



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

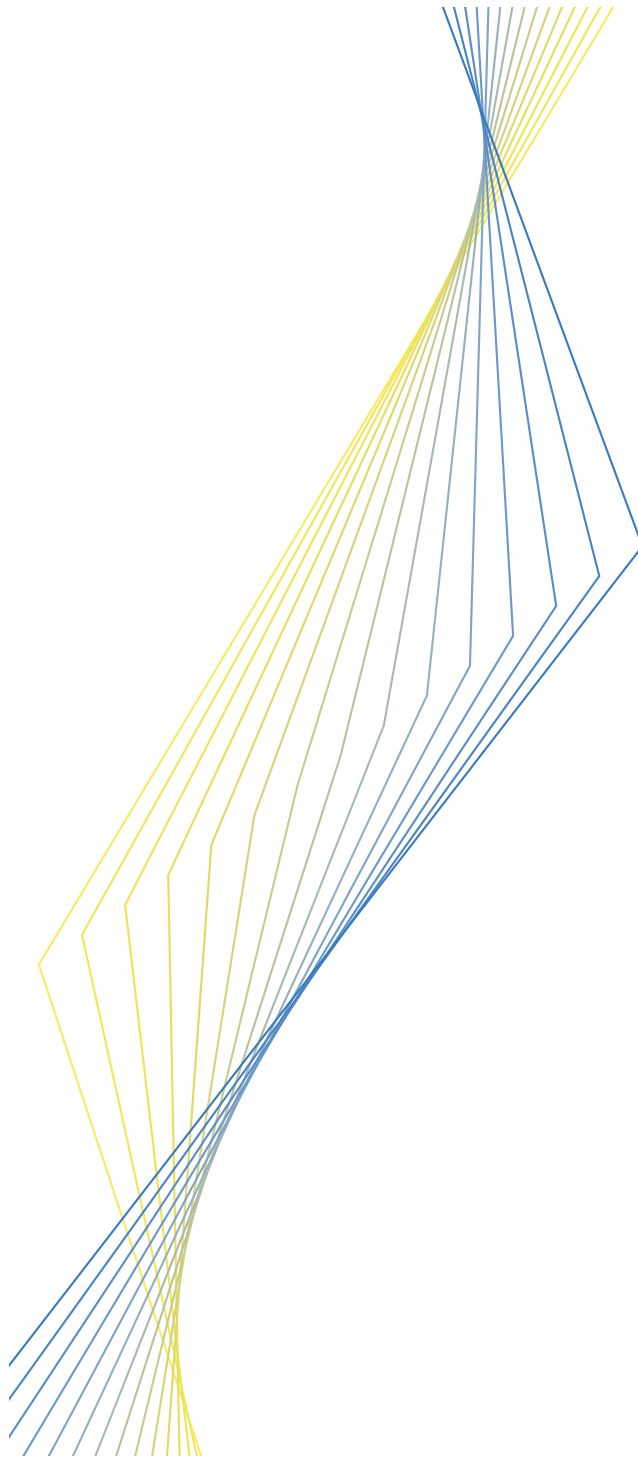
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

Juli 2003



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Juli 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 9. Juli 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	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	27
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	39
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juni 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
2 Messung von Dominoeffekten an Aktienmärkten des Eurogebiets anhand von Messgrößen der impliziten Volatilität	18
3 Neues Basisjahr für die Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet	25
4 Hortung von Arbeitskräften im Euro-Währungsgebiet	33
5 Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2003	35
Trends bei den Bruttoanlage-investitionen im Euro-Währungsgebiet	45
Erste Erfahrungen mit der Steuerung der Produktion und Ausgabe von Euro-Banknoten	57
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	101*

## Abkürzungen

### Länder

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

### Sonstige

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

Diese Beschlüsse spiegeln die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass der derzeitige geldpolitische Kurs angesichts der günstigen Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht angemessen ist. Der EZB-Rat stellte darüber hinaus fest, dass die nominalen und realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet im historischen Vergleich niedrig sind und dadurch die Wirtschaftstätigkeit stützen und zur Absicherung gegen Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum beitragen. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Faktoren, die für diese Einschätzung relevant sein könnten, sorgfältig beobachten.

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, so deuten die jüngsten Daten und Informationen nach wie vor darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal dieses Jahres gedämpft blieb, nachdem es laut der zweiten Schätzung von Eurostat im ersten Quartal 2003 im Vorquartalsvergleich 0,1 % betragen hatte. Die vorliegenden Indikatoren signalisieren im Großen und Ganzen eine Stabilisierung der Konjunktur, doch gibt es bisher keine Anzeichen einer grundlegenden Stärkung der Produktion und des Vertrauens. Gleichzeitig scheint die Entwicklung an den Finanzmärkten eine etwas optimistischere Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerzuspiegeln. Insgesamt wird für die zweite Jahreshälfte 2003 von einer allmählichen Verbesserung und für 2004 von einer weiteren Stärkung der Konjunktur im Euroraum ausgegangen. Sie dürfte von einer niedrigeren Teuerungsrate und damit einem höheren real verfügbaren Einkommen, dem niedrigen Zinsniveau sowie einer Belebung der Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen aus dem Eurogebiet gestützt werden. Diese

Einschätzung stimmt mit sämtlichen vorliegenden Prognosen und Projektionen überein.

Dennoch sind weiterhin Abwärtsrisiken für dieses Hauptszenario maßgeblich. Zwar ist die Besorgnis im Hinblick auf das SARS-Virus zurückgegangen, doch bestehen weiterhin Risiken insbesondere in Zusammenhang mit außerhalb des Euroraums aufgebauten gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten sowie der Frage, inwieweit im Unternehmenssektor des Eurogebiets noch Anpassungen zur Steigerung der Produktivität und der Ertragskraft erforderlich sind.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung bleiben die mittelfristigen Aussichten günstig. Es wird erwartet, dass sich die jährlichen HVPI-Steigerungsraten im weiteren Jahresverlauf um den derzeitigen Stand von 2 % (der von Eurostat für Juni geschätzten Rate) bewegen und Anfang 2004 vor allem aufgrund eines Basiseffekts bei den Energiepreisen unter 2 % fallen werden. Anschließend dürften die Inflationsraten unter 2 % bleiben, da die indirekten Effekte der vergangenen Wechselkursaufwertung und eine moderate Konjunkturerholung dazu beitragen dürften, den Preisdruck in Grenzen zu halten. In dieser Hinsicht wird erwartet, dass insbesondere die Lohnentwicklung weiterhin mit den günstigen Aussichten für die Preisstabilität in Einklang steht. Weitere Preisindikatoren, wie beispielsweise die Entwicklung der Erzeugerpreise, bestätigen dieses Bild tendenziell. Darüber hinaus weisen alle vorliegenden Prognosen und Projektionen sowie die Indikatoren für die Inflationserwartungen in dieselbe Richtung, nämlich dass Preisstabilität im Einklang mit dem Ziel der EZB – einer Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % – mittelfristig gewährleistet wird.

Was die monetäre Analyse betrifft, so hat ein anhaltend starkes M3-Wachstum zum Aufbau von erheblicher Überschussliquidität im Euroraum geführt. Dieses starke Wachstum setzte sich in den letzten Monaten fort, da die unsichere Wirtschaftslage und die niedrigen Zinssätze über das gesamte Laufzeiten-

spektrum hinweg die Attraktivität liquider Anlageformen erhöht haben. Gleichzeitig trugen die niedrigen Zinssätze zu dem in letzter Zeit beobachteten Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor bei. Zwar sollte die hohe Überschussliquidität in Zeiten eines verhaltenen Konjunkturverlaufs weniger Anlass zur Besorgnis geben, doch muss die Entwicklung der Geldmenge hinsichtlich ihrer mittel- bis langfristigen Auswirkungen auf die Preisstabilität aufmerksam beobachtet werden.

Insgesamt gesehen bestätigt die wirtschaftliche Analyse die Erwartung, dass die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet im Zusammenhang mit einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung und dem gefestigten Wechselkurs des Euro gemäßigt bleibt. Die monetäre Analyse deutet darauf hin, dass die starke Ausweitung der Geldmenge M3 zurzeit nicht als für diese Aussichten abträglich angesehen werden sollte. Die Gegenprüfung der im Rahmen der beiden Säulen gewonnenen Daten führt daher zu dem Schluss, dass die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht weiterhin günstig sind.

Dadurch, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert sind, das mit Preisstabilität in Einklang steht, und die Zinssätze sich auf einem historischen Tiefstand befinden, hat die Geldpolitik signifikant dazu beigetragen, die Bedingungen für eine Erholung des Wirtschaftswachstums zu verbessern. Nun müssen auch andere politische Akteure ihren Beitrag leisten. Das schwache Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet kann teilweise mit dem mangelnden Ehrgeiz in Verbindung gebracht werden,

auf dem Gebiet der Finanz- und Strukturreformen die Bedingungen für Investitionen und Beschäftigung weiter zu verbessern.

Ein klares Bekenntnis zum Stabilitäts- und Wachstumspakt und die Einhaltung gut durchdachter Strategien zur mittelfristigen Haushaltskonsolidierung in den Ländern, die derzeit mit steigenden Haushaltsungleichgewichten zu kämpfen haben, würden erheblich zu einer Stärkung des Vertrauens beitragen. In ähnlicher Weise würden Fortschritte bei den Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten nicht nur das Wachstumspotenzial des Euro-Währungsgebiets erhöhen und seine Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks stärken, sondern auch die Unsicherheit, die derzeit die langfristigen Planungen und Aussichten überschattet, größtenteils ausräumen.

In der gegenwärtigen Lage, die von gedämpftem Wirtschaftswachstum und geringem Vertrauen gekennzeichnet ist, sind Strukturreformen sowie ein gleich bleibender und verlässlicher finanzpolitischer Kurs in Einklang mit dem europäischen finanzpolitischen Rahmen von höchster Priorität.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Der erste analysiert die während der letzten beiden Jahrzehnte verzeichneten grundlegenden Trends bei den Bruttoanlageinvestitionen im Euroraum. Der zweite befasst sich mit den ersten Erfahrungen, die bei der Herstellung und Ausgabe von Euro-Banknoten gemacht wurden, und bietet einen Überblick über Maßnahmen zur Vermeidung von Fälschungen.

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

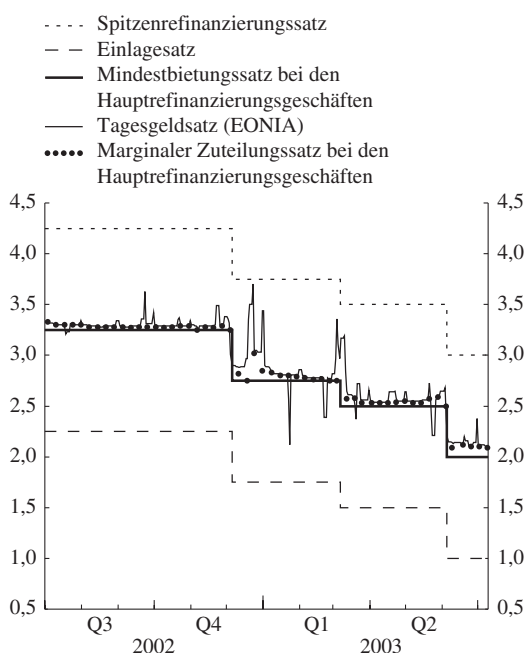
Auf seiner Sitzung am 10. Juli 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

### M3-Wachstum im Mai weiterhin kräftig

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 ging im Mai dieses Jahres leicht auf 8,5 % zurück, verglichen mit 8,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 belief sich in der Zeit von März bis Mai 2003 auf 8,3 % gegenüber 8,2 % im Zeitraum von Februar bis April dieses Jahres.

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

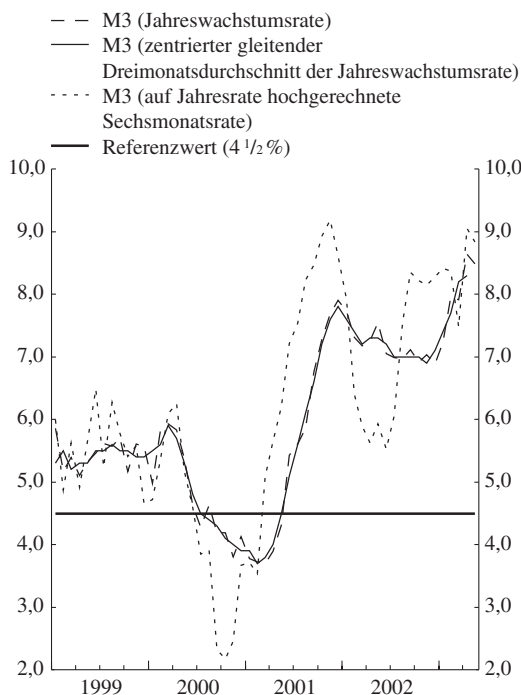


Quellen: EZB und Reuters.

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Das trotz des Rückgangs der geopolitischen Unsicherheit und der Aktienkursvolatilität anhaltend hohe Geldmengenwachstum im April und Mai dürfte mit den niedrigen Zinssätzen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg und den relativ niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung zusammenhängen. Darüber hinaus könnte die gestiegene Volatilität an den Anleihemärkten im Mai, die mit dem Rückgang der Anleiherenditen auf einen historischen Tiefstand zusammenhängen dürfte, zu einer stärkeren Präferenz für kurzfristige liquide Anlageformen beigetragen haben. Schließlich könnte auch die Unsicherheit hinsichtlich des Wirtschaftswachstums und der Aussichten am Arbeitsmarkt dazu geführt haben, dass vermehrt aus Vorsichtsgründen gespart wurde.

Das kontinuierlich hohe M3-Wachstum hat zur Folge, dass im Euro-Währungsgebiet reichlich Überschussliquidität vorhanden ist. Diese dürfte zwar in Zeiten einer schwachen



Konjunktur keine inflationären Risiken mit sich bringen, kann aber – sofern sie bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbesteht – dazu führen, dass sich mittelfristig inflationäre Spannungen aufbauen. Daher muss die Entwicklung der Geldmenge genau beobachtet werden.

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im Mai auf 11,4 % gegenüber 11,2 % im Vormonat (siehe Tabelle 1). Im Einzelnen war die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs rückläufig und belief sich im Berichtsmonat auf 34,3 % (gegenüber 37,5 % im April), während die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen von 7,6 % im April auf 8,3 % anstieg. Das kurzfristige Wachstum des Bargeldumlaufs war weiterhin recht hoch, wengleich sich der Prozess des Wiederaufbaus von Bargeldbeständen etwas verlangsamte und diese mittlerweile fast wieder Werte erreicht haben, die dem Trendniveau vor der Euro-Einführung entsprechen. Das starke Wachstum der täglich fälligen Einlagen dürfte mit den

niedrigen Opportunitätskosten zusammenhängen.

Bei den übrigen Komponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Mai auf 5,8 % gegenüber 5,1 % im April. Dies war auf den Anstieg der Jahresrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (von 9,4 % im April auf 9,7 % im Mai) wie auch der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (von -0,1 % im Vormonat auf 0,7 %) zurückzuführen.

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente sank im Mai auf 8,9 % gegenüber 12,7 % im April. Ursächlich hierfür war vor allem die Umkehr des im April ungewöhnlich starken kurzfristigen Wachstums der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren, deren Jahresänderungsrate von 11,1 % im April auf -10,9 % im Berichtsmonat zurückging. Die jährliche Wachstumsrate der Repogeschäfte war ebenfalls rückläufig (2,8 % nach 5,6 % im April), wohingegen sich die

**Tabelle 1**

**Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
<b>M1</b>	7,6	8,8	10,1	10,3	11,7	11,2	11,4
<i>darunter:</i> Bargeldumlauf	-7,6	12,9	39,1	41,4	39,8	37,5	34,3
<i>darunter:</i> Täglich fällige Einlagen	10,3	8,1	6,4	6,4	8,0	7,6	8,3
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	5,5	4,9	4,3	4,7	4,6	5,1	5,8
<b>M2</b>	6,5	6,7	7,0	7,3	7,9	7,9	8,4
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,3	8,6	10,5	11,7	8,1	12,7	8,9
<b>M3</b>	7,0	7,0	7,5	8,0	7,9	8,6	8,5
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten</b>							
<b>(ohne Kapital und Rücklagen)</b>							
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	5,1	5,2	5,0	5,1	4,8	5,0	5,0
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	4,2	4,1	4,2	4,3	4,1	4,7	4,9
<i>darunter:</i> Buchkredite an öffentliche Haushalte	1,1	1,9	2,1	2,4	2,0	3,6	4,5
<i>darunter:</i> Buchkredite an öffentliche Haushalte	-0,9	-1,2	-1,1	-1,2	-1,7	0,0	-0,1
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	5,0	4,7	4,8	4,9	4,7	5,0	5,1
<i>darunter:</i> Buchkredite an den privaten Sektor	5,3	4,8	4,9	5,1	4,7	4,6	4,6

Quelle: EZB.

Vorjahrsrate der Geldmarktfondsanteile von 16,7 % im April auf 17,6 % im Mai erhöhte. Da sich die zuletzt genannten Instrumente besonders gut dazu eignen, Geldvermögen in Zeiten von Finanzmarktunsicherheit zu parken, stützt dieser Anstieg die Hypothese, dass es zu einer gestiegenen Nachfrage nach monetären Anlageformen aus Sicherheitsgründen gekommen ist.

Bei den in der MFI-Bilanz enthaltenen Gegenposten zu M3 lag die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Mai unverändert bei 5,0 %.

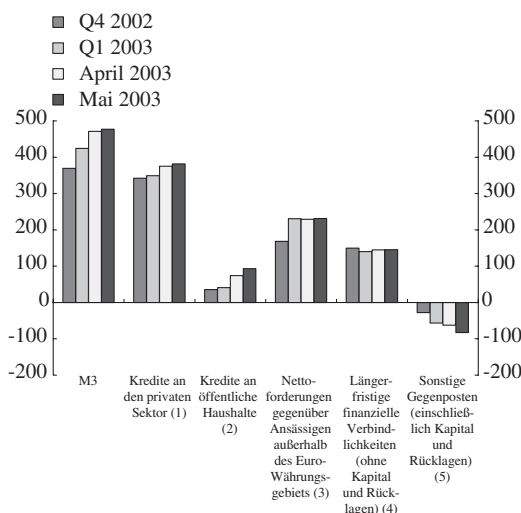
### Im Mai stabiles Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Mai auf 4,9 %, nachdem sie im April 4,7 % betragen hatte. Dies war auf einen Anstieg der Jahreswachstumsraten der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte (von 3,6 % im April auf 4,5 %) wie auch der Kreditgewährung an den privaten Sektor (auf 5,1 % gegenüber 5,0 % im Vormonat) zurückzuführen. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor stabilisierte sich und lag im Mai unverändert bei 4,6 %. Offensichtlich setzte sich das seit Ende 2000 zu beobachtende tendenziell rückläufige Wachstum der Buchkredite Ende 2002 nicht weiter fort; darauf deutet auch das in jüngster Zeit zu beobachtende starke kurzfristige Wachstum hin. In realer Rechnung ist das derzeitige Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor angesichts des wirtschaftlichen Umfelds langfristig betrachtet nicht niedrig.

Im Mai dieses Jahres erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euroraums in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 41 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Mai stiegen diese Forderungen um 231 Mrd € gegenüber einem An-

### Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

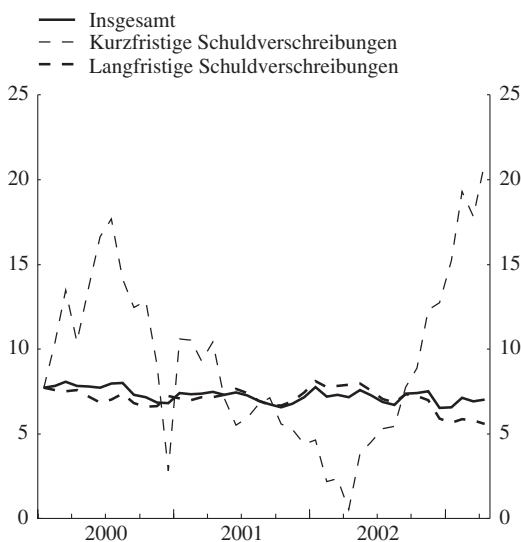
stieg um 229 Mrd € in den zwölf Monaten bis April (siehe Abbildung 3). Die Angaben zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets lassen den Schluss zu, dass für den deutlichen Anstieg der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Eurogebiets im Zwölfmonatszeitraum bis April Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen sowie – in geringerem Maße – eine Verbesserung der Leistungsbilanz des Euroraums verantwortlich waren.

### Emission von Schuldverschreibungen im April weitgehend unverändert

Im April 2003 betrug die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen 7,0 % und war damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert (siehe Abbildung 4). Hinter dieser Wachstumsrate verbarg sich ein leichter Rückgang der Vorjahrsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen von 5,8 % im März auf 5,6 % im April, während die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurz-

**Abbildung 4**  
**Jährliches Wachstum der**  
**Schuldverschreibungen von Ansässigen**  
**im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

fristigen Schuldverschreibungen im gleichen Zeitraum um 3,2 Prozentpunkte auf 21,0 % stieg.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen geringfügig zunahm, und zwar von 6,4 % im März auf 6,6 % im April. Im Gegensatz dazu ging die Vorjahrsrate der von Gebietsansässigen begebenen auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen in diesem Zeitraum um 1 Prozentpunkt auf 11,8 % zurück, wofür hauptsächlich die gesunkene Emissionstätigkeit der Zentralstaaten und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften des Euroraums verantwortlich war.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen von

3,9 % im März auf 4,2 % im April erhöhte. Grund hierfür war hauptsächlich die hohe Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen durch MFIs.

Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich gegenüber dem Vormonat um 1,6 Prozentpunkte auf 10,5 % im April. Der deutliche Rückgang der Renditen bei Unternehmensanleihen in den letzten Monaten veranlasste die Emittenten, die Vorteile der über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg gesunkenen Refinanzierungskosten zu nutzen. In einem Umfeld sehr niedriger Staatsanleiherenditen dürfte es für Unternehmen mit Finanzierungsbedarf gleichzeitig auch relativ einfach gewesen sein, die Nachfrage jener Investoren zu befriedigen, die auf der Suche nach noch vorhandenen Anlageformen mit relativ hohen Renditen waren. Die Vorjahrsrate des Umlaufs an von Unternehmen begebenen langfristigen Schuldverschreibungen erhöhte sich im April um 0,5 Prozentpunkte auf 11,6 %. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der kurzfristigen Unternehmensschuldverschreibungen stieg von 0,9 % im März auf 6,4 % im April, nachdem seit April vergangenen Jahres negative jährliche Wachstumsraten verzeichnet worden waren. Commercial Papers sind eine wichtige Quelle der kurzfristigen Refinanzierung für Unternehmen mit sehr guter Bonität, da sie eine der günstigsten Formen der Außenfinanzierung darstellen. Da die kurzfristige Geldbeschaffung häufig der Lagerfinanzierung dient, könnten diese Entwicklungen auf einen gewissen Optimismus der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet hinsichtlich ihrer kurzfristigen Geschäftsaussichten hindeuten. Die positiven Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen standen allerdings im Gegensatz zur Lage am Aktienmarkt im Euroraum; hier waren im Berichtszeitraum nur wenige Erst- und Zweitmissionen zu beobachten.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften blieb die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im April mit 30,3 % weitgehend unverändert.

Die weiterhin starke Emissionstätigkeit dieses Sektors konzentrierte sich der Tendenz nach auf wenige Länder, in denen sich die Kapitalgesellschaften mithilfe von Zweckgesellschaften und anderen Finanzagenturen über den Markt für Unternehmensanleihen Kapital beschaffen konnten, was sie hauptsächlich aus steuerlichen Gründen taten.

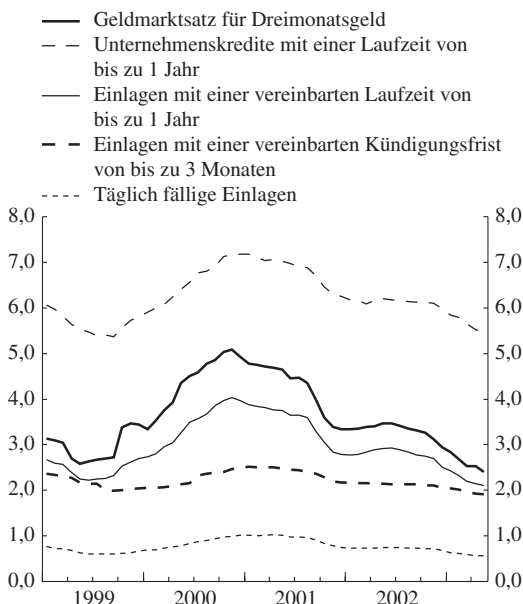
Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so sank die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen leicht (von 4,3 % im März auf 4,2 % im April). Allerdings emittierten die Zentralstaaten vermehrt kurzfristige Schuldverschreibungen, sodass hier ein deutlicher Anstieg der jährlichen Wachstumsrate von 21,3 % im März auf 25,9 % im April zu verzeichnen war. Im gleichen Zeitraum blieb die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen trotz eines leichten Rückgangs von 30,7 % auf 29,0 % weiterhin auf einem hohen Niveau.

### Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Mai weiter rückläufig

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken setzten den Abwärtstrend, der im Mai 2002 eingesetzt hatte, fort und sanken im Mai 2003 nochmals leicht (in den meisten Fällen um rund 5 Basispunkte). Der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel zwischen Mai 2002 und Mai 2003 um 80 Basispunkte. Im gleichen Zeitraum ging der durchschnittliche Zinssatz der Banken für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um etwa 70 Basispunkte auf ein Niveau zurück, das zuletzt in der zweiten Jahreshälfte 1999 verzeichnet worden war (siehe Abbildung 5). Beim Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten belief sich der Rückgang in diesem Zeitraum auf rund 20 Basispunkte, was der üblichen Verzögerung bei der Anpassung dieser Sätze an die Marktbedingungen entspricht.

### Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



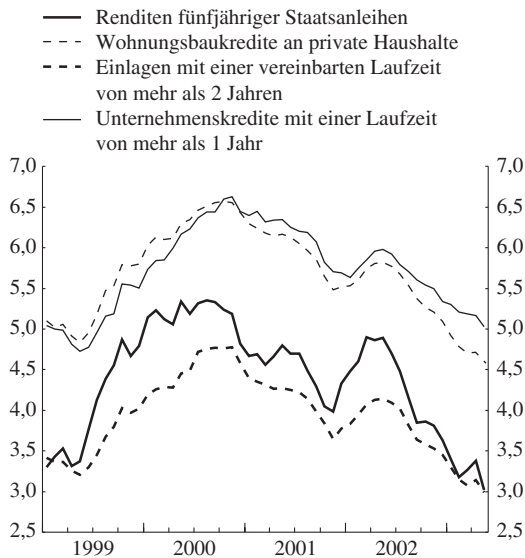
Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Im Gefolge des deutlichen Rückgangs der langfristigen Anleiherenditen in den ersten Monaten des laufenden Jahres gingen die langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Mai 2003 um weitere 15 Basispunkte zurück und setzten damit ihren allgemeinen Abwärtstrend, der im Mai 2002 eingesetzt hatte, fort (siehe Abbildung 6). Im Mai 2003 erreichten die Hypothekenzinsen für private Haushalte und die langfristigen Zinsen für Unternehmenskredite einen Stand, der rund 120 bzw. 100 Basispunkte unter dem im entsprechenden Vorjahrsmonat verzeichneten Wert lag. Im gleichen Zeitraum ging die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um 190 Basispunkte zurück. Eine langfristige Betrachtung zeigt, dass das Durchschlagen der langfristigen Marktzinsen auf die meisten Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken in den letzten Monaten offenbar weitgehend mit bereits früher beobachteten Verlaufsmustern in Einklang stand.

**Abbildung 6**  
**Langfristzinsen im Kundengeschäft**  
**der Banken und vergleichbarer**  
**Kapitalmarktsatz**

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

**Leichter Rückgang der Geldmarktzinsen im Juni**

Im Juni setzten die Geldmarktzinsen ihren seit Mitte Mai 2002 zu beobachtenden Abwärtstrend fort. Infolge der von der EZB am 5. Juni 2003 vorgenommenen Leitzinssenkung fiel der Rückgang am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Berichtsmonat stärker aus als bei den längerfristigen Geldmarktzinsen (siehe Abbildung 7). Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Ende Mai negativ gewesen war, wies daher Anfang Juli einen etwas flacheren Verlauf auf.

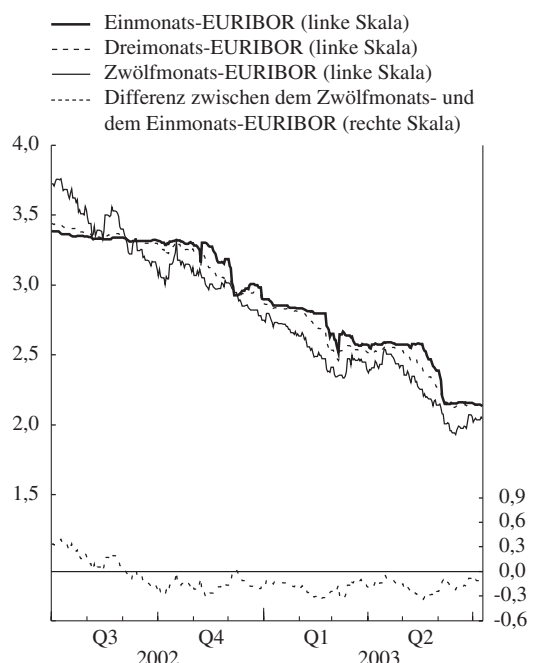
Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz zwischen 2,10 % und 2,68 %. Nach der Leitzinssenkung um 50 Basispunkte am 5. Juni 2003 lag dieser Satz 10 bis 20 Basispunkte über dem neuen Mindestbietungssatz von 2,0 % für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte

der EZB, wobei am 30. Juni aufgrund eines in Verbindung mit dem Ende des ersten Halbjahres auftretenden Effektes ein kurzzeitiger sprunghafter Anstieg zu verzeichnen war. Der zweiwöchige EONIA-Swapsatz bewegte sich im Berichtszeitraum zwischen 2,09 % und 2,14 % und betrug am 9. Juli 2,09 %. Zwar lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems mit 2,50 % auf gleicher Höhe wie der Mindestbietungssatz für das am 4. Juni abgewickelte Geschäft, bei den darauf folgenden Geschäften übertrafen sie jedoch im Durchschnitt den neuen Mindestbietungssatz um 10 bzw. 12 Basispunkte (siehe Kasten I).

Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli gingen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR um 26 bzw. 14 Basispunkte auf zuletzt jeweils 2,13 % zurück. Die Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems wurden wie üblich von der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR beein-

**Abbildung 7**  
**Kurzfristzinsen im Euro-Währungs-**  
**gebiet und Verlauf der**  
**Zinsstrukturkurve am Geldmarkt**

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



Quelle: Reuters.

## Kasten I

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

In der betrachteten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) 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	28.05.2003	09.06.2003	184,86	106,00	1,74	286	2,50	2,59	2,61	-
HRG	04.06.2003	18.06.2003	72,37	72,37	1,00	154	2,50	2,50	2,50	-
HRG	09.06.2003	25.06.2003	145,75	129,00	1,13	238	2,00	2,09	2,11	-
HRG	18.06.2003	02.07.2003	111,21	62,00	1,79	263	2,00	2,12	2,12	-
LRG	29.05.2003	28.08.2003	30,2	15,0	2,01	120	-	2,25	2,27	-

Quelle: EZB.

An dem am 4. Juni abgewickelten HRG nahmen nur 154 Bieter teil, und das Gesamtbietungsaufkommen lag unter dem Niveau, das für eine reibungslose Erfüllung der Mindestreservepflicht erforderlich gewesen wäre. Daher entstanden in den folgenden Tagen große Reserverdefizite, und zur Wiederherstellung von neutralen Liquiditätsbedingungen wurde das Zuteilungsvolumen des folgenden HRG entsprechend erhöht.

Zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode führten die Unterbietungserwartungen zu einem leichten Anstieg des EONIA. Er erhöhte sich vom 26. Mai bis zum 29. Mai von 2,56 % auf 2,60 % und am 30. Mai

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>239,8</b>	<b>0,3</b>	<b>+ 239,5</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	194,7	-	+ 194,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,3	+0,1
Sonstige Geschäfte	-0,2	-	-0,2
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren <sup>1)</sup></b>	<b>331,3</b>	<b>438,9</b>	<b>- 107,7</b>
Banknotenumlauf	-	373,2	- 373,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	52,6	- 52,6
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	331,3	-	+ 331,3
Sonstige Faktoren (netto)	-	13,2	- 13,2
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>131,9</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>131,2</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 98,0 Mrd € und 110,5 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 3,3 Mrd €).



wegen des Kalendereffekts am Monatsende um weitere 5 Basispunkte auf 2,65 %. Auf diesem Stand blieb er bis zum 2. Juni. Als am 3. Juni der unterbotene Tender zugeteilt wurde, stieg der EONIA um weitere 3 Basispunkte auf 2,68 %. Am nächsten Tag ging er auf 2,37 % zurück, was möglicherweise darauf zurückzuführen ist, dass sich die Unterbietung in Grenzen hielt. Die Senkung des Mindestbietungssatzes durch den EZB-Rat am 5. Juni von 2,50 % auf 2,00 % bewirkte am 9. Juni einen weiteren Rückgang des EONIA auf 2,14 %. Um diesen Stand pendelte er fast zwei Wochen lang. Dieser vergleichsweise hohe und anhaltende Abstand des EONIA zu dem neuen Mindestbietungssatz war teilweise auch bei früheren Gelegenheiten zu beobachten, als der EZB-Rat Leitzinssenkungen vornahm. Am 23. Juni, dem letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, sank der EONIA leicht auf 2,11 %, und die Erfüllungsperiode endete ausgeglichen mit einer Nettoanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 1,6 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,64 Mrd €.

flusst. Bei dem am 25. Juni abgewickelten Geschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,11 % bzw. 2,12 % und lagen somit rund 15 Basispunkte unter den Sätzen des am 29. Mai abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli gingen der Sechsmontats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 13 bzw. 10 Basispunkte auf zuletzt 2,08 % bzw. 2,04 % zurück. Am 9. Juli war die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) mit -9 Basispunkten etwas flacher als Ende Mai.

Die Erwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 bzw. den ersten sechs Monaten des Jahres 2004 zum Ausdruck kommen, weisen seit Ende Mai leicht nach unten. Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli fielen die impliziten Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2003 sowie im März und Juni 2004 zum Ausdruck kommen, um 3 bis 4 Basispunkte. Am 9. Juli lagen sie bei 2,03 %, 1,96 %, 1,98 % bzw. 2,11 %.

### **Renditen langfristiger Staatsanleihen im Juni und Anfang Juli wieder angezogen**

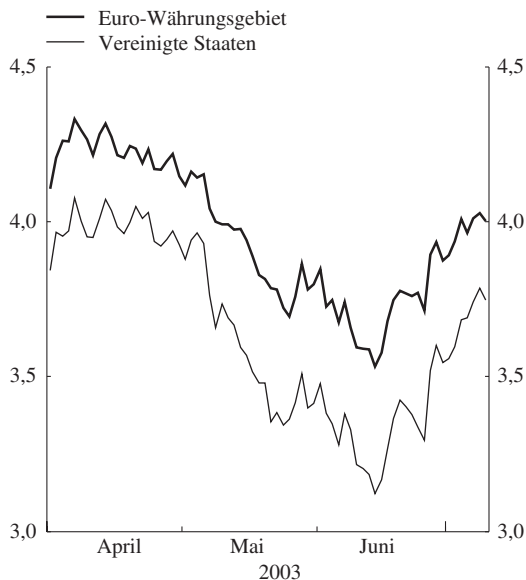
Zwar fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet und in den Vereinig-

ten Staaten Mitte Juni auf historische Tiefstände, aber da sie in der zweiten Monatshälfte stark anzogen, lagen sie am 9. Juli mit 4,0 % bzw. 3,7 % rund 20 bzw. 30 Basispunkte über ihrem Stand von Ende Mai (siehe Abbildung 8). Die Trendwende bei den Anleiherenditen in diesen beiden Wirtschaftsräumen war teilweise auf veränderte Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Konjunkturaussichten zurückzuführen. Aufgrund eines stärkeren Anstiegs der US-amerikanischen Anleiherenditen verringerte sich der Renditeabstand zwischen den zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und jenen im Eurogebiet im Berichtszeitraum um 10 Basispunkte, sodass er sich am 9. Juli auf rund -25 Basispunkte belief.

Die im Juni beobachteten starken Schwankungen der Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten hingen in erster Linie mit veränderten Markterwartungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Perspektiven zusammen. Zwar waren die Anleiherenditen durch die Besorgnisse über die Arbeitsmarktlage und die Diskussionen über das Ausmaß des Rückgangs der Teuerungsrate anfänglich unter Druck geraten, doch ließ dieser Abwärtsdruck später nach, als makroökonomische Daten (insbesondere zu verschiedenen Vertrauensindikatoren) veröffentlicht wurden, die günstiger als angenommen ausfielen. Der Aufwärtstrend der Renditen langfristiger Anleihen hielt an, nachdem der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank in seiner Sitzung am 24./25. Juni

**Abbildung 8**  
**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.

beschlossen hatte, seinen Zielzinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte auf 1 % zu senken. Hinter dem insgesamt zu verzeichnenden Anstieg der nominalen Anleiherenditen verbarg sich auch ein Anstieg der US-amerikanischen langfristigen realen Renditen, der allerdings weniger stark ausfiel als bei den langfristigen nominalen Renditen. Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli erhöhte sich die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen um 20 Basispunkte auf zuletzt 1,8 %. Da die nominalen Anleiherenditen stärker stiegen als die realen Renditen, erhöhte sich die Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Differenz zwischen diesen beiden Größen errechnet, im Berichtszeitraum um 10 Basispunkte auf zuletzt 2 %.

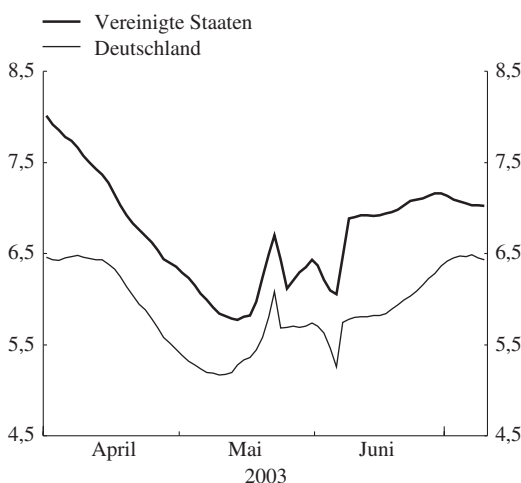
Die großen Schwankungen bei den Renditen langfristiger Anleihen schlugen sich auch in der Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Anleiherenditen an den US-Märkten (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen abgeleiteten

impliziten Volatilität der Anleihen) nieder, die zwischen Ende Mai und dem 9. Juli um rund 0,2 % anstieg und sich zuletzt auf 7,0 % belief. Damit lag dieser Wert allerdings noch rund 0,6 Prozentpunkte unter der durchschnittlichen impliziten Volatilität der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 9).

Auf dem japanischen Staatsanleihemarkt schnellten die Renditen im Zehnjahresbereich im Berichtszeitraum wieder in die Höhe, nachdem sie im Mai historische Tiefstände erreicht hatten. Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli stiegen sie um insgesamt fast 60 Basispunkte auf zuletzt 1,1 %. Für diesen Anstieg waren mehrere Faktoren verantwortlich, darunter das Schwinden der früheren Besorgnis unter den Marktteilnehmern über die wirtschaftlichen Auswirkungen der SARS-Epidemie („Schweres Akutes Atemwegssyndrom“) sowie die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten, die besser als erwartet ausgefallen waren. Darüber hinaus trugen

**Abbildung 9**  
**Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen und zehnjährige US-Schatzanleihen**

(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 ungeschichtet wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, stattfindet, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.



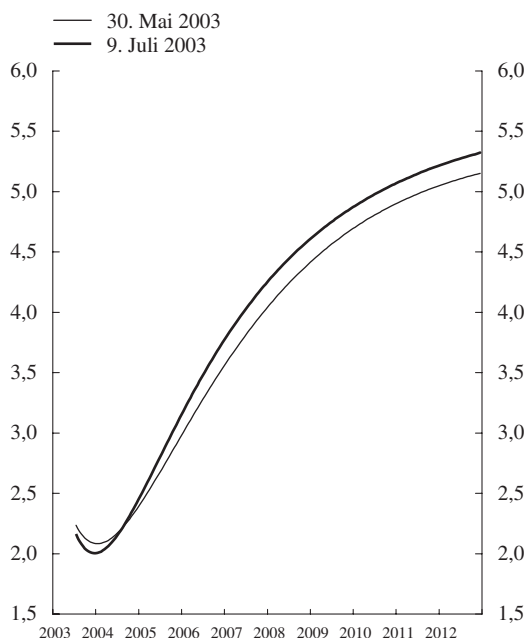
die angesichts sich bessernder Bedingungen an den Aktienmärkten von den Anlegern vorgenommenen Portfolioumschichtungen vom Anleihe- zum Aktienmarkt zum Aufwärtsdruck auf die japanischen Anleiherenditen bei.

Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten zogen im Juni auch an den Anleihemärkten im Euro-Währungsgebiet die Langfristrenditen insgesamt an. Den Ausschlag für diese Wende gaben offensichtlich gestiegene Vertrauensindikatoren, das in einem weniger volatilen Marktumfeld wieder auflebende Interesse der Anleger an Aktien sowie Impulse durch den Renditeanstieg bei den US-Anleihen. Insgesamt schien sich in der Entwicklung an den Anleihemärkten im Euroraum eine leicht gestiegene Wachstumszuversicht der Marktteilnehmer widerzuspiegeln. Diese Einschätzung wurde insbesondere durch die Ausweitung des Renditeabstands zwischen zehnjährigen Staatsanleihen im Eurogebiet um rund 20 Basispunkte sowie den zwischen Ende Mai und dem 9. Juli zu verzeichnenden Renditeanstieg indexgebundener (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Staatsanleihen um rund 15 Basispunkte gestützt. Weitere Hinweise dafür lieferte die Verteilung der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im mittel- und langfristigen Laufzeitenbereich (siehe Abbildung 10). Was die langfristigen durchschnittlichen Inflationserwartungen im Euroraum anbelangt, so blieb die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate (gemessen als Differenz zwischen nominalen und realen Renditen im Zehnjahresbereich) zwischen Ende Mai und dem 9. Juli mit zuletzt 1,7 % weitgehend unverändert.

In den ausgeprägten Renditeschwankungen der Anleihen im Euroraum spiegelte sich eine gewisse Zunahme der Unsicherheit am Anleihemarkt des Eurogebiets – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige Bundesanleihen – wider. Diese Messgröße für die Volatilität am Anleihemarkt erhöhte sich zwischen Ende Mai und dem 9. Juli um 0,7 Prozentpunkte auf

**Abbildung 10**  
**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.

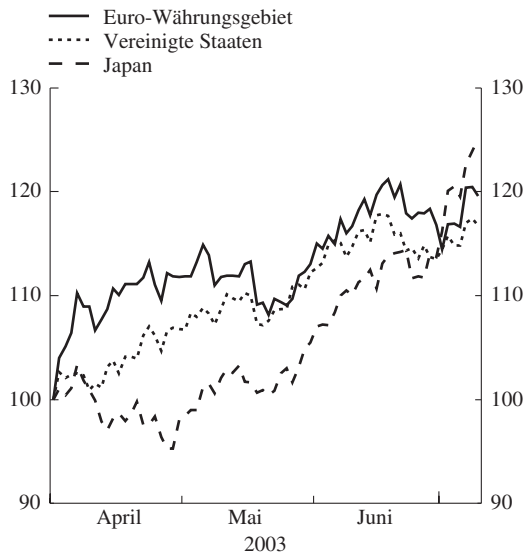
6,4 %. Damit liegt sie rund 1 Prozentpunkt über dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre.

### Aktienkurse setzten im Juni ihren Aufwärtstrend fort

Nach der kräftigen Aktienmarkterholung zwischen Mitte März und Mai 2003 zogen die Aktienkurse im Juni in einem Umfeld rückläufiger Unsicherheit sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten weiter an. Zwischen Ende Mai und dem 9. Juli legten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index um 6 % zu (siehe Abbildung 11). Die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten bewegten sich gemessen am Standard-&Poor's-500-Index um 4 % nach oben.

**Abbildung 11**  
**Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan**

(Index: 1. April 2003 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Der japanische Nikkei 225 gewann im entsprechenden Zeitraum ganze 16 % hinzu.

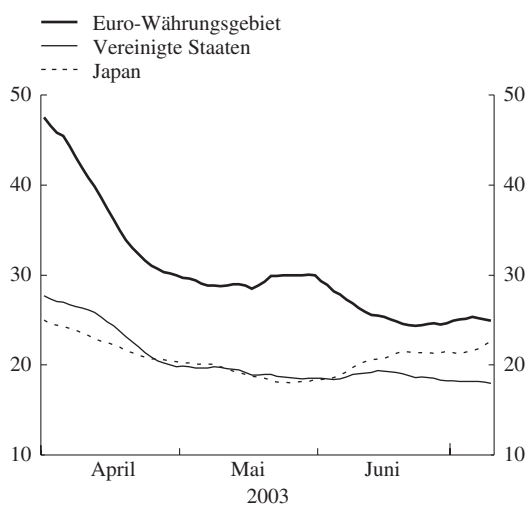
Der Anstieg der Aktienkurse in den USA war in erster Linie der sich weiter zurückbildenden Unsicherheit zu verdanken, die die Kurse in den ersten Monaten des Jahres 2003 belastet hatte. Analog dazu ging zwischen Ende Mai und dem 9. Juli der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität – ein Maß für den Grad der Unsicherheit an den Aktienmärkten, das von den Optionen auf den Standard-&-Poors's-500-Index abgeleitet wird – um knapp 1 Prozentpunkt zurück (siehe Abbildung 12) und erreichte damit ein Niveau, das 6 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre lag.

Während das Ende der kriegsbedingten Unsicherheit – was für eine deutlich verringerte implizite Aktienkursvolatilität sorgte – zusammen mit einem Renditerückgang bei den langfristigen Anleihen den Anstoß für die Erholung gegeben hatte, trug der zunehmende Optimismus über die Ertragsaussichten der Unternehmen offenbar maßgeblich zur Fort-

dauer der Erholung bei. Der Einfluss dieser beiden allgemeinen Faktoren scheint die wesentliche Erklärungsursache für die breit fundierte Erholung an den Aktienmärkten zu sein. Darüber hinaus dürften auch einige Datenveröffentlichungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beim Anstieg der Aktienkurse eine Rolle gespielt haben. Dabei fällt allerdings auf, dass der Kursanstieg der US-Aktien während der zurückliegenden Monate bei den technologiebasierten Unternehmen, die von den Aktienmarkturbulenzen der letzten Jahre am stärksten in Mitleidenschaft gezogen worden waren, ausgeprägter war. Beim Nasdaq-Composite-Index schlug dies mit einem Anstieg von 9 % zwischen Ende Mai und dem 9. Juli zu Buche. Während die Aussicht einer Zinssenkung durch die Federal Reserve im Anschluss an die Sitzung des Offenmarktausschusses am 24./25. Juni den Aktienmarkt über weite Strecken des Monats zu beflügeln schien, bremste die anschließende, hinter den Markterwartungen zurückbleibende Senkung um 25 Basispunkte

**Abbildung 12**  
**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.

den Aufwärtstrend der Aktienkurse geringfügig.

Die Entwicklung der japanischen Aktienkurse wurde getragen von der Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten zwischen Ende Mai und dem 9. Juli, die eine Verbesserung der allgemeinen Konjunkturaussichten anzeigten. Ein weiterer Faktor, der diesem Anstieg zugrunde lag, waren die Impulse von den sich weltweit allgemein erholenden Aktienmärkten. Daneben wurde der deutliche Kursanstieg japanischer Aktien offenbar durch ausländische Investoren verstärkt, die seit Ende April als Nettokäufer japanischer Dividendenwerte auftraten. Darüber hinaus hatte offensichtlich auch die Tatsache, dass sich einige Unternehmen zum Rückkauf von Aktien verpflichteten, einen gewichtigen Einfluss auf die Entwicklung am Aktienmarkt. Begleitet wurde der Anstieg der Aktienkurse allerdings von einer (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität) um rund 4 Prozentpunkte zunehmenden Unsicherheit.

Die Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet entsprach im Juni weitgehend derjenigen in den USA. Die Unsicherheit im Euroraum – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität – ging während der jüngsten Monate weiter zurück und lag am 9. Juli 5 Prozentpunkte unter ihrem Stand von Ende Mai. Darin hat sich offensichtlich die Einschätzung der Marktteilnehmer niedergeschlagen, dass künftig bei den Aktien im Euroraum mit einem geringeren Dominoeffekt-Risiko zu rechnen ist (siehe Kasten 2). Dessen ungeachtet vollzog sich der Kursanstieg der Aktien im Eurogebiet im Juni wie in den USA auf breiter Front, wobei nahezu alle wichtigen Teilssektoren am Markt Zugewinne verbuchen konnten. Während dafür größtenteils die geringere Unsicherheit am Markt ursächlich gewesen sein dürfte, ist dennoch nicht auszuschließen, dass die Marktteilnehmer auch ein Potenzial für allgemein günstigere Geschäftsaussichten der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet ausgemacht haben.

## **Kasten 2**

### **Messung von Dominoeffekten an Aktienmärkten des Eurogebiets anhand von Messgrößen der impliziten Volatilität**

Die Unsicherheit an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet – gemessen an der aus Optionen auf den Dow Jones Euro STOXX 50 abgeleiteten impliziten Volatilität – hat sich seit Mitte März 2003 wieder gelegt. Insgesamt fiel der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität zwischen Mitte März und dem 9. Juli um knapp 18 Prozentpunkte. Damit einhergehend stiegen die Aktienkurse, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, im gleichen Zeitraum um 19 %.

Die aus Optionspreisen abgeleitete implizite Aktienkursvolatilität ist eine wichtige Messgröße für das Ausmaß der Unsicherheit unter den Marktteilnehmern. Allerdings lässt sich nicht immer eindeutig sagen, ob Veränderungen der impliziten Volatilität von einer kumulierten Unsicherheit in Bezug auf bestimmte Unternehmen oder Branchen oder aber von einer generellen Unsicherheit am Markt verursacht werden. Die Untersuchung der impliziten Volatilität einzelner Aktien als Ergänzung zur Analyse der impliziten Volatilität von Börsenindizes ermöglicht es, Rückschlüsse hierüber zu ziehen. Dieser Kasten befasst sich mit einem Indikator, der sich aufgrund seiner Beschaffenheit für eine Unterscheidung zwischen Phasen der Volatilität, die durch branchenspezifische oder gar unternehmensspezifische Besorgnisse verursacht werden, und jenen Volatilitätsphasen, die durch allgemeinere Bedenken bzw. Besorgnisse hinsichtlich des Finanzsystems hervorgerufen werden, eignet.

Bei der Beobachtung der impliziten Volatilität eines bestimmten Aktienkursindex ist zu berücksichtigen, dass diese die erwartete Volatilität eines stark diversifizierten Aktienportefeuilles misst. Ein Grundsatz der Finanztheorie besagt, dass sich bei einem breit gestreuten Bestand das Auf und Ab einzelner Aktienkurse gegenseitig weitgehend ausgleicht. Je risikoreicher die Zusammensetzung des Portefeuilles, desto höher – ceteris paribus – die Rendite, die der Anleger verlangt, um das Portefeuille in seinem Bestand zu halten. Wie risikobehaftet ein Aktienportefeuille ist, hängt von verschiedenen Komponenten ab. Eine dieser Komponenten ist die Varianz der einzelnen Aktienkurse im Portefeuille. Besteht ein Portefeuille nur aus wenigen Aktien, wird die Volatilität des Gesamtbestands wesentlich von der Volatilität jedes einzelnen Aktienkurses bestimmt. Eine weitere Komponente betrifft den Grad des Gleichlaufs einzelner Aktienkurse, der in der Regel per Korrelation gemessen wird. Je stärker sich die Aktienkurse im Gleichlauf bewegen, umso höher ist – ceteris paribus – die Volatilität des Portefeuilles. Daher sollte die aus Optionen auf einen Aktienindex abgeleitete implizite Volatilität sowohl die erwartete künftige Volatilität der einzelnen Aktien in diesem Index als auch die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Korrelation zwischen diesen Aktien widerspiegeln. Die einfache Beobachtung der Verlaufsmuster der impliziten Volatilität des Index liefert keine Erkenntnisse darüber, welcher dieser beiden Faktoren ausschlaggebend für die Volatilität des Börsenindex insgesamt ist.

Um zu ermitteln, inwieweit die implizite Volatilität eines Börsenindex von den Erwartungen über die Volatilität der einzelnen in diesem Index erfassten Aktien bestimmt wird, kann man die implizite Volatilität jeder einzelnen Aktie untersuchen. Betrachtet man einen sachgerecht gewichteten Durchschnitt der impliziten Volatilität jeder dieser Aktien, wird offensichtlich, in welchem Ausmaß die implizite Volatilität des Euro-STOXX-50-Index von der erwarteten Volatilität der Einzelaktien beeinflusst wird. Gleichzeitig lässt der Vergleich dieses Durchschnitts mit der impliziten Volatilität des Euro-STOXX-50-Index einige Rückschlüsse darauf zu, in welchem Ausmaß die Volatilität am Aktienmarkt Erwartungen über die Korrelationen zwischen diesen Aktien widerspiegelt.

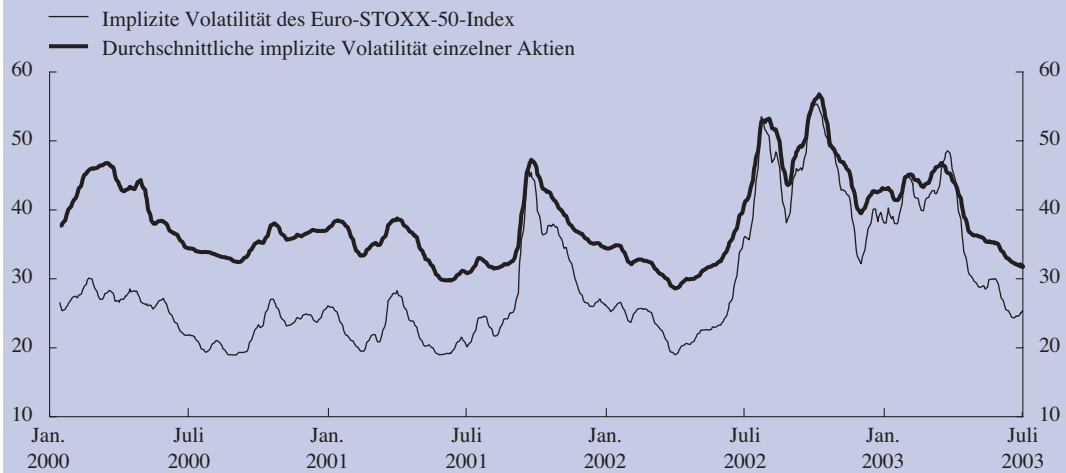
In der Abbildung wird am Beispiel des Euro-STOXX-50-Index die Entwicklung der impliziten Volatilität des gewichteten Durchschnitts wie auch des Gesamtindex in den letzten drei Jahren dargestellt. Der Durchschnittswert wurde anhand von 44<sup>1</sup> der 50 im Euro-STOXX-50-Index erfassten Aktien errechnet. Daher dürfte er einen guten – wenngleich unvollkommenen – Näherungswert für die durchschnittliche Volatilität aller Aktien dieses Index liefern. Zwar wiesen die implizite Volatilität des Euro-STOXX-50-Index und die durchschnittliche Volatilität der in ihm enthaltenen Aktien im Beobachtungszeitraum ein weitgehend ähnliches Verlaufsmuster auf, aber es waren auch einige Abweichungen zu erkennen. So übertraf die durchschnittliche Volatilität der Aktien im Euro-STOXX-50-Index im Allgemeinen die implizite Volatilität des Gesamtindex. In den vergangenen drei Jahren betrug die durchschnittliche implizite Volatilität des Gesamtindex rund 30 %, während für die durchschnittliche aktienspezifische implizite Volatilität der einzelnen Papiere im Portefeuille ein Mittelwert von knapp 40 % gemessen wurde. Es ist ein typisches Merkmal aller Aktienmärkte, dass die durchschnittliche Volatilität der einzelnen Aktien die implizite Volatilität des Börsenindex übersteigt. Dies ist darin begründet, dass bei einer unvollständigen Korrelation zwischen Einzelaktien ein Portefeuille derartiger Aktien weniger risikobehaftet ist als die einzelnen Aktien. Hieran werden die Vorteile einer Aktienstreuung deutlich.

In den vergangenen drei Jahren waren die Vorteile einer Portefeuille-Diversifizierung in mehreren Fällen jedoch minimal; dies wird anhand jener Phasen deutlich, in denen die beiden Volatilitätsmessgrößen konvergierten. Eine Konvergenz der beiden Messgrößen tritt eher auf, wenn es aufgrund allgemeiner Bedenken der Marktteilnehmer oder eines Dominoeffekts zu einer stärkeren Korrelation zwischen Aktien kommt, und spiegelt weniger die gestiegene Unsicherheit im Hinblick auf einzelne Unternehmen oder Branchen wider. Eine solche Konvergenz war beispielsweise im September 2001 und erneut in den Folgemonaten des Juni 2002 zu beobachten. Der erste Fall hängt mit der weit verbreiteten Unsicherheit nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten in jenem Monat zusammen, die zu deutlichen Kursverlusten an den Aktienmärkten führte.

<sup>1</sup> Da nicht alle Daten verfügbar waren, beruhen die Berechnungen auf 44 Unternehmen, auf die 85 % der Börsenkaptalisierung des Euro-STOXX-50-Index entfallen.

### Durchschnittliche implizite Volatilität von 44 Aktien des Euro-STOXX-50-Index und implizite Volatilität des Euro-STOXX-50-Index selbst

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



Quelle: Bloomberg.

Die Konvergenz nach Juni 2002 könnte die Unsicherheit nach der Enthüllung von Bilanzierungsunregelmäßigkeiten bei WorldCom widerspiegeln, durch die das Vertrauen der Marktteilnehmer in die von Unternehmen offen gelegten Daten schwer erschüttert wurde. Anfang 2003 machte sich dann vor dem Hintergrund eines befürchteten Kriegsausbruchs im Irak erneut eine allgemeine beziehungsweise finanzsystembezogene Unsicherheit an den Aktienmärkten breit.

Die Untersuchung der impliziten Volatilität einzelner Aktien kann eine nützliche Ergänzung zur Analyse der impliziten Volatilität von Börsenindizes liefern und zum besseren Verständnis der Entwicklung an den Aktienmärkten beitragen. Insbesondere kann sie Aufschluss darüber geben, ob die Unsicherheit der Marktteilnehmer eher allgemeiner Natur ist oder ob es einen besonderen Anlass dafür gibt. In jüngster Zeit hatte es den Anschein, dass die Anleger nach dem Abklingen der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg im Irak die Risiken einzelner Unternehmen stärker in Betracht zogen, was auf eine stärkere Abkoppelung der beiden Messgrößen der impliziten Volatilität hindeutet.

## 2 Preisentwicklung

### HVPI-Inflation im Juni 2003 Schätzungen zufolge leicht gestiegen

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge stieg die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet von 1,9 % im Mai auf 2,0 % im Juni 2003 (siehe Tabelle 2). Zwar liegen für diesen Monat noch keine detaillierten Angaben zum HVPI vor, doch dürfte der Anstieg der HVPI-Inflation insgesamt vor allem durch die Energiepreisentwicklung bedingt sein, die sowohl von der jüngsten Abwertung des Euro als auch von höheren in US-Dollar notierten Ölpreisen geprägt war. Darüber hinaus gab es einige Anzeichen dafür, dass die Wachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in jüngster Zeit ebenfalls gestiegen ist, und zwar teilweise aufgrund eines Basiseffekts.

Im Mai 2003 ging die am HVPI gemessene Teuerungsrate für den Euroraum um 0,2 Prozentpunkte auf 1,9 % zurück. Darin spiegelte sich hauptsächlich die Entwicklung der volatilen Komponenten wie etwa die Preise für Energie und Pauschalreisen wider. Der von Mitte März bis Anfang Mai verzeichnete Ölpreiserückgang führte im Mai zu einem Absinken der Jahresänderungsrate der Energiepreise um 1,5 Prozentpunkte auf 0,7 % (siehe Abbildung 13). Allerdings wurde die vom niedrigeren Beitrag der Energiepreise zur HVPI-Inflation insgesamt ausgehende Wirkung teilweise durch eine höhere Jahresrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel aufgezehrt, die von 1,0 % im April auf 1,2 % anstieg.

**Tabelle 2**

### 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 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai	2003 Juni
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	.	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	.	1,6	2,1	2,2	1,5	1,4	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,1	2,3	2,3	2,0	.	1,5	2,1	2,3	2,4	2,5	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,9	3,1	2,9	2,7	3,2	.	2,9	3,3	3,3	3,4	3,4	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	1,4	1,7	0,2	.	-0,6	0,3	0,8	1,0	1,2	.
Industrieerzeugnisse	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	.	1,7	2,2	2,2	1,1	0,9	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	.	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0	.
Energie	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	.	6,0	7,7	7,5	2,2	0,7	.
Dienstleistungen	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	.	2,8	2,7	2,6	2,9	2,5	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	.	2,3	2,6	2,4	1,7	1,3	.
Lohnstückkosten	1,3	2,7	2,1	1,8	1,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,1	0,4	0,6	1,0	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,5	2,4	2,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	3,3	3,7	3,5	3,7	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	28,3	29,8	27,2	22,9	21,9	23,3
Rohstoffpreise (€)	16,7	-7,6	-1,7	-1,6	4,4	-4,2	-8,0	-1,5	-3,7	-7,2	-6,7	-8,7	-8,6

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

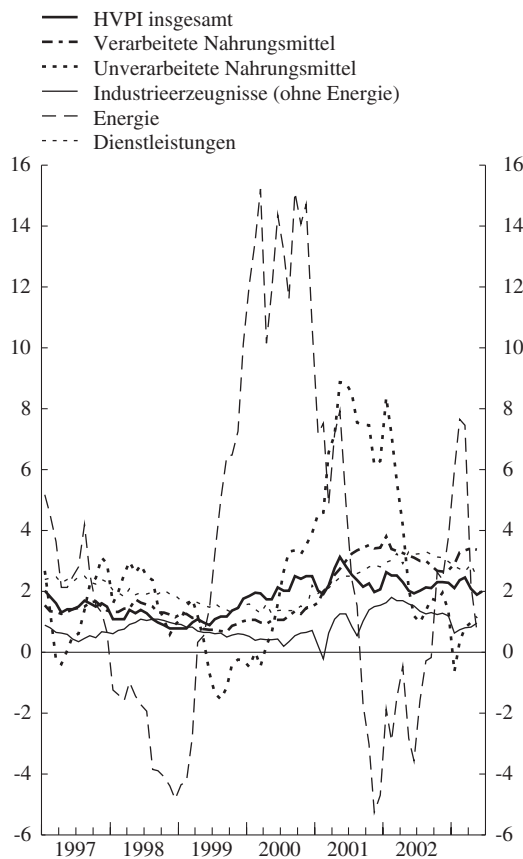
Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

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



**Abbildung 13**  
**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.

In Einklang mit der Entwicklung des HVPI insgesamt ging die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im Mai ebenfalls zurück, und zwar um 0,2 Prozentpunkte auf 2,0 %. Diese Abnahme war vor allem der rückläufigen Teuerung der Dienstleistungspreise zuzuschreiben. Die Inflationsrate der Dienstleistungspreise, die sich im April aufgrund saisonaler Schwankungen bei den Reisepreisen vorübergehend auf 2,9 % erhöht hatte, nahm ihre seit August 2002 verzeichnete Abwärtsbewegung wieder auf und lag im Mai bei 2,5 %. Das deutliche Absinken der Jahresänderungsrate der Preise für Pauschalreisen trug maßgeblich zu dem Rückgang im Mai bei. Während die Jahresrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel

im Mai unverändert bei 3,4 % lag, bewegte sich die Rate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) um 0,2 Prozentpunkte auf 1,0 % nach oben. Dieser Anstieg war zum großen Teil die Folge einmalig auftretender, länderspezifischer Entwicklungen bei den Preisen für pharmazeutische Erzeugnisse. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) liegt nun 0,4 Prozentpunkte über dem Wert für Januar 2003. Dies stellt teilweise eine Korrektur ungewöhnlicher saisonaler Rückgänge dar, wobei die Rate immer noch deutlich unter der Durchschnittsrate für 2002 insgesamt (1,5 %) liegt. Der jüngste Anstieg der Jahreswachstumsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) sollte daher nicht als Zeichen für eine erneute Aufwärtsbewegung bei dieser HVPI-Komponente gedeutet werden.

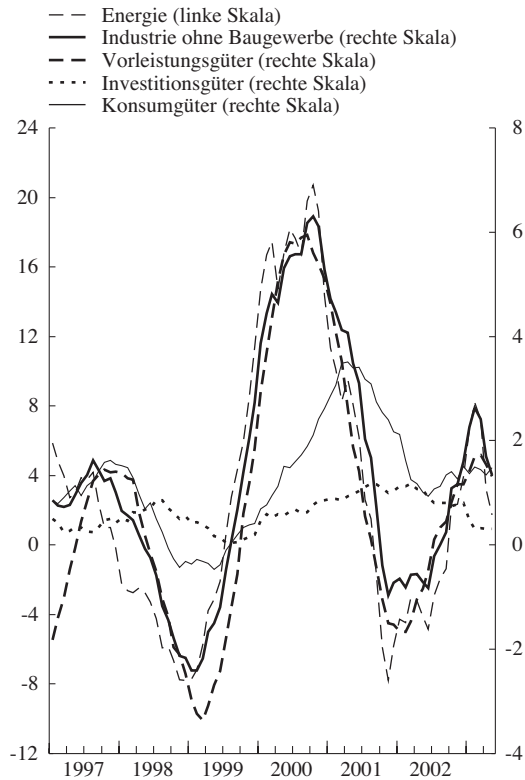
**Jahresänderungsrate der Preise für**  
**Industrieerzeugnisse im Juni 2003**  
**weiter rückläufig**

Die Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse im Euroraum sank von 1,7 % im April auf 1,3 % im Mai 2003 (siehe Abbildung 14). Verantwortlich hierfür war vorwiegend die niedrigere Steigerungsrate der Energiepreise, die ihrerseits auf die von Mitte März bis Anfang Mai rückläufigen Ölpreise zurückzuführen ist. Die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise (ohne Energie) fiel im Mai 2003 nur geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 1,0 %. Die Erzeugerpreise wurden unter Verwendung aktualisierter, auf das Basisjahr 2000 umgestellter Gewichte neu ermittelt (siehe Kasten 3 zum neuen Basisjahr für die Konjunkturindikatoren für den Euroraum). Dies führte allerdings zu keinen nennenswerten Anpassungen bei den Angaben zu den Erzeugerpreisen für den Euroraum insgesamt.

Was die Entwicklung seit Mai betrifft, so deuten die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren auf ein weiteres Nachlassen des Erzeugerpreisdrucks im Juni hin. Der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für das verarbeitende Gewerbe fiel in der Umfrage zum

**Abbildung 14**  
**Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

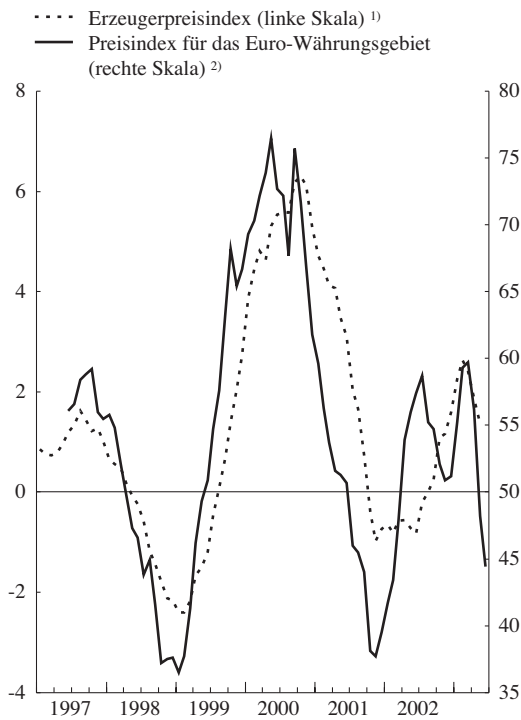


Quelle: Eurostat.

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

**Abbildung 15**  
**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.

Purchasing Managers' Index von 48,2 Zählern im Mai auf 44,4 im Juni und zeigt somit den zweiten Monat in Folge Preisrückgänge an (siehe Abbildung 15). Ausschlaggebend für diese Entwicklung der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe dürften im Wesentlichen sinkende Rohstoffpreise – bedingt durch den Effekt der (im Vergleich mit dem Spitzenwert im März) niedrigeren Ölpreise – und die infolge der zurückliegenden Euro-Aufwertung niedrigeren Importpreise sein. Allerdings geht von der in jüngerer Zeit beobachteten Abwertung des Euro und dem seit Mitte Mai verzeichneten Anstieg der Ölpreise ein gegenläufiger Impuls aus.

**Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2003 möglicherweise leicht gestiegen**

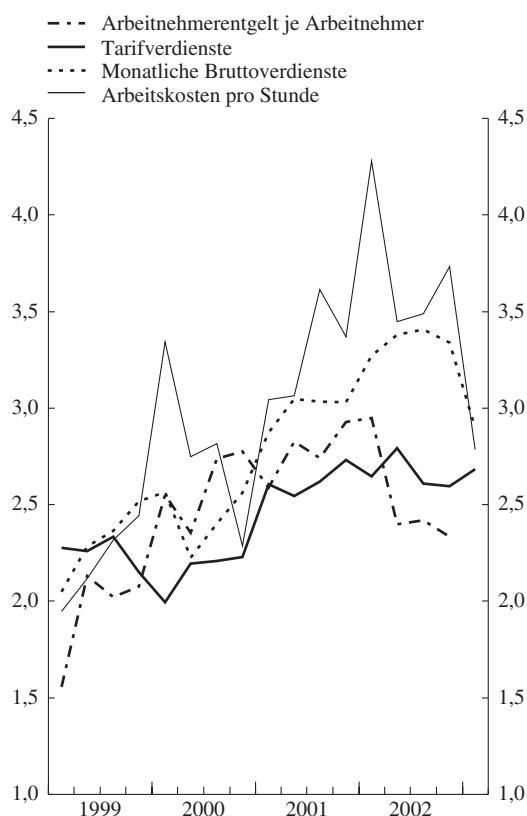
Zwar gingen von den Angaben zu den Arbeitskosten im ersten Quartal 2003 recht uneinheitliche Signale aus, aber das Bild eines seit Mitte 2002 nachlassenden Anstiegs der Arbeitskosten scheint nach wie vor zutreffend. Die verfügbaren Länderangaben deuten darauf hin, dass das Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2003 verglichen mit dem vierten Quartal 2002 (2,3 %) leicht gestiegen ist. Diese Entwicklung dürfte mit höheren Sozialabgaben sowie einem Anstieg der Tariflöhne in Verbindung stehen.



Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne erhöhte sich im ersten Quartal 2003 um 0,1 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorquartal (siehe Abbildung 16). Dies dürfte teilweise vorübergehenden Faktoren in einigen Ländern wie beispielsweise Einmalzahlungen im ersten Quartal 2003 zuzuschreiben sein. Allerdings lag die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im ersten Quartal 2003 wohl insgesamt auf einem ähnlichen Niveau wie die durchschnittliche Wachstumsrate für 2002 (2,5 %). Beide Indikatoren deuten im ersten Quartal 2003 zwar auf einen Anstieg des Wachstums der Arbeitskosten hin, dieser ist aber unter Berücksichtigung der diesen Indikatoren eigenen Volatilität zu beurteilen. Zum derzeitigen Zeitpunkt sollte dieser jüngste Anstieg daher nicht als Hinweis auf einen erneuten Aufwärtstrend beim Lohnzuwachs gewertet werden.

### Abbildung 16 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Aus anderen Arbeitskostenindikatoren ergibt sich ein unterschiedliches Bild. Verglichen mit dem vierten Quartal 2002 nahm die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im ersten Quartal 2003 deutlich ab (um 0,9 Prozentpunkte), vor allem aufgrund von Sonderfaktoren (Kalender- und Basis-effekte). Darüber hinaus ging das Wachstum der monatlichen Bruttoverdienste im ersten Quartal aufgrund ähnlicher Sonderfaktoren ebenfalls zurück.

Nach dem starken Rückgang im Jahr 2002 dürfte sich das Wachstum der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2003 beschleunigt haben. Diese Entwicklung resultiert sowohl aus einem verlangsamten Arbeitsproduktivitätswachstum als auch dem wahrscheinlichen Anstieg der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Nichtsdestotrotz dürfte die Beschleunigung im Vergleich zu dem Spitzenwert im ersten Quartal 2002 moderat geblieben sein.

### Teuerung im Euroraum dürfte sich stabilisieren und anschließend abschwächen

Nachdem die Teuerung im Juni 2003 auf 2,0 % geschätzt wurde, dürften sich die Inflationsraten auf kurze Sicht wohl weiter auf diesem Niveau bewegen. Anfang 2004 dürften sie auf unter 2 % zurückgehen, vor allem aufgrund eines Basiseffekts im Zusammenhang mit den Energiepreisen. Anschließend dürften die Inflationsraten bei unter 2 % verharren, da der Transmissionseffekt des zurückliegenden Wechselkursanstiegs zu einer Eindämmung des Preisdrucks beitragen dürfte. Darüber hinaus kann zwar eine leichte Beschleunigung des Wachstums der Arbeitskosten im Jahr 2003 nicht ausgeschlossen werden, doch dürfte sich der binnenwirtschaftliche Kostendruck in einem Umfeld moderater wirtschaftlicher Erholung in Grenzen halten. Dies setzt voraus, dass Ölpreise und Wechselkurse auf ihrem derzeitigen Niveau verharren und 2004 Lohnzurückhaltung geübt wird.

### Kasten 3

#### Neues Basisjahr für die Konjunkturindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

Die jüngsten von Eurostat veröffentlichten Konjunkturindikatoren für den Euroraum wurden auf das Basisjahr 2000 umgestellt. Davor war das Basisjahr 1995 zugrunde gelegt worden. In diesem Kasten werden die Änderungen erläutert und ihre Auswirkungen auf die drei wichtigsten Euro-Indikatoren (Industrieproduktion, Erzeugerpreise sowie Einzelhandelsumsatz) untersucht. Über diese Indikatoren wird im Monatsbericht in den Abschnitten „Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ sowie „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ (Tabellen 4.2 und 5.2) regelmäßig berichtet. Im Großen und Ganzen haben die Änderungen keine wesentlichen Anpassungen bei der Entwicklung der Indizes für den Euroraum nach sich gezogen.

Die EU-Ratsverordnung über Konjunkturstatistiken bezieht sich auf monatliche und vierteljährliche Indikatoren in der Industrie, im Baugewerbe und bei den marktbestimmten Dienstleistungen. Sie werden überwiegend als gewichteter Durchschnitt der Angaben zu den Wirtschaftszweigen oder Produkten erstellt, beruhen auf den Gewichten eines bestimmten Basisjahrs und werden als Indizes dargestellt. Der Ratsverordnung zufolge müssen alle nationalen Gewichtungssysteme mindestens alle fünf Jahre aktualisiert werden. Mehrere, wenn auch nicht alle nationalen Indizes wurden bereits auf das Jahr 2000 umbasiert. Die verbleibenden nationalen Indizes werden in unmittelbarer Zukunft umgestellt. Eurostat legt darüber hinaus mit gleicher Periodizität für alle Variablen neue Ländergewichte fest, die bei der Errechnung der Aggregate für das Eurogebiet aus nationalen Angaben verwendet werden. Die regelmäßige Aktualisierung der Gewichte ist notwendig, um anhand von aggregierten Indexergebnissen ein präzises Spiegelbild der Wirtschaftsstruktur eines jeden Landes und des Euro-Währungsgebiets insgesamt erzeugen zu können.

In Tabelle A werden die neuen Ländergewichte bezogen auf das Jahr 2000 ausgewiesen. Danach entfielen auf die vier größten Mitgliedstaaten in jenem Jahr etwa 80 % der aggregierten Indizes für den Euroraum. Gegenüber dem vorherigen Basisjahr 1995 unterscheiden sich die Gewichte am stärksten in der Bauwirtschaft. Darin zeigt sich vor allem die im Euro-Währungsgebiet divergierende Entwicklung der Bautätigkeit. So spiegelt die merkliche Verringerung des Ländergewichts für Deutschland (von 38,2 % 1995 auf 28,2 % im Jahr 2000) beispielsweise den in diesen fünf Jahren verzeichneten Rückgang um 15 % im deutschen Produktionsindex für das Baugewerbe wider, während die Zunahme des Ländergewichts für Spanien im selben Zeitraum (von 11,3 % auf 15,0 %) auf einen Anstieg von 28 % in diesem Index zurückzuführen ist. Die meisten anderen Gewichtsveränderungen sind jedoch wesentlich schwächer ausgeprägt.

**Tabelle A: Zusammensetzung der Konjunkturindikatoren für den Euroraum nach Ländern**

(Anteil am Gesamtwert des Euroraums in % im Basisjahr 2000)

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
<b>Industrieproduktion</b>												
Industrie ohne Baugewerbe	4,0	34,1	1,0	8,9	18,3	2,7	18,0	0,2	5,4	3,2	1,7	2,6
Baugewerbe	3,6	28,2	1,7	15,0	18,5	1,5	15,0	0,4	8,2	4,0	2,1	1,9
<b>Erzeugerpreise</b>												
Industrie ohne Baugewerbe	3,1	31,3	0,9	9,9	20,9	1,1	21,1	0,1	6,0	1,9	1,8	1,9
<b>Einzelhandelsumsatz</b>												
	4,0	27,8	1,0	11,6	24,5	1,4	16,6	0,2	5,6	3,0	2,3	1,9

Quelle: Eurostat.

Was die Zusammensetzung der Euro-Indizes nach Industriebauptgruppen im Euroraum anbelangt (siehe Tabelle B), beruhen die Unterschiede zwischen den für den Produktions- und den Erzeugerpreisindex verwendeten Gewichten hauptsächlich auf den voneinander abweichenden Definitionen. Während bei der Industrieproduktion Daten zur Wertschöpfung zu Faktorkosten verwendet werden, beziehen sich die Gewichte für Erzeugerpreise und Einzelhandelsumsatz auf den inländischen Umsatz (einschließlich Zöllen und speziellen

produktbezogenen Abgaben). Dies erklärt zum Beispiel, warum Energieerzeugnisse im Erzeugerpreisindex ein größeres Gewicht haben als im Produktionsindex.

**Tabelle B: Zusammensetzung der Konjunkturindikatoren für den Euroraum nach Industriegruppen**

(Anteil an der Industrie ohne Baugewerbe in % im Basisjahr 2000)

	Erzeugerpreisindex	Produktionsindex
Vorleistungsgüter	31,6	36,2
Investitionsgüter	21,2	26,9
Gebrauchsgüter	4,0	4,3
Verbrauchsgüter	25,6	21,7
Energie	17,6	10,9
Nachrichtlich: Verarbeitendes Gewerbe	89,5	90,3

Quelle: Eurostat.

Da der wichtigste Grund für die Veränderung der Gewichte im unterschiedlichen Wachstum der nationalen Indizes in diesem Fünfjahreszeitraum liegt, hat diese Anpassung keine nennenswerten Veränderungen in der Entwicklung der Indizes für das Euro-Währungsgebiet insgesamt mit sich gebracht. Die Revision der Jahreswachstumsraten beläuft sich im Allgemeinen auf weniger als 0,5 Prozentpunkte bei den Aggregaten der Produktion und des Einzelhandelsumsatzes und auf unter 0,1 Prozentpunkte bei den Erzeugerpreisen. Weitere, zeitgleich eingeführte Modifikationen und Verbesserungen, so etwa die Harmonisierung der von allen Mitgliedstaaten verwendeten statistischen Abgrenzungen, haben auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt bezogen keine größeren Veränderungen hervorgerufen. Allerdings müssen in einigen Ländern die nationalen Statistikämter die jeweiligen Gewichtungsschemata noch auf das neue Basisjahr umstellen, sodass weitere Revisionen der Ergebnisse für das Eurogebiet notwendig werden können, sobald dies geschehen ist. Für die Industrieproduktion haben bereits fünf Euro-Länder (BE, ES, IT, PT und FI) nationale Indizes mit dem Basisjahr 2000 veröffentlicht. Alle anderen nationalen Indizes werden in naher Zukunft umbasiert. Bei den Erzeugerpreisen wurde das neue Basisjahr schon von acht Ländern (BE, ES, FR, IE, IT, AT, PT und FI) eingeführt.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Gedämpfte Konjunktorentwicklung im ersten Quartal 2003

Laut der ersten Schätzung von Eurostat lag das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet im ersten Vierteljahr 2003 gegenüber dem Vorquartal bei null (siehe Tabelle 3). Verglichen mit dem im Schlussquartal 2002 verzeichneten Zuwachs von 0,1 % gegenüber dem Vorquartal deuten die Daten somit auf eine weiterhin gedämpfte Konjunktorentwicklung im Euroraum Anfang dieses Jahres hin. Die Schätzungen gehen davon aus, dass sowohl die Anlageinvestitionen als auch das Wachstum der privaten Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2003 niedriger ausfielen als im Schlussquartal 2002. Dabei verringerten sich insbesondere die Anlageinvestitionen nach ei-

ner in der letzten Jahreshälfte 2002 beobachteten Wachstumsphase drastisch. Gleichzeitig rutschte der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum im ersten Vierteljahr 2003 aufgrund des stärkeren Exportrückgangs noch etwas mehr in den negativen Bereich als im Schlussquartal 2002. Diese ungünstigen Auswirkungen auf das reale BIP-Wachstum wurden durch einen ungewöhnlich kräftigen Anstieg des Wachstumsbeitrags der Vorratsveränderungen wettgemacht. Wie jedoch bereits in der letzten Ausgabe des Monatsberichts beschrieben, sollte diese Zunahme mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden, da die Daten zu den Vorratsveränderungen in späteren Ergebnisveröffentlichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen noch korrigiert werden können.

**Tabelle 3**

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

4) 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.

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

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2002	2003	2003	2003
			Febr.	März	April	Febr.	März	April	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	0,4	-0,6	2,0	0,1	0,8	0,4	-0,7	0,5	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,2
<i>nach industriellen Hauptgruppen:</i>													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie	0,2	-0,8	1,0	0,0	0,3	0,1	-0,4	0,4	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0
Vorleistungsgüter	-0,6	0,3	1,4	1,4	1,6	-0,1	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,3	0,9	0,8
Investitionsgüter	1,4	-2,0	2,4	-0,5	-1,3	0,6	-1,5	0,8	0,3	0,2	-0,4	-0,6	-0,6
Konsumgüter	0,5	-0,6	-0,5	-1,3	0,4	0,2	-0,5	0,9	0,2	0,0	-0,6	-0,4	-0,1
Gebrauchsgüter	-1,8	-5,5	-5,0	-6,9	-5,1	-1,4	-1,6	0,7	-1,8	-1,4	-2,7	-1,7	-2,1
Verbrauchsgüter	1,0	0,3	0,3	-0,2	1,4	0,5	-0,3	0,8	0,5	0,2	-0,3	-0,2	0,2
Energie	1,5	0,9	8,8	2,4	3,5	3,5	-4,2	1,7	-0,8	-0,5	2,3	2,5	2,6
Verarbeitendes Gewerbe	0,3	-0,8	1,0	0,6	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	-0,1	-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.***Industrieproduktion im ersten Vierteljahr gestiegen, Umfrageergebnisse signalisieren jedoch Schwäche im zweiten Quartal**

Die Erzeugung in der Industrie des Euro-Währungsgebiets (ohne Baugewerbe) nahm

im ersten Vierteljahr 2003 vor allem aufgrund eines deutlichen Anstiegs im Januar zu (siehe Tabelle 4). Nach einem Rückgang im März erhöhte sie sich im April um 0,5 % gegenüber dem Vormonat. Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt blieb das Wachstum der

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

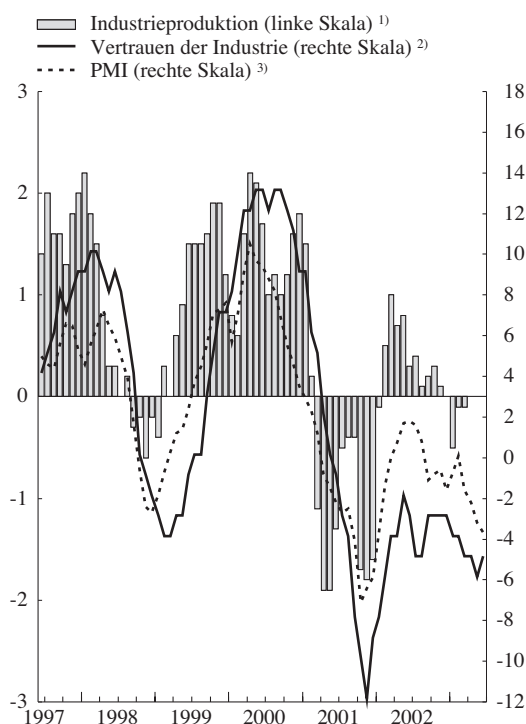
	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				Q3	Q4	Q1	Q2	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,4	-2,9	-1,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,0	-0,2	0,1	-0,6	0,3	0,0	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	12	6	0	1	-3	-8	-8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

*Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. 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.*

Industrieproduktion mit 0,2 % zwischen Februar und April gegenüber dem ersten Quartal unverändert. Ausschlaggebend für die Zunahme der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) waren hauptsächlich die positiven Beiträge der Vorleistungsgüter- und Energiebranche, während der Wachstumsimpuls des Investitionsgütersektors negativ ausfiel. Die Daten zum Ausstoß in der Industrie des Euro-Währungsgebiets werden nun anhand von aktualisierten Gewichten berechnet, die das Jahr 2000 als neues Basisjahr zugrunde legen (siehe Kasten 3 in Abschnitt 2).

Trotz des Wachstums der Industrieproduktion im ersten Quartal und im April lassen die

**Abbildung 17**  
**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.

Umfrageergebnisse auf eine insgesamt schwache Entwicklung im zweiten Vierteljahr schließen. Der Purchasing Managers' Index (PMI) deutet weiterhin auf eine Flaute im verarbeitenden Gewerbe hin; er sank von 46,8 Indexpunkten im Mai auf 46,4 Punkte im Juni (siehe Abbildung 17). Diesem Indexrückgang war eine geringfügige Verbesserung zu Jahresbeginn vorausgegangen. Im Juni waren die meisten PMI-Komponenten leicht rückläufig. Im Einzelnen war beim Auftragseingang seit Jahresanfang eine drastische Abnahme zu verzeichnen; dieser Teilindex sank von über 50 Indexpunkten im Februar auf 45,6 Punkte im Mai und um weitere 0,5 Punkte im Juni. Auch die Indexkomponente der Produktion im verarbeitenden Gewerbe war weiter rückläufig. Dieser Index blieb im Dreimonatszeitraum bis Juni unter dem Schwellenwert für ein Nullwachstum und deutet auf eine gedämpfte Entwicklung der Industrieproduktion im zweiten Quartal hin. Die Beurteilung der Warenlager durch die Unternehmen verschlechterte sich im Mai ebenfalls leicht und entsprach damit der Bewertung von Ende letzten Jahres.

Nach Vertrauenseinbußen im Mai stieg der Vertrauensindikator für die Industrie des Euroraums im Juni laut den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission wieder geringfügig an (siehe Tabelle 5). Im zweiten Quartal sank er jedoch gegenüber dem ersten Vierteljahr insgesamt leicht ab. Die Umfrageergebnisse vom Juni waren auf eine leichte Verbesserung der Produktionserwartungen zurückzuführen. Wie bereits im Mai blieb die Beurteilung der Auftragslage und der Vorratsbestände unverändert, während die Aufträge aus dem Ausland noch pessimistischer bewertet wurden. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass sich das Unternehmerv Vertrauen im Vorleistungsgütersektor verbessert hat und in der Konsum- und Investitionsgüterbranche gleich geblieben ist. Der Vertrauensindikator für das Baugewerbe stagnierte im Juni ebenfalls, worin sich die in den letzten Monaten unveränderte Lage widerspiegelt.

## Konsumindikatoren geben uneinheitliche Signale für das zweite Quartal

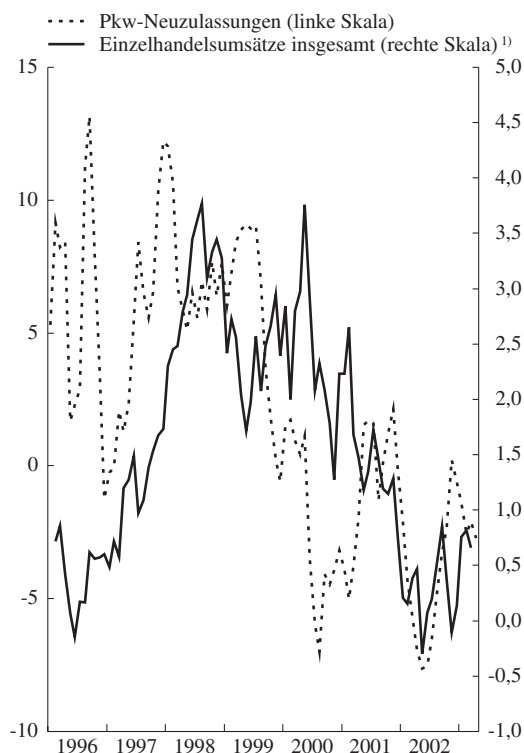
Von den kurzfristigen Indikatoren gehen weiterhin uneinheitliche Signale für die privaten Konsumausgaben im zweiten Vierteljahr aus. Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im April 2003 gegenüber dem Vormonat um 1,5 % und knüpften damit an die positive Entwicklung des ersten Quartals an (siehe Abbildung 18). Sie waren jedoch erheblichen Schwankungen unterworfen: Im Januar und April stiegen die Umsätze stark, während sie im Februar und März sanken. Die im ersten Vierteljahr 2003 und im April verzeichnete Steigerung des Umsatzvolumens im Einzelhandel betraf alle wichtigen Produktgruppen. Aus anderen Indikatoren für die privaten Konsumausgaben lässt sich allerdings keine eindeutige Bestätigung dieser Hinweise aus dem Einzelhandel auf einen Aufwärtstrend bei den Ausgaben der privaten Haushalte ableiten. So fiel die vierteljährliche Wachstumsrate der Pkw-Neuzulassungen im ersten Quartal 2003 negativ aus, und im April und Mai waren die Neuzulassungen weiter rückläufig. Diese Entwicklung ist teilweise dem Auslaufen der in einem Land Ende letzten Jahres eingeführten Steueranreize zuzuschreiben.

Das Verbrauchervertrauen erholte sich im Juni nach einem vorübergehenden Rückgang im Vormonat wieder etwas (siehe Tabelle 5). Dieser Vertrauenszuwachs ist in erster Linie auf optimistischere Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der Wirtschaftslage zurückzuführen. Auch die Einschätzung der künftigen Entwicklung der Arbeitslosigkeit verbesserte sich im Juni nach einer Verschlechterung im Mai. Diese Verbesserung im derzeitigen Stadium des Konjunkturzyklus ist atypisch. Die Junizahlen könnten daher auch eine Korrektur einer nach dem Ende des Irak-Kriegs allzu negativ ausgefallenen Bewertung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten im Mai widerspiegeln. Die Bereitschaft der Verbraucher, in Zukunft größere Anschaffungen zu tätigen, erhöhte sich im Juni den Umfragen zufolge, nachdem sie seit Oktober vergangenen Jahres weitgehend unverändert

## Abbildung 18

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

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



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

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

geblieben war. Dem war eine seit Jahresbeginn zunehmend optimistische Einschätzung der eigenen finanziellen Situation seitens der privaten Haushalte vorausgegangen. Dagegen war der Vertrauensindikator für den Einzelhandel im Juni leicht rückläufig, was insbesondere von ungünstigeren Umfrageergebnissen zu den Bestellungen bei Lieferanten und zur erwarteten Geschäftslage herührte. Trotz einer zuvor verzeichneten leichten Stimmungsaufhellung im Einzelhandel lässt die vor allem bei den zukunftsorientierten Komponenten des Vertrauensindikators beobachtete Schwäche nicht auf eine positive Entwicklung der Einzelhandelsumsätze und der Konsumausgaben im zweiten Quartal schließen.



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

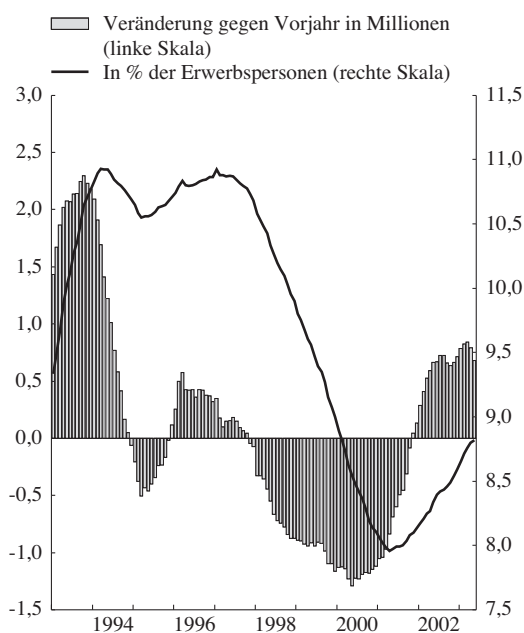
	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai
Insgesamt	8,5	8,0	8,4	8,3	8,4	8,5	8,7	8,6	8,7	8,7	8,8	8,8	8,8
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	16,6	15,7	16,3	16,2	16,3	16,6	16,9	16,7	16,9	17,0	17,0	17,0	17,0
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,4	7,3	7,4	7,5	7,6	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	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 22,4 % der Arbeitslosen insgesamt.***Weiterhin konjunkturbedingt schwache Arbeitsmarktentwicklung**

Im Mai 2003 betrug die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet 8,8 %. Sie war damit gegenüber dem Vormonat unverändert und lag 0,5 Prozentpunkte über ihrem Stand von Mai 2002 (siehe Abbildung 19). Mit rund 25 000 mehr Arbeitslosen im Mai fiel die Zunahme wesentlich geringer aus als in den Vor-

monaten. Der Anstieg der Arbeitslosenzahl hat sich im Lauf dieses Jahres allmählich abgeschwächt (von 110 000 im Januar auf 65 000 im April), wobei die geringe Zunahme im Mai vorwiegend auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen ist. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich bei den über 25-Jährigen um 0,1 Prozentpunkte auf 7,8 % (siehe Tabelle 6).

Den Datenveröffentlichungen für das erste Vierteljahr 2003 zufolge war bei der Beschäftigung in den letzten drei Quartalen im Quartalsvergleich durchgängig ein Nullwachstum zu beobachten, obwohl die Konjunktur-entwicklung gedämpft war und die Arbeitslosigkeit drastisch stieg (siehe Tabelle 7). Hinter den Zahlen zur Gesamtbeschäftigung im ersten Vierteljahr verbergen sich ein fortgesetzter Beschäftigungszuwachs im Dienstleistungssektor und ein weiterer Beschäftigungsrückgang in der Industrie. Im Vorjahresvergleich war weiterhin ein Beschäftigungswachstum von insgesamt 0,1 % zu verzeichnen. Die relativ robuste Beschäftigung gibt Anlass zu der Befürchtung, dass es im Euro-raum zu einer „Hortung“ von Arbeitskräften gekommen ist. Dies könnte zu einem stärkeren Abbau von Arbeitsplätzen führen, weil sich die wirtschaftliche Erholung verzögert, und es könnte das Beschäftigungswachstum in der Anfangsphase des erwarteten Aufschwungs bremsen. Aktuelle Analysen legen nahe, dass die Unternehmen im Euroraum während des Abschwungs Arbeitskräfte gehortet haben, wenngleich die derzeitige Entwicklung weitgehend mit dem Verlaufsmuster früherer Konjunkturflauten vergleichbar ist (siehe Kasten 4).

**Abbildung 19****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.*



**Tabelle 7****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	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei <sup>2)</sup>	-1,6	-0,6	-2,0	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-2,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Industrie	0,9	0,4	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Ohne Baugewerbe	0,6	0,3	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Baugewerbe	1,8	0,4	-1,1	-0,9	-0,9	-1,4	-1,4	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,3	-0,4
Dienstleistungen	2,9	1,9	1,2	1,6	1,3	1,1	1,0	0,8	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Handel und Verkehr <sup>3)</sup>	3,1	1,6	0,7	1,3	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2
Finanzierung und Unternehmensdienstleister <sup>4)</sup>	5,7	3,8	1,9	2,3	2,1	1,7	1,6	1,4	0,2	0,6	0,2	0,5	0,0
Öffentliche Verwaltung <sup>5)</sup>	1,6	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,1	0,5	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.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**2) Umfasst auch Forstwirtschaft.**3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.**4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.**5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.*

Die Beschäftigungserwartungen bewegen sich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau und deuten trotz Verbesserungen bei einigen Indikatoren weiterhin auf einen schwachen Arbeitsmarkttrend hin. So ist der PMI-Teilindex für die Beschäftigung leicht gestiegen, nachdem er im Mai 2003 seinen niedrigsten Stand seit Januar 2002 erreicht hatte. Diese Indexkomponente blieb jedoch deutlich un-

terhalb des Schwellenwerts für ein Nullwachstum und deutet damit auf einen anhaltenden Beschäftigungsabbau in der Industrie hin. Die Beschäftigungserwartungen, die in den Branchenumfragen der Europäischen Kommission vom Juni 2003 ermittelt wurden, weisen für die Industrie und den Einzelhandel einen fortgesetzten Abwärtstrend auf und sind für das Baugewerbe unverändert.

## Kasten 4

### Hortung von Arbeitskräften im Euro-Währungsgebiet

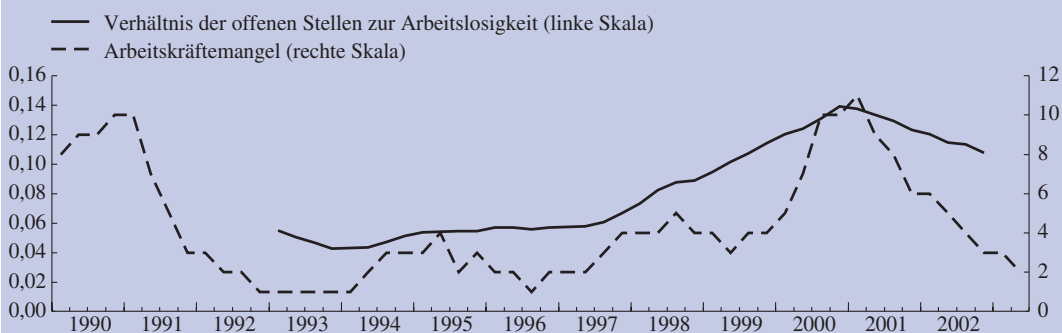
Das Tempo und der Umfang der Anpassung der Beschäftigtenzahl im Euro-Währungsgebiet in der gegenwärtigen Phase gedämpften Wachstums werden zuweilen als recht gering empfunden. Dies wirft die Frage auf, ob im Euroraum Arbeitskräfte gehortet werden, das heißt, ob die Unternehmen in der Abschwungsphase an mehr Arbeitskräften festhalten als notwendig. Im vorliegenden Kasten sollen der Begriff „Arbeitskräftehortung“ definiert, die Bestimmungsfaktoren erörtert und Hinweise auf einen möglichen Arbeitskräfteüberhang im Eurogebiet beurteilt werden. Die Analyse lässt darauf schließen, dass in der derzeit gedämpften Konjunkturlage gewisse Anzeichen für eine Arbeitskräftehortung im Euro-Währungsgebiet bestehen; allerdings entspricht dies weitgehend der Entwicklung in vorangegangenen konjunkturellen Schwächephasen.

#### Definition von Arbeitskräftehortung

Die Hortung von Arbeitskräften kann definiert werden als derjenige Teil des Faktors Arbeit, der von einem Unternehmen zu einem gegebenen Zeitpunkt im Verlauf des Produktionsprozesses nicht voll ausgeschöpft wird. Eine Unterauslastung von Arbeitskräften kann sich auf verschiedene Weise manifestieren, zum Beispiel in einer Verringerung des Arbeitseinsatzes oder der geleisteten Arbeitsstunden oder einer anderweitigen Beschäftigung der Arbeitskräfte wie etwa in Schulungsmaßnahmen. Aus der Sicht der Unternehmen kann sich eine gewisse Hortung von Arbeitskräften angesichts der mit einer Anpassung des Personalbestands verbundenen Fixkosten als optimal erweisen. Zu diesen Fixkosten zählen die Kosten der Anwerbung, Auswahl und Schulung neuer Arbeitskräfte sowie Kosten im Zusammenhang mit der Kündigung von Arbeitsverträgen, z. B. Abfindungszahlungen. Daher verringern die Unternehmen in einer konjunkturellen Abschwungsphase unter Umständen – zumindest bis zu einem gewissen Grad – lieber den Arbeitsaufwand durch Verkürzung der Arbeitszeit, was weniger kostspielig ist als ein Personalabbau. Dieses Vorgehen spiegelt sich in der Tatsache wider, dass die Arbeitsproduktivität – gemessen als Produktionsergebnis dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten – in einem Konjunkturabschwung tendenziell rückläufig ist. Umgekehrt neigen die Unternehmen, die in der Vergangenheit Arbeitskräfte gehortet haben, in wirtschaftlichen Aufschwungsphasen eher dazu, von Neueinstellungen erst einmal abzusehen, bis die Arbeitsproduktivität hinreichend gestiegen ist und die Erholung an Dynamik gewonnen hat.

#### Abbildung A: Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosigkeit und Arbeitskräftemangel

(Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosigkeit in %)



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

Anmerkung: Der Arbeitskräftemangel wurde aus einer Umfrage im verarbeitenden Gewerbe abgeleitet und errechnet sich als prozentualer Anteil der Unternehmen, die einen Personalmangel als größtes Produktionshemmnis angaben (andere mögliche Antworten waren „Zu geringe Nachfrage“, „Materialknappheit“, „Finanzierungsengpässe“ und „Sonstiges“).

Die mit einer Anpassung des Personalbestands verbundenen Fixkosten hängen zum Großteil von den arbeitsrechtlichen Bestimmungen wie etwa dem Umfang der Arbeitsschutzregelungen, z. B. Kündigungsverfahren, Abfindungszahlungen und Beschränkungen der in Frage kommenden Vertragsarten, ab. Die Euro-Länder verfügen über sehr weit gehende Arbeitsschutzbestimmungen; der daraus resultierende institutionelle Rahmen

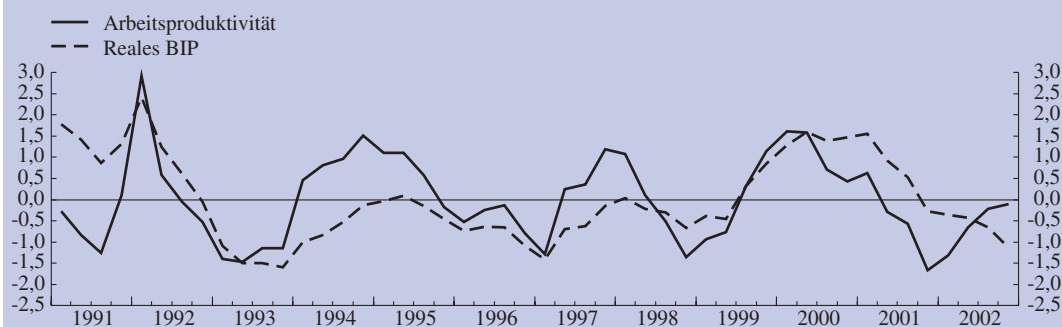
begünstigt somit eine Hortung von Arbeitskräften. Neben den institutionellen Faktoren wird der Arbeitskräfteüberhang auch durch das wirtschaftliche Umfeld beeinflusst. So waren die Arbeitsmärkte im Euroraum vor allem zwischen Anfang der Neunzigerjahre und Ende des Jahres 2000 von einer zunehmenden Verknappung der Arbeitskräfte – gemessen am Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosigkeit – gekennzeichnet (siehe Abbildung A). In Verbindung mit einer kräftigen Produktnachfrage führte dies zu Problemen bei der Einstellung von Personal, was sich in der steigenden Zahl von Unternehmen, die einen Arbeitskräftemangel als größtes Hemmnis für die Produktion angaben, widerspiegelte. Diese Schwierigkeiten bei der Anwerbung von Arbeitskräften sowie die ursprüngliche Erwartung einer nur kurzfristigen konjunkturellen Abschwächung dürften die Unternehmen dazu veranlasst haben, mehr Arbeitskräfte als sonst üblich zu horten.

### Hinweise auf eine Arbeitskräftehortung im Euro-Währungsgebiet

Die Hortung von Arbeitskräften lässt sich nur schwer quantifizieren, da der Begriff sich auf eine „optimale“ Beschäftigtenzahl bezieht, die nicht messbar ist. Einige Anhaltspunkte ergeben sich aus den verfügbaren Daten zu den geleisteten Arbeitsstunden<sup>1</sup>, wonach die Unternehmen im Euroraum den Arbeitseinsatz durch Verkürzung der durchschnittlichen Arbeitszeit verringert haben, allerdings nicht in ausreichendem Maße, um einen Rückgang der Produktion je Stunde zu verhindern. Wie bereits dargelegt, ergeben sich weitere Hinweise aus der Entwicklung der zyklischen Komponente der Arbeitsproduktivität. Bezogen auf die jüngste Zeit lassen sich zyklische Veränderungen der Arbeitsproduktivität allerdings nur schwer in zuverlässiger Weise von langfristigen Trends unterscheiden. Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet deuten verschiedene Faktoren wie etwa die zunehmende Teilzeitbeschäftigung oder die Auswirkungen von Arbeitsmarktreformen darauf hin, dass das Trendwachstum der Produktivität Ende der Neunzigerjahre verglichen mit den Vorjahren zurückgegangen ist. Abbildung B zeigt eine Schätzung der zyklischen Komponente der Arbeitsproduktivität bei einer im Zeitverlauf variablen Entwicklung der Trendkomponente.<sup>2</sup> Daraus wird ein eindeutig prozyklisches Verlaufsmuster der Arbeitsproduktivität ersichtlich, das mit dem üblichen Verhaltensmuster bei der Arbeitskräftehortung im Einklang steht. Unter der Annahme, dass der geschätzte Trend die langfristige Entwicklung seit Ende der Neunzigerjahre korrekt abbildet, ergeben sich jedoch keine Hinweise darauf, dass das Horten von Arbeitskräften in der gegenwärtigen Phase gedämpften Wachstums stärker ausgeprägt ist als in vorangegangenen Schwä-

### Abbildung B: Zyklische Entwicklung der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität

(normierte Daten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die zyklischen Komponenten, die mit Hilfe des Hodrick-Prescott-Filters aus den Datenreihen zur Arbeitsproduktivität und zum realen BIP gewonnen werden. Die Daten werden durch Division der Differenz zum Mittelwert durch die Standardabweichung normiert.

chephasen. So ist der zyklische Verlauf der Arbeitsproduktivität nahezu deckungsgleich mit der Entwicklung während der Konjunkturschwächen der Neunzigerjahre. Im Jahresverlauf 2002 dürften die Unternehmen verstärkt dazu übergegangen sein, Arbeitskräfte abzubauen, um ihre Produktivität wieder zu erhöhen.

1 Siehe auch Kasten 8 „Der Informationsgehalt von Daten zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden in der Industrie“ im Monatsbericht vom März 2003.

2 Die zyklische Komponente der Arbeitsproduktivität wird mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters ermittelt.

Insgesamt lassen die aktuellen Analysen darauf schließen, dass die Unternehmen im Euro-Währungsgebiet während der gegenwärtigen Phase gedämpften Wachstums Arbeitskräfte gehortet haben, wobei dieses Verlaufsmuster jedoch mit der Entwicklung in vorangegangenen konjunkturellen Schwächephasen weitgehend im Einklang steht. Mit Blick auf die Zukunft dürfte dies eine gewohnt langsame Erholung der Beschäftigung zur Folge haben, da der derzeitige Personalbestand bei einem Großteil der Unternehmen zunächst wohl ausreichend hoch ist, um die Produktion ohne Einstellung neuer Mitarbeiter zu erhöhen, bis die bevorstehende Konjunkturerholung an Schwung gewonnen hat. Die Annahme eines auf kurze Sicht schwachen Beschäftigungswachstums entspricht dem normalen zyklischen Verlauf der Arbeitsproduktivität und wird durch die Angaben zu den weiterhin eher geringen Beschäftigungserwartungen gestützt.

### **Vermutlich niedriges Ausgangsniveau für eine wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte**

Die verfügbaren Daten weisen auf eine nach wie vor gedämpfte Konjunkturerholung im zweiten Quartal des laufenden Jahres hin. Dies wird vor allem an den weiterhin ungünstigen Umfrageergebnissen für die Industrie deutlich. Für die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Nachfrage liegen die Zahlen noch nicht für das gesamte zweite Vierteljahr vor.

Trotz dieses niedrigen Ausgangsniveaus ist als Hauptszenario weiterhin mit einer allmählichen leichten Konjunkturerholung ab dem zweiten Halbjahr 2003 zu rechnen. Diese Belebung dürfte von dem erwarteten Anstieg der Auslandsnachfrage profitieren, der den dämpfenden Effekt der vorangegangenen Aufwertung des Euro-Wechselkurses ausglei-

chen könnte. Ferner sollten die privaten Konsumausgaben im Einklang mit dem Wachstum des verfügbaren Realeinkommens und gestützt durch die positiven Terms-of-Trade-Effekte zunehmen. Des Weiteren dürfte sich das niedrige Zinsniveau günstig auf die Investitionstätigkeit auswirken. Die Risiken für eine Konjunkturerholung, mit denen diese Einschätzung behaftet ist, hängen mit den weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten und den eventuell erforderlichen weiteren Anpassungen zur Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen im Euroraum zusammen.

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2003, die vom Europäischen Rat gebilligt wurden, werden umfangreichere Struktur-reformen zur Verbesserung der Funktionsweise der Wirtschaft im Euroraum ange-mahnt, die auch zur Stärkung des Vertrauens beitragen würden (siehe Kasten 5).

## **Kasten 5**

### **Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2003**

Am 19./20. Juni 2003 billigte der Europäische Rat die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2003. Sie dürften am 15. Juli 2003 auf der Sitzung des ECOFIN-Rats formell verabschiedet worden sein. Darin werden Empfehlungen für die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft für den Zeitraum von 2003 bis 2005 formuliert.<sup>1</sup> Während sich die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2004 eingehender mit der wirtschaftlichen Situation in den und den Anforderungen an die beitretenden Staaten beschäftigen werden, sind die im Folgenden dargelegten wesentlichen Empfehlungen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2003 zum Großteil bereits in der jetzigen Phase auch für die neuen Mitgliedstaaten relevant.

<sup>1</sup> Der EG-Vertrag enthält jeweils ein getrenntes Kapitel für die Wirtschaftspolitik und die Währungspolitik. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik beziehen sich nur auf die Wirtschaftspolitik, während für die Geld- und Währungspolitik allein die EZB verantwortlich ist.

## **Wachstums- und stabilitätsorientierte makroökonomische Politik**

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik legen fest, dass die Finanzpolitik weiterhin im Rahmen einer mittelfristig ausgerichteten, umfassenden und wachstumsfreundlichen Strategie betrieben werden soll. Die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, über den Konjunkturzyklus hinweg einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erzielen bzw. aufrechtzuerhalten. Länder mit einem übermäßigen Defizit müssen dieses entsprechend dem Stabilitäts- und Wachstumspakt beseitigen. Vorbehaltlich dessen sollten die Mitgliedstaaten eine prozyklische Finanzpolitik vermeiden und die automatischen Stabilisatoren über den Konjunkturzyklus hinweg wirken lassen. Darüber hinaus werden sie nachdrücklich aufgefordert, geeignete Rahmenbedingungen für Tarifverhandlungen zwischen den Sozialpartnern zu fördern, da Nominallohnerhöhungen mit Preisstabilität und Produktivitätsgewinnen vereinbar sein müssen.

## **Wirtschaftsreformen**

### ***Arbeitsmärkte***

Die Schaffung der Bedingungen für Vollbeschäftigung, bessere Qualität und Produktivität der Arbeitsplätze sowie größeren Zusammenhalt und integrative Arbeitsmärkte sind zentrale Bestandteile der Lissabonner Strategie. Die Mitgliedstaaten sollten die beschäftigungspolitischen Leitlinien für 2003 und die damit verbundenen Empfehlungen in vollem Umfang energisch umsetzen. Die beschäftigungspolitischen Leitlinien müssen laut EG-Vertrag mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik im Einklang stehen, befassen sich jedoch eingehender mit beschäftigungspolitischen Fragen.

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik wird die Notwendigkeit politischer Maßnahmen zur Erhöhung des Arbeitsangebots und Verbesserung der Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte an sich verändernde wirtschaftliche Gegebenheiten hervorgehoben. Die Mitgliedstaaten sollten Reformen der Steuer- und Sozialleistungssysteme durchführen, damit Arbeit sich lohnt und Anreize zur Arbeitsaufnahme geschaffen werden. Darüber hinaus sollten Höhe und Dauer und/oder die Kriterien für die Gewährung von Leistungen unter Wahrung eines angemessenen Niveaus an sozialer Absicherung überprüft werden. Die Mitgliedstaaten sind angehalten sicherzustellen, dass die Tarifverhandlungssysteme so gestaltet werden, dass die Löhne die Produktivitätsentwicklung besser widerspiegeln, und zwar unter Berücksichtigung von Produktivitätsunterschieden in den verschiedenen Fertigkeiten und örtlichen Arbeitsmarktbedingungen. Sie sind ebenfalls aufgefordert, die Arbeitsmarktregelungen im Hinblick auf eine mögliche Lockerung allzu restriktiver Kündigungsschutzbestimmungen zu überprüfen. Zudem sollten die Mitgliedstaaten die geographische und berufliche Mobilität durch Förderung des lebenslangen Lernens, der Anerkennung von Qualifikationen und der Übertragung von Sozialversicherungs- und Rentenansprüchen sowie durch Beseitigung von Mobilitätshemmnissen im Zusammenhang mit dem Wohnungsmarkt erleichtern.

### ***Produkt- und Finanzmärkte, Unternehmensführung und -kontrolle***

Die Mitgliedstaaten werden nachdrücklich aufgefordert, den Wettbewerb an den Waren- und Dienstleistungsmärkten zu fördern und vor allem den Markt für das öffentliche Beschaffungswesen weiter zu öffnen, die Unabhängigkeit und Wirksamkeit der Wettbewerbs- und Regulierungsbehörden zu gewährleisten, den Marktzutritt und wirksamen Wettbewerb in den Netzindustrien zu erleichtern sowie weitere Anstrengungen zum Abbau staatlicher Beihilfen zu unternehmen und diese nur bei identifiziertem Marktversagen zu vergeben. Die Mitgliedstaaten sollten die Quote der in nationales Recht umgesetzten Binnenmarkt Richtlinien erhöhen, d. h. ihre nationalen Rechtsvorschriften so rasch wie möglich anpassen, um diese Richtlinien in Kraft zu setzen.

Sie sollten die Integration der EU-Kapitalmärkte durch Umsetzung des Risikokapital-Aktionsplans bis 2003 und des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen bis 2005 beschleunigen. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik fordern die Mitgliedstaaten außerdem dringend auf, Maßnahmen zur Stärkung der Vorschriften für die Unternehmensführung und -kontrolle auf nationaler und Gemeinschaftsebene zu vereinbaren und einzuführen

sowie die Regelungen, welche für eine effiziente grenz- und sektorübergreifende Zusammenarbeit bei der Finanzaufsicht und dem Finanzkrisenmanagement sorgen, zu verbessern.

### ***Unternehmergeist, Investitionen in Wissen und Innovationen, öffentlicher Sektor***

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik werden die Mitgliedstaaten aufgefordert, aktive Maßnahmen zur Förderung von Investitionen in Wissen, neue Technologien und Innovationen zu ergreifen und Fortschritte in Richtung der angestrebten Verwendung von 3 % des BIP für die gesamten Investitionen in Forschung und Entwicklung zu machen. Verfolgen lassen sich diese Ziele durch Schaffung angemessener Rahmenbedingungen, Verbesserung des institutionellen Rahmens und des Schutzes von geistigem Eigentum, Förderung der Verbindungen zwischen Wissenschaft und Industrie, der Mobilität von im Forschungsbereich tätigen Personen und des Zugangs zu bzw. der Nutzung von Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT), Erleichterung der Entwicklung des Satelliten-Navigationssystems der Union (Galileo) sowie Steigerung der Qualität und Effizienz der allgemeinen und beruflichen Bildung.

Im öffentlichen Sektor sollten die Mitgliedstaaten Ausgaben unter Beachtung der Haushaltszwänge insgesamt auf Wachstumsbereiche umschichten und sicherstellen, dass die Steuersysteme das Wachstumspotenzial durch Förderung von Beschäftigung und Investitionen erhöhen. Die Effizienz des öffentlichen Sektors sollte durch stärkere Ausgabenbegrenzungen verbessert werden, und es sollten angemessene Rahmenbedingungen für gemeinsame öffentlich-private Initiativen, Outsourcing und den Wettbewerb im öffentlichen Beschaffungswesen geschaffen werden.

### **Verbesserung der Nachhaltigkeit**

#### ***Öffentliche Finanzen***

Die Mitgliedstaaten mit einem Schuldenstand über dem Referenzwert von 60 % des BIP werden nachdrücklich aufgefordert, für einen hinreichend raschen Schuldenabbau in Richtung des Referenzwerts zu sorgen. Die anderen Mitgliedstaaten sollten mit Blick auf die Kosten der Bevölkerungsalterung, unter Einschluss höherer alterungsbedingter Ausgaben, dafür Sorge tragen, dass die Schuldenquote weiterhin ausreichend rückläufig ist.

Die Reform der Altersversorgungssysteme sollte energisch vorangetrieben werden. Die Mitgliedstaaten sollten ein längeres Arbeitsleben fördern und die im Renten-, Abgaben- und Sozialleistungssystem enthaltenen Anreize ändern, die ein frühzeitiges Ausscheiden aus dem Arbeitsmarkt begünstigen. Auch die Inanspruchnahme von Vorruhestandsregelungen sollte eingeschränkt werden. Eine engere Verknüpfung von Leistungen und Beiträgen ist erforderlich, um die Rentensysteme für die demographischen Entwicklungen und die steigende Lebenserwartung zu rüsten. Die Mitgliedstaaten sind zudem angehalten, erforderlichenfalls den Zugang zu zusätzlichen Altersversorgungssystemen – einschließlich kapitalgedeckter Systeme – zu verbessern und die Rentensysteme den flexibleren Beschäftigungs- und Laufbahnmustern sowie den individuellen Bedürfnissen (unter Einschluss der Übertragbarkeit von Rentenleistungen) anzupassen.

#### ***Soziale Nachhaltigkeit***

Die Mitgliedstaaten werden dringend aufgefordert, Maßnahmen zur Modernisierung der Sozialschutzsysteme und zur Bekämpfung von Armut und Ausgrenzung zu ergreifen. Reformen sind erforderlich, um die Funktionsweise der Märkte zu verbessern, sodass sie private Investitionen in rückständigen Regionen begünstigen. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass die Löhne die unterschiedlichen Fertigkeiten und örtliche Arbeitsmarktgegebenheiten besser widerspiegeln. Die öffentliche Unterstützung, einschließlich der Unterstützung aus EU-Quellen, sollte sich auf Investitionen in die Bildung von Human- und Wissenskapital sowie auf die Gewährleistung einer adäquaten Infrastruktur konzentrieren. Die Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Kommission und der Europäischen Investitionsbank sollte verstärkt werden.

### ***Umwelt***

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik werden die Länder aufgefordert, sektorale Beihilfen, Steuerbefreiungen und sonstige Anreize, die sich negativ auf die Umwelt auswirken, zu reduzieren. Die Mitgliedstaaten sollten unter anderem durch den Einsatz von Steuern und Abgaben dafür Sorge tragen, dass der Preis der natürlichen Ressourcen deren Knappheit und alle entstehenden Umweltschäden angemessen widerspiegelt. Sie sollten die Nutzung von Marktinstrumenten fördern und eine angemessene Höhe der Energiebesteuerung sicherstellen, um einen effizienten Energieverbrauch, die Verwendung erneuerbarer Energien und einen höheren Grad an Wettbewerb und Vernetzung an den Energiemärkten zu fördern. Im Transportbereich sollte das System der Steuern, Abgaben und Subventionen angepasst werden, um Verzerrungen zu verringern und den Wettbewerb zu stärken.

Die Mitgliedstaaten sollten wieder verstärkt Anstrengungen zur Einhaltung ihrer im Rahmen des Kyoto-Protokolls gemachten Zusagen unternehmen. In diesem Zusammenhang sollten sie das EG-Emissionshandelssystem für Treibhausgase umsetzen und für die noch nicht daran teilnehmenden Sektoren politische Maßnahmen erarbeiten und durchführen. Es sollten zudem Maßnahmen ergriffen werden, um die auf den nachfolgenden Sitzungen des Europäischen Rats festgelegten Ziele, vor allem in Bezug auf Energieeffizienz, erneuerbare Energie und Biotreibstoffe, zu erfüllen.

### **Spezifische Herausforderungen für das Euro-Währungsgebiet**

Die diesjährigen Grundzüge der Wirtschaftspolitik enthalten erstmals ein gesondertes Kapitel über die Herausforderungen für das Euro-Währungsgebiet. Struktur- und finanzpolitische Maßnahmen im Euroraum werden vor dem Hintergrund der einheitlichen Geldpolitik der EZB, deren vorrangiges Ziel es ist, Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt zu gewährleisten, auf nationaler Ebene umgesetzt.

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik wird darauf hingewiesen, dass bestimmte Inflationsdifferenzen zwischen den Mitgliedstaaten möglicherweise auf ein Versagen der Produkt- und Arbeitsmärkte oder eine unangemessene Politik zurückzuführen sind. Diese Inflationsunterschiede sollten daher von den Mitgliedstaaten beobachtet und gegebenenfalls mithilfe der verfügbaren Instrumente beseitigt werden.

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik empfehlen den politischen Akteuren auf nationaler Ebene, Maßnahmen durchzuführen, die mit Preisstabilität und der Notwendigkeit, das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen rasch zu stärken, sowie mit einem mittelfristig in der Nähe des Potenzialwachstums liegenden Wirtschaftswachstum vereinbar sind. Über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg sollten konjunkturbereinigt nahezu ausgeglichene Haushalte oder Haushaltsüberschüsse aufrechterhalten werden. Solange dieses Ziel nicht erreicht ist, sind Maßnahmen zu ergreifen, um eine jährliche Verbesserung der konjunkturbereinigten Haushaltsposition um mindestens 0,5 % des BIP sicherzustellen. Länder mit einem übermäßigen Defizit müssen dieses gemäß dem EG-Vertrag beseitigen.

Strukturelle Reformen werden als unerlässlich angesehen, um den anstehenden Herausforderungen gerecht zu werden und insbesondere das Vertrauen wieder zu stärken und das Wachstumspotenzial zu erhöhen. In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik wird darauf hingewiesen, dass diese Reformen durch Erhöhung der wirtschaftlichen Flexibilität zu makroökonomischer Stabilität beitragen werden. Die Effizienz der bestehenden Koordinierungsverfahren im Bereich der Strukturreformen muss verbessert werden. Verstärkte strukturelle Reformen sind auch dem Potenzialwachstum förderlich.



## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### Euro gibt im Juni und Anfang Juli einen Teil seiner vorherigen Gewinne wieder ab

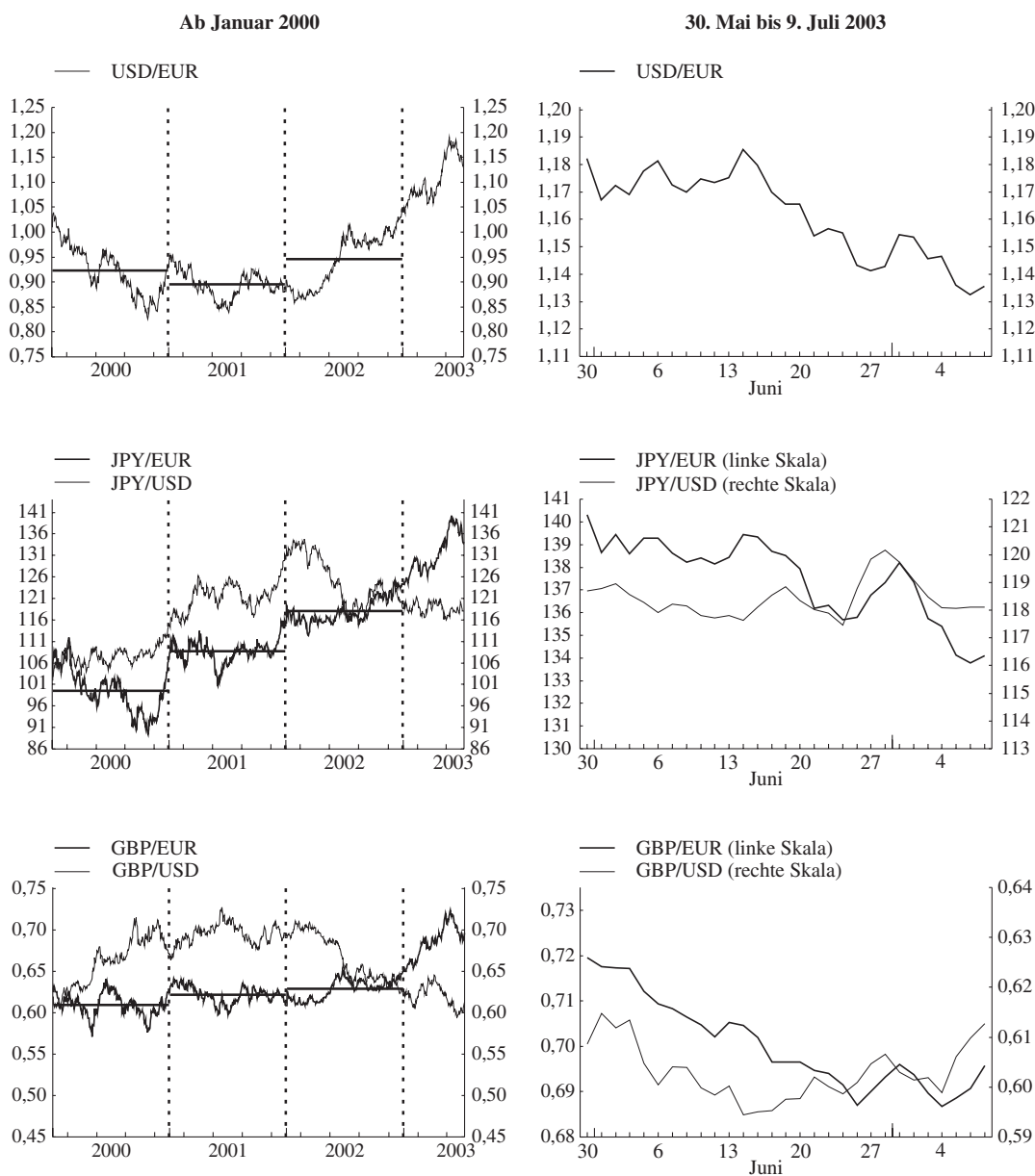
Nach seiner starken Aufwertung gegenüber allen wichtigen Währungen in den letzten Monaten stabilisierte sich der Euro in den

ersten drei Wochen im Juni 2003 weitgehend, bevor er einen Teil seiner vorangegangenen Gewinne gegen Monatsende und Anfang Juli wieder abgeben musste. Am 9. Juli notierte er gegenüber den meisten wichtigen Währungen schwächer als Ende Mai. Eine Ausnahme bildeten der Schweizer Franken und die norwe-

#### Abbildung 20

#### Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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



gische Krone, die im Berichtszeitraum gegenüber dem Euro abwerteten. Der effektive Wechselkurs des Euro fiel somit leicht in etwa auf das Durchschnittsniveau des ersten Quartals 1999 zurück.

In der ersten Junihälfte wurde der Euro zum US-Dollar in einem engen Band von 1,17 bis 1,19 USD gehandelt, schwächte sich dann aber zum Monatsende ab, wobei sich die deutliche Aufwertung der vorangegangenen Monate teilweise wieder umkehrte (siehe Abbildung 20). Unter dem Eindruck der Veröffentlichung von US-Daten, die ein gemischtes Bild ergaben, und zwar eine anhaltende Arbeitsmarktschwäche, aber auch Anzeichen einer positiveren Entwicklung des Vertrauens der Wirtschaft und der Verbraucher erkennen ließen, stabilisierte sich der Euro/Dollar-Wechselkurs zunächst. Der vom Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank in seiner Sitzung am 24./25. Juni gefasste Beschluss, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte zu senken, trug in Verbindung mit der hierzu abgegebenen Erklärung dazu bei, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der US-Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte nach oben korrigierten. Dies dürfte zur anschließenden Befestigung der US-Währung beigetragen haben. Am 9. Juli notierte der Euro bei 1,14 USD, das heißt 4 % unter seinem Wert von Ende Mai 2003, aber 20,1 % über seinem Durchschnittsstand im Jahr 2002.

Der Kurs des japanischen Yen zum Euro veränderte sich in der ersten Junihälfte kaum, stieg dann aber gegen Ende Juni und Anfang Juli an. Zum US-Dollar schwankte der Yen in einem engen Band ohne klaren Trend (siehe Abbildung 20). Die Aufwärtsbewegung des Yen gegenüber dem Euro ging mit einem deutlichen Anstieg der japanischen Aktienkurse einher, der aller Wahrscheinlichkeit nach durch die lebhaftere Nachfrage ausländischer Investoren nach japanischen Dividendenwerten ausgelöst worden war. Darüber hinaus zogen im Verlauf des Juni und Anfang Juli auch die Renditen langfristiger japanischer Anleihen kräftig an, sodass sich der Renditeabstand zwischen dem Euro-Währungsgebiet

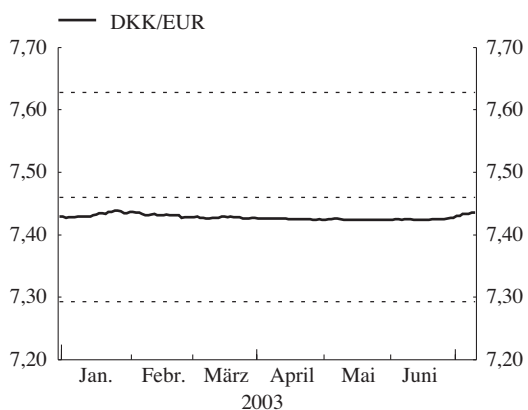
und Japan verringerte. Am 9. Juli notierte der Euro bei 134,1 JPY und damit 4,4 % niedriger als Ende Mai, jedoch 13,6 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Gegenüber dem Pfund Sterling verlor der Euro im Juni stetig an Wert, stabilisierte sich dann aber Anfang Juli (siehe Abbildung 20). Diese Entwicklung dürfte teilweise auf den Beschluss der Bank von England vom 5. Juni zurückzuführen sein, den Reposatz unverändert bei 3,75 % zu belassen. In der Folge weitete sich die Zinsdifferenz gegenüber dem Euroraum geringfügig zugunsten des Vereinigten Königreichs aus. Das am 9. Juni veröffentlichte Ergebnis der vom britischen Schatzamt durchgeführten fünf ökonomischen Tests, mit denen die Zweckmäßigkeit einer Euro-Einführung geprüft werden sollte, war allgemein erwartet worden und hatte anscheinend keinen größeren Einfluss auf den Wechselkurs des Pfund Sterling. Am 9. Juli wurde der Euro mit 0,70 GBP gehandelt, also 3,3 % niedriger als Ende Mai, aber immerhin noch 10,6 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem engen Band leicht oberhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 21). Auch gegenüber der schwedischen Krone blieb der Euro im Berichtszeitraum weitge-

## Abbildung 21 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.

hend unverändert, während er gegenüber der norwegischen Krone um 4,9 % und gegenüber dem Schweizer Franken um 1 % aufwertete. Die anhaltenden Kursgewinne des Euro gegenüber der Schweizer Währung hängen offenbar damit zusammen, dass die Wachstumserwartungen für die Schweizer Wirtschaft nach unten korrigiert wurden, aber auch das Zinsniveau in der Schweiz relativ niedrig ist. Zum Kursanstieg des Euro gegenüber der norwegischen Währung trugen die von den Marktteilnehmern antizipierten weiteren Zinssenkungen bei, die schließlich am 25. Juni realisiert wurden, als die Norges Bank im Hinblick auf die für die kommenden

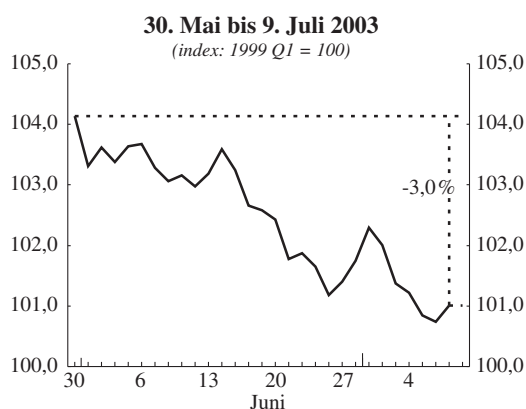
zwei Jahre erwartete gedämpfte Preisentwicklung in Norwegen ihren Leitzins um 1 Prozentpunkt auf 4 % herabsetzte.

Am 9. Juli lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – auf Basis der Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – 3 % unter seinem Niveau von Ende Mai, aber noch immer 12,3 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 22). Verantwortlich für die jüngste Abschwächung des Euro waren insbesondere seine Kursverluste gegenüber dem Pfund Sterling, dem US-Dollar und dem japanischen Yen, die durch die Kursgewinne gegenüber dem Schweizer Franken und der norwegischen Krone nur teilweise ausgeglichen wurden.

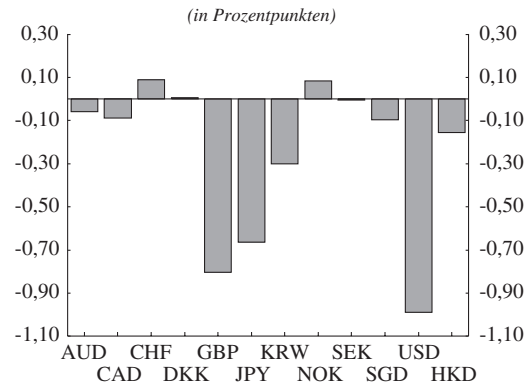
### Abbildung 22

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

(Tageswerte)



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



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.

#### Leistungsbilanzdefizit im April 2003

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im April 2003 ein Defizit in Höhe von 8,1 Mrd € aus, verglichen mit einem Defizit von 5,8 Mrd € im gleichen Vorjahrsmonat (siehe Tabelle 8). Das höhere Defizit ergab sich vor allem aus einem Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 2,4 Mrd €, während die Salden der übrigen Komponenten der Leistungsbilanz nur geringfügige Veränderungen aufwiesen.

Saisonbereinigt verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit leicht auf 1 Mrd € im April, nach 1,5 Mrd € im Vormonat (siehe Tabelle 8.2 Punkt 2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Dies war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 2,9 Mrd € auf 11 Mrd €) zurückzuführen, der den Rückgang des Überschusses bei den Dienstleistungen und den Anstieg der Fehlbeträge bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie bei den laufenden Übertragungen im gleichen Zeitraum knapp übertraf. Der höhere Warenhandelsüberschuss im April ging insbesondere darauf zurück, dass die Ausfuhrwerte, die im März auf ein niedriges Niveau gefallen waren, wieder anstiegen und der Wert der Einfuhren

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

	2002 Jan. - April	2002 April	2003 Jan. - April	2003 Febr.	2003 März	2003 April
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	6,2	-5,8	-10,1	3,2	1,4	-8,1
Einnahmen	557,9	141,4	549,3	130,8	136,6	138,6
Ausgaben	551,7	147,2	559,3	127,6	135,2	146,7
Saldo des Warenhandels	34,0	7,3	21,8	8,9	4,4	7,7
Ausfuhr	343,3	88,4	338,0	83,1	87,0	86,1
Einfuhr	309,3	81,1	316,2	74,2	82,7	78,4
Saldo der Dienstleistungen	-4,1	0,6	1,3	-0,1	1,2	0,6
Einnahmen	100,0	27,5	100,6	22,9	26,2	26,3
Ausgaben	104,1	26,8	99,3	23,0	24,9	25,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-15,1	-7,7	-23,9	-2,6	-1,2	-10,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-8,6	-6,0	-9,2	-3,0	-3,0	-6,3
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	4,5	1,3	2,0	-0,9	0,7	0,1
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	6,6	14,8	-24,1	-13,8	1,0	4,3
Direktinvestitionen	-7,9	8,1	-26,4	2,8	-8,5	-19,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-63,1	-7,7	-54,4	-5,4	-16,1	-21,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-43,9	-2,3	-22,8	-5,0	-5,0	-6,1
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-19,3	-5,4	-31,6	-0,4	-11,1	-15,8
Im Euro-Währungsgebiet	55,2	15,8	28,0	8,2	7,6	2,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	35,7	9,4	17,9	5,5	2,7	1,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	19,5	6,4	10,2	2,7	5,0	0,8
Wertpapieranlagen	-19,7	16,0	18,5	-0,8	19,5	5,4
Dividendenwerte	6,9	4,6	19,1	2,7	-2,0	2,2
Aktiva	-34,0	-1,9	5,7	-0,1	6,8	-3,1
Passiva	40,9	6,5	13,4	2,8	-8,8	5,3
Schuldverschreibungen	-26,6	11,5	-0,6	-3,5	21,5	3,1
Aktiva	-54,2	-11,3	-69,6	-20,4	-14,0	-10,5
Passiva	27,6	22,8	69,0	16,9	35,4	13,7
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-27,6	24,1	-7,8	2,0	11,0	-14,4
Finanzderivate	3,8	1,4	-4,4	1,0	0,3	-4,7
Übriger Kapitalverkehr	25,1	-19,1	-24,0	-22,3	-15,0	22,9
Währungsreserven	5,3	8,4	12,2	5,4	4,7	0,5
<b>Restposten</b>	-17,2	-10,3	32,2	11,6	-3,1	3,7

*Quelle: EZB.*

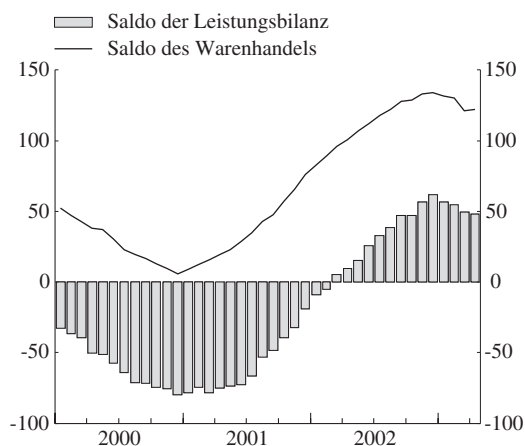
*Anmerkungen: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere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

zugleich etwas abnahm. Die Zunahme des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen resultierte hauptsächlich aus höheren, überwiegend in Form von Dividenden und Zinsen geleisteten Zahlungen ins Ausland durch Ansässige im Euroraum.

Auf Basis saisonbereinigter über zwölf Monate kumulierter Daten ging der Leistungsbilanzüberschuss, der im Dezember 2002 auf einen Höchstwert gestiegen war, im Verlauf der ersten vier Monate dieses Jahres etwas zurück (siehe Abbildung 23). Darin spiegelt sich vor allem die Entwicklung des Warenhandelsüberschusses im gleichen Zeitraum wider. Abbildung 24 zeigt im Einzelnen, dass das Volumen der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets seit der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres praktisch stagnierte, während sich die Nachfrage aus dem Ausland gleichzeitig schwach entwickelte und die Aufwertung des Euro die preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigte. Mit der anhaltenden Aufwertung verringerten sich allerdings die realen Exporte (für die Angaben bis März 2003 vorliegen) leicht, nachdem sie in den Monaten zuvor vergleichsweise hohe Niveaus erreicht hatten. Diese Schrumpfung betraf viele der größeren Exportmärkte des Euroraums. Gleichzeitig deutet der Rückgang der Exportpreise (ge-

### Abbildung 23 Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels

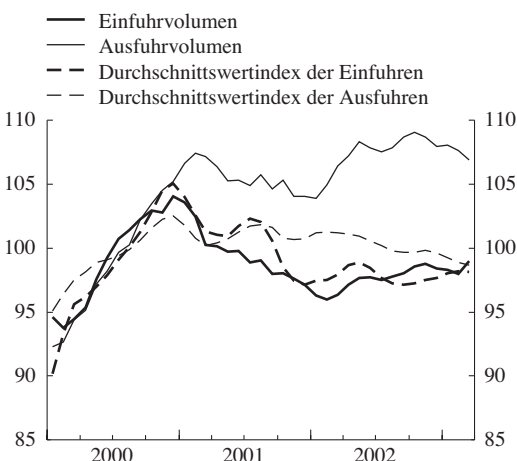
(Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.

### Abbildung 24 Volumen und Durchschnittswertindizes des Warenhandels mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonats-durchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003 und sind teilweise geschätzt.

messen an den Ausfuhrdurchschnittswertindizes) darauf hin, dass die Exporteure des Eurogebiets ihre Gewinnmargen reduzieren, um die aufwertungsbedingten Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit teilweise zu kompensieren.

Die (an den Einfuhrdurchschnittswertindizes gemessenen) Importpreise im Warenhandel haben sich trotz der Höherbewertung des Euro kaum verändert. Der infolge des Kursanstiegs des Euro erwartete Abwärtsdruck auf die Importpreise wurde bisher weitgehend durch den Ölpreisanstieg im Vorfeld der Militäroperationen im Irak ausgeglichen (die vorliegenden Daten erstrecken sich bis März 2003). Bei den übrigen Einfuhrkategorien, die nicht unmittelbar von den Ölpreisen beeinflusst werden – wie zum Beispiel Industrieerzeugnisse – sind dagegen bereits deutliche Rückgänge der Einfuhrpreise zu verzeichnen. Gleichzeitig dürfte die schwache Nachfrage im Euro-Währungsgebiet, besonders nach den importintensiven Ausgabenkategorien wie Investitionen, Warenausfuhren und Vorräten, eine Ausdehnung der Importe, die von der Euro-Aufwertung zu erwarten gewesen wäre, teilweise konterkariert haben.

### Umfangreiche Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im April 2003

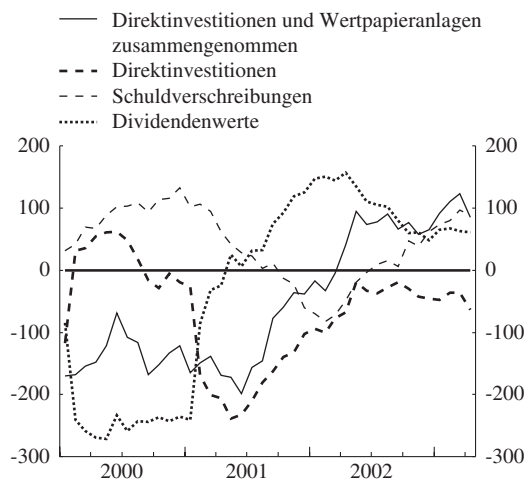
Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen waren im April 2003 Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 14,4 Mrd € zu verzeichnen (siehe Tabelle 8), die vor allem auf umfangreiche Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen (19,8 Mrd €) zurückgingen. Bei den Wertpapieranlagen hingegen kam es zu geringfügigen Netto-Kapitalzuflüssen (5,4 Mrd €). Die im April beobachteten Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen waren weitgehend auf Kredite zwischen verbundenen Unternehmen zurückzuführen, die im Euro-Währungsgebiet ansässige Unternehmen ihren ausländischen Niederlassungen gewährten (15,8 Mrd €). Im Vergleich hierzu fielen die Direktinvestitionen Gebietsfremder im Euro-Währungsgebiet wesentlich niedriger aus.

Wenngleich die Netto-Kapitalströme bei den Wertpapieranlagen relativ gering ausfielen, waren beträchtliche, sich teilweise ausgleichende Bewegungen bei den Kapitalströmen aus Schuldverschreibungen sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite festzustellen. Während bei den Anleihen im April umfangreiche Netto-Kapitalabflüsse zu beobachten waren – die, wie aus Tabelle 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ ersichtlich, vom Nettoerwerb ausländischer Anleihen durch im Euroraum ansässige Investoren (17,2 Mrd €) herrührten – ergaben sich bei den Geldmarktpapieren sowohl bei den Forderungen (Nettoverkäufe durch Gebietsansässige) als auch bei den Verbindlichkeiten (Nettokäufe durch Gebietsfremde) erhebliche Netto-Kapitalzuflüsse.

Betrachtet man die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen auf der Basis der bis April vorliegenden, über zwölf Monate kumulierten Angaben, so waren im Jahr 2003 aufgrund der Entwicklung bei den Wertpapieranlagen, insbesondere den Schuldverschreibungen, weiterhin Netto-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen (siehe Abbildung 25). Bei den Schuldverschreibungen dauern die Netto-Kapitalzuflüsse seit dem zweiten Halbjahr 2002 an, als ausländische Anleger verstärkt Anleihen und Geldmarktpapiere des Eurogebiets erwar-

**Abbildung 25**  
Netto-Kapitalströme im Euro-Währungsgebiet aus Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

(Mrd €; Monatswerte; über zwölf Monate kumuliert)



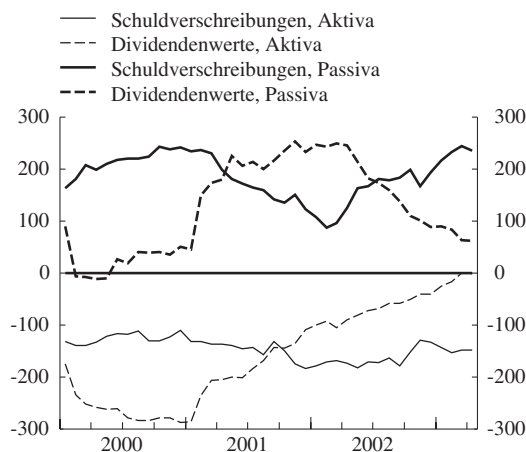
Quelle: EZB.

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

ben. Bei den Dividendenwerten dagegen haben die Kapitalströme sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres weiter abgenommen (siehe Abbildung 26).

**Abbildung 26**  
Euro-Währungsgebiet – Anlagen in Dividendenwerten und Schuldverschreibungen

(Mrd €; Monatswerte; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.

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

# Trends bei den Bruttoanlageinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

*Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit den während der letzten beiden Jahrzehnte verzeichneten grundlegenden Trends bei den Bruttoanlageinvestitionen (im Folgenden kurz „Investitionen“ genannt) im Euroraum. Ein Verständnis dieser Trends und ihrer wesentlichen Bestimmungsfaktoren ist wichtig für eine Beurteilung der kurzfristigen Entwicklungen, wie z. B. der hohen Kapitalakkumulation Ende der Neunzigerjahre und der anhaltenden Abschwächung in den Jahren 2001 und 2002.*

*Seit Mitte der Achtzigerjahre durchliefen die Bruttoanlageinvestitionen im Euroraum zwei Langfristzyklen, die um die Jahre 1990 und 2000 herum ihren jeweiligen Höhepunkt erreichten. Hinter der über diese beiden Zyklen hinweg zu beobachtenden Investitionsdynamik verbargen sich zum großen Teil veränderte Wachstumserwartungen. Zu bestimmten Zeitpunkten dürften auch die Finanzierungsbedingungen eine Rolle gespielt haben. Neben den von diesen makroökonomischen Determinanten ausgehenden Impulsen trugen darüber hinaus Sonderfaktoren in Zusammenhang mit der deutschen Wiedervereinigung sowie die Investitionspolitik der Regierungen und der Fortschritt in der Informationstechnologie zur Dynamik der Investitionen bei. Diese Faktoren wirkten sich vornehmlich auf ganz bestimmte Formen der Kapitalbildung aus; sie tragen somit dazu bei, Veränderungen der Zusammensetzung des Wachstums der Gesamtinvestitionen zu erklären. Während sich die deutsche Wiedervereinigung und die staatliche Investitionspolitik am stärksten in den Bauinvestitionen niederschlugen, wirkten sich die Impulse des technologischen Fortschritts vorwiegend in den Netzwerkindustrien aus.*

## I Einleitung

Anlageinvestitionen zählen zu den maßgeblichen Bestimmungsgrößen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wie auch des gesamtwirtschaftlichen Angebots. Das Verständnis ihrer Dynamik ist daher für die Analyse der makroökonomischen Entwicklung und für die Geldpolitik von großer Bedeutung. Zum einen ist die Investitionstätigkeit relativ volatil, und obgleich die Investitionen lediglich rund ein Fünftel des BIP des Euro-Währungsgebiets ausmachen, kann sie so die Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage erheblich beeinflussen. Zum anderen sind die Nettoinvestitionen ein Maß für Veränderungen des Kapitalstocks und somit ein Schlüsselfaktor für das Potenzialwachstum sowie die Geschwindigkeit, mit der die Wirtschaft expandieren kann, ohne Inflationsdruck aufzubauen.

Zum besseren Verständnis der Dynamik der Anlageinvestitionen beleuchtet der vorliegende Aufsatz deren allgemeine Trends seit den Achtzigerjahren. Die Untersuchung nimmt die Mitte der Achtzigerjahre zum Ausgangspunkt, als sich die Investitionstätigkeit nach den Einschnitten im Gefolge der zweiten Ölkrise wieder zu erholen begann. Ein Verständnis der breiten Trends der Investitionen trägt

dazu bei, eher kurzfristige Entwicklungen wie den steilen Anstieg der realen Investitionen Ende der Neunzigerjahre und den anhaltenden Rückgang in den Jahren 2001 und 2002 entsprechend einzuordnen, und kann insbesondere bei der Klärung der Frage nützlich sein, inwieweit die Entwicklungen der jüngeren Zeit das Auftreten bzw. Nachlassen spezifischer Schocks widerspiegeln.

Der Aufsatz knüpft an frühere Untersuchungen der Investitionen des Euroraums im Monatsbericht an (siehe Kasten 7 „Gründe für die Investitionsschwäche bei den einzelnen Gütergruppen“ in der Ausgabe vom März 2003). Die Analyse der Bruttoanlageinvestitionen im Eurogebiet wird dadurch erschwert, dass detaillierte Angaben zu den Investitionen und einigen ihrer Determinanten nicht immer für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes oder einen hinreichend langen Zeitraum zur Verfügung stehen. Die Angaben, auf die dieser Aufsatz zurückgreift, sind teils offizielle Daten für den Euroraum und teils EZB-Schätzungen, die auf für einzelne Länder verfügbaren Daten basieren.

Die Analyse gestaltet sich wie folgt: Abschnitt 2 liefert eine kurze Beschreibung der



allgemeinen Trends bei den Gesamtinvestitionen im Euroraum im Ablauf der beiden Zyklen, die Mitte der Achtziger- bzw. Neunzigerjahre einsetzten. Abschnitt 3 beschäftigt sich mit einigen der wichtigsten makroökonomischen Bestimmungsfaktoren, wie der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Erwartungen derselben, die gewöhnlich eine wichtige Rolle für die Erklärung dieser Trends spielen. Gleichzeitig hatten Sonderfaktoren wie die deutsche Wiedervereinigung und der

Fortschritt in der Informationstechnologie einen spezifischen Einfluss auf einzelne Investitionsformen. Sie tragen daher zur Erklärung der veränderten Zusammensetzung des Investitionswachstums insgesamt bei. Vor diesem Hintergrund betrachtet Abschnitt 4 die Dynamik der Investitionen in einer Aufgliederung nach Branchen und setzt sie mit den in den längerfristigen Investitionszyklen jeweils wirksamen Sonderfaktoren in Beziehung. Abschnitt 5 zieht Schlussfolgerungen.

## 2 Überblick über die Investitionsdynamik im Euro-Währungsgebiet seit den Achtzigerjahren

In den letzten beiden Jahrzehnten nahmen die gesamtwirtschaftlichen realen Investitionen im Euroraum um durchschnittlich  $2\frac{1}{4}\%$  pro Jahr zu – mit in etwa der gleichen Rate wie das reale BIP. Ihre Volatilität jedoch war (gemessen an der Standardabweichung der vierteljährlichen Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr) rund dreimal höher als die des realen BIP. Das Investitionswachstum war tendenziell dann besonders stark, wenn das BIP-Wachstum deutlich über seinem mittelfristigen Trend lag, und dann besonders schwach, wenn das BIP-Wachstum sehr niedrig oder negativ war. Diese „Überschuss“-Volatilität während bestimmter Phasen des Konjunkturzyklus hat zur Folge, dass markan-

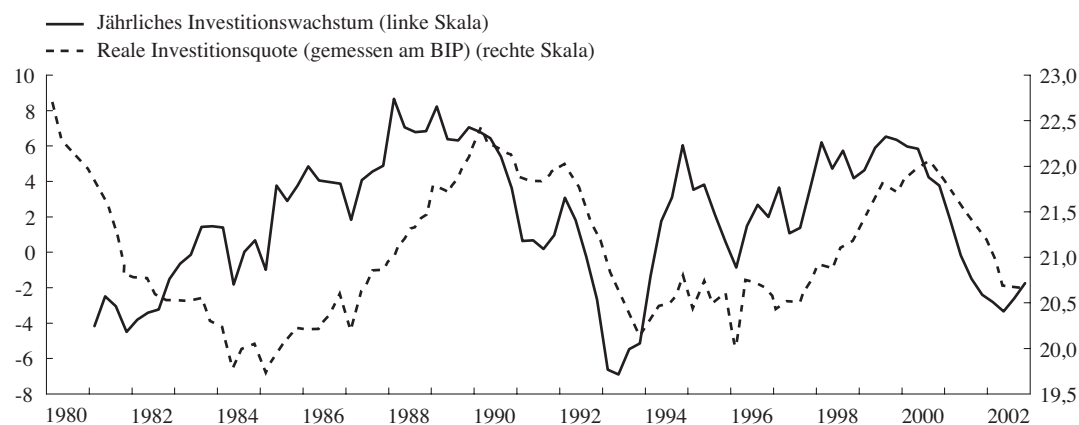
te Veränderungen der Relation zwischen den gesamtwirtschaftlichen realen Investitionen und dem realen BIP (der realen Investitionsquote) erst mit dem vollständigen Ablauf des Zyklus zutage treten (siehe Abbildung 1).

Im Betrachtungszeitraum durchlief die reale Investitionsquote im Euroraum zwei langfristige Zyklen, welche 1990 bzw. 2000 ihre jeweiligen Hochpunkte erreichten. Der erste Zyklus begann nach der Rezession in den frühen Achtzigerjahren mit einer Investitionsquote von knapp 20 %. Anfänglich war die Dynamik recht verhalten, um dann gegen Ende des Jahrzehnts kräftig anzuziehen. Anfang 1990 erreichte die Investitionsquote einen Höchststand von

### Abbildung 1

#### Reale gesamtwirtschaftliche Investitionen im Euro-Währungsgebiet

(in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Anhand saisonbereinigter Daten ermittelt.



## Kasten

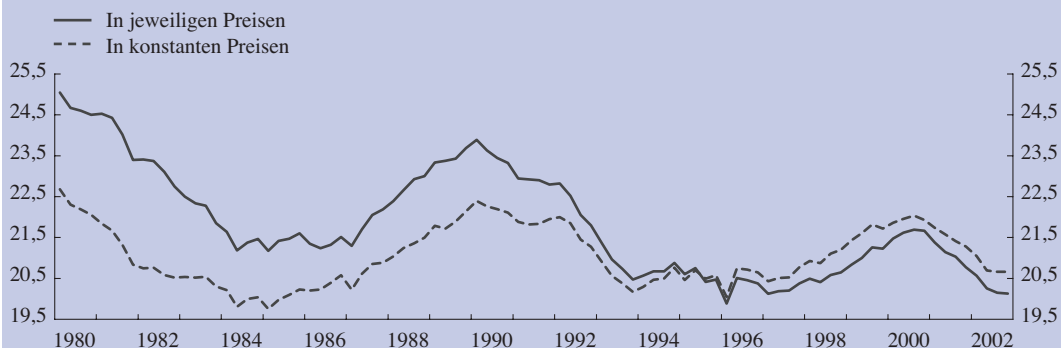
### Reale und nominale Investitionen: Was ist wann von Belang?

Die nominalen Investitionen messen die Menge an Geld, die für die Anschaffung von Investitionsgütern ausgegeben wird; die realen Investitionen werden durch Deflationierung der nominalen Investitionen mit einem geeigneten Preisindex geschätzt. Seit den frühen Achtzigerjahren lag der jährliche Anstieg des Deflators für die gesamtwirtschaftlichen Investitionen im Durchschnitt  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt unter dem des BIP insgesamt. In diesem Rückgang der relativen Preise spiegelt sich insbesondere das sinkende Preisniveau bestimmter Produkte der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) wie z. B. Computer wider – ein Prozess, der sich seit Mitte der Achtzigerjahre beschleunigt hat (siehe Kasten 2 des Artikels „Neue Technologien und Produktivität im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juli 2001).

Preisbereinigt stellt sich die Investitionsentwicklung deutlich eindrucksvoller dar als in nominaler Betrachtung (siehe Abbildung unten). So entsprach das Verhältnis der realen Investitionen zum BIP (die reale Investitionsquote) im Euroraum im Jahr 2000 fast dem Stand von 1990. Bei der nominalen Investitionsquote war dies eindeutig nicht der Fall. Es sollte dennoch nicht außer Acht gelassen werden, dass sich auch die nominale Investitionsquote Ende der Achtziger- und in den späten Neunzigerjahren erhöhte. Daraus wird ersichtlich, dass die gestiegenen Wachstumsbeiträge der hohen Anlageinvestitionen während der zyklischen Höhepunkte 1990 und 2000 nicht einfach aus der Preismessungsmethodik resultierten, sondern tatsächlich höhere Ausgaben im Verhältnis zu den Gesamtressourcen widerspiegeln.

### Investitionsquote im Euro-Währungsgebiet

(in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anhand saisonbereinigter Daten ermittelt.

Eine Fokussierung auf die reale Investitionsquote ist beispielsweise dann zweckmäßig, wenn es darum geht, den Einfluss der Kapitalbildung auf die Entwicklung der Arbeitsproduktivität und somit auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum abzuschätzen. Worauf es hierbei ankommt, ist die Leistung, die von einem bestimmten Investitionsgut im Produktionsprozess erbracht wird, und nicht die Menge an Geld, die dafür ausgegeben wurde. Bedingt durch den technologischen Fortschritt in der Herstellung von Hightech-Produkten hat sich die Leistung von IKT-Gütern (z. B. Arbeitsspeicher und Geschwindigkeit bei Computern) erheblich gesteigert, obgleich die Käufer nicht mehr Geld für diese Güter aufwenden mussten. Dagegen ist eine Fokussierung auf die Entwicklung der nominalen Investitionsquote bei der Einschätzung der Fähigkeit der Unternehmen zur Finanzierung ihrer Investitionen zweckmäßig. Hier ist der konkrete Euro-Betrag von Belang, der für den Kauf von Investitionsgütern aufgewendet werden muss, da interne und/oder externe Mittel möglicherweise nur begrenzt zur Verfügung stehen.

Besonders bei der Betrachtung der Investitionsdynamik der späten Neunzigerjahre sind beim tatsächlichen Wachstum, den Wachstumserwartungen für die Zukunft sowie der Kursentwicklung am Aktienmarkt gegen Ende der Dekade sich wechselseitig verstärkende Steigerungen auszumachen. Finanzierungsengpässe haben in diesem

günstigen Umfeld offenbar eine recht untergeordnete gesamtwirtschaftliche Rolle gespielt, sodass sich die Analyse in der Regel auf die Entwicklung der realen Investitionen konzentrierte. Mit der Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds in den Jahren 2001 und 2002 ist der Finanzierungsaspekt von Investitionen – und somit der Informationsgehalt der nominalen Investitionsausgaben – stärker in den Mittelpunkt gerückt. So halten sowohl die reale als auch die nominale Investitionsquote je nach Schwerpunkt der wirtschaftlichen Analyse wichtige spezifische Informationen bereit.

nahezu 22 ½ %, nachdem die realen Investitionen mit rund 7 % pro Jahr gewachsen waren. Ähnlich verhielt es sich mit dem zweiten Zyklus, der nach der Rezession in den frühen Neunzigerjahren einsetzte und von einem Niveau von gut 20 % startete. Er zeichnete sich gleichfalls durch eine verhaltene Investitionsdynamik in der Mitte und einen kräftigen Anstieg gegen Ende des Jahrzehnts aus. Nach jährlichen Investitionszuwachsraten von rund 6 % erreichte die Investitionsquote Mitte 2000 einen Höchststand von rund 22 %, d. h. ein mit dem Höchststand des vorangegangenen Zyklus nahezu identisches Niveau. In den Jahren 2001 und 2002 waren die Investitionen rückläufig und die Investitionsquote fiel auf unter 21 %. Die letzten verfügbaren Prognosen von internationalen Institutionen und privaten Organisationen deuten auf eine mäßige Erholung der Investitionsquote in den Jahren 2003 und 2004 hin.

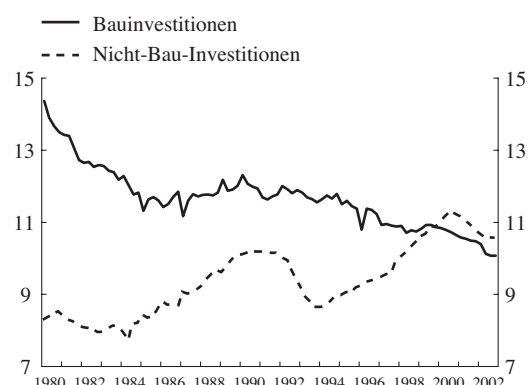
Zwei Besonderheiten fallen bei der Analyse der Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Investitionen seit Mitte der Achtzigerjahre ins Auge. Erstens besteht zwischen der Investitionsdynamik in den beiden Zyklen eine weitaus geringere Ähnlichkeit, wenn sie als Verhältnis der gesamtwirtschaftlichen nominalen Investitionen zum BIP gemessen wird. So blieb der 2000 verzeichnete Höchstwert der nominalen Investitionsquote deutlich hinter dem des Jahres 1990 zurück. Im Kasten wird der Unterschied zwischen der Dynamik der realen und der nominalen Investitionsquote untersucht und der spezifische Informationsgehalt jeder Messzahl für die Investitionsanalyse erläutert.

Zweitens lagen der gesamtwirtschaftlichen Investitionsdynamik in den vergangenen zwei Langfristzyklen gegenläufige Trends bei den

Bauinvestitionen (Wohnbauten, sonstige Gebäude und Infrastruktur) und den Nicht-Bau-Investitionen (in erster Linie die verschiedenen Arten von Ausrüstungsinvestitionen und sonstige Investitionen) zugrunde. Während der vergangenen beiden Jahrzehnte verringerte sich der Anteil der Bauinvestitionen am realen BIP um rund 2 ½ Prozentpunkte. Dies wurde durch eine entsprechende Zunahme der realen Ausrüstungsinvestitionsquote weitgehend kompensiert (siehe Abbildung 2). Der in den Achtziger- bzw. Neunzigerjahren einsetzende zyklische Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote speiste sich in beiden Fällen aus der Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen.

Diese Besonderheiten unterstreichen die Tatsache, dass sich in der Investitionsdynamik eine ganze Palette unterschiedlicher Einflüsse widerspiegeln, von denen viele von Modellen der Investitionen insgesamt kaum angemessen zu erfassen sind. Vor diesem Hintergrund

**Abbildung 2**  
**Reale Bauinvestitionen und Nicht-Bau-Investitionen**  
(in % des realen BIP)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Anhand saisonbereinigter Daten ermittelt.

tragen die im nächsten Abschnitt diskutierten wesentlichen Determinanten der Investitionen zur Erklärung der allgemeinen Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Investitions-

tätigkeit im Konjunkturzyklus bei. Sonderfaktoren, die für bestimmte Investitionskomponenten von besonderer Bedeutung sind, werden in Abschnitt 4 untersucht.

### **3 Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Investitionen im Euro-Währungsgebiet**

Investitionsentscheidungen werden von einer Vielzahl von Entscheidungsträgern gefällt und beruhen auf unterschiedlichen ökonomischen Überlegungen. Unternehmen vergleichen bei anstehenden Investitionen die zukünftig zu erwartenden Erträge aus der Investition in neues Kapital mit den (Nutzungs-)Kosten, die durch den Erwerb und das Halten desselben entstehen. Wollen private Haushalte Wohneigentum erwerben, stellen sie ihren zukünftigen Einkünften die Kosten eines Hypothekendarlehens, die Mietkosten bzw. eine alternative Geldanlage gegenüber. In ähnlicher Weise müssen auch die öffentlichen Haushalte die Finanzierungskosten ihrer Investitionsprojekte berücksichtigen und Budgetbeschränkungen beachten. Unabhängig von diesen unterschiedlichen Entscheidungsprozessen wirken sich drei weit gefasste makroökonomische Größen auf die gesamtwirtschaftlichen Investitionen aus, nämlich die Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Wachstums (der Nachfrage, der Einkünfte und der Gewinne), die Finanzierungsbedingungen und der Preis von Investitionsgütern.

Angesichts der Zeitverzögerung, mit der Investitionsentscheidungen umgesetzt werden, sowie der hohen Kosten, die entstehen, wenn sie rückgängig gemacht werden, spielen die Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Wachstums eine bedeutende Rolle. Erwartungen können sich erheblich verändern und „Überraschungen“ können sich unverhältnismäßig stark auf die Investitionen auswirken; dies kann zur Erklärung der in den vergangenen beiden Jahrzehnten zu beobachtenden ausgeprägten Schwankungen der Investitionsquote beitragen. Darüber hinaus erfolgt die Anpassung von Investitionsvorhaben an veränderte Erwartungen nicht unbedingt schrittweise. Beispielsweise können

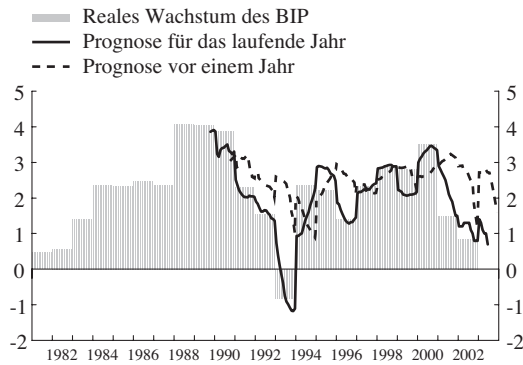
die Irreversibilität und der Umfang von Investitionsprojekten „Bereiche der Trägheit“ entstehen lassen, mit dem Ergebnis, dass Investitionsprojekte nicht schrittweise verringert bzw. ausgeweitet, sondern unter Umständen in ihrer Gänze aufgegeben bzw. überhaupt erst gestartet werden, wenn die Wachstumserwartungen einen bestimmten Grenzwert überschreiten.

Die den einzelnen Investitionsprojekten zugrunde liegenden Erwartungen lassen sich nicht direkt messen. Auf aggregierter Ebene liefern gesamtwirtschaftliche Prognosen gewisse Informationen zu den allgemeinen Konjunkturaussichten, die sich zu bestimmten Zeitpunkten ergeben. Seit Ende 1989 veröffentlicht Consensus Economics allmonatlich auf den Erwartungen des privaten Sektors beruhende Prognosen über die Jahresdurchschnitte wichtiger makroökonomischer Größen für das laufende bzw. das kommende Jahr. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Investitionsentscheidungen auf der Grundlage von Erwartungen gefällt werden, die sich auf die gesamte Laufzeit des Investitionsprojekts erstrecken, und die Daten von Consensus Economics daher nur der Veranschaulichung dienen können.

Wie anhand des realen BIP als Messgröße für Nachfrage und Einkommen ersichtlich, standen die beiden großen Investitionszyklen Ende der Achtziger- bzw. Neunzigerjahre jeweils im Zeichen überdurchschnittlichen Wachstums (siehe Abbildung 3). Hervorzuheben ist, dass die damaligen Prognosen zum realen BIP zeigen, dass die positiven Wachstumserwartungen für das kommende Jahr in den späten Neunzigerjahren zumeist ex post bestätigt wurden. Dies war selbst dann der Fall, als die Finanzkrisen in Russland und Südostasien zu

**Abbildung 3**  
**Wachstum des realen BIP und Prognose**  
**von Consensus Economics**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Prognosen beruhen auf Angaben zu Ländern des Euro-Währungsgebiets mit leicht schwankendem Erfassungsbereich.

einer vorübergehenden Verschlechterung der Wachstumserwartungen für das betreffende Jahr führten. Die Entwicklung im Jahr 2000 schließlich übertraf die Erwartungen deutlich, wenn man bedenkt, dass die Prognosen aus dem Vorjahr von erheblich niedrigeren Werten ausgegangen waren. Dagegen erwiesen sich die Erwartungen für das Wachstum in den vergangenen beiden Jahren und wahrscheinlich auch im laufenden Jahr als zu optimistisch. Ein ähnlich überraschendes negatives Ergebnis ist für die frühen Neunzigerjahre zu beobachten, womit sich die verhältnismäßig rasante Verringerung der Investitionsquote in diesen Zeiträumen teilweise erklären lässt.

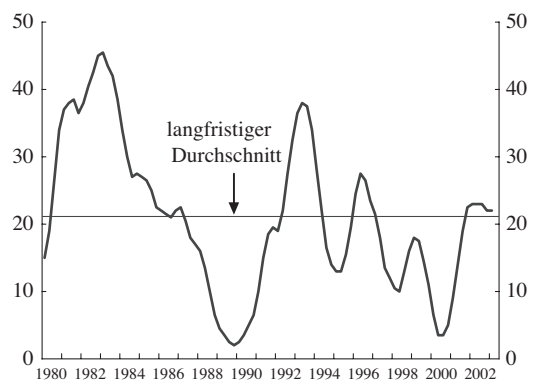
Übermäßig optimistische Erwartungen in Verbindung mit enttäuschenden Ergebnissen können dazu führen, dass die Unternehmen über zu große Produktionskapazitäten verfügen und dann weniger investieren, als wenn die Nachfrageerwartungen tatsächlich eingetreten wären. Die Umfrageergebnisse zur Beurteilung der Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe – auf welches allerdings nur knapp ein Fünftel aller Investitionen entfällt – deuten darauf hin, dass die Anzahl der Unternehmen, die ihre Produktionskapazitäten als mehr als ausreichend erachten, in den vergangenen zwei Jahren zugenommen hat.

Allerdings entsprach diese Zahl im ersten Quartal 2003 in etwa ihrem längerfristigen Durchschnitt und lag deutlich unter dem Wert, der während des Abschwungs der frühen Neunzigerjahre verzeichnet wurde. Dies deutet darauf hin, dass es kaum Anzeichen für einen Kapazitätsüberhang infolge vorangegangener übermäßiger Kapitalbildung gibt, der sich erst zurückbilden müsste (siehe Abbildung 4).

Was die Kapitalkosten angeht, so eignet sich der reale Zinssatz gut als Bezugsgröße für die realen Opportunitätskosten der Anlageinvestitionen. Messgrößen für den realen Zinssatz unterliegen in der Regel insofern einer Reihe von Einschränkungen, als sie beispielsweise von der Bindungsfrist des betreffenden Zinssatzes und von dem gewählten Näherungswert für erwartete Veränderungen des Preisniveaus abhängen (siehe den Aufsatz „Auf Preisstabilität ausgerichtete Politik und die Entwicklung der langfristigen Realzinsen in den neunziger Jahren“, Monatsbericht November 1999). In Abbildung 5 sind zwei Messgrößen des Realzinses im Eurogebiet dargestellt; beide beruhen auf der nominalen Rendite zehnjähriger Staatsanleihen, wurden aber anhand verschiedener Näherungswerte für die Inflationserwartungen

**Abbildung 4**  
**Einschätzung der**  
**Produktionskapazitäten im**  
**verarbeitenden Gewerbe**

(Saldo in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Saisonbereinigt. Ein höherer Wert zeigt einen größeren Anteil von Unternehmen mit ausreichenden Produktionskapazitäten an.

## Abbildung 5 Indikatoren des realen langfristigen Zinssatzes im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die erwartete Teuerungsrate wird berechnet als gewichteter Durchschnitt der Prognosen für das laufende Jahr und das Folgejahr.

gen errechnet. Der ersten Messgröße liegt der tatsächliche Verbraucherpreisanstieg als Näherungswert für die Inflationserwartungen zugrunde, während sich die zweite Messgröße an der von Consensus Economics für den kommenden Zwölfmonatszeitraum prognostizierten Entwicklung der Verbraucherpreise orientiert. Diese beiden Messgrößen zeigen an, dass die Entwicklung der Realzinsen während des in den Achtzigerjahre beginnenden Investitionszyklus im Zeichen eines allgemeinen Aufwärtstrends stand und im anschließenden Zyklus der Neunzigerjahre einem allgemeinen Abwärtstrend folgte. Dies deutet darauf hin, dass die Realzinsen für sich genommen keine Erklärung für die Trends der Anlageinvestitionen liefern können. Diese Schlussfolgerung entspricht der modellgestützten Erkenntnis, dass sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage meist besser für die Erklärung der Entwicklung der Investitionen eignet als die Kapitalkosten.

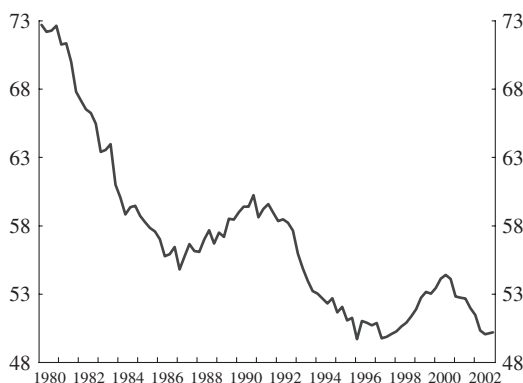
Allerdings gilt es hierbei zwei Einschränkungen zu beachten. Erstens entfällt ein wesentlicher Anteil der Finanzierungskosten von Unternehmen und Privathaushalten auf Risikoprämien, die je nach dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld und der Finanzlage dieser Wirtschaftssubjekte unterschiedlich hoch

sein können. So führte die in den letzten Jahren gestiegene Verschuldung nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum in Verbindung mit der Unsicherheit hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Lage dazu, dass die Unternehmen – insbesondere solche mit schwachen Bilanzen – für ihre Mittelaufnahme einen höheren Zins- bzw. Renditeaufschlag zu zahlen hatten als staatliche Schuldner.

Zweitens mag die allgemeine Entwicklung der Investitionen zwar stärker von den Nachfrageerwartungen als den Finanzierungsbedingungen geprägt sein, aber Letztere können sich signifikant auf den Zeitpunkt der Investition auswirken, insbesondere wenn Unternehmen mit Cashflow-Engpässen zur Verwirklichung ihrer Investitionsvorhaben auf Fremdmittel zurückgreifen müssen. So dürften Finanzierungsengpässe in den vergangenen beiden Jahren die Investitionsschwäche noch verschärft und dadurch die Impulse des allgemein niedrigen Zinsniveaus teilweise neutralisiert haben (siehe Kasten 2 „Auswirkungen finanzieller Faktoren auf das Investitionsverhalten der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juni 2003). Was die längerfristige Entwicklung der Selbstfinanzierung angeht, so bewegten sich die nominalen Investitionen in Relation zum Bruttobetriebsüberschuss im Euroraum seit Anfang

## Abbildung 6 Investitionen in Relation zum Bruttobetriebsüberschuss

(in %; jeweilige Preise)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anhand saisonbereinigter Daten ermittelt.

**Abbildung 7**  
**Deflator der Investitionen in Relation**  
**zum BIP-Deflator**

(Index 1995 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anhand saisonbereinigter Daten ermittelt.

der Achtzigerjahre im Allgemeinen nach unten, von einigen Höhepunkten in den Jahren 1990 und 2000 abgesehen (siehe Abbildung 6). Insgesamt betrachtet umfasst der Bruttobetriebsüberschuss Komponenten wie Mieten und Selbstständigen-Arbeitseinkommen, die nicht unmittelbar mit der Finanzierung von Unternehmensinvestitionen zusammenhängen. Gleichwohl deutet die Entwicklung des Bruttobetriebsüberschusses darauf hin, dass die Cashflow-Ausstattung im Zeitverlauf weniger bindend für die Investitionen wurde.

Die niedrigeren Kapitalbeschaffungskosten werden gemeinhin mit der Tatsache in Verbindung gebracht, dass in den vergangenen beiden Jahrzehnten der Preisanstieg bei den Investitionsgütern im Durchschnitt hinter der allgemeinen (anhand des BIP-Deflators gemessenen) Teuerung zurückblieb (siehe Abbildung 7). Im Einklang mit der hauptsächlich für die Vereinigten Staaten vorgebrachten Argumentation äußerten Beobachter die Meinung, dass vor allem der Rückgang der – absoluten – Preise im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT), der im Lauf der Neunzigerjahre an Tempo gewann, eine Erklärung dafür liefert, dass der Investitionszyklus in jenem Jahrzehnt einsetzte und die Investitionen in bestimmte Ausrüstungsgüter möglicherweise übermäßig ausgefallen waren. Darüber hinaus deuten auf

Jahresdaten für einzelne Euro-Länder (die rund drei Viertel des Euroraums abdecken) beruhende Schätzungen darauf hin, dass sich der Anteil der Ausgaben für IKT an den gesamten nominalen Investitionsausgaben nahezu während der gesamten Neunzigerjahre erhöhte, was bedeutet, dass sich der Rückgang der relativen Preise immer stärker auf die realen Investitionen auswirkte.<sup>1</sup> Allerdings beinhaltet der steigende Anteil der IKT an den Gesamtinvestitionen auch eine höhere durchschnittliche Abschreibungsrate, wenn man bedenkt, dass die Nutzungsdauer von IKT-Gütern in der Regel sehr viel kürzer ist als die anderer Investitionsgüter. Dieser Anstieg der Abschreibungsrate stellt einen gegenläufigen Effekt zu den sinkenden Investitionsgüterpreisen dar und hat die Kapital(nutzungs)kosten somit erhöht. Ferner scheint die allgemeine Abwärtsbewegung der relativen Investitionsgüterpreise in den Zeiträumen, in denen die Investitionstätigkeit am stärksten war, zum Stillstand gekommen zu sein, sodass dieser Faktor, isoliert betrachtet, nicht für die Erklärung der Entwicklung der Investitionen geeignet sein dürfte.

Insgesamt betrachtet lassen sich die beiden in den Achtziger- bzw. Neunzigerjahren einsetzenden allgemeinen Investitionszyklen zumindest teilweise anhand der wichtigsten makroökonomischen Bestimmungsfaktoren der Investitionen, insbesondere der Entwicklung der Erwartungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und – wenngleich in geringerem Ausmaß – der Kapitalbeschaffungskosten, erklären. Sektorspezifische Unterschiede der Investitionsentwicklung lassen sich, wie im Folgenden erörtert, durch eine Reihe spezifischer Schocks erklären.

<sup>1</sup> Kontinuierlich fallende Investitionsgüterpreise könnten sich auch kontraproduktiv auf die Investitionen auswirken, wenn sie die Unternehmen zum Abwarten verleiten, um von künftig niedrigeren Preisen zu profitieren. Das Ausmaß derartiger Effekte auf die tatsächlichen Investitionsentscheidungen lässt sich nur schwer beurteilen. Den von niedrigeren Investitionsgüterpreisen herrührenden Gewinnen müssen mögliche Verluste gegenübergestellt werden, die entstehen, wenn eine Gelegenheit zur Investition aufgrund zu langen Abwartens verpasst wird. Die möglichen Vorteile eines frühzeitigen auf die Ausnutzung der zusätzlichen Nachfrage abzielenden Handelns können häufig die kurzfristigen, von niedrigeren Investitionsgüterpreisen herrührenden Gewinne bei weitem übertreffen.



## 4 Aufschlüsselung der Investitionsdynamik nach Wirtschaftszweigen

In diesem Abschnitt werden disaggregierte Investitionsdaten analysiert, um Aufschluss über Sonderfaktoren zu gewinnen, die zeitweise für das Wachstum der Investitionen im Verlauf der Zyklen verantwortlich gewesen sein könnten. In der Zeit ab Anfang der Achtzigerjahre dürften eine Reihe von Sondereinflüssen und Schocks die gesamtwirtschaftliche Investitionsdynamik beeinflusst haben. Die disaggregierten Daten, auf die im Folgenden näher eingegangen wird, zeigen den möglichen Einfluss dreier derartiger Faktoren, nämlich der deutschen Wiedervereinigung, Änderungen der staatlichen Investitionspolitik und der Impulse durch die Informations- und Kommunikationstechnologie in den Neunzigerjahren.

Die hier betrachtete Disaggregation der Investitionen stützt sich auf eine Aufgliederung nach Wirtschaftszweigen und Produkten. Die Aufschlüsselung der Investitionen nach Wirtschaftszweigen und Produkten unterscheidet sich zwar von einer Aufgliederung nach Institutionen (d. h. privaten Unternehmen, privaten Haushalten und Staat), deckt sich aber doch weitgehend mit ihr. Außerdem werden damit gewisse Probleme der Dateninterpretation vermieden, die sich aus der Tatsache ergeben, dass eine Reihe zuvor öffentlicher Unternehmen (insbesondere im Bereich der Netzwerkindustrien) im Berichtszeitraum privatisiert wurden.<sup>2</sup>

Die gesamtwirtschaftlichen Investitionen werden in vier große Gruppen unterteilt:<sup>3</sup>

- 1) In verschiedenen Sektoren, darunter Landwirtschaft, Bergbau, verarbeitendes Gewerbe, Bauwirtschaft, Handel, Hotels und unternehmensbezogene Dienstleistungen (im Folgenden kurz „verarbeitendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen“ genannt) werden Investitionen überwiegend von privaten Unternehmen getätigt.
- 2) Wohnungsbauinvestitionen werden vorwiegend von privaten Haushalten vorgenommen.

- 3) In Netzwerkindustrien, zu denen die Elektrizitäts- und Gaserzeugung und -verteilung, Wasserverteilung, Nachrichtenübermittlung und Verkehr zählen, umfassen die Investitionen sowohl private als auch öffentliche Investitionen, wobei staatliche Interventionen fast die Regel sind.
- 4) In etlichen Dienstleistungssektoren, darunter im Bereich der öffentlichen Verwaltung, Erziehung, Verteidigung und des Gesundheitswesens (im Folgenden „nicht marktbestimmte Dienstleistungen“ genannt), werden überwiegend öffentliche Investitionen getätigt.

Die Beiträge dieser einzelnen Gruppen zum gesamten Investitionswachstum zeigt Abbildung 8. Legt man diese Daten zugrunde, so hängt der Investitionszyklus insgesamt maßgeblich von den Investitionsentscheidungen im *verarbeitenden Gewerbe und bei den marktbestimmten Dienstleistungen* ab. Dies spiegelt die Tatsache wider, dass diese Investitionen mehr als 40 % der gesamten Investitionen im Eurogebiet ausmachen und sie – gemessen an der Standardabweichung der Jahreswachstumsraten – seit den Achtzigerjahren die volatilste Investitionskomponente sind. Ihr Anteil am gesamten Investitionswachstum unterschritt Ende der Neunzigerjahre das Niveau von Ende der Achtzigerjahre, was dar-

2 Die für institutionelle Sektoren vorliegenden Daten liefern gesonderte Zeitreihen der nominalen, nicht aber realen Investitionen privater Haushalte, finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und des öffentlichen Sektors der meisten Länder des Euro-Währungsgebiets.

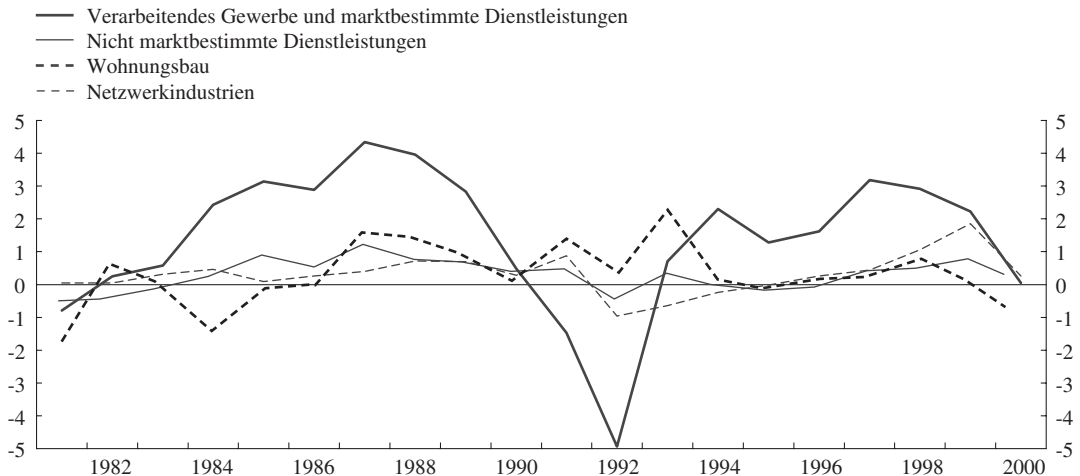
3 Die vier Gruppen basieren auf der Statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 1) und umfassen die folgenden Sektoren: 1) Wohnungsbauinvestitionen: in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (Bruttoanlageinvestitionen im Wohnungsbau); 2) „verarbeitendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen“: NACE-Sektoren 01-37, 45-55 und 65-74 ohne Wohnungsbauinvestitionen; 3) „Netzwerkindustrien“: NACE-Sektoren 40-41 und 60-64; 4) „nicht marktbestimmte Dienstleistungen“: NACE-Sektoren 75-93. Die aggregierten Zeitreihen für das Euro-Währungsgebiet basieren auf Daten und EZB-Schätzungen für Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich und Finnland, zu denen längere Zeitreihen vorliegen. Auf diese sieben Länder entfallen rund 83 % der gesamten Anlageinvestitionen des Euro-Währungsgebiets.



## Abbildung 8

### Beiträge zum Wachstum der realen Investitionen

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, OECD, nationale Quellen und EZB-Schätzungen.

auf schließen lässt, dass der Technologieschock auf diese Investitionsart keinen großen Einfluss hatte.

Aus der Aufgliederung ist auch ersichtlich, dass alle Investitionen ein insgesamt ähnliches zyklisches Muster aufwiesen und es insbesondere im Jahr 2001 allgemein zu Investitionskürzungen kam. Eine Ausnahme bildet die Entwicklung der *Wohnungsbauinvestitionen* Mitte der Neunzigerjahre. Im Gegensatz zu anderen wichtigen Investitionskomponenten blieb der Beitrag der Wohnungsbauinvestitionen, deren An-

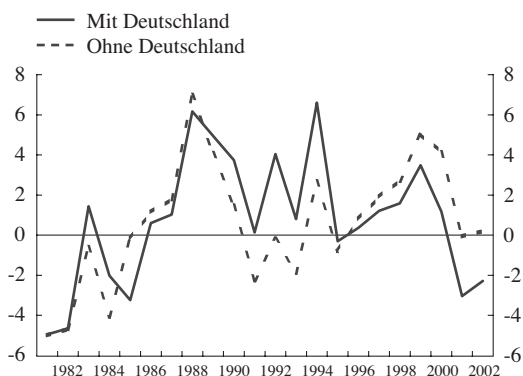
teil sich auf rund 30 % der gesamten Investitionen des Euroraums beläuft, positiv und kletterte Anfang der Neunzigerjahre auf einen historischen Höchststand. In der Mitte der Neunzigerjahre einsetzenden Aufschwungsphase des Investitionszyklus blieb ihr Anteil dann relativ gering, und in der Abschwungsphase in den Jahren 2001 und 2002 trug diese Gruppe mit etwa 1 Prozentpunkt zum Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Investitionen bei.

Die abweichende Wachstumsdynamik der Wohnungsbauinvestitionen war zu einem großen Teil der Sonderkonjunktur in Deutschland zu verdanken. Im Zuge der deutschen Wiedervereinigung wurden die Wohnungsbauinvestitionen durch staatliche Maßnahmen gefördert. Die dadurch entstandene relativ reichliche Wohnraumversorgung, aber auch verschiedene Änderungen der Wohnungsbaupolitik in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre sind mit ein Grund für die seither anhaltende schwache Wohnungsbaukonjunktur in Deutschland. Im übrigen Eurogebiet entsprachen die Wohnungsbauinvestitionen eher dem Verlauf des Investitionszyklus insgesamt (Abbildung 9). Zwar hat sich ihr Wachstum deutlich abgeschwächt, doch war weder 2001 noch 2002 ein Rückgang zu verzeichnen, was teilweise wohl mit den günstigen Finanzie-

## Abbildung 9

### Reale Wohnungsbauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Schätzungen.

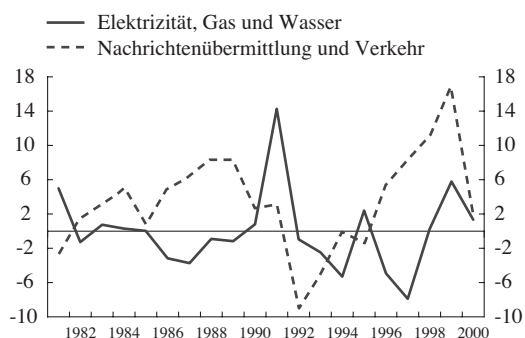
rungsbedingungen für private Haushalte zusammenhängt.<sup>4</sup>

Die Investitionen der *Netzwerkindustrien*, die zu den vom Informations- und Kommunikationstechnologieschock am stärksten betroffenen Sektoren gehörten, trugen in den Neunzigerjahren wesentlich zum Anstieg der Investitionen bei. Im Jahr 2000 entfielen rund 40 % des gesamten Investitionswachstums auf diese Investitionsart, obgleich der Anteil der Netzwerkindustrien an den Gesamtinvestitionen mit weniger als 15 % relativ gering ist.

Das Wachstum der Investitionen in dieser Gruppe ist großenteils dem Telekommunikationssektor zuzuschreiben und konzentrierte sich auf die Jahre 1999 und 2000 (siehe Abbildung 10). In diesem Zeitraum nahmen Telekommunikationsunternehmen große Investitionen in neue Technologien sowohl im Bereich der mobilen Telekommunikationsinfrastruktur als auch der Festnetzinfrastruktur (insbesondere Installation von Glasfaserkabeln) in Angriff. Die starke Dynamik, die sich in diesen Wirtschaftszweigen innerhalb einer relativ kurzen Zeitspanne entfaltete, dürfte zum Teil auch durch wichtige strukturelle Reformen, die auf diesem Markt in vielen Euro-Ländern eingeführt worden waren oder gerade eingeleitet wurden, ausgelöst worden sein. Diese Reformen betrafen die Lockerung von Zugangsbeschränkungen und die Privatisierung von Staatsunternehmen. Eine Kor-

### Abbildung 10 Reale Investitionen in Netzwerkindustrien

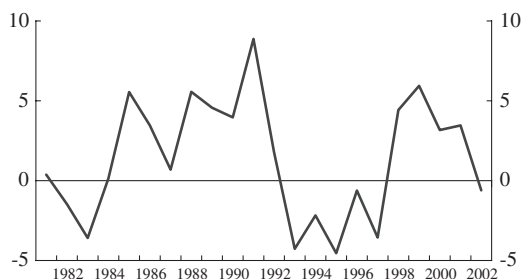
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, OECD, nationale Quellen und EZB-Schätzungen

### Abbildung 11 Reale staatliche Investitionen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD-Schätzungen und EZB-Berechnungen.

rektur der Gewinnerwartungen in diesem Sektor nach unten sowie finanzielle Schwierigkeiten einiger wichtiger Marktakteure führten dazu, dass es ab 2001 zu umfangreichen Investitionskürzungen kam. Diese Einschnitte hatten zudem erhebliche Auswirkungen auf die Hersteller von Telekommunikationsausrüstungen in vorgelagerten Produktionsbereichen.

Bei den *nicht marktbestimmten Dienstleistungen* trugen die Investitionen in den Neunzigerjahren zwar zum Anstieg des Investitionszyklus insgesamt bei, aber die Dynamik blieb im Vergleich zum Investitionszyklus, der in den Achtzigerjahren einsetzte, relativ gedämpft. Nicht marktbestimmte Dienstleistungen steuern rund 14 % zu den gesamten Investitionen bei, wobei der Anteil allerdings seit den Achtzigerjahren stetig zurückgeht.

Schätzungen der staatlichen realen Investitionen bestätigen, dass diese erst gegen Ende des Investitionszyklus der Neunzigerjahre zu steigen begannen (siehe Abbildung 11). Ausschlaggebend für die relativ verhaltene Investitionstätigkeit in den vorangegangenen Jahren waren zum einen die Privatisierung einiger Aktivitäten und zum anderen der Beschluss der Regierungen, die Investitionen angesichts der notwendigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zurückzufahren. Die öffentlichen Investitionen verhalten sich somit prozyklisch.

4 Eine ausführlichere Untersuchung der Bestimmungsfaktoren der Nachfrage nach Wohnungsdienstleistungen enthält der Artikel „Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum“ im Monatsbericht vom Mai 2003, S. 53–64.

## 5 Schlussfolgerungen

In diesem Beitrag wurden die allgemeinen Trends bei den Anlageinvestitionen seit den Achtzigerjahren untersucht, wobei zwei Langfristzyklen, die Mitte der Achtzigerjahre und Mitte der Neunzigerjahre einsetzten, im Vordergrund standen. Dass die reale Investitionsquote – gemessen als Anteil der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt – im Jahr 2000 fast den Höchststand von 1990 erreichte, spiegelte die verbesserten Wachstumserwartungen zu diesem Zeitpunkt und einen starken Rückgang des relativen Preises von Investitionsgütern vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen wider.

Als Grund für die etwas uneinheitlichen Entwicklungen der einzelnen Investitionskomponenten dürften Schocks wie etwa im Zusammenhang mit der deutschen Wiedervereinigung und die Fortschritte in der Informationstechnologie eine Rolle gespielt haben. Während sich die deutsche Wiedervereinigung vornehmlich im Wachstum der Bauinvestitionen niederschlug, führte der

technologische Fortschritt vor allem zu Investitionen in den Netzwerkindustrien. Nach dem Wegfall und der Umkehr der von den Sondereinflüssen ausgehenden Wachstumsimpulse in den letzten beiden Jahren waren diese Investitionsarten durch eine kräftigere Anpassung nach unten gekennzeichnet. Auch die staatlichen Investitionen, bei denen es sich ebenfalls hauptsächlich um Bauinvestitionen handelte, beeinflussten den Verlauf der Investitionszyklen im Euro-Währungsgebiet.

Diese Ergebnisse scheinen darauf hinzudeuten, dass die Entwicklung der Investitionen in den vergangenen beiden Jahren hauptsächlich Anpassungen an die eingetrübten Wachstumsaussichten und die geänderten Gewinnerwartungen, insbesondere in den Netzwerkindustrien, widerspiegelt. Damit die Investitionen wieder steigen, müssen die Erwartungen und das Vertrauen wieder zunehmen. Dies kann durch ein stabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld und neuen Schwung bei den Struktur-reformen gefördert werden.

# Erste Erfahrungen mit der Steuerung der Produktion und Ausgabe von Euro-Banknoten

Der vorliegende Artikel beschäftigt sich mit den ersten Erfahrungen, die bei der Herstellung und Ausgabe von Euro-Banknoten gemacht wurden, sowie mit Maßnahmen zur Vermeidung von Fälschungen. Ein besonderes Augenmerk wird dabei auf die immer neuen Herausforderungen zur Verbesserung dieser Bereiche und die Gewährleistung von Wettbewerbsgleichheit bei Bargelddienstleistungen im Eurosystem gelegt. Die nach der Einführung des Euro ergriffenen Maßnahmen konzentrierten sich auf die Verbesserung von Produktions- und Qualitätsmanagementfunktionen. Das eingeführte Produktionsszenario mit dezentralem Pooling führt zu Losgrößeneffekten und trägt neben dem Qualitätsmanagement zur Herstellung einheitlicher und qualitativ hochwertiger Banknoten bei. Durch die Einführung gemeinsamer Standards für die Bereitstellung von Bargelddienstleistungen wurden gleiche Wettbewerbsbedingungen geschaffen. Die Umsetzung eines Bestandsmanagementsystems und einheitliche Mindeststandards bei der Geldbearbeitung gewährleisten die effiziente Nutzung von Euro-Banknoten im Eurosystem. Daneben erfordert das Risiko eines erhöhten Auftretens von Falschgeld eine kontinuierliche Überwachung und die Implementierung von Maßnahmen, durch die mögliche Auswirkungen in Grenzen gehalten werden. Da in allen genannten Bereichen noch viele Erfahrungen mit der gemeinsamen Währung gesammelt werden müssen, beobachtet das Eurosystem die Entwicklungen auch weiterhin genau und ist bemüht, Verbesserungen umzusetzen.

## I Einleitung

Die Vorbereitungen für die Einführung der Euro-Banknoten – angefangen von der Gestaltung bis hin zur Inverkehrgabe – nahmen fast ein Jahrzehnt in Anspruch. Diese Zeit vor der Einführung war von einer Reihe aufeinander abgestimmter Projekte geprägt. Seitdem die Euro-Banknoten und -Münzen am 1. Januar 2002 in Umlauf gegeben wurden, ist dieser auf Projekten basierende Ansatz „Routine“ geworden. Ein

wichtiger Aspekt dieser Entwicklung war die fortlaufende Steuerung der Produktion und Ausgabe von Euro-Banknoten. Diese Routine bedarf natürlich einer kontinuierlichen Verbesserung der Produktion, des technischen Ablaufs, des Qualitätsmanagements, der Bargeldversorgung, des Bestandsmanagements und der Informationen über Falschgeld. Im Folgenden werden diese Aspekte genauer betrachtet.

## 2 Herstellung von Euro-Banknoten

### Aufteilung der Banknotenproduktion

Die Herstellung des Erstausstattungsbedarfs an Euro-Banknoten erfolgte im Rahmen eines dezentralen Produktionsszenarios, d. h., jede nationale Zentralbank (NZB) deckte im Prinzip ihren Bedarf an allen Banknotenstückelungen ab. Es gab jedoch auch die Möglichkeit, bilaterale und sogar multilaterale Vereinbarungen über eine Produktionszusammenlegung (Pooling) zu treffen, und einige NZBen nahmen diese Möglichkeit in Anspruch. Im April 2001 beschloss der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB), dass die Produktion von Euro-Banknoten ab dem Jahr 2002 gemäß einem dezentralen Produktionsszenario mit Pooling erfolgen soll. Nach die-

sem Verfahren sollten die einzelnen NZBen im Normalfall nur noch für die Herstellung von maximal zwei Notenstückelungen verantwortlich sein. Das dezentrale Pooling-System ermöglicht es dem Eurosystem, von Losgrößeneffekten zu profitieren, und trägt zu einer einheitlichen Qualität der bereitgestellten Banknoten bei, indem die Anzahl der Produktionsstätten für die einzelnen Stückelungen reduziert wird.

Die Produktionsverantwortung für die verschiedenen Euro-Banknotenstückelungen wird von der EZB aufgeteilt, wobei den Präferenzen der einzelnen NZBen so weit wie möglich Rechnung getragen wird. Darüber hinaus berücksichtigt die EZB auch, für welche

Stückelungen die jeweilige NZB im Vorjahr verantwortlich war, um den größtmöglichen Nutzen aus den Erfahrungen, die die Druckereien bei der vorangegangenen Produktion einer bestimmten Stückelung gewonnen haben, zu ziehen.

Die Verteilung des Produktionsbedarfs des Eurosystems im Jahr 2002 auf die einzelnen NZBen erfolgte auf Basis des jeweiligen Anteils der NZBen am Gesamtbedarf des Eurosystems an Euro-Banknoten. Für diese Verteilung der Banknotenproduktion wurden Schätzungen der einzelnen NZBen herangezogen. Die Verwendung nationaler Voraussetzungen war gerechtfertigt, da der Bedarf immer noch stark von nationalen Gegebenheiten abhing und nicht davon auszugehen war, dass sich diese wesentlich und unmittelbar nach der Einführung der Euro-Banknoten ändern. Im Zeitverlauf ist es jedoch aufgrund des Einflusses von grenzüberschreitenden Banknotenbewegungen durch Tourismus und andere Aktivitäten nicht möglich, die Auswirkungen nationaler Faktoren auf den Banknotenumlauf zu bestimmen. Deshalb wurde beschlossen, den NZBen die Verantwortung für die Herstellung der Euro-Banknoten nach einem bestimmten Schlüssel, der nicht auf nationalen Bedarfsschätzungen basiert, zuzuweisen.

Die Übertragung der Verantwortung für die gesamte Banknotenproduktion des Eurosystems auf die NZBen stützt sich im Wesentlichen auf zwei Faktoren:

- Den Anteil der einzelnen NZBen am Kapitalschlüssel der EZB: Hierin spiegelt sich die Größe der Wirtschaft und der Bevölkerung eines Landes wider, die sich jeweils auf den Banknotenbedarf auswirken.
- Den Anteil der einzelnen NZBen am Erstausstattungsbedarf: Dieser Faktor liefert die beste Schätzung der spezifischen nationalen Merkmale der Banknotennachfrage.

Im Zeitverlauf wird sich die Gewichtung dieser beiden Faktoren allmählich an den Kapitalschlüssel der EZB annähern.

### Banknoten-Produktionsvolumen im Jahr 2003

Im September 2002 legte der EZB-Rat das Gesamtvolumen der im Jahr 2003 herzustellenden Euro-Banknoten sowie die Verteilung dieses Produktionsvolumens auf die NZBen fest. Insgesamt werden in diesem Jahr rund 3,1 Milliarden Euro-Banknoten gedruckt, nachdem im Vorjahr 4,8 Milliarden Banknoten hergestellt wurden (siehe nachstehende Tabelle). Diese Banknoten sollen einen möglichen Anstieg des Umlaufs abdecken, nicht mehr umlauffähige Banknoten ersetzen und sicherstellen, dass die NZBen über ausreichende logistische Reserven verfügen, um selbst in Phasen saisonaler Nachfragehochs jeglichen Bedarf an Banknoten decken zu können.

**Tabelle**  
**Produktion von Euro-Banknoten im Jahr 2003 <sup>1)</sup>**

Stückelung	Stückzahl (Millionen Banknoten)	Wert (Mio €)	Die Produktion veranlassende NZBen
5 €	110,0	550	FR
10 €	999,1	9 991	DE, GR, IE, AT
20 €	1 071,1	21 422	DE, ES, FR, NL, PT
50 €	657,0	32 850	BE, ES, IT, NL
100 €	122,0	12 200	IT, FI
200 €	133,0	26 600	DE, LU
<b>INSGESAMT</b>	<b>3 092,2</b>	<b>103 613</b>	

1) Da ausreichende Bestände an 500 €-Banknoten in der logistischen Reserve vorhanden sind, wird diese Stückelung 2003 nicht gedruckt.

Darüber hinaus entschied der EZB-Rat über die Herstellung von Banknoten und die weiteren Regelungen für den Aufbau einer strategischen Reserve des Eurosystems. Diese Reserve soll dazu dienen, einen in einer Ausnahmesituation unerwartet auftretenden Anstieg der Nachfrage nach Euro-Banknoten oder eine plötzliche Unterbrechung der Versorgung mit Euro-Banknoten aufzufangen. Die Reserve umfasst 30 % des Gesamtwerts der im Umlauf befindlichen Euro-Banknoten (sie wird in den drei größten Stückelungen gehalten) sowie 20 % der Stückzahl der umlaufenden Banknoten mit niedrigerem Nennwert (die in diesen Stückelungen gehalten werden). Derzeit umfasst die strategische Reserve rund 1,74 Milliarden Banknoten.

### **Philosophie der kontinuierlichen Verbesserung**

Vor der Einführung des Euro produzierte jedes Teilnehmerland seine eigenen nationalen Banknotenserien nach eigenen Qualitätsstandards, um seinen jeweiligen Produktionsbedarf zu decken. Im Zuge der Euro-Einführung wurde zum ersten Mal in Europa eine große Anzahl von Druckereien mit der Produktion einer einzigen Banknotenserie nach einheitlichen Spezifikationen und Standards beauftragt. Die Management-Verfahren und Qualitätsstandards unterschieden sich bei den involvierten Druckereien erheblich. Die Notwendigkeit, einen einheitlichen Qualitätsstandard umzusetzen und einen zeitlich knapp bemessenen Produktionsplan einzuhalten, machte die Aufgabe zu einer noch größeren Herausforderung. Eineinhalb Jahre nach der Einführung des Euro ist festzustellen, dass die Vorbereitungen sehr effektiv waren.

Die Aktivitäten nach der Euro-Einführung haben sich darauf konzentriert, auf diesem Erfolg aufzubauen und die Funktionen innerhalb des Eurosystems im Hinblick auf die Gesamtproduktion und das Qualitätsmanagement zu verbessern. Dies wurde durch Überprüfungen des gesamten Systems, vor allem aber der technischen Standards und des Qualitätsmanagements, erreicht, an denen sich alle in-

volvierten Parteien beteiligten, darunter auch die NZBen und Banknotendruckereien. Eine verbesserte Kommunikation und eine engere Zusammenarbeit zwischen den Produktionsstätten und ihren wichtigsten Zulieferern trugen zur Effektivität dieser Überprüfungen bei. Eine erhebliche operationale Verbesserung durch das dezentrale Pooling ist die geringere Anzahl an Druckereien, die eine bestimmte Stückelung herstellen. Dadurch wurde das Risiko unterschiedlicher Qualitätsstandards bei den einzelnen Nennwerten weiter verringert. Inzwischen richtet sich das Hauptaugenmerk auf die Zulieferer der wichtigsten Rohstoffe für die Druckereien, wobei hier auf eine Optimierung der Lieferantenkette abgezielt wird. Die künftige Herausforderung liegt in der kontinuierlichen Verbesserung der Systeme durch die Umsetzung entsprechender Maßnahmen, die die Effizienz und Effektivität bei allen an der Banknotenproduktion beteiligten Stellen im Eurosystem fördern.

Die hohen Produktionsmengen der Banknotendruckereien vor der Euro-Einführung haben in Verbindung mit der geringeren Nachfrage nach Banknoten aufgrund des effizienteren Umlaufs des Euro im Euroraum zu Überkapazitäten im Bereich des Banknotendrucks geführt. Das Eurosystem beschäftigt sich derzeit mit dieser Thematik und strebt die Gewährleistung einer effizienten und sicheren Herstellung von Banknoten nach den höchsten Standards sowohl für die derzeitigen als auch die zukünftigen Euro-Banknotenserien an.

In einigen Ländern wurde die Qualität des Papiers der Euro-Banknoten mit niedrigem Nennwert bemängelt. Das Eurosystem geht dem derzeit nach. Eine abschließende Beurteilung kann jedoch erst nach Abschluss eines vollständigen Lebenszyklus der einzelnen Banknotenstückelungen erfolgen. Im Allgemeinen ist die Qualität der Euro-Banknoten höher als die der Vorläufer-Banknoten, da die Euro-Banknoten mit geringer Produktionstoleranz hergestellt und gleichzeitig mit den neuesten Sicherheitsmerkmalen ausgestattet werden. Das für die Banknoten verwendete Papier gleicht dem Papier, das für die Produktion einiger Vorläufer-

Banknoten verwendet wurde. Bei einem Vergleich sind allerdings auch immer alle Banknotenspezifikationen in ihrer Gesamtheit zu berücksichtigen, da das Einarbeiten bestimmter Sicherheitsmerkmale die Resistenz der Banknoten gegen Abnutzung verringern kann.

### **Aspekte der Gesundheit, Sicherheit und des Umweltschutzes**

Im Vorfeld der Euro-Einführung hatte das Eurosystem frühzeitig Analysen der Euro-Banknoten nach den strengsten europäischen Gesundheits- und Sicherheitsvorschriften in Auftrag gegeben. Diese Tests umfassten alle sieben Stückelungen, alle Hersteller sowie sämtliche Materialien, die für die Produktion zugeliefert werden. Sie bestätigten, dass die Euro-Banknoten bei normalem Gebrauch keinerlei Gesundheitsrisiken bergen und allen gesetzlichen Anforderungen entsprechen.

Nach der Euro-Einführung wurde in den Medien berichtet, dass die Euro-Banknoten Tributyltin (TBT) enthalten, das möglicherweise gesundheitsschädlich ist. TBT ist als Stabilisator in einer Vielzahl alltäglicher Produkte wie Lebensmittelverpackungen, Textilien, Holzschutzmittel und Desinfektionsmitteln enthalten. Die EZB veranlasste eingehende weiterführende Untersuchungen im Hinblick auf TBT und kam zu dem Schluss, dass einige der zur Herstellung der Euro-Banknoten verwendeten Rohmaterialien tatsächlich Spuren von TBT enthalten, die Konzentration aber so gering ist, dass gesundheitliche Folgen für die Öffentlichkeit ausgeschlossen sind. Eine einzelne Person müsste täglich 2 500 Euro-Banknoten über einen sehr langen Zeitraum hinweg essen, um den noch als unbedenklich geltenden täglichen Höchstwert zu überschreiten. Trotz dieser Erkenntnisse hat die EZB im Rahmen ihres vorbeugenden Ansatzes

im Hinblick auf Aspekte der öffentlichen Gesundheit entsprechende Schritte veranlasst, um TBT-freie Banknoten herzustellen.

Zum Jahresende 2002 gab es in den Medien Berichte über das mögliche Vorhandensein genetisch veränderter Baumwolle im Euro-Banknotenpapier. Die EZB hat in Zusammenarbeit mit Zulieferern und spezialisierten Instituten damit begonnen, dieser Sache nachzugehen sowie die möglichen Auswirkungen auf die Gesundheit und die Umwelt zu untersuchen. Die Auswahl der Baumwolle für das Banknotenpapier erfolgt nach denselben Standards, die auch in der Textilindustrie angewandt werden, und es gibt keine Hinweise darauf, dass der Kontakt mit genmanipulierter Baumwolle gesundheitsschädlich ist. Die EZB verfolgt diesen Aspekt weiterhin genau und wird die auf der Grundlage ihres vorsorglichen Ansatzes hinsichtlich der Gesundheit der Bevölkerung und des Umweltschutzes gegebenenfalls als notwendig erachteten Maßnahmen ergreifen.

Im Rahmen ihres fortlaufenden Programms zur Verbesserung der Banknotenproduktion hat die EZB weitere Untersuchungen in den Bereichen Gesundheit, Sicherheit und Umweltschutz im Zusammenhang mit den Euro-Banknoten veranlasst. Die EZB bleibt auch weiterhin der fortwährenden Überwachung der Entwicklungen in diesem Bereich sowie der Verbesserung der Standards des Eurosystems für die Banknotenherstellung verpflichtet und sucht und bewertet kontinuierlich Möglichkeiten, um die Auswirkungen der Produktion und Verwendung der Euro-Banknoten auf Gesundheit, Sicherheit und Umwelt möglichst gering zu halten. Die gewonnenen Erfahrungen werden in die Produktion der aktuellen wie auch der künftigen Banknotenserien einfließen.



### 3 Ausgabe von Euro-Banknoten

#### **Wettbewerbsgleichheit für Bargelddienstleistungen der NZBen**

Gemäß Artikel 105 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft liegt es in der Verantwortung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen im Allgemeinen zu fördern. Allerdings nimmt das Eurosystem eine neutrale Haltung gegenüber den verschiedenen Zahlungsinstrumenten ein, d. h., es unterstützt weder ein bestimmtes Zahlungsinstrument, noch verhindert oder erschwert es dessen Nutzung. Die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen war eine enorme Herausforderung für die NZBen des Euro-Währungsgebiets, die über sehr unterschiedliche Traditionen und Praktiken auf dem Gebiet der Bargeldlogistik und der Bargelddienstleistungen verfügen. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat mehrfach betont, wie wichtig Wettbewerbsgleichheit bei den Bargelddienstleistungen ist. Er hat daher verschiedene Maßnahmen verabschiedet, die zu gerechten Wettbewerbsbedingungen bei der Bereitstellung von Bargelddienstleistungen beitragen sollen:

- Eine im Eurosystem einheitliche Gebührenpolitik für Bargeldgeschäfte von Geschäftskunden bei den NZBen wurde mit Wirkung vom 1. März 2002 eingeführt; sie umfasst sowohl gebührenfreie als auch gebührenpflichtige Dienstleistungen.
- Für kombinierte Ein- und Auszahlungsautomaten im Euroraum wurde ein gemeinsamer Ansatz für das Eurosystem erarbeitet; dabei wurde eine Rahmenvereinbarung für die Verwendung dieser Automaten durch Kreditinstitute und andere Parteien des Eurogebiets, zu deren Aufgabenbereichen die Geldbearbeitung und die Ausgabe von Banknoten gehören, verabschiedet.<sup>1</sup>
- Darüber hinaus wurde ein einheitlicher Ansatz für die Öffnungszeiten und die Regelungen für die Belastung und Gutschrift von Bargelddienstleistungen bei den NZBen festgelegt.

Die EZB wird auch künftig mit Dritten wie etwa den europäischen Bankenverbänden von Fall zu Fall weitere Maßnahmen untersuchen und erörtern. In diesem Zusammenhang wurde im Januar dieses Jahres auch die Cash User Group (CUG) von der Europäischen Kommission und der EZB ins Leben gerufen. In ihr sind alle Sektoren und Branchen, die mit der Bearbeitung von Euro-Bargeld befasst sind, vertreten. Dazu gehören Banken, Einzelhändler, Werttransportunternehmen, die Automatenindustrie, Konsumenten sowie kleine und mittlere Unternehmen. Die Cash User Group dient als Forum für einen regelmäßigen Austausch über alle Themen, die mit der Verwendung von Euro-Banknoten und -Münzen zu tun haben, und unterstützt damit die europäischen Behörden tatkräftig bei ihren Anstrengungen, die Nutzung von Europas gemeinsamer Währung fortwährend zu fördern. Sie liefert Informationen zur Beobachtung der Entwicklung der Euro-Banknoten und -Münzen und trägt zu einer genaueren Abgrenzung der Bedürfnisse und Erwartungen privater und professioneller Nutzer von Euro-Bargeld bei.

#### **Verwaltung der Reserven und effiziente Nutzung von Euro-Banknoten**

Um der Nachfrage nach Euro-Banknoten in jeder Situation gerecht zu werden, ist es erforderlich, dass das Eurosystem eine angemessene Banknotenreserve hält. Euro-Banknoten werden nach dem Prinzip der Dezentralisierung verwaltet und gelagert, d. h., jede NZB muss einen bestimmten Bestand an Banknoten zu logistischen Zwecken halten, um unter normalen Umständen eine reibungslose und effiziente Versorgung mit Euro-Banknoten gewährleisten zu können. Die NZBen sollten versuchen, unregelmäßige Banknotenströme dadurch auszugleichen, dass einem Überschuss bzw. Defizit an Banknoten auf regionaler oder Filialebene durch eine Umverteilung der Banknoten innerhalb des

<sup>1</sup> Die Rahmenvereinbarung findet sich auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Zuständigkeitsbereichs der jeweiligen NZB entgegengewirkt wird.

Das wichtigste Ziel bei der Verwaltung der Reserven ist es, die logistischen Reserven auf Ebene des Eurosystems zu überwachen und effektiv zu koordinieren, wobei auch die Nutzung der strategischen Reserve des Eurosystems berücksichtigt werden muss (siehe weiter oben). Ein Schlüsselement ist, dass die NZBen eine angemessene Zielmenge für jede Stückelung ermitteln, die sie in ihrer logistischen Reserve halten. Aufgrund der vorhandenen nationalen Besonderheiten, wie etwa der unterschiedlichen Filialnetzstruktur der NZBen oder abweichenden saisonalen Schwankungen bei der Nachfrage, können die Zielmengen bei den einzelnen NZBen und Stückelungen variieren.

Überdies können sich Kreditinstitute und Werttransportunternehmen dazu entschließen, ihre Bargelddienstleistungen auch in anderen Ländern des Euroraums anzubieten. Dies kann – ebenso wie im Fremdenverkehr – zu einem permanenten Ungleichgewicht der grenzüberschreitenden Banknotenströme führen, was schließlich die Notwendigkeit von Banknotentransporten zwischen NZBen zur Folge haben kann.

Während die NZBen auf nationaler Ebene für die Überwachung und Verwaltung der logistischen Reserven sowie für die Kontrolle der Entwicklung dieser Reserven im Verhältnis zur Nachfrage nach Euro-Banknoten verantwortlich sind, überwacht die EZB die logistischen Reserven zentral auf Eurosystem-Ebene und koordiniert die grenzüberschreitende Verwendung dieser Reserven. Dies ist erforderlich, um den Veränderungen bei Angebot und Nachfrage in einzelnen Ländern oder der Banknotenmigration Rechnung zu tragen. Bislang wurden mehrere grenzüberschreitende Großtransporte durchgeführt, um Ungleichgewichten bei den Reserven der verschiedenen NZBen entgegenzuwirken.

Je nach der akzeptierten Qualität der in Umlauf befindlichen Banknoten können NZBen ihren Grenzwert für Banknoten, die von Geldbearbeitungsmaschinen noch als umlauffähig akzeptiert werden, anpassen, was wiederum Auswirkungen auf die Menge der zu vernichtenden Banknoten hat. Da jedoch die Kosten für den Ersatz von nicht mehr umlauffähigen Banknoten nach anteiligen Produktionsschlüsseln von allen NZBen getragen werden, hat der EZB-Rat sich auf für alle NZBen einheitliche Mindeststandards für die Banknotenbearbeitung geeinigt.

## 4 Vorkehrungen zum Schutz vor Fälschungen von Euro-Banknoten

### Organisation des Umgangs mit Falschgeld innerhalb des ESZB

Im Rahmen der Überlegungen, wie das Eurosystem mit Fälschungen von Euro-Banknoten umgehen sollte, wurde beschlossen, ein koordiniertes dezentrales System einzuführen, durch das die Vorteile des zentralen wie auch des dezentralen Ansatzes erhalten bleiben würden.

Die EZB richtete ein Falschgeld-Analysezentrum (FAZ) ein, das sich mit den zentralen Aspekten der Handhabung von Banknotenfälschungen beschäftigt. Das FAZ ist für die Analyse und Klassifizierung der besseren und/oder der internationalen Fäl-

schungen verantwortlich; darüber hinaus dient es als nationales Analysezentrum für Euro-Falschgeld, das außerhalb der Europäischen Union (EU) anfällt. Bei Euro-Münzen übernimmt das Europäische Technische und Wissenschaftliche Zentrum (Falschgeldzentrum für Münzen), das von den EU-Mitgliedstaaten errichtet wurde, diese Aufgaben.

Daneben errichtete jeder Mitgliedstaat der EU ein nationales Banknotenanalysezentrum sowie ein nationales Münzanalysezentrum, die die Fälschungen auf nationaler Ebene bearbeiten.

Alle diese Zentren leisten ihren Beitrag zur Erhebung von Daten über gefälschte Euro-Banknoten und -Münzen, die in das Falsch-

geldüberwachungssystem CMS eingespeist werden; die Zentren verwenden diese (im CMS zentral gespeicherten) Informationen, um ihre jeweiligen Aufgaben zu erfüllen.

Innerhalb des ESZB beschäftigt sich eine speziell dafür eingerichtete Gruppe – die Counterfeit Working Group (Arbeitsgruppe Falschgeld, CWG) – mit Themen im Zusammenhang mit Falschgeld. Ihre Hauptaufgaben bestehen in der statistischen und technischen Berichterstattung sowie der Analyse von gefälschten Euro-Banknoten, der Benutzerverwaltung von CMS und der Koordinierung der Kommunikation zwischen allen Beteiligten.

#### **Das Falschgeldüberwachungssystem CMS**

Das Falschgeldüberwachungssystem CMS ist eine zentrale Datenbank, in dem alle statistischen und technischen Informationen über Euro-Falschgeld (Banknoten und Münzen) gespeichert und den autorisierten Nutzern<sup>2</sup> zur Verfügung gestellt werden. Es handelt sich dabei um eine webbasierte Anwendung, die allen in die Bekämpfung der Fälschung von Banknoten und -Münzen involvierten Behörden der EU zugänglich ist. Die technische Beschreibung jeder neuen Fälschkategorie umfasst die Reproduktionstechniken, die Art und Weise, wie die verschiedenen Sicherheitsmerkmale nachgeahmt werden, sowie Abbildungen der Fälschungen. Darüber hinaus verfügt CMS über ein geographisches Informationssystem, das insbesondere von der Polizei verwendet wird, um die Verbreitung von Falschgeld zu untersuchen.

## **5 Weitere Herausforderungen**

Eineinhalb Jahre sind für eine physische Währung sicherlich ein sehr kurzer Zeitraum. Man kann daher bislang lediglich von ersten Erfahrungswerten sprechen. Da der Euro eine Währung für die Bevölkerung aus zwölf Ländern ist, die über sehr unterschiedliche Traditionen und Praktiken bei der Handhabung von Bargeld verfügen, wird es noch einige

#### **Statistik**

Die bisherige Widerstandsfähigkeit des Euro gegen Fälschungen war sehr vielversprechend. Im Jahr 2002 wurden knapp 170 000 gefälschte Banknoten aus dem Verkehr gezogen; dies entspricht weniger als einem Viertel aller Fälschungen der Vorgängervährungen des Euro im Jahr 2001. Die am häufigsten gefälschte Banknote war zweifellos der 50 €-Schein, auf den über 80 % der Fälschungen entfielen. Bislang wurde der Euro außerhalb Europas noch nicht in großem Stil gefälscht; über 99 % der Banknotenfälschungen stammten aus den zwölf Euro-Ländern.

#### **Künftige Risiken**

Die größte Gefahr scheint in einer deutlichen Zunahme und/oder einer merklich verbesserten Qualität der Euro-Fälschungen sowie einem deutlichen Anstieg der Herstellung und des Umlaufs außerhalb des Euro-Währungsgebiets zu bestehen. Zu den derzeit erörterten Maßnahmen zur Verringerung der Wahrscheinlichkeit und der möglichen Auswirkungen dieses Risikos zählen die Ausweitung des Programms zur Aufklärung der Bevölkerung und Kooperationsvereinbarungen mit den NZBen und Strafverfolgungsbehörden von Nicht-EU-Ländern. Ferner fließen Informationen über Fälschungen und deren technologische Standards wieder in die Forschung und Entwicklung von Banknoten des Eurosystems ein, um die Fälschungssicherheit aktueller und zukünftiger Serien zu erhöhen.

<sup>2</sup> Wie etwa dem ESZB und der Polizei.

die Ausgabe von Bargeld und Bargelddienstleistungen sowie der Schutz vor Fälschungen einschließlich der damit verbundenen Forschungs- und Entwicklungsarbeit. Das Eurosystem wird diese Bereiche kontinuierlich be-

obachten und versuchen, sie zu verbessern, um das größtmögliche Potenzial dieser Währung auszuschöpfen, die von über 300 Millionen Menschen verwendet wird.