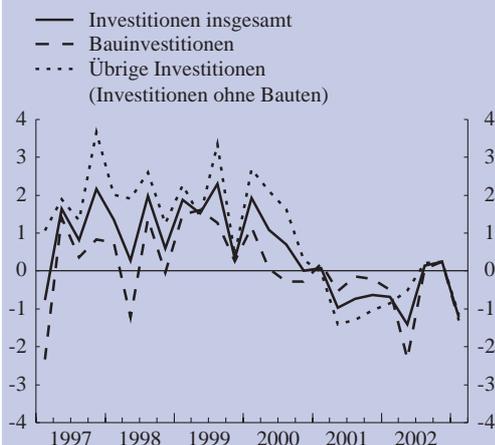
Angaben zu den Investitionen in einer Aufschlüsselung nach Gütergruppen wurden erstmals in Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2002 zusammen mit einer Beschreibung langfristiger Trends veröffentlicht. Im vorliegenden Kasten wird nun die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2002 und im ersten Quartal 2003 auf Basis der jüngsten verfügbaren Schätzung zusammengefasst. Nach einer leichten Erholung zum Ende des vergangenen Jahres war die Investitionstätigkeit insgesamt im ersten Quartal des laufenden Jahres erneut rückläufig (siehe Abbildung A). Dieses Verlaufsmuster war mehr oder weniger in allen Investitionskategorien zu beobachten, ist jedoch zum Großteil auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen. Ohne diese Effekte betrachtet blieb die Investitionstätigkeit im ersten Quartal dieses Jahres weitgehend unverändert, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Jahren rückläufig gewesen war.

#### Ausrüstungsinvestitionen durch länderspezifische Faktoren beeinflusst

In den vergangenen drei Quartalen wurden die Angaben zu den übrigen Investitionen im Euro-Währungsgebiet (die hier als „Ausrüstungsinvestitionen“ bezeichnet werden) durch starke Schwankungen in Italien erheblich beeinflusst. Durch die in Italien bis Ende 2002 wirksamen steuerlichen Anreize wurden Ausrüstungsinvestitionen Ende des vergangenen Jahres vorgezogen und gingen dann im ersten Quartal 2003 drastisch zurück. Dieser Sondereinfluss glich den Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen in den übrigen Ländern des Euroraums mehr als aus. Infolgedessen sanken diese Investitionen im Eurogebiet im ersten Vierteljahr 2003 um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den beiden Quartalen davor praktisch ein Nullwachstum verzeichnet worden war (siehe Abbildung B). Innerhalb dieser Gütergruppe verringerten sich die Investitionen in Metallerzeugnisse und Maschinen (die 30 % der Investitionen insgesamt ausmachen) im ersten Quartal dieses Jahres um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Investitionen in Fahrzeuge (eine tendenziell sehr volatile Komponente, auf die 10 % der Gesamtinvestitionen entfallen) nahmen im Quartalsvergleich mit 2,1 % noch stärker ab, während die Investitionen in sonstige Erzeugnisse (die mit einem Anteil von 10 % an den Gesamtinvestitionen vor allem Software umfassen) nur geringfügig sanken. Für die nähere Zukunft deuten die Angaben zum Unternehmerv Vertrauen darauf hin, dass die Unternehmen bei ihren Investitionsentscheidungen auf kurze Sicht weiter Vorsicht walten lassen werden. Allerdings dürften sich die Ausrüstungsinvestitionen im Euroraum mit den günstigeren Aussichten für die Nachfrage und den verbesserten Unternehmensbilanzen allmählich wieder erholen.

**Abbildung A: Investitionen insgesamt, Bauinvestitionen und übrige Investitionen**

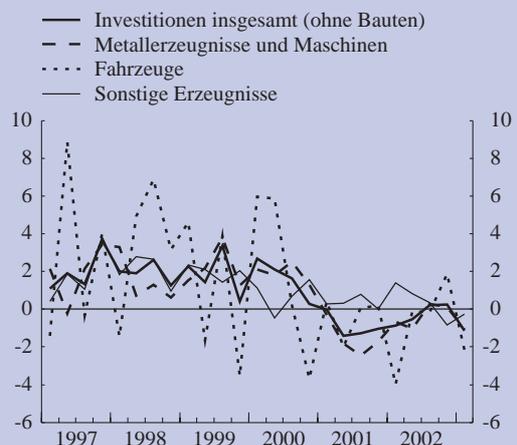
(Veränderung gegen Vorquartal; Quartalswerte)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung B: Aufschlüsselung der Investitionen (ohne Bauten)**

(Veränderung gegen Vorquartal; Quartalswerte)



### Anhaltende Schwäche bei den Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet waren rund zwei Jahre lang rückläufig gewesen und hatten sich anschließend in der zweiten Jahreshälfte 2002 stabilisiert. Im ersten Quartal dieses Jahres war mit -1,3 % gegenüber dem Vorquartal erneut ein Rückgang zu verzeichnen. Bei den beiden Untergruppen, den Investitionen in Wohnbauten und in Nichtwohnbauten, fielen die Rückgänge ähnlich hoch aus. Die anhaltenden Umstrukturierungsmaßnahmen, vor allem der weitere Abbau des vereinigungsbedingten Überbestands an Gebäuden in Deutschland, haben zu der Verringerung der Bauinvestitionen in der Vergangenheit beigetragen. Darüber hinaus dürfte sich besonders im Hinblick auf das erste Quartal 2003 der ungewöhnlich kalte Winter in einigen Euro-Ländern negativ auf die Bautätigkeit ausgewirkt haben.

wenngleich dies zum Großteil auf temporäre länderspezifische Faktoren zurückzuführen war (siehe Kasten 6). Daher dürfte sich die Investitionstätigkeit im zweiten Vierteljahr erholt haben.

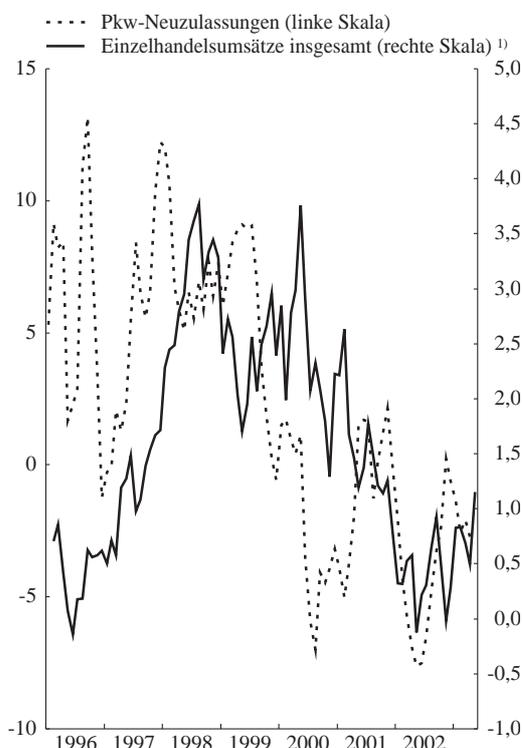
Die kurzfristigen Indikatoren der privaten Konsumausgaben deuten auf eine verhaltene Entwicklung im zweiten Vierteljahr 2003 hin (siehe Abbildung 32). Die Einzelhandelsumsätze blieben im Juni 2003 weitgehend unverändert, nachdem sie im Mai um 0,7 % gegenüber dem Vormonat zurückgegangen waren. Die Ergebnisse dieser beiden Monate zehrten den kräftigen Anstieg vom April jedoch nur teilweise auf. Somit blieb das vierteljährliche Umsatzwachstum im Einzelhandel im zweiten Quartal 2003 mit 0,1 % positiv. Gleichwohl fiel es erheblich geringer aus als im Vorquartal (0,7 %). Mit einem Plus von 5,2 % gegenüber dem Vormonat erhöhten sich die Pkw-Neuzulassungen im Juni kräftig, nachdem sie im April und Mai rückläufig gewesen waren. Im zweiten Vierteljahr war der Rückgang im Quartalsvergleich mit -1,3 % daher weitaus geringer als im ersten Quartal (-5,7 %).

Wie bereits im Schlussquartal 2002 waren in den verschiedenen Wirtschaftszweigen in der ersten Jahreshälfte 2003 unterschiedliche Trends zu beobachten. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass die Entwicklung in der Industrie ausschlaggebend für die anhaltende Konjunkturschwäche war. Die Wertschöpfung in dieser Branche sank im ersten Quartal 2003 um 0,2 % gegenüber dem Vierteljahr davor, nachdem sie im Vorquartal noch stärker abgenommen hatte (siehe Tabelle 8). Im Dienstleistungssektor erhöhte

sich dagegen die Wertschöpfung im ersten Quartal geringfügig, wenn auch weniger deutlich als im Schlussquartal 2002. Für das zweite Vierteljahr 2003 liegt noch keine sektorale Aufschlüsselung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vor, doch lassen die kurzfristigen Indikatoren auf

### Abbildung 32 Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: Eurostat und 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.

**Tabelle 9****Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
			April	Mai	Juni	April	Mai	Juni	Jan.	Febr.	März	April	Mai
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	0,5	-0,6	0,5	-1,4	-1,5	0,3	-1,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,7
<i>nach industriellen Hauptgruppen:</i>													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie	0,3	-0,8	-0,5	-1,7	-2,1	-0,1	-1,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,9
Vorleistungsgüter	-0,5	0,4	0,4	-1,4	-0,8	0,1	-1,4	0,4	-0,8	0,1	-0,2	-0,2	-0,8
Investitionsgüter	1,5	-2,1	-0,9	-1,1	-4,4	0,7	-0,8	-1,2	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,2
Konsumgüter	0,6	-0,5	0,5	-2,9	-1,2	0,7	-1,8	0,7	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5
Gebrauchsgüter	-1,7	-5,5	-4,8	-6,9	-7,0	0,2	-2,3	0,4	-2,6	-1,6	-1,9	-2,1	-2,4
Verbrauchsgüter	1,0	0,4	1,5	-2,2	-0,1	0,8	-1,7	0,8	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,2
Energie	1,4	0,9	3,0	1,4	2,8	0,7	-0,1	2,2	2,4	2,7	2,9	-0,6	0,0
Verarbeitendes Gewerbe	0,4	-0,7	-0,4	-1,6	-2,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,9

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.*

eine weiter rückläufige Entwicklung in der Industrie schließen, während das Wertschöpfungswachstum im Dienstleistungssektor weiterhin positiv, wenn auch gedämpft, ausgefallen sein dürfte. Kasten 7 gibt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen und die im Zusammenhang mit der Ratsverordnung über Konjunkturstatistiken geplanten Verbesserungen bei den Konjunkturindikatoren.

Nach einem Rückgang um 1,0 % im Mai blieb die Produktion in der Industrie des Euro-Währungsgebiets (ohne Baugewerbe) im Juni dieses Jahres gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 9). Im zweiten Vier-

teljahr insgesamt sank die Erzeugung in der Industrie im Quartalsvergleich um 0,7 %, verglichen mit einem Nullwachstum im ersten Vierteljahr. Für diesen Rückgang waren vor allem die zuvor verzeichneten Wertgewinne des Euro und Streiks in verschiedenen Euro-Ländern verantwortlich.

Alle drei industriellen Hauptgruppen trugen zu der im zweiten Quartal rückläufigen Entwicklung der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe und Energie) bei. Dies galt insbesondere für die Investitions-, Vorleistungs- und Gebrauchsgüterbranche.

**Kasten 7****Fortschritte und Mängel bei den Konjunkturstatistiken für das Euro-Währungsgebiet**

Die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken trat im Juni 1998 in Kraft und sah eine Umsetzung der entsprechenden Bestimmungen durch die EU-Mitgliedstaaten innerhalb von fünf Jahren vor. Infolgedessen sind seit kurzem eine Reihe von Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet verfügbar bzw. dürften in naher Zukunft vorliegen. Damit wird sich die Grundlage für die Analyse der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum verbessern. Im vorliegenden Kasten wird die derzeitige Verfügbarkeit allgemeiner Konjunkturstatistiken für den Euroraum beschrieben (eine Übersicht ist dem Artikel „Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für das Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 2003 zu entnehmen) und abschließend die weitere Entwicklung in diesem Bereich aufgezeigt.

Gemäß der Verordnung ist vierteljährlich bzw. monatlich eine breite Palette von Indikatoren mit einer detaillierten Aufschlüsselung nach Sektoren (Industrie, Baugewerbe und Einzelhandel) zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus sind darin neue vierteljährliche Indikatoren für den immer wichtiger werdenden Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen vorgesehen, zu dem unter anderem das Gastgewerbe, der Verkehr, die Nachrichtenübermittlung sowie IT-Dienstleistungen zählen. Die Verordnung verlangt die Bereitstellung konjunkturbezogener Früh- und Präsenzindikatoren (z. B. für Auftragseingänge, Produktion) sowie von Indikatoren der Erzeugerpreise, des Arbeitsvolumens und der Löhne. Es werden statistische Verfahren und Definitionen festgelegt, die länderübergreifend vergleichbar sind.

Euroraum-Aggregate für diese Indikatoren werden von der Europäischen Kommission (Eurostat) ermittelt und veröffentlicht. Manche Indikatoren sind bereits seit einiger Zeit voll verfügbar und werden regelmäßig im Monatsbericht im Rahmen der konjunkturellen Analyse des Euro-Währungsgebiets ausgewiesen (Industrieproduktion, inländische Erzeugerpreise und Einzelhandelsumsätze). Die jüngsten Fortschritte bei der Umsetzung der Verordnung haben auch zu einer höheren Verfügbarkeit verschiedener anderer Indikatoren (Umsatz in der Industrie, Auftragseingänge, Beschäftigung, Löhne und Gehälter und geleistete Arbeitsstunden) geführt und erleichtern die zeitnahe Beobachtung der wirtschaftlichen Lage im Euroraum.

### Verfügbarkeit und Aktualität von Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

Gemäß Verordnung abzudeckende Variablen	Euroraum-Aggregat verfügbar	Veröffentlichungszeitpunkt gemäß Verordnung (Tage nach Ende des Berichtszeitraums) <sup>2)</sup>	Tatsächliche Verfügbarkeit der Euroraum-Aggregate (Tage nach Ende des Berichtszeitraums) <sup>2)</sup>
<b>Industrie/Baugewerbe</b>			
Produktion	Ja	45/60	45 bis 50 / 70 bis 80
Umsatz (insgesamt, Inland <sup>1)</sup> , Ausland <sup>1)</sup> )	Ja	60	60 bis 65
Auftragseingänge <sup>1)</sup> (insgesamt, Inland, Ausland)	Ja	50/90	50 bis 65 / 100 bis 190
Beschäftigtenzahl	Ja	90/90	65 bis 75 / 55 bis 120
Zahl der geleisteten Arbeitsstunden	Ja	90/90	65 bis 75 / 90 bis 110
Bruttolöhne und -gehälter	Ja	90/90	65 bis 75 / 90 bis 110
Erzeugerpreise (insgesamt <sup>1)</sup> , Inland, Ausland <sup>1)</sup> )	Ja	35	35
Baukosten <sup>1)</sup>	Ja	90	60 bis 120
Baugenehmigungen <sup>1)</sup>	Ja	90	70 bis 160
<b>Einzelhandel</b>			
Umsatz	Ja	60	60
Beschäftigtenzahl	Ja	90	190
<b>Sonstige Dienstleistungssektoren</b>			
Umsatz im Großhandel <sup>1)</sup>	Ja	90	190
Umsatz in anderen marktbestimmten Dienstleistungssektoren	Nein	90	.
Beschäftigtenzahl	Nein	90	.

1) Die unvollständige Erfassung der Länder beeinträchtigt die Verlässlichkeit der Euroraum-Aggregate.

2) Bei zwei Angaben bezieht sich die erste auf die Industrie und die zweite auf das Baugewerbe.

Obwohl die Umsetzungsfrist für die Verordnung bereits abgelaufen ist, sind einige nationale und euroraumweite Indikatoren noch immer nicht verfügbar bzw. unvollständig. Die Euroraum-Aggregate werden von Eurostat berechnet, sobald mindestens 60 % des Euro-Währungsgebiets erfasst sind. Für den Umsatz und die Beschäftigung im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen liegen noch keine vierteljährlichen Aggregate, die laut Verordnung auszuweisen sind, vor. In der Industrie und im Baugewerbe mangelt es einigen Indikatoren noch etwas an Zuverlässigkeit, weil Daten für mindestens ein großes Land (und eine Reihe kleinerer Länder) fehlen. Überdies entspricht die Aktualität mehrerer euroraumweiter Indikatoren noch nicht den Anforderungen (z. B. die Statistiken für das Baugewerbe). Eurostat koordiniert die Maßnahmen in den verschie-

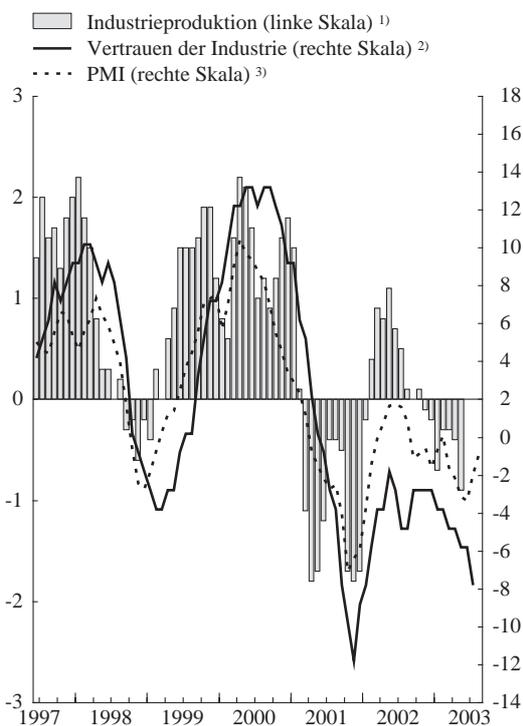
denen Ländern, um die Aktualität zu verbessern und weitere Verzögerungen bei der Umsetzung der Verordnung möglichst gering zu halten.

Darüber hinaus sind weitere Initiativen ergriffen worden, um die Mängel in diesem Bereich zu beheben. Die so genannten Wichtigen Europäischen Wirtschaftskennzahlen (WEWI) – eine Liste alter und neuer Schlüsselindikatoren für den Euroraum, die von Eurostat, den nationalen Statistikämtern und europäischen Behörden ausgewählt wurden – geben Ziele für die Statistiken des Euro-Währungsgebiets vor. Dazu gehören sowohl die Einführung neuer Indikatoren als auch die Verkürzung der gegenwärtigen Veröffentlichungsfristen. Um diese Ziele zu erfüllen, wird derzeit eine längerfristige Revision der Verordnung vorbereitet. Es wird erwartet, dass mit der Revision, die neue Anforderungen beinhalten und einige der aktuellen Verpflichtungen präzisieren soll, Konjunkturstatistiken etwa über die Einfuhrpreise im Euro-Währungsgebiet und die Erzeugerpreise für unternehmensbezogene Dienstleistungen eingeführt werden und die Aktualität erhöht wird.

### Umfrageergebnisse lassen Verbesserung im dritten Quartal 2003 erkennen

Aus den bis August vorliegenden Umfrageergebnissen lassen sich einige positive Anzeichen für das dritte Vierteljahr ablesen. Besonders die Erhebungen im verarbeitenden Gewerbe stützen die Einschätzung, dass sich die Industrieproduktion im dritten Quartal stabilisieren und im restlichen Jahresverlauf zu positiven Wachstumsraten zurückkehren dürfte. So erhöhte sich der Purchasing Managers' Index (PMI) von 48,0 Indexpunkten im Juli auf 49,1 Punkte im August. Er blieb damit zwar im sechsten Monat in Folge unter dem Schwellenwert für ein Nullwachstum im verarbeitenden Gewerbe (50 Indexpunkte), näherte sich diesem jedoch an (siehe Abbildung 33). Dieser Anstieg war wie schon im Juli über alle fünf Teilindizes des Einkaufsmanager-Index hinweg zu beobachten. Insbesondere die Werte für den Auftragseingang und die Produktionsentwicklung kletterten auf 50 Indexpunkte, was für eine Stabilisierung in diesen beiden Bereichen spricht. Die Lieferzeiten der Anbieter verlängerten sich im Einklang mit der günstigeren Konjunkturentwicklung weiter. Auch der Indexwert der Einkaufslager erhöhte sich, blieb jedoch weit unter 50 Punkten und lässt somit auf einen weiter rückläufigen Zukauf von Rohstoffen im verarbeitenden Gewerbe schließen, das wohl noch immer um Kostendämpfung bemüht ist. Allerdings könnte der kräftige Anstieg des Index auch einen Lager-

**Abbildung 33**  
**Industrieproduktion, Vertrauen**  
**der Industrie und PMI für das Euro-**  
**Währungsgebiet**  
*(Monatswerte)*



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

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; arbeitstäglich bereinigt und saisonbereinigt.
- 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.

aufbau infolge des steigenden Produktionsbedarfs von immer mehr Unternehmen widerspiegeln. Ferner stieg der Teilindex für die Beschäftigung im August erheblich an, blieb aber ebenfalls weit unter 50 Indexpunkten. Damit war die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe im 27. Monat in Folge rückläufig, wenn auch nicht mehr so stark wie zuvor.

Der aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission abgeleitete Vertrauensindikator für die Industrie ging im Juli leicht zurück (siehe Tabelle 10). Für August lassen die verfügbaren nationalen Umfrageergebnisse jedoch eine geringfügige Verbesserung erwarten. Hinter dem Ergebnis vom Juli verbergen sich leichte Rückgänge bei den Produktionserwartungen und der Einschätzung der derzeitigen Auftragslage sowie eine pessimistischere Beurteilung der Vorratsbestände. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass ausschließlich die Vorleistungsgüterindustrie von den Vertrauenseinbußen betroffen war, während das

Stimmungsbarometer im Konsumgütersektor stieg und in der Investitionsgüterbranche keine Veränderung aufwies.

Wie schon im Juli verbesserten sich die Umfrageergebnisse für den Dienstleistungssektor im August erheblich, nachdem im zweiten Quartal einige günstige Entwicklungen zu beobachten gewesen waren. Während die Wertschöpfung in diesem Sektor im zweiten Quartal weiterhin geringe Wachstumsraten aufgewiesen haben dürfte, sollte sie sich im dritten Vierteljahr den jüngsten Umfragen zufolge deutlich stärker erhöhen. Insbesondere der Konjunkturindex der von Reuters veröffentlichten PMI-Umfrage für den Dienstleistungssektor im Euroraum legte im Juli und August deutlich zu. Damit ist er seit April dieses Jahres zum vierten Mal in Folge gestiegen und hat nun einen Stand erreicht, der für das dritte Quartal eine Konjunkturerholung im Dienstleistungssektor signalisiert.

Auch die auf den Branchenumfragen der Europäischen Kommission beruhenden Ver-

**Tabelle 10**

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

(saisonbereinigte Daten)

	2000	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,4	-2,9	-1,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	0,1	-0,6	0,3	0,0	0,0	-0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	12	6	0	1	-3	-8	-8	-8	-10	-8	-9	-8	-7
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	12	-2	-4	-4	-3	-4	-6	-4	-5	-5	-6	-6	-8
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	16	10	1	-2	-3	0	-1	0	0	0	-2	-2	-1
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	5	0	-9	-10	-8	-10	-8	-6	-11	-10	-6	-7	-4
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor <sup>2)</sup>	11	-4	-18	-20	-23	-24	-21	-23	-26	-23	-21	-20	-16
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	1,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9
Kapazitätsauslastung (%)	84,4	82,9	81,4	81,5	81,5	81,1	80,7	-	-	80,8	-	-	80,6

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. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

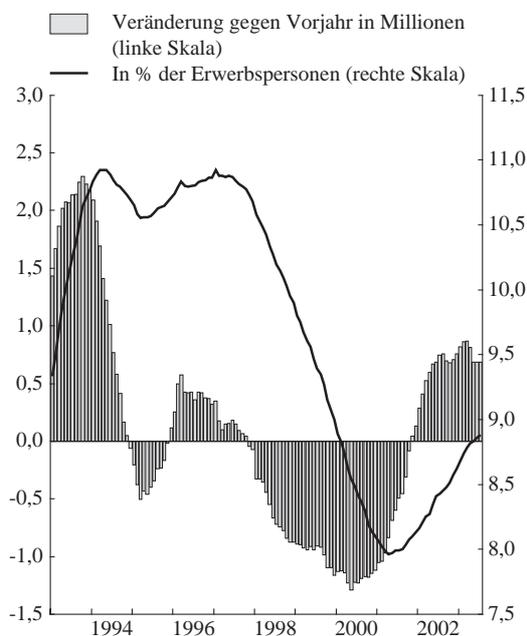
2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

trauensindikatoren für den Einzelhandel und den Dienstleistungssektor verbesserten sich im Juli, nachdem sie sich in den vorangegangenen Monaten etwas erratisch, aber insgesamt günstig entwickelt hatten. Die verfügbaren nationalen Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass der Vertrauensindikator für den Einzelhandel im August gesunken sein könnte, während sich der entsprechende Index für den Dienstleistungssektor wie schon im Vormonat weiter kräftig erholt und zum fünften Mal in Folge einen Anstieg aufwies. Das Verbrauchervertrauen hat sich im zweiten Vierteljahr offenbar insgesamt auf einem niedrigen Niveau stabilisiert. Darin spiegeln sich etwas optimistischere Erwartungen der privaten Haushalte mit Blick auf die allgemeine Wirtschaftslage und die Arbeitsmarktentwicklung wider. Im Juli verbesserte sich das Verbrauchervertrauen geringfügig, und die vorliegenden nationalen Statistiken lassen darauf schließen, dass sich die Stimmung im August weiter leicht aufgehellt hat.

**Abbildung 34**  
**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet**

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

### Weiterhin verhaltene Entwicklung am Arbeitsmarkt

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet betrug im Juli 2003 wie schon im Vormonat 8,9 %; sie weist jedoch seit April 2001 eine Aufwärtstendenz auf (siehe Abbildung 34). Nach Altersgruppen betrachtet blieb die Quote im Juli sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen mit 16,9 % bzw. 7,8 % unverändert (siehe Tabelle 11). Der monatliche Anstieg der Arbeitslosenzahl belief sich im Juli auf rund 30 000 und fiel damit in etwa so

hoch aus wie in den beiden vorangegangenen Monaten, war aber nicht einmal halb so hoch wie in den Monaten von Oktober 2002 bis April 2003. Die geringere Zunahme zwischen Mai und Juli 2003 ist weitgehend auf länderspezifische Entwicklungen zurückzuführen, deren Einfluss auf den restlichen Jahresverlauf ungewiss ist. Ein weiterer Anstieg der Arbeitslosenquote in der zweiten Jahreshälfte 2003 ist daher nicht auszuschließen.

Wie bereits in der letzten Ausgabe des Monatsberichts dargelegt, blieb die Gesamt-

**Tabelle 11**  
**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet**

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Insgesamt	8,5	8,0	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,7	8,8	8,8	8,8	8,9	8,9
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	16,6	15,7	16,2	16,3	16,4	16,8	16,9	16,8	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,4	7,4	7,6	7,7	7,8	7,7	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8

Quelle: Eurostat.

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

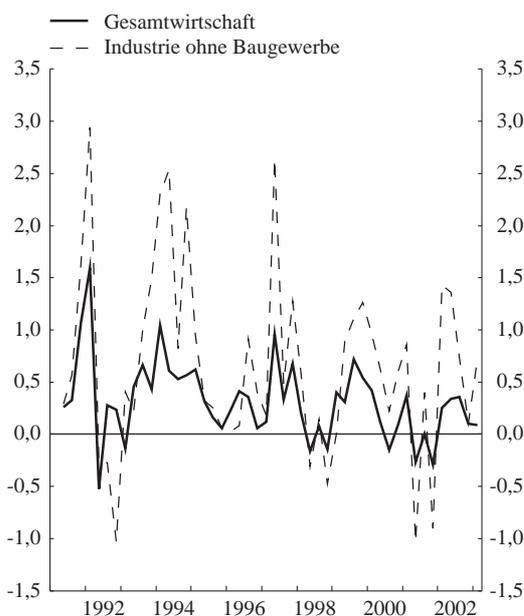
1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,2 % der Arbeitslosen insgesamt.

beschäftigung im ersten Quartal des laufenden Jahres wie schon in den beiden vorangegangenen Vierteljahre trotz gedämpfter Konjunktur und zunehmender Arbeitslosigkeit im Quartalsvergleich mehr oder weniger unverändert (siehe Tabelle 12). Die Entwicklung in den einzelnen Sektoren fiel dabei weiterhin unterschiedlich aus. Die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) war im ersten Quartal 2003 am stärksten rückläufig, wohingegen die Entwicklung im Baugewerbe weitgehend stabil blieb (der zuvor geschätzte Wert von -0,3 % wurde deutlich nach oben korrigiert). Im Dienstleistungssektor war mit 0,2 % im ersten Quartal dieses Jahres wie schon im Schlussquartal 2002 ein Beschäftigungszuwachs zu verzeichnen.

Infolge der stagnierenden Wirtschaftsentwicklung und des weitgehend konstanten Beschäftigungsniveaus fiel der Zuwachs der Arbeitsproduktivität im ersten Quartal des laufenden Jahres sehr gering aus (siehe Abbildung 35) und dürfte auch im zweiten Quartal schwach geblieben sein. Obwohl es für die Unternehmen darauf ankommt, wieder Gewinne zu erzielen, und es einige Anzeichen für weitere Kostensenkungen (auch bei den Arbeitskosten) gibt, dürfte die Arbeitspro-

### Abbildung 35 Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

duktivität angesichts der für die zweite Jahreshälfte 2003 erwarteten allmählichen Erholung der Produktion und der zögerlichen Anpassung der Beschäftigung an die Konjunkturentwicklung nur langsam steigen

### Tabelle 12 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2002	2002	2002	2003
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
	Quartalsraten <sup>1)</sup>												
Gesamtwirtschaft	2,2	1,4	0,4	0,7	0,5	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
darunter:													
Landwirtschaft und Fischerei	-1,6	-0,8	-2,2	-2,5	-2,1	-2,1	-2,0	-2,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,4	-0,8
Industrie	0,9	0,4	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Ohne Baugewerbe	0,5	0,3	-1,3	-1,0	-1,2	-1,3	-1,6	-1,7	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5
Baugewerbe	1,9	0,4	-1,1	-0,8	-0,9	-1,3	-1,3	-1,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	0,0
Dienstleistungen	3,0	1,9	1,2	1,6	1,3	1,1	0,9	0,7	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2
Handel und Verkehr	3,1	1,6	0,5	1,2	0,6	0,3	0,0	-0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,2	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	5,8	3,9	2,3	2,7	2,6	2,1	2,0	1,6	0,5	0,7	0,2	0,6	0,1
Öffentliche Verwaltung	1,6	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3

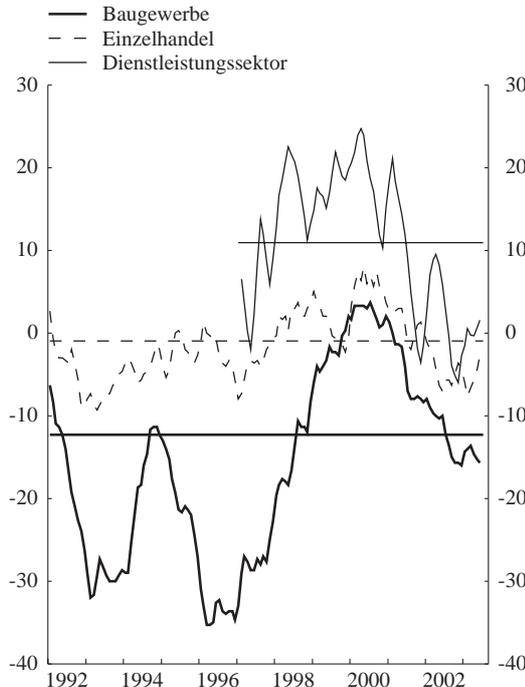
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

**Abbildung 36**  
**Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet**

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985, im Einzelhandel seit April 1985 und im Dienstleistungssektor seit Januar 1997 dar.

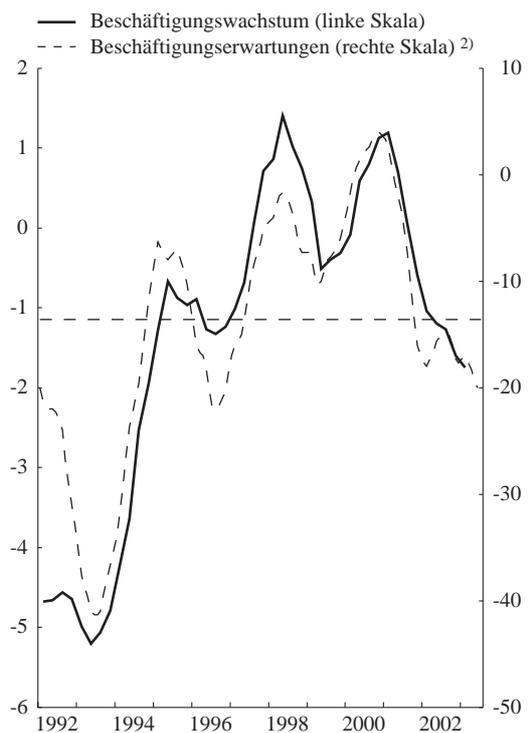
und erst im Jahresverlauf 2004 an Dynamik gewinnen.

Nach den Beschäftigungserwartungen zu urteilen, dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt im weiteren Jahresverlauf 2003 nicht verbessern (siehe Abbildung 36 und 37). Die aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index vom August 2003 abzulesenden Beschäftigungserwartungen deuten auf einen weiteren – wenn auch schwächeren – Rückgang der Beschäftigung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor hin.

Den Branchenumfragen der Europäischen Kommission vom Juli 2003 zufolge sind die Erwartungen für die Beschäftigung in allen Sektoren leicht gestiegen, wenngleich sie weiterhin auf relativ niedrigem Niveau verharren. Die verfügbaren nationalen Umfrageergebnisse vom August deuten auf einen möglicherweise gestiegenen Pessimismus hinsichtlich der Arbeitsmarktsituation in den meisten Sektoren hin.

**Abbildung 37**  
**Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte der 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.

### **Allmähliche Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in der zweiten Jahreshälfte 2003 am wahrscheinlichsten**

In der ersten Jahreshälfte 2003 stagnierte die Wirtschaftstätigkeit, was weitgehend den Erwartungen entsprach. Da die Arbeitsmarktentwicklung dem Konjunkturverlauf üblicherweise mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung folgt, dürfte die Entwicklung am Arbeitsmarkt auch im weiteren Jahresverlauf gedämpft bleiben. Gleichzeitig besteht jedoch Grund zu der Annahme, dass sich die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte allmählich beleben und im nächsten Jahr weiter an Dynamik gewinnen wird. Hierfür sprechen die jüngsten Umfrageergebnisse insbesondere für den Dienstleistungssektor. Dabei dürften verschiedene Faktoren zur konjunkturellen Erholung im Euro-Währungsgebiet beitragen:

der Anstieg der verfügbaren Realeinkommen aufgrund der positiven Entwicklung bei den Terms of Trade, die niedrigen Zinssätze und – ganz allgemein – die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie der erwartete Anstieg der Auslandsnachfrage im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung. Diese Faktoren sollten dazu beitragen, den negativen Einfluss der zurückliegenden Euro-Aufwertung auf die Exportnachfrage zu kompensieren. Die Risiken aufgrund der makroökonomischen Ungleichgewichte, die sich in letzter Zeit außerhalb des Eurogebiets gebildet haben, und im Zusammenhang mit der Unsicherheit über den zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität des Unternehmenssektors im Euroraum notwendigen Grad der Anpassung bleiben zwar bestehen, doch scheinen sich insgesamt die Abwärtsrisiken verringert zu haben.

## 4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### **Aussichten für die öffentlichen Finanzen weiterhin durch gesamtwirtschaftliches Umfeld eingetrübt**

Die jüngsten harmonisierten Daten und amtlichen Schätzungen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet datieren vom Frühjahr 2003. Aktuellere Informationen der Regierungen zur Haushaltsentwicklung im laufenden Jahr und zu finanzpolitischen Maßnahmen sind weniger gut miteinander vergleichbar, da sie Unterschiede hinsichtlich des Abdeckungsgrads und der statistischen Abgrenzung aufweisen. Daher lässt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt die kurzfristige Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Euro-Ländern nur ansatzweise beurteilen.

Gleichwohl gibt es vermehrt Anzeichen dafür, dass die meisten Staaten ihre in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthaltenen Haushaltsziele für 2003 deutlich verfehlen werden. Darüber hinaus ist im laufenden Jahr mit einer erheblichen Ausweitung – und nicht wie vorgesehen mit einem Rückgang – des durchschnittlichen Haushaltsdefizits der Euro-Länder gegenüber dem Vorjahr zu rechnen. Der durchschnittliche Haushaltsfehlbetrag der Länder des Euroraums dürfte auch leicht über den von der Europäischen Kommission im Frühjahr prognostizierten Werten liegen, sodass auch hier die Verschlechterung der Haushaltslage gegenüber dem Vorjahr stärker ausfallen wird als erwartet.

Die ungünstige Entwicklung der Haushalte wird sich auch negativ auf die durchschnittliche öffentliche Schuldenquote auswirken. Nach fünf Jahren ununterbrochenen Rückgangs stabilisierte sich diese im Jahr 2002 und dürfte 2003 steigen.

Die in den meisten Euro-Ländern zu verzeichnende Verschlechterung der öffentlichen Finanzierungssalden spiegelt in erster Linie (aber nicht ausschließlich) das hinter den Erwartungen zurückbleibende Wirtschafts-

wachstum wider. Insbesondere die Einnahmenseite der öffentlichen Haushalte weist enttäuschende Ergebnisse auf. Ferner haben einige Länder die in ihren ursprünglichen Haushaltsplänen enthaltenen Ausgabenziele überschritten, um vor allem die höheren Aufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung und damit zusammenhängende Sozialleistungen zu finanzieren.

Die ungünstige Entwicklung der öffentlichen Finanzierungssalden gibt besonders in Ländern mit erheblichen Haushaltsungleichgewichten, d. h. in Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal, Anlass zur Sorge. Alle diese Länder dürften ihre Ziele für das Jahr 2003 verfehlen und Haushaltsdefizite von knapp oder über 3 % des BIP verzeichnen, falls keine weiteren Konsolidierungsmaßnahmen ergriffen werden. Die italienische Regierung hat ihre Frühjahrsprognose, in der sie von einer Defizitquote von 2,3 % ausgegangen war, nicht weiter revidiert, obgleich nunmehr mit einem niedrigeren Wirtschaftswachstum gerechnet wird. Die Einnahmen aus Maßnahmen mit einmaliger Wirkung, die höher als erwartet ausfielen, dürften die zusätzlichen konjunkturbedingten Einnahmenschwünge kompensieren. Aktuelle Daten zufolge werden Frankreich und Deutschland die Defizitobergrenze von 3 % des BIP auch im laufenden Jahr verletzen, und Einnahmenschwünge in Portugal könnten dazu führen, dass auch dort der Grenzwert überschritten wird.

Die genannten vier Länder müssen ihre fiskalischen Zusagen im weiteren Jahresverlauf 2003 einhalten, um das Vertrauen in ihre Reformbemühungen und in das finanzpolitische Regelwerk der EU aufrechtzuerhalten. Ein umsichtiger Haushaltsvollzug und gegebenenfalls eine zusätzliche Straffung der Haushaltspolitik trügen dazu bei, die Abweichungen von den Zielwerten in Grenzen zu halten und ein ungerechtfertigtes Nachlassen der Konsolidierungsanstrengungen zu verhindern.

### **Haushaltspläne 2004 müssen Fortschritte bei der Erzielung solider öffentlicher Finanzen erkennen lassen**

Die Länder des Euro-Währungsgebiets stellen gegenwärtig ihre Haushaltspläne für das Jahr 2004 auf. Diese sollten die Zuversicht hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten fördern. Am besten lässt sich dies erreichen, wenn die Haushaltspläne eine solide mittelfristige Ausrichtung enthalten, die den vom Europäischen Rat im Juni 2003 verabschiedeten Grundzügen der Wirtschaftspolitik entspricht. Diesen Grundsätzen zufolge sollten die Mitgliedstaaten mittels ihrer Haushaltspolitik dazu beitragen, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktion stabilisiert, indem sie die automatischen Stabilisatoren über den Konjunkturzyklus hinweg in vollem Umfang symmetrisch wirken lassen, übermäßige Defizite vermeiden und für eine strukturelle Konsolidierung sorgen, um konjunkturbereinigt nahezu ausgeglichene Haushalte oder Haushaltsüberschüsse zu erreichen. Die Konsolidierungs- und Reformprogramme müssen die Arbeits- und Investitionsanreize verstärken und die Herausforderungen, die sich aus der Bevölkerungsalterung für die öffentlichen Finanzen ergeben, angehen. Darüber hinaus sollten die finanzpolitischen Planungen auf realistischen Annahmen über das gesamtwirtschaftliche Umfeld beruhen und klar spezifizierte Maßnahmen aufzeigen, wenn sie glaubwürdig sein sollen.

In den vier Ländern mit erheblichen Haushaltsungleichgewichten kommt der Erzielung hinreichender Konsolidierungsfortschritte eine entscheidende Bedeutung zu, um übermäßige Defizite zu vermeiden oder zeitnah zu korrigieren. Eine Aufweichung dieser Ziele, die im laufenden Jahr in den länderspezifischen Stellungnahmen des Rates festgelegt wurden, würde die Reformanreize schwächen und die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts untergraben.

Die derzeit vorliegenden Angaben zu den Haushaltsplänen dieser vier Länder für das Jahr 2004 sind immer noch sehr lückenhaft. Die italienische Regierung hat ihre Zielvorgabe revidiert und strebt mittelfristig ein Defizit von 1,8 % des BIP an, was erneut hauptsächlich durch Maßnahmen mit zeitlich be-

grenzter Wirkung erreicht werden soll. Weiterhin verschob sie die Erzielung eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts auf das Jahr 2007. In Deutschland wird derzeit noch über die Budgetpläne beraten, wobei begrüßenswerten strukturellen Reformen großes Augenmerk geschenkt wird. Hierbei ist aber der wichtige Umstand zu berücksichtigen, dass es zwischen wachstumsfreundlichen Strukturreformen und der Konsolidierung keinen Zielkonflikt gibt, sofern diese Reformen entsprechend gestaltet werden – vielmehr ist das Gegenteil der Fall. Während die wachstumsfördernde Wirkung von Steuerensenkungen hinreichend bekannt ist, wird den Belegen dafür, dass sich eine ausgabenseitige Konsolidierung und Reformen günstig auf das Vertrauen und die Wachstumsaussichten auswirken, weniger Beachtung geschenkt.

Was die anderen Länder mit Haushaltsungleichgewichten angeht, so sollten sie sich in ihren Haushaltsplanungen von der Übereinkunft der Eurogruppe vom Oktober 2002 leiten lassen, die strukturelle Konsolidierungsfortschritte von mindestens 0,5 % des BIP per annum vorschreibt, bis die Haushalte nahezu ausgeglichen sind oder einen Überschuss aufweisen. Darüber hinaus sollten die finanzpolitischen Maßnahmen „qualitativ hochwertig“ sein und zu einer Verbesserung der mittelfristigen Aussichten für Wirtschaft und öffentliche Finanzen beitragen. Enthalten die finanzpolitischen Ziele (ex ante) angemessene Konsolidierungsstrategien, so können die automatischen Stabilisatoren (ex post) ihre volle Wirkung entfalten, falls sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld anders als erwartet entwickelt.

Staaten mit soliden öffentlichen Finanzen können in ihren Haushaltsplänen Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Umfelds Rechnung tragen und gleichzeitig dem erneuten Auftreten von Ungleichgewichten vorbeugen. Allerdings ist finanzpolitischer Aktionismus im Allgemeinen nicht angebracht, und im Falle hoch verschuldeter Staaten ist es wünschenswert, dass weitere Anstrengungen zur raschen Rückführung der öffentlichen Verschuldung unternommen werden, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den betreffenden Ländern zu verbessern.

## 5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### Weltweite Konjunkturerholung kommt in Fahrt

Den jüngsten Datenveröffentlichungen zufolge hat die Erholung der Weltwirtschaft nach einer recht ausgedehnten Phase moderaten Wachstums inzwischen etwas an Breite und Kraft gewonnen. Diese Verbesserung ist in erster Linie der positiven konjunkturellen Entwicklung in den Vereinigten Staaten sowie der Wachstumsdynamik in Asien, darunter zuletzt auch in Japan, zu verdanken (siehe Abbildung 38).

Während der private Konsum und eine expansive Wirtschaftspolitik diesen allmählichen Aufschwung der Wirtschaftsaktivität weltweit unterstützen, nehmen insbesondere die Unternehmensinvestitionen in den meisten Industrieländern nach wie vor nur verhalten zu, sodass es sich möglicherweise noch nicht um einen selbsttragenden Aufschwung handelt. Die in der vergangenen Periode kräftigen Wachstums entstandenen Ungleichgewichte, vor allem die Überkapazitäten und die Verschuldung der Unternehmen, sowie die Nachwirkungen des Platzens der Aktienblase, bremsen weiterhin die Investitionstätigkeit. Hinzu kommt trotz der etwas aufgehellten Aussichten, dass die Sorgen über das wachsende Zwillingsdefizit in den Vereinigten Staaten ein Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft darstellen.

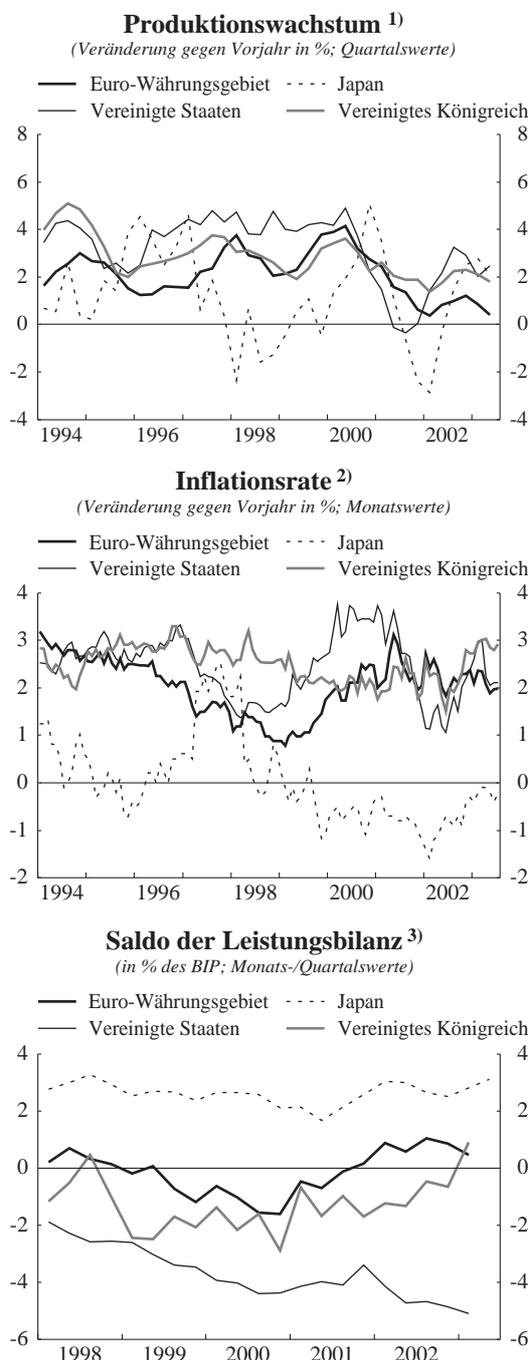
In den Vereinigten Staaten hat sich die konjunkturelle Erholung vorläufigen Daten zufolge im zweiten Quartal des laufenden Jahres gefestigt. Das reale BIP wuchs um 3,1 % (gegenüber dem Vorquartal und auf Jahresrate hochgerechnet), wobei der Hauptwachstumsfaktor der private Verbrauch und insbesondere die Nachfrage nach Gebrauchsgütern waren. In diesem höheren realen BIP-Wachstum schlugen daneben eine deutliche Ausweitung der staatlichen nationalen Verteidigungsausgaben sowie in geringerem Maße der privaten Unternehmensinvestitionen in

allen Untergruppen mit Ausnahme der Vorratsinvestitionen (die das Wachstum des realen BIP dämpften) zu Buche. Der reale Außenbeitrag verringerte aufgrund abnehmender Ausfuhr- und zunehmender Einfuhrvolumina den auf das Jahr hochgerechneten Zuwachs des realen BIP recht deutlich (um 1,2 Prozentpunkte).

Für die Zukunft deuten die vorliegenden Wirtschaftsdaten darauf hin, dass die US-Konjunktur in der zweiten Hälfte dieses Jahres zulegen dürfte. Die Senkung der persönlichen Einkommensteuersätze dürfte ein nachhaltiges Wachstum der privaten Konsumausgaben stützen, und die privaten Unternehmensinvestitionen dürften verstärkt zunehmen. Allerdings bleiben weiterhin Risiken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs bestehen, vor allem angesichts einiger fortbestehender Ungleichgewichte.

In Bezug auf die Unternehmensausgaben lassen Frühindikatoren eine wachsende Dynamik in den Investitionsplänen der US-Firmen erkennen und deuten darauf hin, dass der anhaltende Wiederanstieg des Unternehmervertrauens mit einer deutlichen Zunahme der Auftragseingänge sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor einhergeht. Ferner fielen die Angaben zur Industrieproduktion für Juli besser als erwartet aus und sind ein weiteres Zeichen dafür, dass die Konjunkturabschwächung im verarbeitenden Gewerbe zu Ende gehen könnte. Schließlich ergab eine jüngste Umfrage der amerikanischen Notenbank, dass die Umstrukturierungsmaßnahmen von US-Kapitalgesellschaften in den vergangenen zwei Jahren zu einer Reduzierung der Aufschläge auf den Kreditzins und besseren Konditionen der Banken für die Investitionsfinanzierung geführt haben. Gleichwohl könnten Überkapazitäten und die Verschuldung der Unternehmen die Investitionstätigkeit weiter behindern.

**Abbildung 38**  
**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.

Die jüngst veröffentlichten Daten zum privaten Verbrauch weisen darauf hin, dass auf kurze Sicht mit einem weiterhin robusten Wachstum der Ausgaben der privaten Haushalte zu rechnen ist. Das Verbrauchervertrauen ist in den letzten Monaten zwar kaum gestiegen, doch die deutlichen Zuwächse des verfügbaren Einkommens haben dazu geführt, dass die privaten Konsumausgaben – weitgehend aufgrund anhaltender umfangreicher Käufe langlebiger Konsumgüter – im Juli unverändert kräftig zunahm. So wie die Steuersenkungen für den starken Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte im Juli den Ausschlag gaben, würde eine dauerhafte Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt zu einem weiteren kräftigen Wachstum der Konsumausgaben beitragen. Seit der Veröffentlichung des Beschäftigungsberichts vom Juli wurden weitere Arbeitsmarktdaten vorgelegt, die erste Anhaltspunkte für eine mögliche Aufhellung der Arbeitsmarktsituation liefern.

Die jährliche Teuerung auf der Verbraucherstufe hat sich in den letzten Monaten stabilisiert und belief sich im Juli auf 2,1 % gegenüber dem Vorjahr. Hauptverursacher des Preisanstiegs ist nach wie vor der Dienstleistungssektor, und hier vor allem die Bereiche Gesundheitswesen, Verkehr und Erziehung und Unterricht. Ohne Nahrungsmittel und Energie hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise ebenfalls stabilisiert und lag im Juli bei 1,5 % gegenüber dem Vorjahr. Auf mittlere Sicht wird mit einem gedämpften Preisauftrieb gerechnet, da die recht moderaten Lohnzuwächse zusammen mit dem robusten Produktivitätswachstum zu einem Rückgang der Lohnstückkosten beitragen dürften.

Was die Geldpolitik angeht, so beschloss der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank in seiner Sitzung am 12. August 2003, seinen Zielzinssatz für Tagesgeld auf dem seit Juni 2003 gültigen Niveau von 1 % zu belassen. Der Ausschuss wiederholte seine Einschätzung vom Juni, dass die Risiken einer niedrigeren Inflation größer seien als die Risiken in Bezug auf das wirtschaftliche Wachstum. Er wies auch darauf hin, dass es die Risiken eines uner-

wünschten Inflationsrückgangs erlauben würden, über geraume Zeit an einem expansiven geldpolitischen Kurs festzuhalten.

In Japan dürfte sich die Wirtschaftslage weiter verbessern. Das Wachstum des realen BIP, das seit dem zweiten Quartal 2002 stetig zurückgegangen war, erhöhte sich erneut im zweiten Quartal dieses Jahres (auf 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, nach 0,3 % im ersten Quartal). Die Auslandsnachfrage steuerte hierzu 0,2 Prozentpunkte und die Inlandsnachfrage die restlichen 0,4 Prozentpunkte bei. Der Außenbeitrag profitierte von einem Rückgang der Importe um 1,1 %, in dem sich zum Teil der Einfluss der Lungen-seuche SARS auf die Ausgaben für tourismus-bezogene Dienstleistungen niederschlug. Gleichzeitig nahmen die Ausfuhren wieder leicht (um 1 % gegenüber dem Vorquartal) zu, wurden aber nach wie vor von der weltweiten Konjunkturschwäche in Mitleidenschaft gezogen. Die anhaltenden Bemühungen der japanischen Regierung um eine mittelfristige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen durch eine Begrenzung der Staatsausgaben zeigten sich in einer weiteren Abnahme der öffentlichen Investitions- und Konsumausgaben um 0,9 % bzw. 0,4 %.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürften gewisse Wachstumsimpulse für die japanische Wirtschaft von dem sich allmählich verbessernden weltwirtschaftlichen Umfeld ausgehen. Bestätigt werden die Erwartungen einer konjunkturellen Besserung durch Umfrageergebnisse und die jüngste Entwicklung an den Aktien- und Anleihemärkten. Außerdem könnten der jüngste Anstieg des Frühindicators der japanischen Regierung und die niedrigen Vorratsbestände auf eine Belebung der Industrieproduktion hindeuten und die zunehmenden Aufträge im Maschinenbau einen zu erwartenden Anstieg der Investitionsausgaben anzeigen. Zugleich belasten die Wirtschaft aber noch immer schwer wiegende strukturelle Probleme im Finanz- und Unternehmenssektor.

An der Preisfront hält der Deflationsdruck an. Sowohl der VPI insgesamt als auch der VPI

ohne frische Nahrungsmittel gingen im Juli um 0,2 % gegenüber dem Vorjahr zurück, nach einem Rückgang um 0,4 % im Vormonat. Zugleich veränderte sich die Jahresrate des BIP-Deflators von -3,5 % im ersten Quartal auf -2,1 % im zweiten Quartal.

Vor diesem Hintergrund hat die Bank von Japan seit dem 20. Mai 2003 den von ihr angestrebten Betrag für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken bei rund 27 bis 30 Billionen JPY belassen, auf den sie ihr Ziel damals angehoben hatte. Ferner gab sie am 11. Juni 2003 Einzelheiten ihrer Politik des Ankaufs von durch Vermögenswerte gesicherten Wertpapieren (asset-backed securities, ABS) bekannt gegeben. Das Ankaufprogramm, das bis Ende März 2006 in Kraft bleibt, wurde zunächst auf einen ausstehenden Betrag von 1 Billion JPY begrenzt. Ankaufsfähig sind Papiere, die zur reibungslosen Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen beitragen und ein Mindestrating von BB aufweisen.

Im Vereinigten Königreich beschleunigte sich das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorquartal im zweiten Vierteljahr 2003 wieder auf eine Rate von 0,3 % und lag damit 1,8 % über dem entsprechenden Vorjahrs-wert. Die Wachstumsrate der Ausgaben der privaten Haushalte, die im ersten Quartal zurückgegangen war, erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal auf 1,3 %. Bedingt durch geringere Unternehmensinvestitionen verminderten sich die Bruttoanlageinvestitionen im zweiten Vierteljahr um 0,5 %. Die Investitionsausgaben dürften durch die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Nachfrage und Kapazitätsüberhänge im Unternehmenssektor gedämpft worden sein. Der Außenbeitrag wirkte sich im zweiten Vierteljahr deutlich negativ auf das Wachstum des realen BIP aus. Das Produktionswachstum im Vereinigten Königreich dürfte sich – unterstützt durch ein robustes Wachstum der Staatsausgaben, einen wieder höheren Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum und einen mäßigen Anstieg der Unternehmensinvestitionen – langsam wieder beschleunigen. Zugleich könnte sich der private Konsum abschwächen.

Die am Einzelhandelspreisindex ohne Berücksichtigung von Hypothekenzinsen (RPIX) gemessene Teuerung belief sich im Juli auf eine im Vergleich zum zweiten Quartal unveränderte Jahresrate von 2,9 %. Durch die Abwertung des Pfund Sterling seit Beginn dieses Jahres stiegen offenbar die relativen Güterpreise, während im Dienstleistungsbereich nicht zuletzt aufgrund moderater Ertragszuwächse seit Jahresanfang eine allmähliche Preisberuhigung eintrat. Die jährliche HVPI-Inflation war mit 1,3 % im Juli deutlich niedriger als der Preisanstieg nach dem RPIX und zeigt, wie stark die Wohnungskostenkomponenten im RPIX ins Gewicht fallen.

Am 10. Juli 2003 senkte der geldpolitische Ausschuss der Bank von England seinen Reposatz um 0,25 Prozentpunkte auf 3,5 %. Die Bank von England begründete ihren Beschluss mit dem Hinweis auf die Aussichten für die globale und inländische Nachfrage, die ungünstiger als zuvor erwartet seien. Gleichzeitig wurde mit einer im Jahresverlauf zurückgehenden RPIX-Inflation gerechnet, weil davon ausgegangen wurde, dass die vorübergehende preissteigernde Wirkung der Ölpreise und Wohnungskosten wieder abklingen werde.

In Dänemark verringerte sich das reale BIP im zweiten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal um 0,5 % (gegenüber dem Vorjahr -0,8 %), nachdem es im vorangegangenen Vierteljahr noch um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (1,4 % gegenüber dem Vorjahr) zugenommen hatte. Für diesen Rückgang waren hauptsächlich sinkende Vorräte sowie eine Abnahme der Staatsausgaben und vor allem der Anlageinvestitionen verantwortlich. Anders als im ersten Quartal 2003, als insbesondere die Vorräte die Hauptwachstumsstütze des realen BIP waren, gingen im zweiten Quartal positive Wachstumsimpulse vom Außenbeitrag und privaten Konsum aus. Die Jahresteuernachdem HVPI ermäßigte sich vor allem dank niedrigerer Einfuhrpreise und anhaltend niedriger Ölpreise leicht von 2,2 % im zweiten Quartal auf 1,8 % im Juli.

In Schweden wuchs das reale BIP nach den vorläufigen Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im zweiten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal um 0,3 %, während es im ersten Quartal um 0,5 % zugenommen hatte. Das Produktionswachstum wurde weitgehend vom Konsum der privaten Haushalte und von den Nettoexporten getragen. Vor allem aufgrund steigender Energie- und Mietpreise beschleunigte sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Juli 2003 auf 2,4 %, verglichen mit einer durchschnittlichen Rate von 2,1 % im zweiten Quartal des Jahres.

In der Schweiz bestätigen die zuletzt veröffentlichten Daten einen Rückgang der Wirtschaftsaktivitäten in der ersten Hälfte dieses Jahres. Im zweiten Quartal dieses Jahres war wegen der weiter zurückgehenden Investitionen im dritten aufeinander folgenden Quartal ein negatives Wachstum des realen BIP zu verzeichnen. Die jüngste Verbesserung einiger Frühindikatoren und die in Gang gekommene weltweite Erholung lassen aber ein wieder zunehmendes Wirtschaftswachstum erwarten. Was die Preisentwicklung angeht, so hat sich die Inflation im August leicht erhöht. Im Vorjahresvergleich belief sie sich auf 0,5 %, verglichen mit 0,3 % im Juli.

Die Wachstumsaussichten in den größeren der EU beitretenden Staaten sind nach wie vor günstig. Ein uneinheitlicheres Bild ergibt sich für die einzelnen Länder allerdings in Bezug auf die Preisentwicklung und die konjunkturellen Bedingungen. In der Tschechischen Republik hat sich das BIP-Wachstum im ersten Vierteljahr aufgrund der robusten Konsumausweitung der privaten Haushalte und einer moderaten Zunahme der Exporte leicht beschleunigt. In Ungarn hat sich das Produktionswachstum im ersten Quartal dieses Jahres beträchtlich abgeschwächt, wengleich sich der Konsum recht gut behauptet hat. Am 4. Juni 2003 stimmte die Nationalbank von Ungarn der Forderung der Regierung zu, die Parität des Forint um 2,26 % herabzusetzen, dabei aber die Wechselkursbandbreite von  $\pm 15$  % beizubehalten. Im Zuge

dieses Beschlusses hob die Zentralbank die Zinsen um 300 Basispunkte auf 9,5 % an. In Polen blieb das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal trotz einer Abflachung des privaten Verbrauchs stabil, da die Wirtschaft von einer deutlichen Erholung der Exporte profitierte. Auch im verarbeitenden Gewerbe war im zweiten Quartal 2003 eine dynamische Wirtschaftstätigkeit zu verzeichnen.

In Russland haben sich die konjunkturellen Aussichten erheblich verbessert. Dies wird durch ein Produktionswachstum von knapp 8 % in den ersten drei Monaten dieses Jahres bestätigt. Die höheren Ölpreise tragen wesentlich zu dem dynamischeren Wachstum bei, und gleichzeitig konnten russische Ölgesellschaften ihre Exportvolumina ausweiten. Im ersten Halbjahr ging die Inflation leicht zurück auf knapp 14 % im Juni dieses Jahres.

In der Türkei setzte sich die kräftige Konjunkturbelebung der jüngsten Zeit, die durch ein wieder deutlich höheres Wachstum des Konsums und der Investitionen gekennzeichnet ist, fort, und das jährliche Produktionswachstum betrug im ersten Quartal über 8 % zu. Der Außenhandel leistet zwar einen negativen Wachstumsbeitrag, nimmt aber zurzeit in raschem Tempo zu. Die jährliche Inflationsrate hält sich stabil auf einem Niveau von knapp 30 %.

In Asien (ohne Japan) erweist sich die Wachstumsdynamik weiterhin als relativ robust, obwohl die SARS-Epidemie zu einer vorübergehenden konjunkturellen Abkühlung im zweiten Quartal dieses Jahres führte. Die am schwersten von der Seuche betroffenen Volkswirtschaften waren Hongkong, Singapur, Taiwan und China. Besonders spürbar waren die Auswirkungen der SARS-Epidemie im inländischen Dienstleistungssektor (vor allem bei den Einzelhandelsumsätzen und im Gastgewerbe), in dem sich zuletzt aber eine Erholung abzeichnete.

Auch nach einer leichten Verlangsamung des Produktionswachstums im zweiten Quartal 2003 ist China nach wie vor das Land mit der kräftigsten wirtschaftlichen Expansion in der

Region. Das starke Wachstum des realen BIP, das von den Ausfuhren und Investitionen getragen, gleichzeitig aber von einer SARS-bedingten Abnahme der Konsumausgaben gebremst wurde, hielt auch im zweiten Quartal 2003 mit 6,7 % im Vorjahresvergleich an. Im Juli 2003 war bei den Exporten weiterhin ein rasches Wachstum von 31 % gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen, und auch die Anlageinvestitionen legten mit 27 % zum Vorjahr kräftig zu. Die Einzelhandelsumsätze übertrafen im Juli ihr Vorjahrsniveau um 9,8 % und haben sich somit vom Einbruch im zweiten Quartal dieses Jahres vollständig erholt. Zwar ist der Deflationsdruck noch nicht völlig abgebaut, doch haben die Verbraucherpreise in den letzten Monaten ihren Anstieg, der sich im Juli auf 0,5 % gegenüber dem Vorjahr belief, fortgesetzt.

Die Konjunktur in Südkorea hat sich – vorwiegend unter dem Einfluss eines verhalteneren Wachstums der Inlandsnachfrage – weiter abgekühlt. Im zweiten Quartal dieses Jahres lag das reale BIP um 1,9 % über seinem Vorjahresstand, nachdem es im ersten Quartal im Vorjahresvergleich noch um 3,7 % zugenommen hatte. Angesichts der jüngsten Bilanzierungsskandale im Unternehmenssektor, einer gewissen Zurückhaltung bei der Kreditvergabe an private Haushalte sowie erhöhter geopolitischer Spannungen im Zusammenhang mit Nordkorea sind sowohl das Unternehmer- als auch das Verbrauchervertrauen weiter zurückgegangen. Im Gegensatz zur Entwicklung der Inlandsnachfrage erwiesen sich die Exporte unverändert als Hauptstütze des Produktionswachstums. In Singapur und Taiwan sank das reale BIP im zweiten Quartal 2003 im Vorjahresvergleich um 4,2 % bzw. 0,1 %. Diese negative wirtschaftliche Entwicklung stand vorwiegend im Zusammenhang mit einem Rückgang der inländischen Nachfrage, die von der SARS-Epidemie besonders stark betroffen war, während sich die Exporte recht gut behaupten konnten.

Die wirtschaftlichen Perspektiven für Asien (ohne Japan) sind für den restlichen Verlauf des Jahres bis hinein in das Jahr 2004 günstig,

und die Risiken scheinen weitgehend ausgegogen zu sein.

Die neuesten Datenveröffentlichungen in Lateinamerika deuten offenbar darauf hin, dass die letztes Jahr in Gang gekommene konjunkturelle Erholung mittlerweile an Schwung verliert. In Brasilien schwächte sich die Wirtschaft im zweiten Quartal dieses Jahres ab. Die Industrieproduktion wies in letzter Zeit beträchtliche Schwankungen auf und sank im Juni im Vorjahrsvergleich um 3,3 %. In Mexiko wuchs das reale BIP im zweiten Quartal des laufenden Jahres im Vorjahrsvergleich um 0,2 %, nachdem es im ersten Quartal noch um 2,3 % gestiegen war. Die größte Bremswirkung auf die Wirtschaftsleistung ging vom verarbeitenden Gewerbe aus, das im zweiten Quartal – teilweise infolge sinkender Nichtölexporte – im Vorjahrsvergleich um 4,5 % schrumpfte. Diese Exporte, die in letzter Zeit unter Wettbewerbsdruck aus Asien (ohne Japan) geraten waren, zeigten jedoch im Juni gewisse Anzeichen einer Erholung. In Argentinien gibt es Hinweise darauf, dass sich das Tempo der Wirtschaftsaktivität verlangsamt hat. Die Aussichten für die argentinische Wirtschaft bleiben bis zum Abschluss einer neuen Finanzierungsvereinbarung mit multilateralen Institutionen aufgrund des umfangreichen Bedarfs an Finanzierungsmitteln aus dem Ausland für den restlichen Verlauf des Jahres getrübt.

### **Der Euro schwächte sich im August ab**

Der Euro schwächte sich im August dieses Jahres gegenüber wichtigen Währungen ab. Am ausgeprägtesten war der Kursverlust des Euro gegenüber dem japanischen Yen, der eine breit angelegte Stärkung erfuhr, aber auch gegenüber dem US-Dollar und in geringerem Maße gegenüber dem Pfund Sterling verlor der Euro an Wert. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war vor allem, dass die Marktteilnehmer die Perspektiven für die Wirtschaftsaktivität in Japan und den Vereinigten Staaten wieder günstiger einschätzten, während sie im Eurogebiet mit einer langsameren Erholung rechneten.

Zur Stärkung des US-Dollar gegenüber dem Euro im August kam es vor dem Hintergrund einer optimistischeren Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Aussichten für die US-Konjunktur (siehe Abbildung 39). Gestützt wurde diese Einschätzung von Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten, die darauf hindeuteten, dass die wirtschaftliche Erholung im zweiten Quartal dieses Jahres stärker Fuß gefasst hat. Außerdem ließen die Daten hohe Konsumausgaben der privaten Haushalte, einen robusten Wohnungsmarkt und Anzeichen einer Belebung der Investitionsausgaben erkennen. Dagegen scheinen die Bedenken hinsichtlich der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits und des kräftigen Anstiegs des US-Haushaltsdefizits nur eine untergeordnete Rolle gespielt zu haben. Gegen Ende des Monats könnte der Kursrückgang des Euro zusätzlich durch technische Faktoren verstärkt worden sein, nachdem der Wechselkurs maßgebliche Stützungslinien durchbrochen hatte. Am 3. September 2003 lag der Euro gegenüber der amerikanischen Währung mit 1,08 USD in der Nähe eines Viermonatstiefstands und 4,7 % unter seinem Wert Ende Juli, aber immer noch 14 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2002.

Der japanische Yen wertete im August – angesichts einer Fülle von Datenveröffentlichungen mit Hinweisen auf günstigere Aussichten für die japanische Wirtschaft – gegenüber dem Euro kräftig und gegenüber dem US-Dollar moderat auf (siehe Abbildung 39). Die Anzeichen einer Belebung der Wirtschaftstätigkeit in Japan rührten von steigenden Konsumausgaben und der positiven Entwicklung maßgeblicher Frühindikatoren her. In diesem Zusammenhang stiegen die japanischen Aktienkurse im August kräftig an, und auch die langfristigen Anleiherenditen zogen insbesondere in der zweiten Monatshälfte spürbar an, was unter anderem auf die Rückverlagerung von Geldern seitens japanischer Investoren an den heimischen Aktienmarkt und auf Portfolioumschichtungen vom Anleihe- an den Aktienmarkt zurückzuführen war. Am 3. September 2003 notierte der Euro bei 125,4 JPY, d. h. 7,6 % schwächer als Ende Juli

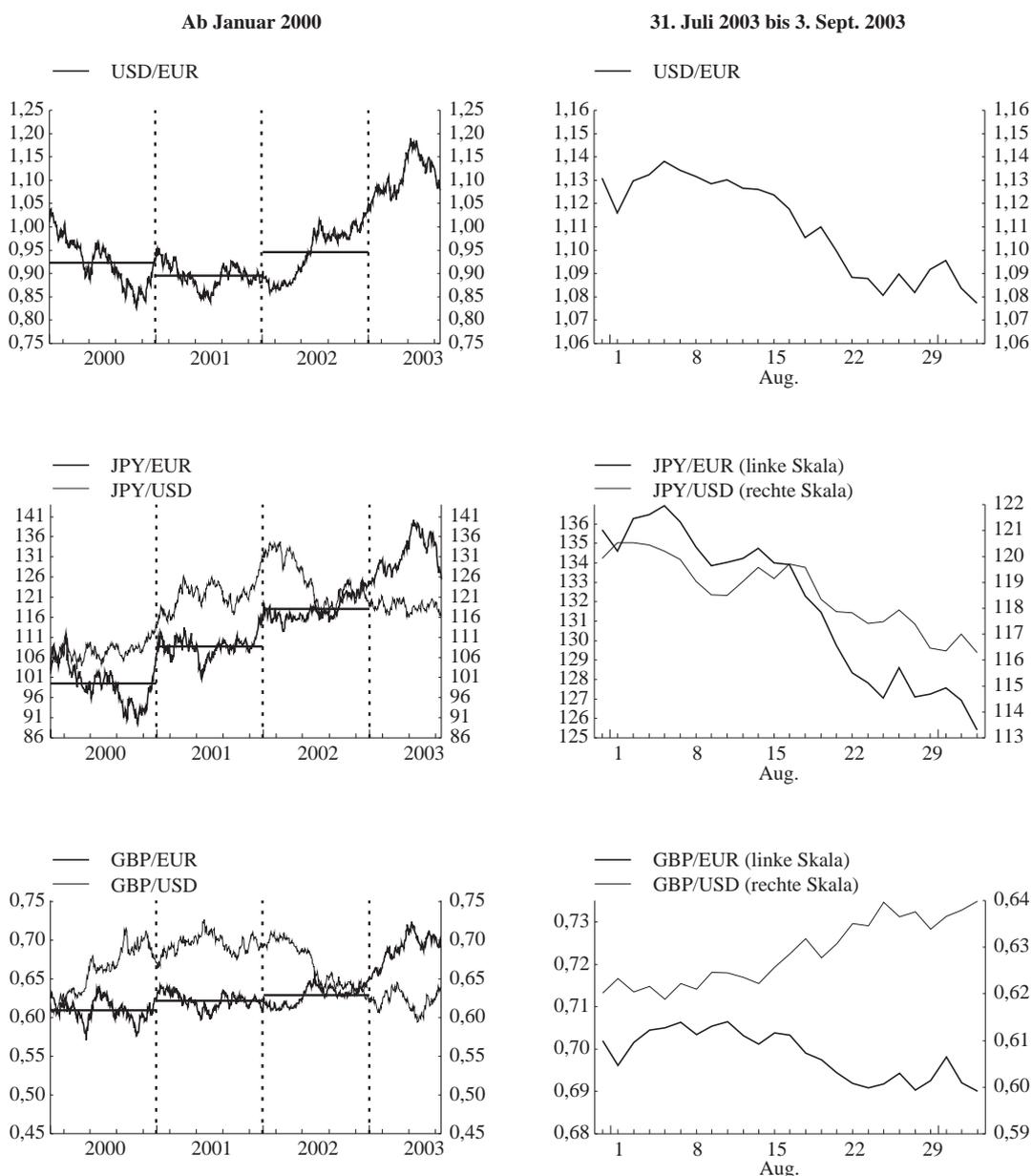
und 6,2 % fester als im Durchschnitt des vergangenen Jahres.

Das Pfund Sterling gewann gegenüber dem Euro leicht an Wert, schwächte sich aber im August gegenüber dem US-Dollar ab (siehe Abbildung 39). Die Stärkung der britischen Währung in Relation zum Euro hing teilweise

mit der Aussage der Bank von England zusammen, die britische Wirtschaft befinde sich auf dem Erholungspfad, sowie mit der Bekanntgabe von Beschäftigungsdaten, die etwas besser als erwartet ausgefallen waren. Allerdings dürfte der im August verzeichnete Wertzuwachs des Pfund Sterling gegenüber dem Euro zum Teil auch auf den traditionellen

### Abbildung 39 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

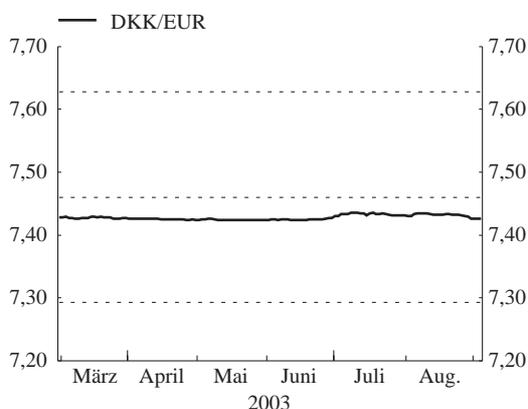
Gleichlauf der britischen Währung mit dem US-Dollar zurückzuführen sein. Am 3. September wurde der Euro zum Pfund Sterling mit 0,69 GBP gehandelt, also 1,7 % niedriger als Ende Juli und 9,7 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2002.

Im WKM II bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 40). Was andere europäische Währungen betrifft, so verzeichnete der Euro im Berichtszeitraum gegenüber der norwegischen Krone einen leichten Kursgewinn und gegenüber dem Schweizer Franken einen geringen Wertverlust, während er zur schwedischen Krone weitgehend unverändert blieb.

Im Ergebnis führten diese Entwicklungen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets zu einem Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro. Am 3. September lag er 3,6 % unter seinem Stand von Ende Juli und 8,6 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2002. Dieser jüngste Rückgang ist großenteils dem Kursanstieg des Yen wie auch des US-Dollar gegenüber der gemeinsamen Währung zuzuschreiben (siehe Abbildung 41). Die auf Basis der Verbraucher- und Erzeugerpreise sowie der Lohnstück-

#### Abbildung 40 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

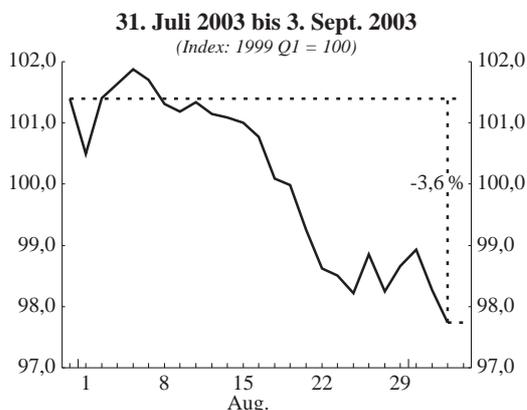


Quelle: EZB.

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

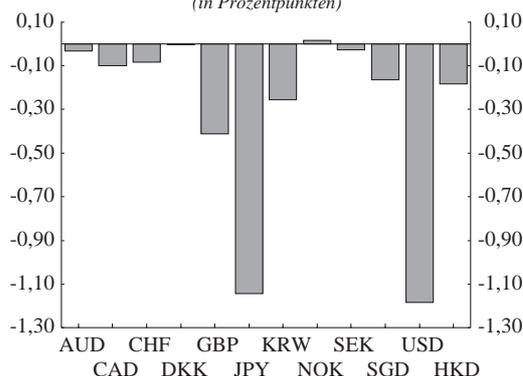
#### Abbildung 41 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)



#### Beiträge zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>

(in Prozentpunkten)



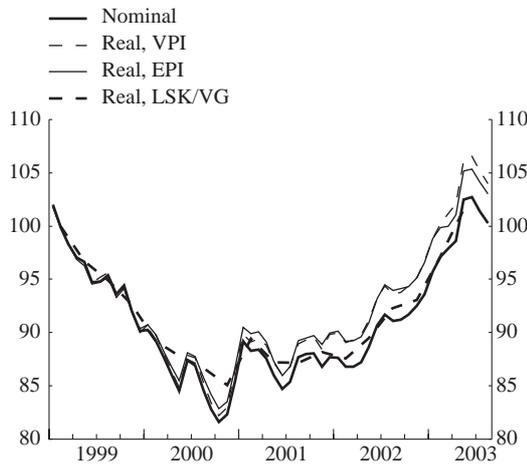
Quelle: EZB.

- 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 wichtiger Partnerländer berechnet.

kosten im verarbeitenden Gewerbe ermittelten realen effektiven Wechselkurse des Euro bewegten sich weiterhin im Gleichlauf mit dem nominalen Index (siehe Abbildung 42). Die realen Indizes sind tendenziell etwas höher als der Index für den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro, was sowohl den Deflationsdruck in Japan und in der Sonderverwaltungsregion Hongkong in den vergangenen vier Jahren als auch die gedämpfte Inflation in einigen anderen Industrieländern widerspiegelt.

**Abbildung 42**  
**Nominale und reale effektive Wechsel-**  
**kurse 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 2003. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das zweite Quartal 2003 und sind teilweise geschätzt.

**Saisonbereinigte Leistungsbilanz weist**  
**im Juni 2003 Überschuss auf**

Die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Juni 2003 einen Überschuss in Höhe von 2,5 Mrd € auf,

was in nicht saisonbereinigter Rechnung einem Aktivsaldo von 3,2 Mrd € entspricht. Dies ist auf Überschüsse sowohl im Warenhandel als auch bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die teilweise durch die Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und bei den laufenden Übertragungen ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 13). Gegenüber Mai 2003 blieb der saisonbereinigte Leistungsbilanzüberschuss im Juni nahezu unverändert, da der Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen durch den höheren Überschuss bei den Dienstleistungen und durch den Rückgang des Defizits bei den laufenden Übertragungen weitgehend kompensiert wurde. Der Warenhandelsüberschuss blieb im Juni bei gleichzeitiger Abschwächung der Exporte und Importe weitgehend stabil.

Betrachtet man die Quartalsangaben, so ist der Wert sowohl der Warenausfuhren und -einfuhren als auch der Einnahmen und Ausgaben im Dienstleistungsverkehr im zweiten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal gesunken (siehe Tabelle 8.2. im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im vorliegenden Monatsbericht). Mit Blick auf den Warenhandel fiel die wertmäßige Abschwächung der Exporte (um rund 1 %) von der Größenordnung her ähnlich aus wie die

**Tabelle 13**  
**Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; saisonbereinigt)

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2003 Juni	2002 Juni	2003 Juni
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	3,2	3,0	2,1	-1,0	2,8	2,5	26,0	46,8
Saldo des Warenhandels	10,6	10,3	5,5	9,8	9,5	9,4	112,3	118,0
Ausfuhr	89,0	87,9	83,2	87,3	86,4	83,5	1 041,1	1 047,0
Einfuhr	78,5	77,6	77,7	77,5	76,9	74,1	928,9	929,0
Saldo der Dienstleistungen	1,9	1,8	2,6	0,6	0,5	1,0	1,8	17,2
Einnahmen	28,6	27,8	28,5	26,9	25,6	25,8	328,5	330,3
Ausgaben	26,7	26,0	25,9	26,3	25,1	24,8	326,7	313,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-5,4	-4,8	-2,2	-6,6	-2,7	-4,5	-35,7	-42,9
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,8	-4,3	-3,8	-4,8	-4,6	-3,3	-52,3	-45,6

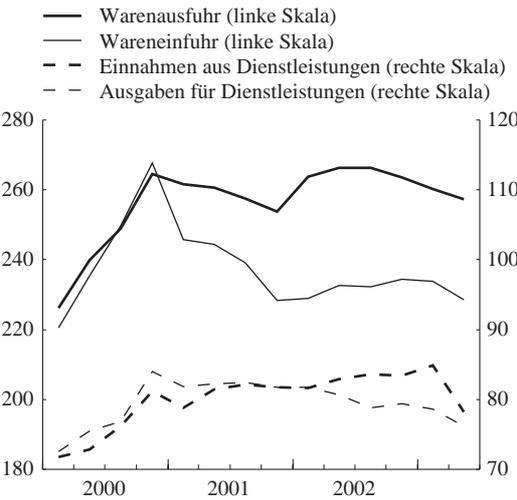
Quelle: EZB.

Anmerkungen: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

**Abbildung 43**

**Warenausfuhr und -einfuhr sowie Einnahmen und Ausgaben in der Dienstleistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; Quartalswerte; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

seit dem letzten Quartal 2002 im Vorquartalsvergleich verzeichneten Rückgänge der Exportwerte (siehe Abbildung 43). Diese Entwicklung ist ein Ausdruck der sinkenden Exportvolumina und -preise, die wiederum mit der weltweiten Nachfrageschwäche und der Aufwertung des Euro in Zusammenhang stehen (nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4 im Monatsbericht vom August 2003). Unterdessen deutet die Abnahme der Importwerte im zweiten Quartal 2003 darauf hin, dass der Rückgang der Ölpreise in diesem Zeitraum zusammen mit dem verzögerten Wirken der Euro-Aufwertung allmählich in Form niedrigerer Einfuhrpreise seinen Niederschlag findet, während offenbar auch die Importnachfrage analog zum Rückgang der Industrieproduktion des Eurogebietes im zweiten Quartal gesunken ist.

Bei den Dienstleistungen ist der Wert der Einnahmen vom ersten bis zum zweiten Quartal dieses Jahres um fast 8 % gesunken, wohingegen in den Vorquartalen noch ein moderater Zuwachs zu verzeichnen war. Der Rückgang der Einnahmen in der Dienstleistungsbilanz dürfte zum einen den verzö-

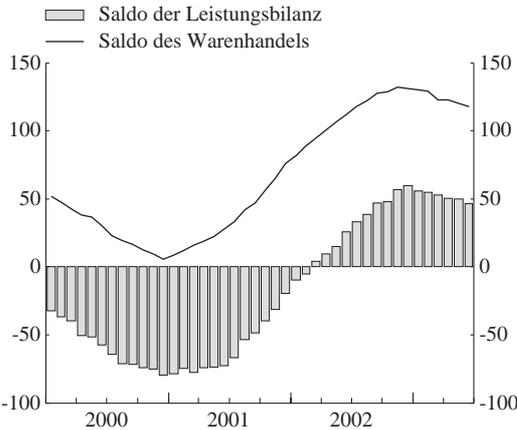
gerten Effekt der vorangegangenen Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Euro-Aufwertung und zum anderen die Auswirkungen des Kriegs im Irak und der SARS-Epidemie widerspiegeln. Auf die beiden zuletzt genannten Faktoren scheint ein Teil des in einigen Euro-Ländern im zweiten Quartal beobachteten Rückgangs der Einnahmen aus dem Reise- und Flugverkehr zu entfallen. Unterdessen dürften sich diese Faktoren aller Wahrscheinlichkeit nach auch negativ auf die entsprechenden Ausgabenkategorien in der Dienstleistungsbilanz ausgewirkt haben. Außerdem könnte teilweise die schwache Nachfrage im Eurogebiet beim Rückgang der Ausgaben im Dienstleistungsverkehr eine Rolle gespielt haben.

Eine längerfristige Betrachtung zeigt, dass vorwiegend der seit dem letzten Quartal 2002 verzeichnete Rückgang im Wert der Warenausfuhren für die gleichzeitige Abnahme des über zwölf Monate kumulierten Warenhandelsüberschusses verantwortlich ist, die wiederum eine weitgehende Erklärung für die damit einhergehende Verringerung des über zwölf Monate kumulierten Leistungsbilanzüberschusses liefert (siehe Abbildung 44). In geringerem Maße hat auch das zum Teil

**Abbildung 44**

**Saldo der Leistungsbilanz und Saldo des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt, über 12 Monate kumuliert)



Quelle: EZB.

aufgrund rückläufiger Einnahmen steigende Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen zu dieser Entwicklung beigetragen. Die Aufwertung des Euro könnte einer der Gründe für diesen Rückgang sein, da die in Fremdwährung erhaltenen Erwerbs- und Vermögenseinkommen in Euro ausgedrückt einen niedrigeren Wert aufweisen.

### Umfangreiche Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen im Juni 2003

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen waren im Juni dieses Jahres Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 38,2 Mrd € zu verzeichnen (siehe Tabelle

14 sowie detailliertere Angaben in Tabelle 8.4 bis 8.8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im vorliegenden Monatsbericht).

Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen in Höhe von 23,7 Mrd € waren hauptsächlich auf Netto-Kapitalzuflüsse bei den sonstigen Anlagen (15,1 Mrd €) zurückzuführen. Eine wichtige Rolle bei den Entwicklungen im Juni scheinen Kredite gespielt zu haben, die ausländische Tochterunternehmen an ihre Muttergesellschaften im Euro-Währungsgebiet zurückgezahlt haben (10,2 Mrd €).

Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (14,5 Mrd €) resultierten vor al-

**Tabelle 14**  
**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

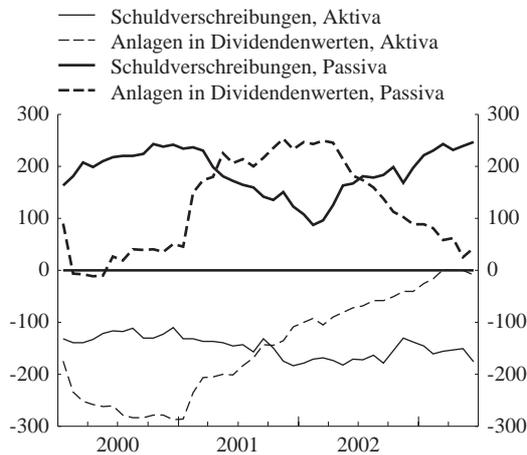
							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2003 Juni	2002 Juni	2003 Juni
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-4,8	3,5	4,0	-8,6	0,4	3,2	25,4	43,3
Saldo des Warenhandels	2,1	9,1	6,2	7,4	8,3	11,2	112,1	117,4
Saldo der Dienstleistungen	-0,6	0,1	1,5	0,8	2,0	2,8	1,8	16,6
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-9,4	-2,6	-0,6	-10,5	-4,3	-4,4	-36,8	-44,8
Saldo der laufenden Übertragungen	3,2	-3,1	-3,0	-6,3	-5,6	-6,4	-51,6	-45,9
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	2,1	-0,9	0,8	0,1	0,4	2,3	9,1	9,6
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	-12,7	-25,8	7,9	7,8	-29,8	-20,0	-110,9	-176,7
Direktinvestitionen	-3,1	3,2	-7,7	-20,2	-0,2	23,7	-33,2	-12,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-16,8	-6,8	-17,1	-22,8	-0,7	14,6	-187,8	-110,6
Im Euro-Währungsgebiet	13,6	10,0	9,4	2,6	0,5	9,1	154,5	97,8
Wertpapieranlagen	-2,8	-12,0	17,6	9,3	8,0	14,5	106,7	106,5
Dividendenwerte	15,7	2,5	-3,4	7,1	-15,0	5,1	110,5	35,2
Aktiva	2,3	0,3	7,4	-3,0	-5,8	-14,6	-71,9	-8,2
Passiva	13,4	2,2	-10,8	10,2	-9,2	19,7	182,4	43,3
Schuldverschreibungen	-18,6	-14,4	21,0	2,1	23,0	9,4	-3,8	71,3
Aktiva	-22,7	-23,9	-14,8	-9,1	-20,6	-30,4	-171,0	-175,3
Passiva	4,1	9,5	35,8	11,2	43,6	39,7	167,1	246,6
Nachrichtlich:								
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-6,0	-8,8	9,9	-10,9	7,7	38,2	73,5	93,7
Finanzderivate	-0,8	0,6	0,2	-4,6	0,6	-0,3	-17,2	-18,2
Übriger Kapitalverkehr	-7,4	-22,9	-7,2	22,9	-39,6	-58,7	-176,5	-261,0
Währungsreserven	1,5	5,3	5,0	0,5	1,4	0,8	9,4	8,8
<b>Restposten</b>	15,3	23,2	-12,7	0,7	29,1	14,5	76,4	123,8

Quelle: EZB.

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

**Abbildung 45**  
**Veränderungen der Anlagen in Dividendenwerten und Schuldverschreibungen**

(Mrd €; Monatswerte; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

lem aus dem verstärkten Engagement Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets in Anleihen (47,4 Mrd €) und in geringerem Maße in Dividendenwerte (19,7 Mrd €) des Euroraums. Diese Zuflüsse wurden nur

teilweise durch den Erwerb ausländischer Dividendenwerte und Anleihen durch Gebietsansässige ausgeglichen.

Im Großen und Ganzen war die Entwicklung der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets im Juni – wie schon in den vorangegangenen Monaten – von der dominierenden Rolle der Zuflüsse bei den Schuldverschreibungen geprägt. Dies zeigt sich in den über zwölf Monate kumulierten Zahlen, die zwischen dem Zwölfmonatszeitraum bis Ende Juni 2002 und demselben Zeitraum bis Ende Juni 2003 im Bereich der Wertpapieranlagen auf eine anhaltende Verlagerung von Dividendenwerten hin zu Schuldverschreibungen deuten. Wie Abbildung 45 zeigt, haben Gebietsfremde seit etwa Anfang 2002 in größerem Umfang in Schuldverschreibungen des Eurogebiets, insbesondere in Anleihen, investiert. Wie schon in den Monaten davor dürfte die Unsicherheit hinsichtlich der globalen Wirtschaftsaussichten in Verbindung mit Renditeüberlegungen und der Erwartung von Kursgewinnen auch in den letzten Monaten zu der anhaltenden Umkehr der Investitionsströme zugunsten dieser Vermögenskategorie beigetragen haben.

