



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

Dezember 2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

ECB EZB EKT BCE EKP

**Sperrfrist:**

Dieser Bericht ist am Donnerstag, dem 13. Dezember 2001, ab 10.00 Uhr EZB-Zeit (M.E.Z.) frei. (Diese Sperrfrist gilt auch für Nachrichtenagenturen.) Vor Ablauf dieser Sperrfrist dürfen keine Angaben aus diesem Bericht veröffentlicht werden. Jeder Bruch der Sperrfrist führt zum Ausschluss von den Verteilern unserer Vorexemplare.

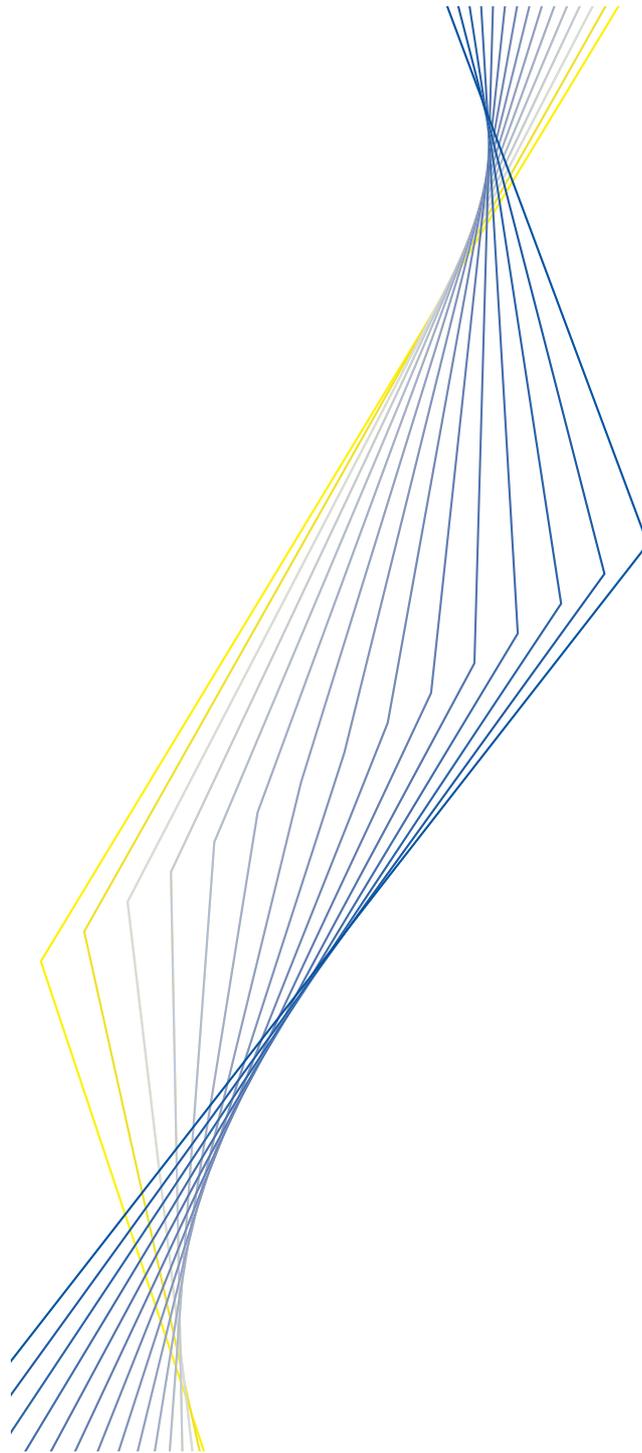
Die in diesem Vorexemplar veröffentlichten Angaben sind noch nicht endgültig überprüft; die EZB/Deutsche Bundesbank behält sich Korrekturen ohne besondere Mitteilung vor.

**MONATSBERICHT**

Dezember 2001



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Dezember 2001**

© Europäische Zentralbank, 2001

<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 5. Dezember 2001.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	39
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	43
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	56
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	61
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	69
Kästen:	
1 Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum	11
2 Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2001	19
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	28
4 Jüngste Entwicklung der sektoralen Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	36
5 Warenexporte und -importe des Euro-Währungsgebiets gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik	45
6 Einfluss des statistischen Überhangs auf die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts	51
7 Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2001	67
8 Prognosen anderer Institutionen	68
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	87*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	93*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	97*

## Abkürzungen

### Länder

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

### Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 6. Dezember 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % belassen.

Das gegenwärtige Niveau der EZB-Leitzinsen wird als angemessen für die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht betrachtet. Diese Einschätzung beruht auf der Analyse von Informationen, die sich aus den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB ergeben. Insgesamt bestätigten die Informationen, die seit der Sitzung des EZB-Rats am 8. November 2001 verfügbar geworden sind, frühere Erwartungen und damit auch die vom EZB-Rat in den vergangenen Monaten getroffenen vorausschauenden Entscheidungen.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so stieg der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von August bis Oktober 2001 auf 6,8 %, nachdem er im Zeitraum von Juli bis September 6,2 % betragen hatte. Dies lag deutlich über dem mittelfristigen Referenzwert für die Jahreswachstumsrate von M3 von 4 ½ %.

Der EZB-Rat bestätigte auf seiner Sitzung am 6. Dezember 2001 den Referenzwert von 4 ½ %. Dieser Beschluss wurde gefasst, weil die mittelfristigen Annahmen, die der Ableitung des Referenzwerts zugrunde lagen, nämlich die Annahmen für die trendmäßige Entwicklung des Potenzialwachstums von 2 % bis 2 ½ % pro Jahr und den trendmäßigen Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 von ½ % bis 1 % pro Jahr im Euro-Währungsgebiet, nach wie vor von den vorliegenden Daten gestützt werden. In Kasten I des vorliegenden Monatsberichts wird die Überprüfung des Referenzwerts näher erläutert.

Bei einem Vergleich der derzeitigen monetären Entwicklung mit dem Referenzwert für die Wachstumsrate von M3 ist zu berücksichtigen, dass der Referenzwert ein mittelfristiges Konzept darstellt. Insbesondere vorübergehende Abweichungen von M3 von einem Niveau, das mit den langfristigen Determinanten in Einklang steht, sind nicht ungewöhnlich und können im Zusammenhang mit einer außergewöhnlichen wirtschaftlichen Entwicklung sogar erwartet werden. Solche vorübergehenden Abweichungen wirken sich nicht zwangsläufig auf die künftige Preisentwicklung aus. Deshalb stellte der EZB-Rat von Anfang an klar, dass die Bekanntgabe des Referenzwerts für das M3-Wachstum keine Verpflichtung seitens der EZB beinhaltet, vorübergehende Abweichungen vom Referenzwert automatisch zu korrigieren. Vielmehr führt die EZB eine kontinuierliche und gründliche Analyse der Entwicklung von M3 in dem größeren Kontext weiterer monetärer Indikatoren sowie Informationen aus der zweiten Säule durch, um deren Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu beurteilen.

Das zuletzt starke M3-Wachstum bestätigte die frühere Einschätzung, dass die relativ hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den Vereinigten Staaten zu Portfolioumschichtungen in liquide und relativ sichere, in M3 enthaltene kurzfristige Anlageformen geführt hat. Diese Umschichtungen dürften vorübergehender Natur sein und sollten nicht als Hinweis auf einen zukünftigen Inflationsdruck gewertet werden. Diese Einschätzung der aktuellen Geldmengenentwicklung wird auch durch die Tatsache gestützt, dass die Kreditvergabe an den privaten Sektor in den vergangenen Monaten stetig zurückgegangen ist. Allerdings wird die Entwicklung von M3 weiterhin genau analysiert werden. Sollte die gegenwärtige Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten nachlassen, müsste ein anhaltender gesamtwirtschaftlicher Liquiditätsüberschuss erneut sorgfältig daraufhin geprüft werden, ob er auf Risiken für die Preisstabilität hindeutet.

Was die zweite Säule angeht, so war, einer ersten Schätzung von Eurostat zufolge, das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2001 fast null. Die Wirtschaftstätigkeit scheint im vierten Quartal 2001 weiterhin ausgesprochen gedämpft zu sein, als Folge einer anhaltend schwachen Inlands- und Auslandsnachfrage und der nach wie vor großen allgemeinen Unsicherheit. Diese Ansicht wird gestützt durch das anhaltend niedrige Vertrauen der Industrie und der Verbraucher im November 2001, das auf den starken Vertrauenseinbruch im Oktober folgte. Anfang 2002 dürfte das reale BIP-Wachstum schwach bleiben. Die Rahmenbedingungen für eine Erholung des Wirtschaftswachstums im Verlauf des Jahres 2002 sind jedoch gegeben. Zuerst sind die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets solide, und es bestehen keine größeren Ungleichgewichte, die einen längeren Anpassungsprozess erforderlich machen würden. Darüber hinaus sind die Finanzierungsbedingungen im Euroraum sehr günstig. Ferner werden der jüngste Rückgang der Ölpreise und der erwartete weitere Rückgang der Verbraucherpreisinflation zu einer Erhöhung des real verfügbaren Einkommens führen, was sich stützend auf die inländische Nachfrage auswirken dürfte. Die Entwicklung an den Finanzmärkten in den vergangenen Wochen signalisiert seitens der Marktteilnehmer eine optimistischere Einschätzung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet und im internationalen Umfeld.

Die Erwartung einer Wachstumsbelebung für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Laufe des Jahres 2002 zeigt sich in allen verfügbaren Prognosen internationaler Institutionen und auch in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen (die im vorliegenden Monatsbericht veröffentlicht sind). Die Experten-Projektionen basieren auf einer Reihe von technischen Annahmen einschließlich unveränderter kurzfristiger Zinssätze und Wechselkurse. Diese Projektionen gehen für 2001 von einem realen BIP-Wachstum zwischen 1,3 % und 1,7 % aus. Das Jahresdurchschnittswachstum des realen BIP für

2002 wird zwischen 0,7 % und 1,7 % angenommen. Diese projizierten durchschnittlichen Jahreswachstumsraten dürfen jedoch nicht missinterpretiert werden, da sie die für den Verlauf des Jahres 2002 erwartete Erholung verschleiern und die Tatsache widerspiegeln, dass der Beitrag des so genannten Überhangs zum durchschnittlichen Wachstum 2002 sehr begrenzt sein dürfte (siehe auch den Kasten 6 „Einfluss des statistischen Überhangs auf die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts“ des vorliegenden Monatsberichts). Das reale BIP-Wachstum dürfte sich 2003 bei einem erwarteten Jahresdurchschnitt zwischen 2 % und 3 % weiter verstärken. Vor dem Hintergrund, dass die Experten-Projektionen in einem durch außergewöhnliche Entwicklungen im internationalen Umfeld gekennzeichneten Zeitraum erstellt wurden, sind die Wachstumsperspektiven insgesamt mit besonders hoher Unsicherheit behaftet.

Was die Preisentwicklung angeht, so belief sich die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) des Euro-Währungsgebiets im Oktober 2001 auf 2,4 %, nachdem sie im Vormonat 2,5 % betragen hatte. Eine Vorausschätzung von Eurostat deutet auf einen weiteren Rückgang der Preissteigerungsrate nach dem HVPI auf 2,1 % im November 2001. Diese Entwicklung spiegelte weiterhin vor allem die Basiseffekte aus früheren Energiepreisanstiegen sowie den jüngsten Rückgang der Energiepreise wider. Was die weitere Zukunft angeht, so stützen einige Überlegungen die Ansicht, dass der HVPI-Verbraucherpreisanstieg 2002 deutlich unter die 2 %-Marke fallen dürfte. Erstens liefert das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld keinen Anhaltspunkt für einen von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu erwartenden Aufwärtsdruck auf die Preissteigerung. Zweitens dürfte die Rückbildung früherer Anstiege der Einfuhrpreise nach wie vor den derzeitigen Abwärtstrend der Teuerung stützen. Gleichzeitig könnte sich zum Jahreswechsel dieser rückläufige Trend aufgrund von Basiseffekten, die aus volatilen Preissteigerungen aus dem Vorjahr resultieren, als etwas schwankend herausstellen. Jüngste Prognosen

und die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen stehen in Einklang mit der Einschätzung einer trendmäßig rückläufigen Inflation. Die Experten-Projektionen, die die durchschnittliche HVPI-Inflation 2001 in einer Bandbreite zwischen 2,6 % und 2,8 % ansiedeln, sehen für den Verbraucherpreisanstieg nach dem HVPI im Jahr 2002 ein Nachlassen auf zwischen 1,1 % und 2,1 % voraus. 2003 dürfte er zwischen 0,9 % und 2,1 % liegen. Diese Bandbreiten spiegeln die Unsicherheit in den Projektionen wider, die unter anderem auf der Annahme einer fortdauernden Lohnzurückhaltung beruhen. Anhaltende Lohnzurückhaltung ist in der Tat erforderlich, um das Beschäftigungswachstum in einem Umfeld von Preisstabilität zu unterstützen.

Was die jüngsten fiskalpolitischen Entwicklungen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat erneut seine Position im Hinblick auf die Bedeutung, die der Beibehaltung einer mittelfristigen Ausrichtung der Fiskalpolitik in den Ländern des Euro-Währungsgebiets zukommt. Eine solche mittelfristige Ausrichtung stellt ein entscheidendes Element für die Stützung der allgemeinen Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts dar und stärkt so das Vertrauen der Verbraucher und Investoren, insbesondere im gegenwärtigen Kontext eines schwächeren Wirtschaftswachstums. Aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Konjunkturabschwächung und der unzureichenden Ausgabendisziplin zusammen mit den Auswirkungen der in einigen Ländern durchgeführten deutlichen Steuersenkungen dürfte sich im Jahr 2001 die öffentliche Haushaltslage im gesamten Euro-Währungsgebiet erstmals seit 1993 wieder verschlechtern. In Ländern, die das Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts noch nicht erreicht haben oder die sehr hohe Schuldenquoten aufweisen, sollte die gegenwärtige Konjunkturverlangsamung den Spielraum für das Erreichen der im Zusammenhang mit den nationalen Stabilitätsprogrammen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts eingegangenen mittelfristigen Verpflichtungen nicht verändern. Länder, deren anfängliche Haushaltspositionen nahezu

ausgeglichen sind oder einen Überschuss aufweisen, können von der vollen Wirkungsweise der automatischen Stabilisatoren profitieren. Für finanzpolitischen Aktionismus besteht jedoch kein Anlass, da sich dies in der Vergangenheit häufig als unwirksam erwiesen hat und die Gefahr besteht, dass daraus Ungleichgewichte bei den öffentlichen Finanzen entstehen.

Was die langfristigen Aussichten angeht, so dürften sich weitere und umfassendere Strukturreformen voraussichtlich stark auf das trendmäßige Produktionswachstum auswirken. Strukturreformen, die darauf abzielen, den Marktakteuren angemessene Anreize zu bieten und ein für Innovationen günstigeres Umfeld zu fördern, dürften die Verwirklichung einer dauerhaften und signifikanten Erhöhung des Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet erleichtern. Zwar sind auf dem Gebiet der Strukturreformen gewisse Fortschritte erzielt worden, doch sind noch weitere wichtige Maßnahmen vor allem an den Arbeits- und Gütermärkten erforderlich. Darüber hinaus sollten die Regierungen im Bereich der Finanzpolitik entschlossen strukturelle Ausgabenreformen durchführen, um Raum für weitere Steuersenkungen zu schaffen und die mit der Überalterung der Bevölkerung verbundene finanzpolitische Belastung aufzufangen. Solche Reformen würden die Effektivität der Finanzpolitik im Hinblick auf Beschäftigung, Investitionstätigkeit und Wirtschaftsdynamik erhöhen.

Schließlich überprüfte der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 6. Dezember auch die Fortschritte bei den Vorbereitungen zur bevorstehenden Euro-Bargeldeinführung. Zunächst kann festgestellt werden, dass die Bargeldumstellung planmäßig verläuft. Volkswirtschaftlich gesehen dürfte die Bargeldumstellung kurzfristig keine erheblichen unmittelbaren Auswirkungen auf die Preise im Euroraum haben. Dies ist weitgehend auf den starken Wettbewerb im Einzelhandel und die Aufmerksamkeit der Verbraucher zurückzuführen, spiegelt aber auch die Zusage der Regierungen wider, das durchschnittliche Niveau der administrierten Preise nicht im Zusammenhang

mit der Bargeldumstellung anzuheben. Zusätzlich dürfte sich der Einfluss der Bargeldumstellung auf das M3-Wachstum in sehr engen Grenzen halten. Zwar ist der Bargeldumlauf in den letzten Monaten deutlich zurückgegangen, doch macht das Bargeld nur einen geringen Anteil von M3 aus, und dieser Rückgang hat sich weitgehend in höheren kurzfristigen Einlagen bei Banken niedergeschlagen. Was die Liquidität am Geldmarkt des Euroraums betrifft, so wird der Handlungsrahmen des Eurosystems zu einer erfolgreichen Bargeld-

umstellung beitragen, da er bei der Durchführung der Geldpolitik größtmögliche Flexibilität gewährleistet. Schließlich wird das vom Eurosystem gewählte Modell hinsichtlich der Belastung der Banken für das vorzeitig ausgelieferte Euro-Bargeld zu einem reibungslosen Ablauf beitragen. Insgesamt dürfte die Euro-Bargeldumstellung glatt verlaufen und so eine positive Ausgangssituation für das Verhältnis der Bürger Europas zu ihrer neuen Währung schaffen.

# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 6. Dezember 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % (siehe Abbildung 1).

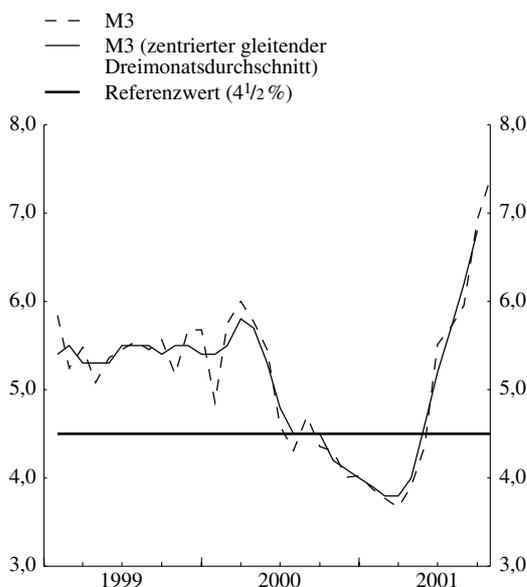
### Anhaltend dynamisches Wachstum von M3

Im Zeitraum von August bis Oktober 2001 erhöhte sich der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 (bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren)<sup>1</sup> auf 6,8 %, nachdem er im Zeitraum von Juli bis September 6,2 % betragen hatte. Die Vorjahresrate von M3 belief sich im Oktober auf

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

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



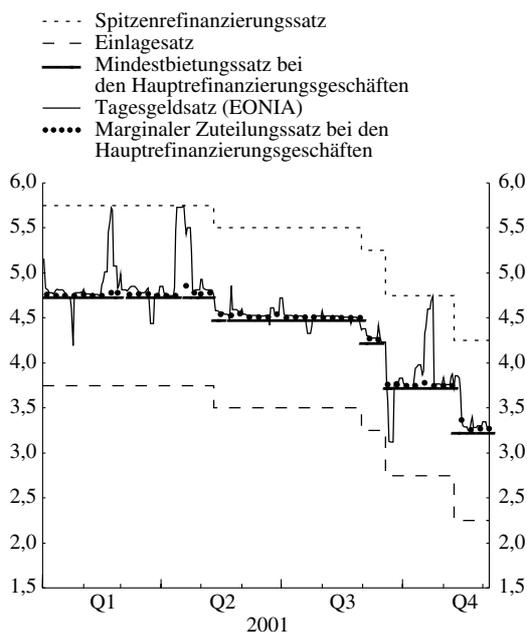
Quelle: EZB.

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

### Abbildung 1

#### EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

7,4 % (verglichen mit 6,9 % im September) und lag damit deutlich über dem mittelfristigen Referenzwert der EZB für das M3-Wachstum (siehe Kasten I und Abbildung 2).

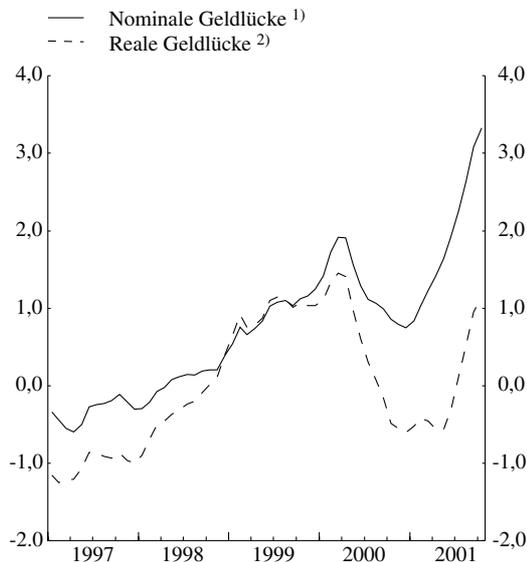
Während im Jahr 2000 und Anfang 2001 die Jahreswachstumsrate von M3 rückläufig war und deutlich unter dem Referenzwert lag (3,8 % im ersten Quartal 2001), stieg sie im

<sup>1</sup> Von nun an sind die Angaben zur Geldmenge M3 und deren Komponenten um die von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren bereinigt. Durch diese Bereinigung entspricht die Abgrenzung von M3 eher der konzeptionellen Definition dieser Geldmenge, nach der nur die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Geldbestände einbezogen werden sollten, da nur sie eng mit der mittelfristigen Preisentwicklung im Euroraum in Verbindung stehen. Nähere Informationen hierzu finden sich in Kasten I des Monatsberichts vom November 2001, der den Titel „Bereinigung der Geldmenge M3 um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente“ trägt. Die Bereinigung der Jahreswachstumsrate von M3 um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen belief sich im September 2001 auf -0,7 Prozentpunkte und im Oktober 2001 auf -0,6 Prozentpunkte.

### Abbildung 3

#### Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

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

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

Laufe dieses Jahres wieder deutlich an. Dieser Anstieg von M3, der auf einen Zeitraum gedämpften Wachstums folgte, lässt sich teilweise als Normalisierungsprozess deuten, durch den die Wirtschaftsakteure die Geldbestände wieder auf das gewünschte Niveau gebracht haben. Darüber hinaus heizte das höhere Preisniveau aufgrund des im Jahr 2000 und Anfang 2001 beobachteten Anstiegs der Energie- und Nahrungsmittelpreise die Geldnachfrage für Transaktionszwecke im laufenden Jahr an.

Die Entwicklung der nominalen und der realen Geldlücke stützt diese Hypothesen. Die in Abbildung 3 dargestellte nominale Geldlücke errechnet sich aus der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich ergeben würde, wenn seit Dezember 1998 (Basisperiode)

ein dem Referenzwert entsprechendes monetäres Wachstum vorgelegen hätte. Die reale Geldlücke wird berechnet als Differenz zwischen der mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand von M3, der sich bei einer der Definition von Preisstabilität entsprechenden Teuerung ergeben hätte. Bei der Interpretation der nominalen und der realen Geldlücke sollte berücksichtigt werden, dass die Wahl der Basisperiode in gewisser Weise willkürlich ist.

Wie aus Abbildung 3 ersichtlich, war die Entwicklung der realen und der nominalen Geldlücke zwischen Anfang 2000 und dem zweiten Quartal 2001 durch eine immer größere Abweichung dieser beiden Messgrößen gekennzeichnet. Diese Abweichung bekräftigt die Einschätzung, dass ein bedeutender Teil des Anstiegs von M3 auf die gestiegene Geldnachfrage für Transaktionszwecke zurückzuführen ist, da die reale Geldlücke keinen Anstieg der Geldnachfrage aufgrund von Schocks, die das Preisniveau berühren, aufzeigt. Außerdem deutet der niedrige Stand der realen Geldlücke Ende 2000 und Anfang 2001 auf ein Zurückbleiben der Geldmenge M3 hin, dem dann eine deutliche Erholung folgte.

Ein weiterer Faktor, der zum Wachstum von M3 beigetragen hat, ist der in jüngster Vergangenheit zu beobachtende Rückgang der Opportunitätskosten der Geldhaltung (siehe Abbildung 4). Zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2001 ging die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der durchschnittlichen Verzinsung der in M3 enthaltenen Komponenten (Eigenzinssatz von M3) um rund einen halben Prozentpunkt zurück, wodurch es im Verhältnis attraktiver wurde, in Instrumente zu investieren, die in M3 enthalten sind.

Vor dem Hintergrund dieser Faktoren war der in jüngster Zeit verzeichnete Anstieg des M3-Wachstums bis zu einem gewissen Grad erwartet worden. Allerdings war die Zunahme der monetären Dynamik ausgeprägter, als

## **Kasten I**

### **Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum**

In seiner Sitzung am 6. Dezember 2001 bestätigte der EZB-Rat erneut den Referenzwert für das Geldmengenwachstum von 4 ½ % pro Jahr für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3. Dieser Kasten enthält einige Hintergrundinformationen zu dem gefassten Beschluss.

Die geldpolitische Strategie der EZB weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu. Um der Öffentlichkeit diese wichtige Funktion der Geldmenge deutlich zu machen, beschloss der EZB-Rat im Oktober 1998, einen quantitativen Referenzwert für die Wachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 bekannt zu geben. Mehrere Untersuchungen untermauern diese Rolle der Geldmenge mit empirischen Daten und bestätigen, dass die Bedingungen für die Bekanntgabe eines Referenzwerts für den Euroraum erfüllt sind. Die offizielle Zeitreihe für die Geldmenge M3 (die nunmehr um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente bereinigt ist) weist alle gewünschten Eigenschaften auf: M3 steht weiterhin in einem stabilen Verhältnis zu wichtigen makroökonomischen Größen wie den Preisen, Einkommen und Zinssätzen und hat gute Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung auf mittlere Sicht.

Der Referenzwert bezieht sich auf die Wachstumsrate der Geldmenge, die mit dem Ziel der mittelfristigen Preisstabilität in Einklang steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Die Ableitung des Referenzwerts stützt sich daher auf die Definition der EZB von Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Damit der Referenzwert mit der mittelfristigen Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen in Einklang steht, wird er zudem anhand von Annahmen über die mittelfristige Entwicklung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 und des Potenzialwachstums abgeleitet. Am 6. Dezember 2001 überprüfte der EZB-Rat die dem Referenzwert zugrunde liegenden mittelfristigen Annahmen für die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 und das Potenzialwachstum auf der Grundlage der zusätzlichen Daten, die seit der letzten Überprüfung des Referenzwerts im Dezember 2000 verfügbar geworden sind. Der EZB-Rat bestätigte die mittelfristigen Annahmen, dass sich die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 trendmäßig um ½ % bis 1 % pro Jahr verringert und das Produktionspotenzial trendmäßig um 2 % bis 2 ½ % pro Jahr zunimmt.

Unter Berücksichtigung der Definition von Preisstabilität und dieser beiden Annahmen beschloss der EZB-Rat, den bisherigen Referenzwert für das Geldmengenwachstum, nämlich eine Jahreswachstumsrate von 4 ½ % für M3, erneut zu bestätigen. Darüber hinaus gab der EZB-Rat bekannt, dass er auch weiterhin die monetäre Entwicklung in Bezug auf den Referenzwert auf der Basis eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Jahreswachstumsraten beobachten wird.

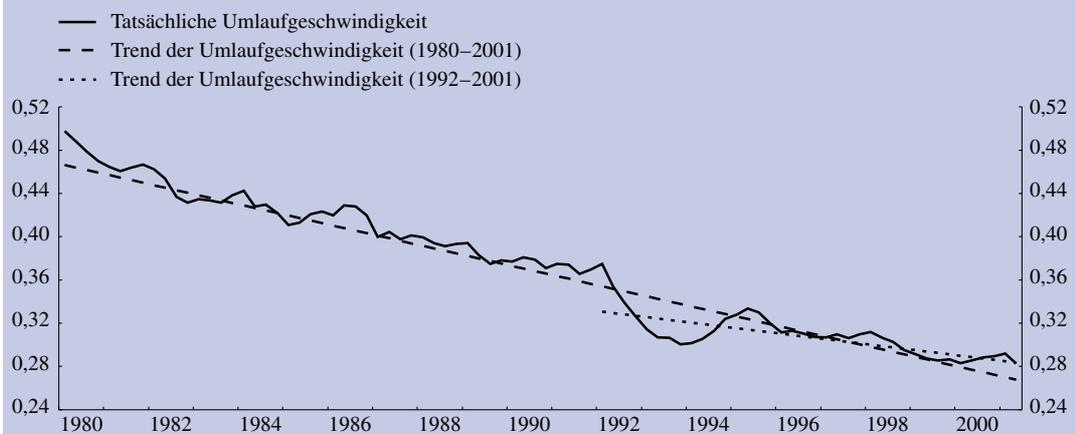
Hinsichtlich der Annahme für die trendmäßige Entwicklung des Potenzialwachstums ist der EZB-Rat der Ansicht, dass weiterhin kein eindeutiger Hinweis auf messbare und dauerhafte Erhöhungen des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet vorliegt, der eine Korrektur dieser Annahme nach oben erforderlich machen würde. Der EZB-Rat hält den potenziellen aufwärts gerichteten Effekt, den strukturelle Reformen und technologische Innovationen auf die trendmäßige Entwicklung des Produktionswachstums haben könnten, für beträchtlich. Wenngleich auf dem Gebiet der Strukturreformen gewisse Fortschritte erzielt wurden, sind noch erhebliche weitere Maßnahmen vor allem auf den Arbeits- und Gütermärkten erforderlich, um eine dauerhafte und signifikante Erhöhung des Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet zu erreichen. Vor diesem Hintergrund wird der EZB-Rat die Anzeichen bezüglich der Entwicklung des Produktivitätswachstums im Euroraum auch weiterhin beobachten, und die Geldpolitik der EZB wird diese Hinweise in angemessener Weise berücksichtigen.

Mit Blick auf die empirische Evidenz zur Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 bestätigte der EZB-Rat die Gültigkeit der Annahme, dass sich diese auf mittlere Sicht trendmäßig um ½ % bis 1 % pro Jahr verringert.

Dem lagen die folgenden Überlegungen zugrunde : Eine einfache Trendschätzung im Beobachtungszeitraum von 1980 bis 2001 lässt darauf schließen, dass sich der bisherige Rückgang im Jahresdurchschnitt auf annähernd oder genau 1 % beläuft. Betrachtet man jedoch einen kürzeren Zeitraum in der jüngeren Vergangenheit, so zeigt sich, dass der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit im letzten Jahrzehnt eher bei ½ % lag (siehe unten stehende Abbildung). Eine einfache Trendschätzung ist allerdings unter Umständen nicht die beste Schätzung eines mittelfristigen Trends der zukünftigen Umlaufgeschwindigkeit, da vielleicht die Tatsache, dass der Rückgang der Inflation und der nominalen Zinssätze im Beobachtungszeitraum auch zur Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit in der Vergangenheit beigetragen haben könnte, nicht in vollem Umfang berücksichtigt wird. Demzufolge dürfte der Disinflationprozess dazu beigetragen haben, die Haltung liquider Vermögenswerte attraktiver zu machen. Im Gegensatz dazu dürfte der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit in einem Umfeld von Preisstabilität, in dem Inflation und Zinssätze keinen mittelfristigen Abwärtstrend mehr aufweisen, weniger ausgeprägt sein als in einem von Disinflation und sinkenden nominalen Zinssätzen geprägten Zeitraum. Die Verwendung von Modellen der Geldnachfrage<sup>1</sup>, die zusätzliche Informationen über die Entwicklung der Opportunitätskosten der Geldhaltung enthalten (Zinssätze und/oder Inflation), ermöglicht es, die Auswirkungen des Desinflationprozesses während der Achtziger- und Neunzigerjahre auf den trendmäßigen Rückgang in der Vergangenheit isoliert zu betrachten. In diesen Modellen beläuft sich der trendmäßige Rückgang in einem von Preisstabilität geprägten Umfeld ungefähr auf einen Wert zwischen ½ % und 1 %. Dieses Ergebnis ist bei Verwendung verschiedener Modelle und unterschiedlicher Verfahren zur Aggregation von Daten des Euro-Währungsgebiets recht robust.

### Trend der Umlaufgeschwindigkeit von M3 für das Euro-Währungsgebiet

(log. Maßstab)



Quellen: EZB (M3) und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (BIP).

Anmerkung: Die Umlaufgeschwindigkeit wird als Relation des nominalen BIP zu M3 gemessen. Die zugrunde liegenden Quartalsreihen sind saisonbereinigt und wurden durch Aggregation nationaler Daten erstellt, die zu den am 31. Dezember 1998 bekannt gegebenen unwiderruflichen Wechselkursen (und im Falle Griechenlands zu dem am 19. Juni 2000 festgelegten Kurs) in Euro umgerechnet wurden. Die Datenreihe zu M3 basiert auf dem Headline-Index des bereinigten Bestands (weitere Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Bei den Quartalszahlen zu M3 handelt es sich um Durchschnitte am Monatsende.

Zu berücksichtigen ist, dass der Referenzwert für das Geldmengenwachstum ein mittelfristiges Konzept darstellt. Kurzfristige Veränderungen von M3 können von einer Reihe vorübergehender Faktoren herrühren und wirken sich nicht zwingend auf die künftige Preisentwicklung aus. Deshalb stellte der EZB-Rat bereits 1998 klar, dass die Bekanntgabe des Referenzwerts keine Verpflichtung seitens der EZB beinhaltet, Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert automatisch zu korrigieren. Vielmehr wird die Entwicklung von M3 in Verbindung mit anderen Indikatoren von der EZB gründlich analysiert, um ihre Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht festzustellen.

<sup>1</sup> Siehe zum Beispiel Coenen und Vega (1999), „The demand for M3 in the euro area“, EZB-Diskussionspapier Nr. 6; Brand and Cassola (2000), „A money demand system for euro area M3“, EZB-Diskussionspapier Nr. 39, und Calza, Gerdesmeier und Levy (2001), „Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately“, Working Paper 01/179 des IWF.

Die Analyse der Abweichungen der Jahreswachstumsraten von M3 vom Referenzwert ist ein wichtiges Element der Bewertung von monetären Entwicklungen und deren Auswirkungen auf die künftige Preisstabilität. Allerdings beschränkt sich die geldpolitische Analyse nicht auf diese Bewertung. Erstens enthalten auch andere monetäre Indikatoren (z. B. Komponenten und Gegenposten von M3, insbesondere Kredite an den privaten Sektor) aussagekräftige Informationen. Zweitens ist es wichtig, frühere Abweichungen vom Referenzwert zu berücksichtigen, die sich in den Jahreswachstumsraten nicht mehr niederschlagen, um zu einer breit angelegten Beurteilung der Liquiditätsausstattung im Euroraum zu kommen. Drittens muss die Entwicklung von M3 in Verbindung mit anderen Indikatoren (z. B. dem realen BIP, den Preisen, Zinssätzen und sonstigen Finanzmarktindikatoren) analysiert werden, um den Charakter von Schocks, die die monetäre Entwicklung beeinflussen, zu verstehen und Hinweise auf die künftige Preisentwicklung bestmöglich herauszufiltern.

Betrachtet man die Erfahrungen, die seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion gemacht wurden, so ist festzustellen, dass die Analyse der Entwicklung der Geldmenge M3 einen sehr nützlichen Beitrag zu den geldpolitischen Entscheidungen geleistet hat. Ganz allgemein haben die monetären Daten seit Mitte 1999 Hinweise auf eine Zunahme der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität gegeben. Bis zum ersten Halbjahr 2000 deuteten die Entwicklungen der Geldmenge M3 auf eine relativ großzügig bemessene oder ausreichende Liquidität hin. Ende 2000 und Anfang 2001 wies die monetäre Entwicklung dann auf ein deutliches Nachlassen des Inflationsdrucks auf mittlere Sicht hin.

Die in jüngster Vergangenheit beobachtete relativ hohe Wachstumsrate von M3 sollte unter Berücksichtigung dieser Überlegungen beurteilt werden. Das jüngste Anziehen der M3-Wachstumsrate kann zum Teil als eine Anpassung von M3 nach dem drastischen Anstieg des Preisniveaus aufgrund der Schocks bei den Öl- und Nahrungsmittelpreisen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000 und Anfang 2001 erklärt werden, zum Teil auch als eine Folge der Auswirkungen von Portfolioumschichtungen. Diese Umschichtungen wurden anfänglich durch eine relativ flache Zinsstrukturkurve sowie durch die Entwicklung an den Aktienmärkten ausgelöst und neuerdings durch die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den Ereignissen des 11. September. Im Hinblick darauf, dass außerdem das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin rückläufig ist, hat der EZB-Rat deutlich gemacht, dass er in der jüngsten monetären Entwicklung keine Risiken für die mittelfristige Preisstabilität sieht.

Aufgrund der derzeit herrschenden Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten dürfte sich die Interpretation der monetären Entwicklung in nächster Zeit als schwieriger erweisen als unter normalen Umständen; dies gilt auch für andere Indikatoren. Deshalb ist bei der Beurteilung dieser Entwicklungen Vorsicht geboten. Sollte aber die gegenwärtige Ungewissheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten nachlassen, müsste eine fortbestehende Überschussliquidität in der Volkswirtschaft wieder sorgfältig daraufhin beurteilt werden, ob sie auf Risiken für die künftige Preisstabilität hindeutet.

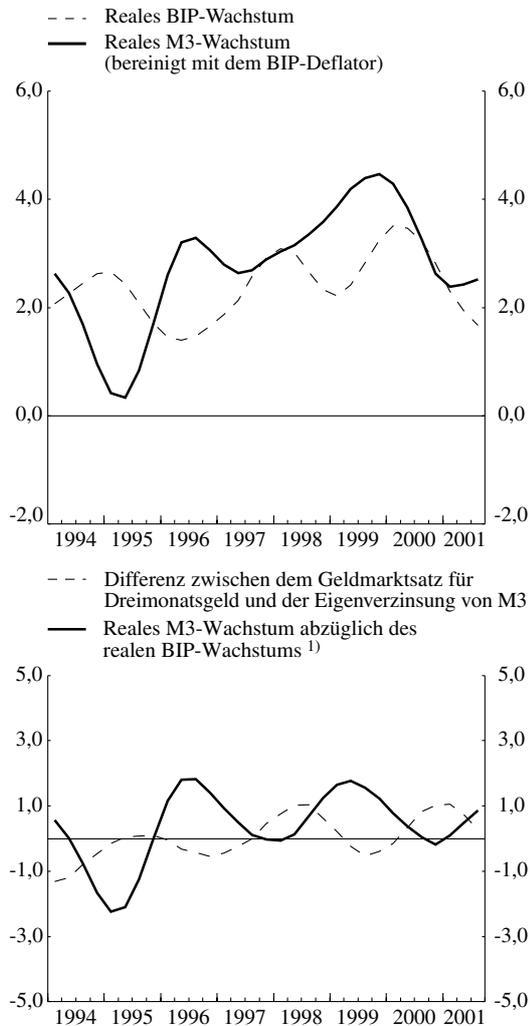
Es sollte berücksichtigt werden, dass sich die geldpolitische Strategie der EZB auf zwei Säulen stützt, um die Risiken für die künftige Preisstabilität zu beurteilen.<sup>2</sup> Die monetäre Analyse ist immer in Verbindung mit der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB zu sehen, die weitere wirtschaftliche und finanzielle Indikatoren zur Bewertung der Risiken für die Preisstabilität heranzieht. Dieser diversifizierte Analyseansatz fördert die wechselseitige Überprüfung vorliegender Informationen und berücksichtigt verschiedene Interpretationen dieser Informationen, wodurch sich die Gefahr geldpolitischer Fehlentscheidungen in einem ungewissen Umfeld verringert.

Die nächste jährliche Überprüfung des Referenzwerts ist für Dezember 2002 geplant.

<sup>2</sup> Siehe den Artikel „Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB“ im Monatsbericht vom November 2000.

**Abbildung 4**  
**Reale Geldmenge M3, reales BIP und**  
**Opportunitätskosten**

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente. Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators im dritten Quartal 2001 gegenüber dem zweiten Quartal unverändert war.

1) Berechnet als Differenz zwischen dem mit dem BIP-Deflator bereinigten M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum. Diese Differenz kann als Näherungswert für den Teil der M3-Nachfrage herangezogen werden, der sich durch die Opportunitätskostenvariablen erklären lässt.

es die fundamentalen Bestimmungsgrößen hätten vermuten lassen. Dies wird beispielsweise aus der Tatsache ersichtlich, dass die Jahreswachstumsrate der realen Geldmenge M3 im Jahresverlauf 2001 zunahm, während das reale jährliche BIP-Wachstum in diesem Zeitraum kontinuierlich zurückging (siehe

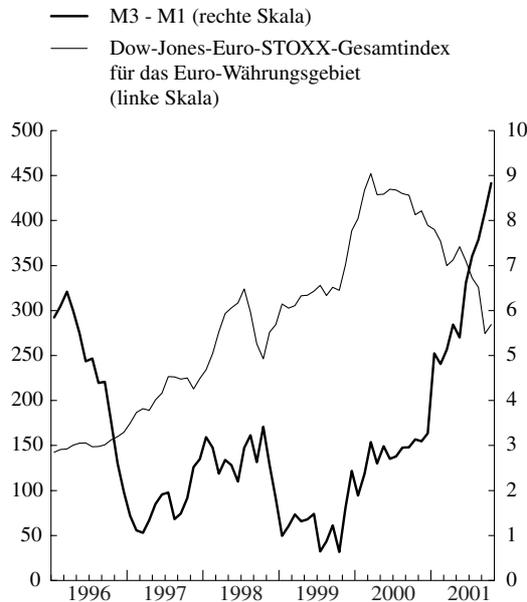
Abbildung 4). Gleichzeitig ist jedoch anzumerken, dass monetäre Schocks, die zu einer zeitweiligen Abweichung der Geldmenge M3 von dem Niveau führen, das in Einklang mit den zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren steht, nicht ungewöhnlich sind. Auch in der Vergangenheit sind die Entwicklungen der Geldmenge M3 und des realen BIP zeitweise voneinander abgewichen. Die jüngsten Entwicklungen stellen also die langfristige Stabilität der Geldnachfrage nicht in Frage.

Es gibt eine Reihe von Anhaltspunkten dafür, dass die starke kurzfristige Dynamik von M3 hauptsächlich auf das Zusammentreffen mehrerer Entwicklungen zurückzuführen war, die zu umfangreichen Portfolioumschichtungen von verschiedenen Finanzinstrumenten hin zur Geldhaltung geführt haben. Dieser Beurteilung liegen verschiedene Informationen aus der Preis- und Mengenentwicklung auf unterschiedlichen Finanzmärkten und aus dem Verhalten verschiedener M3-Komponenten und -Gegenposten zugrunde. Vor allem drei Entwicklungen dürften einen besonderen Einfluss auf den starken Aufwärtstrend von M3 im Laufe des Jahres 2001 gehabt haben: die anhaltende Schwäche der weltweiten Aktienmärkte nach März 2000, die an den Finanzmärkten vorherrschende große Unsicherheit insbesondere nach den Terroranschlägen vom 11. September und die im Jahr 2001 zumeist relativ flache Zinsstrukturkurve.

Aus Abbildung 5 geht hervor, dass Investitionen in kurzfristige marktfähige Finanzinstrumente und kurzfristige Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen), also in alle Komponenten von M3 außer jenen, die in M1 enthalten sind, in den vergangenen Quartalen stark zugenommen haben. Diese Entwicklung steht in Einklang mit der anhaltenden Schwäche an den weltweiten Aktienmärkten, die sich zum Beispiel im deutlichen Rückgang des Euro-STOXX-Gesamtindex seit März 2000 widerspiegelt. Zwischen März 2000 und Oktober 2001 ging der Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex um 37 % zurück. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von M3 - M1 deutlich von 3,1 % auf 8,8 % im Oktober 2001.

## Abbildung 5 M3 - M1<sup>1)</sup> und Aktienkursentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Monatsdurchschnitt des Index)



Quellen: EZB und Dow Jones.

1) In (M3 - M1) sind marktfähige Finanzinstrumente und kurzfristige Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) enthalten.

Darüber hinaus nahm nach den Terroranschlägen am 11. September die Unsicherheit an den Finanzmärkten spürbar zu. Die implizite Aktienkursvolatilität im Euroraum erhöhte sich im September auf durchschnittlich rund 39 % und ging bis Ende Oktober nur leicht auf rund 36 % zurück. In den ersten acht Monaten dieses Jahres lag sie im Vergleich dazu im Durchschnitt bei etwa 23 % (siehe Abbildung 25). Als Reaktion darauf scheinen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ihre Portfolios weiter umgeschichtet zu haben, wobei der Anteil der Aktien und Aktienfonds zugunsten kürzerfristiger Vermögenswerte mit niedrigem Risiko zurückging. Die weltweite Erholung an den Aktienmärkten im Oktober auf Stände von Anfang September trug offenbar nicht in größerem Umfang zu einem Anstieg der Investitionen in Aktien bei, da die Aktienkursvolatilität im langfristigen Vergleich hoch blieb. Die in diesem Zeitraum herrschende Unsicherheit bezüglich der Dauer und der wirtschaftlichen Folgen des Militäreinsatzes in Afghanistan dürfte ebenfalls für viele Anleger ein Grund für ihre abwar-

tende Haltung und die anhaltende Bevorzugung kurzfristiger, weniger risikoreicher Vermögensanlagen gewesen sein.

Wie in Kasten 2 erläutert, gibt es in den vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen für das erste Quartal 2001 Anhaltspunkte dafür, dass die nichtfinanziellen Sektoren des Euroraums sowohl ihre Investitionen in (vermutlich im Wesentlichen Aktien enthaltende) Investmentfonds (ohne Geldmarktfondsanteile) als auch in börsennotierte Aktien zugunsten sichererer Anlageformen verringert haben. Weitere Belege für diese Hypothese lassen sich auch indirekt aus einer Anzahl unterschiedlicher Informationsquellen ableiten. Die Angaben zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets weisen in den vergangenen Monaten bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Netto-Kapitalzuflüsse auf, was hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, dass Ansässige im Euro-Raum weniger ausländische Aktien erworben haben. Darüber hinaus repatriierten sie im September 2001 per saldo auch Gelder, die bis zu diesem Zeitpunkt in ausländischen Aktien angelegt waren. Dies spiegelt sich in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets auf der Aktivseite der Anlagen in Dividendenwerte wider, bei denen ein Umschwung zu erheblichen Netto-Kapitalzuflüssen zu verzeichnen war.

Ein weiterer Grund für die gestiegene Liquiditätspräferenz der Nicht-MFIs im Euroraum liegt in der Zinsstrukturkurve begründet, d. h. in der Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgelder. Im Jahr 2000 nahm der Renditeabstand deutlich ab, und obwohl er in den vergangenen Monaten wieder leicht angestiegen ist, war er im historischen Vergleich in diesem Jahr zumeist immer noch vergleichsweise gering. Folglich blieb die relative Attraktivität kürzerfristiger Anlageformen, die nahe dem Geldmarktsatz verzinst werden, im Vergleich zu längerfristigen Anlagen während des Großteils des Jahres 2001 weiterhin hoch. Außerdem könnten die Renditen langfristiger Anleihen, die aufgrund der schlechteren Wachstumsaussichten für die

Weltwirtschaft im Oktober 2001 auf ein im historischen Vergleich niedriges Niveau gefallen waren, eine Erklärung dafür sein, warum es die Anleger offenbar vorgezogen haben, trotz einer steileren Zinsstrukturkurve Geldmarktinstrumente zu halten.

Die Auswirkungen der klaren Präferenz der Anleger für die in M3 enthaltenen kurzfristigen liquiden Anlageformen zeigen sich auch in den jüngsten Entwicklungen der nominalen und der realen Geldlücke (siehe Abbildung 3). Im dritten Quartal 2001 weiteten sich sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke als Folge des starken Wachstums von M3 aus. Die nominale Geldlücke erreichte den höchsten Stand der vergangenen Jahre, während die reale Geldlücke positiv wurde. Soweit der jüngste Anstieg des M3-Wachstums auf vorübergehende Sonderfaktoren zurückgeführt werden kann, sollte die Zunahme der realen Geldlücke nicht als Indikator von Risiken für die mittelfristige Preisstabilität gesehen werden.

### Zunehmender Einfluss der Bargeldumstellung auf den Bargeldumlauf

Die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M1 erholte sich in den vergangenen Monaten deutlich; im Oktober belief sie sich auf 5,3 %, nachdem sie im dritten Quartal 2001 im Durchschnitt 3,9 % betragen hatte (siehe Tabelle 1). Diese Entwicklung ist ausschließlich auf den durch den rückläufigen Bargeldumlauf bedingten starken Anstieg der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen. Der Bargeldumlauf setzte damit den Trend fort, der während des gesamten Jahres zu beobachten war und mit der Bargeldumstellung Anfang 2002 in Verbindung steht. Der Rückgang des Bargeldumlaufs gegenüber dem Vormonat hat sich seit Juli 2001 beschleunigt, wodurch die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate im Oktober -22,0 % betrug (siehe Abbildung 6).

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen erhöhte sich im Oktober auf 9,4 %. Die starke Zunahme dieser Einlagen kommt

## Tabelle 1

### Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

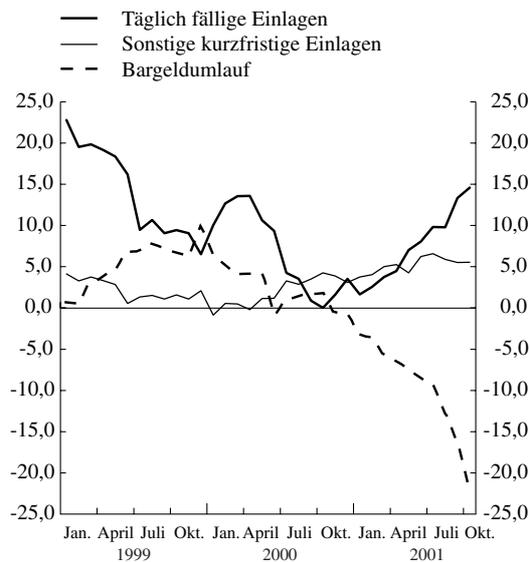
	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Okt.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
<b>M1</b>	6,8	5,7	2,6	2,4	3,9	5,3
darunter: Bargeldumlauf	3,6	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-14,6
darunter: Täglich fällige Einlagen	7,5	6,4	3,4	3,5	6,3	9,4
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	1,6	2,2	3,4	4,4	5,0	5,4
<b>M2</b>	4,0	3,8	3,0	3,5	4,5	5,4
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	7,7	6,5	9,2	9,8	15,7	20,8
<b>M3<sup>1)</sup></b>	4,5	4,2	3,8	4,3	6,0	7,4
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	3,7	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-14,4
Täglich fällige Einlagen	7,6	6,4	3,3	3,9	6,2	9,2
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	8,8	12,6	15,2	14,0	11,2	7,4
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	-3,3	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	4,0
Repogeschäfte	4,1	10,3	20,7	15,6	20,7	24,8
Geldmarktfondsanteile	2,8	1,8	5,4	11,2	20,5	29,7
Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	24,8	11,9	5,2	-0,7	-1,2	-3,1

Quelle: EZB.

1) Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente.

## Abbildung 6 Bargeldumlauf und kurzfristige Einlagen

(saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmontatsveränderungen in %)



Quelle: EZB.

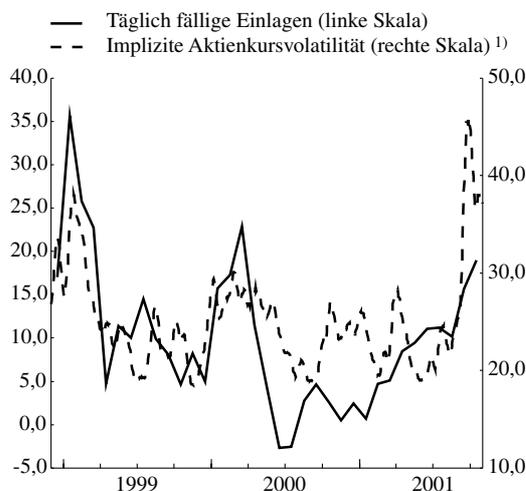
insbesondere in der saisonbereinigten und auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmontatsrate zum Ausdruck, die von 1,7 % im Januar 2001 auf 14,6 % im Oktober anstieg. Es gibt Anzeichen dafür, dass Bargeldbestände in großem Umfang in täglich fällige Einlagen umgeschichtet wurden. Die starke Zunahme dürfte auch mit der jüngsten Phase hoher Aktienkursvolatilität zusammenhängen, da täglich fällige Einlagen offenbar von den Anlegern dazu verwendet wurden, Geld für einen begrenzten Zeitraum zu „parken“. Aus Abbildung 7 geht hervor, dass täglich fällige Einlagen in der Vergangenheit anscheinend immer dann beträchtliche Zuwächse verzeichneten, wenn die Aktienmärkte von einer hohen Volatilität geprägt waren. Darüber hinaus könnte es sich bei dem jüngsten Anstieg der täglich fälligen Einlagen teilweise um eine Normalisierung im Gefolge einer moderaten Wachstumsphase dieser Einlagen handeln.

Die jährliche Wachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) blieb in den vergangenen Monaten relativ stabil; im Oktober betrug sie 5,4 %, verglichen mit einem Durchschnitt von 5,0 % im dritten

Quartal 2001. Hinter dieser Entwicklung verbergen sich allerdings deutliche Verschiebungen zwischen Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (nachstehend als „kurzfristige Spareinlagen“ bezeichnet) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (nachstehend als „kurzfristige Termineinlagen“ bezeichnet). Das jährliche Wachstum der kurzfristigen Spareinlagen erhöhte sich im Oktober auf 4,0 %, verglichen mit durchschnittlich 0,5 % im dritten Quartal 2001. Demgegenüber ging die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Termineinlagen von 11,2 % im dritten Quartal auf 7,4 % im Oktober zurück. Dies steht in Einklang mit der jüngsten Entwicklung der Zinsabstände im Kundengeschäft der Banken zwischen langfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) und kurzfristigen Spareinlagen sowie zwischen langfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren) und kurzfristigen Termineinlagen. Nachdem er im September 2000 seinen Hö-

## Abbildung 7 Implizite Aktienkursvolatilität und täglich fällige Einlagen im Euro-Währungsgebiet

(auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate; gleitender Zehntagesdurchschnitt)



Quellen: EZB und Bloomberg.

1) Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Optionspreisen des Dow Jones Euro STOXX 50 impliziert wird.

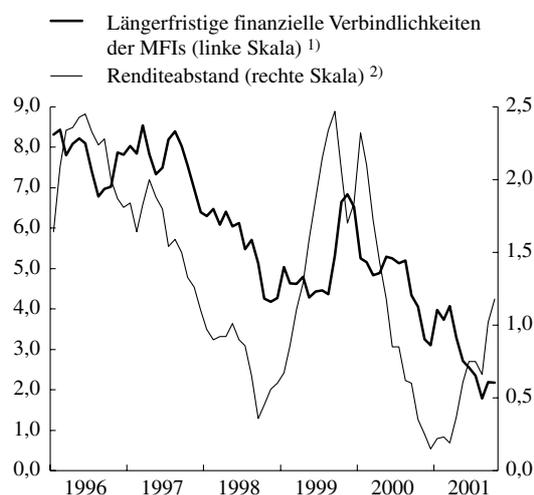
hepunkt erreicht hatte, verringerte sich der Abstand zwischen der Verzinsung langfristiger und kurzfristiger Spareinlagen im Kundengeschäft der Banken um 1,1 Prozentpunkte und lag im Oktober 2001 bei 0,7 Prozentpunkten. Dies war auf eine deutliche Verringerung des Zinssatzes im Kundengeschäft der Banken für langfristige Spareinlagen bei einem weitgehend stabilen Zinssatz für kurzfristige Spareinlagen im selben Zeitraum zurückzuführen (siehe Abbildungen 14 und 15). Daher gewannen die kurzfristigen Spareinlagen relativ gesehen an Attraktivität. Im Gegensatz dazu erhöhte sich im Kundengeschäft der Banken der Abstand zwischen der Verzinsung der langfristigen und der kurzfristigen Termineinlagen im September und Oktober geringfügig, nachdem er seit Ende 2000 relativ stabil gewesen war.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente stieg in den vergangenen Quartalen deutlich und belief sich im Oktober auf 20,8 %. Wie bereits angesprochen, resultierte der in den vergangenen Quartalen beobachtete starke Anstieg der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente in erster Linie aus Portfolioumschichtungen, die auf die anhaltende Schwäche der weltweiten Aktienmärkte und die im Jahr 2001 zumeist vergleichsweise flache Zinsstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen sind.

Die Portfolioumschichtungen spiegeln sich auch in der verhaltenen Entwicklung der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) der MFIs wider. Die jährliche Zuwachsrates dieser Verbindlichkeiten lag im Oktober bei 2,2 %, einem im historischen Vergleich außergewöhnlich niedrigen Niveau. Abbildung 8 ist zu entnehmen, dass sich die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen MFI-Verbindlichkeiten in den vergangenen Jahren im Großen und Ganzen entsprechend der Zinsstrukturkurve entwickelte. Sowohl die Tatsache, dass die Zinsstrukturkurve im historischen Vergleich im Jahr 2001 überwiegend relativ flach war, als auch die in der jüngeren Vergangenheit herrschende Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung an den Finanzmärkten

## Abbildung 8 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs und Renditeabstand

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Prozentpunkte)



Quelle: EZB.

- 1) Ohne Kapital und Rücklagen. Bei den Jahreswachstumsraten für die Zeit vor September 1998 handelt es sich um Schätzungen auf der Grundlage von längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) der in Deutschland, Spanien, Frankreich, den Niederlanden, Portugal und Finnland ansässigen MFIs.
- 2) Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und dem Dreimonats-EURIBOR.

ten trugen vermutlich dazu bei, dass das jährliche Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten bis Oktober 2001 verhalten blieb.

### Weitere Verlangsamung der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe von MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet blieb zwischen dem ersten und dritten Quartal 2001 im Durchschnitt weitgehend stabil (siehe Tabelle 2). Erst in jüngster Zeit war ein leichter Rückgang zu verzeichnen, und zwar auf 5,1 % im September und Oktober. Hinter dieser Gesamtentwicklung verbergen sich jedoch unterschiedliche Entwicklungen beim öffentlichen und privaten Sektor (siehe Abbildung 9).

Die jährliche Veränderungsrate der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte stieg

## Kasten 2

### Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2001

Die Veröffentlichung der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen für die nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum für den Zeitraum bis zum ersten Quartal 2001<sup>1</sup> ermöglicht eine Analyse der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieser Sektoren. Ein Überblick über diese Entwicklungen findet sich in den Tabellen A und B.

**Tabelle A: Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

	Finanzierung													
	Finanzierung der öffentlichen Haushalte						Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Finanzierung der privaten Haushalte <sup>3)</sup>			
	Kredite		Wertpapiere ohne Anteilsrechte		Im Bestand von MFIs im Euro-Währungsgebiet		Kredite		Wertpapiere ohne Anteilsrechte		Börsennotierte Aktien		Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet <sup>3)</sup>	
	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet						Von MFIs im Euro-Währungsgebiet							
<b>Jahreswachstumsrate (Stand am Ende des Berichtszeitraums)<sup>2)</sup></b>														
1998 Q4	6,0	3,3	-1,1	-0,4	4,5	3,2	7,0	8,8	8,5	8,6	5,0	8,9	9,1	
1999 Q1	5,9	3,5	-0,1	0,9	4,4	3,2	5,6	6,8	7,4	9,4	4,0	10,5	10,9	
Q2	5,9	3,0	0,0	0,7	3,8	-0,8	6,1	8,3	8,1	11,3	3,6	10,5	10,9	
Q3	6,0	2,1	-1,9	-0,3	3,1	1,8	7,0	7,9	7,5	14,3	5,3	11,0	11,2	
Q4	6,0	2,4	-1,2	0,4	3,1	2,4	6,8	8,2	7,0	14,7	4,7	10,4	10,7	
2000 Q1	5,9	2,2	-1,3	0,0	3,1	-0,9	7,0	11,4	9,4	10,0	2,8	9,6	9,7	
Q2	5,7	2,2	-1,6	-0,3	2,9	-4,6	6,9	11,5	9,3	12,8	2,4	8,6	8,7	
Q3	6,3	2,0	-1,8	-1,2	2,7	-7,9	8,6	14,2	11,1	14,1	3,5	7,8	8,0	
Q4	6,1	1,9	-1,4	-0,9	2,7	-10,6	8,2	14,4	10,8	19,4	3,0	7,3	7,4	
2001 Q1	6,0	1,4	-1,1	-0,4	1,8	-11,9	8,7	13,0	10,0	25,3	4,6	6,4	6,6	
<b>Anteil an der Finanzierung insgesamt per Q1/2001 (Bestände)</b>	100 %	31 %	6 %	5 %	24 %	8 %	48 %	21 %	18 %	3 %	22 %	21 %	19 %	

Quelle: EZB.

- 1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Zur Finanzierung zählen Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte, börsennotierte Aktien, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen.
- 2) Die Jahreswachstumsraten basieren auf den nicht saisonbereinigten Transaktionen und berücksichtigen daher keine Bewertungseffekte und Umgruppierungen.
- 3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

In diesem Kasten wird die Entwicklung der Gesamtverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren bis zum ersten Quartal 2001 betrachtet. Einen weiteren Schwerpunkt bilden die Hinweise auf eine Zunahme der von den nichtfinanziellen Sektoren getätigten Investitionen in Wertpapiere ohne Anteilsrechte sowie mögliche Verlagerungen von nichtmonetären Investmentzertifikaten in liquide Vermögenswerte in den ersten drei Monaten dieses Jahres.

#### Entwicklung der Gesamtverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

Im ersten Quartal 2001 blieb das jährliche Wachstum der Gesamtfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum mit 6,0 % weitgehend stabil, nachdem es im Vorquartal 6,1 % betragen hatte (siehe Tabelle A). Gleichzeitig setzte die Gesamtverschuldung des nichtfinanziellen Sektors (Gesamtfinanzierung abzüglich der Emission börsennotierter Aktien) mit einer Jahreswachstumsrate von 6,6 % im ersten Quartal 2001 (verglichen mit 7,2 % im vierten Quartal 2000) ihren Abwärtstrend fort. Insbesondere die Vorjahrsrate der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte fiel weiter auf 6,4 %, verglichen mit 7,3 % im vierten Quartal 2000 (siehe Abbildung). Die Jahresrate der Gesamtverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb

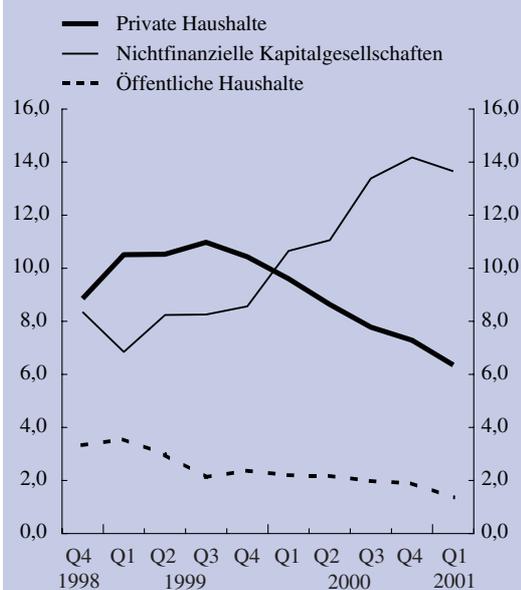
<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten sind Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des vorliegenden Monatsberichts zu entnehmen.

im ersten Quartal 2001 zwar mit 13,7 % nach wie vor hoch, wies jedoch gegenüber dem letzten Quartal 2000 (14,2 %) einen leichten Rückgang auf.

Die in den letzten Jahren aufgelaufene Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wird mit den in dieser Zeit intensiven Fusions- und Übernahmeaktivitäten und mit der Finanzierung der UMTS-Lizenzen im

### Verschuldung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Zur Verschuldung zählen Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet und sonstigen Finanzinstituten, Wertpapiere ohne Anteilsrechte, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen.

Jahr 2000 in Zusammenhang gebracht. Darüber hinaus könnten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen und sehr optimistischer Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge in einigen Wirtschaftsbereichen dazu geneigt haben, ihre Verschuldung zu erhöhen. Die Finanzierung der oben genannten außergewöhnlichen Transaktionen war vermutlich ausschlaggebend für die im zweiten Halbjahr 2000 und im ersten Quartal 2001 äußerst hohe Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (die sich im ersten Quartal 2001 auf 33 % der Gesamtverschuldung dieser Gesellschaften beliefen). Der Zuwachs der Gesamtverbindlichkeiten der öffentlichen Haushalte war nach wie vor relativ verhalten. Die jährliche Wachstumsrate fiel von 1,9 % im letzten Quartal 2000 auf 1,4 % im ersten Vierteljahr 2001. Vorläufige Angaben für den Zeitraum bis zum dritten Quartal 2001 deuten darauf hin, dass die Jahreswachstumsrate der Gesamtverschuldung des nichtfinanziellen Sektors im Jahresverlauf 2001 weiter rückläufig war, wofür eine Verlangsamung des Wachstums der Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte den Ausschlag gab.

### Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren

Die Jahreswachstumsrate der Geldvermögensbildung durch die nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum erhöhte sich in den ersten drei Monaten dieses Jahres auf 8,1 %, verglichen mit 7,1 % im vierten Quartal 2000 (siehe Tabelle B). Gemessen am BIP stieg die Geldvermögensbildung insgesamt von 10,4 % im ersten Quartal 2000 auf 17,9 % im ersten Quartal 2001.

In den ersten drei Monaten dieses Jahres stockten die nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet ihre Investitionen in Wertpapiere ohne Anteilsrechte erheblich auf. Die entsprechende Jahresrate stieg von 7,0 % im vierten Quartal 2000 auf 14,2 % im ersten Quartal 2001 und damit auf rund das Doppelte. Die Anlage der nichtfinanziellen Sektoren sowohl in kurzfristige Wertpapiere als auch in langfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte erhöhte sich deutlich. Die Zunahme des Erwerbs von Schuldverschreibungen durch die nichtfinanziellen Sektoren könnte durch eine Portfolioumschichtung von Anteilsrechten (vor allem an Investmentfonds, die in Aktien anlegen) in Wertpapiere ohne Anteilsrechte oder liquide Anlageformen gefördert worden sein, was auf die anhaltende Schwäche der weltweiten Aktienmärkte in diesem Zeitraum zurückzuführen ist. Darüber hinaus könnte es sein, dass große nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den vergangenen Quartalen kurzfristige Wertpapiere als Mittel zur vorübergehenden Liquiditätshaltung mit Blick auf die Finanzierung umfangreicher Transaktionen (Fusionen und Übernahmen oder Erwerb von UMTS-Lizenzen) verwendet haben.

**Tabelle B: Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

	Geldvermögensbildung										Nachrichtlich: M3
	Bargeld, Einlagen und kurzfristige marktfähige Finanzinstrumente	Bargeld und Einlagen <sup>3)</sup>	Kurzfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Geldmarktfondsanteile	Langfristige marktfähige Finanzinstrumente und versicherungstechnische Rückstellungen	Langfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile)	Versicherungstechnische Rückstellungen		
<b>Jahreswachstumsrate (Stand am Ende des Berichtszeitraums)<sup>2)</sup></b>											
1998 Q4	5,6	1,9	3,2	-22,7	-4,2	8,6	-4,9	6,3	31,2	8,7	4,9
1999 Q1	5,9	1,6	3,2	-26,0	-8,0	9,0	-0,8	5,6	27,7	8,6	5,5
Q2	6,2	1,9	2,8	-21,7	1,0	9,2	0,6	6,9	23,6	8,7	5,3
Q3	6,7	2,5	3,5	-22,5	-0,7	9,7	0,5	10,5	19,8	9,0	5,5
Q4	6,3	2,6	2,8	-5,4	3,1	8,8	3,3	7,8	14,1	9,7	5,5
2000 Q1	5,2	3,5	3,3	6,1	5,4	6,2	-1,1	5,1	8,2	9,9	5,5
Q2	5,2	3,1	3,4	14,7	-9,5	6,5	4,2	5,3	4,8	9,7	5,5
Q3	6,1	3,5	3,2	38,8	-8,0	7,6	7,6	8,8	2,9	9,3	4,5
Q4	7,1	3,1	2,9	18,8	-4,1	9,4	5,7	12,7	8,3	8,5	4,2
2001 Q1	8,1	4,4	3,1	48,0	4,1	10,1	10,7	13,7	8,1	7,6	3,8
<b>Anteil an der Geldvermögensbildung insgesamt per Q1/2001 (Bestände)</b>											
	100 %	37 %	34 %	1 %	2 %	62 %	11 %	19 %	11 %	22 %	34 %

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Die Wachstumsraten der Geldvermögensbildung basieren auf den nicht saisonbereinigten Transaktionen und berücksichtigen daher keine Bewertungseffekte und Umgruppierungen. Die Wachstumsrate von M3 ist ein um Saison- und Kalendereffekte bereinigter Quartalsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate.

3) Ohne Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs.

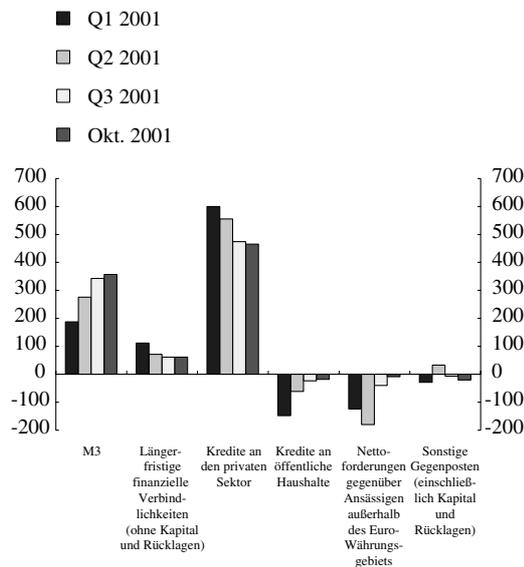
Bei der Jahreswachstumsrate der Anlage nichtfinanzieller Sektoren in Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile) war ein leichter Rückgang zu verzeichnen, und zwar von 8,3 % im vierten Quartal 2000 auf 8,1 % im ersten Vierteljahr 2001. Insbesondere die Investitionen in Anteile an Investmentfonds, die in Aktien anlegen, dürften aufgrund der Schwäche der weltweiten Aktienmärkte stark abgenommen haben. Verglichen mit den hohen Jahreswachstumsraten bis Ende 1999, als das Klima an den Aktienmärkten günstig war, wurde im Zuge der Abschwächung der Aktienmärkte seit Ende des ersten Quartals 2000 bedeutend weniger in Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile) investiert.

Das geringere Wachstum der Investitionen in Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile) ging allerdings mit einem anhaltend starken Anstieg der jährlichen Wachstumsrate der Anlage in börsennotierte Aktien von 12,7 % im Schlussquartal 2000 auf 13,7 % im folgenden Vierteljahr einher. Diese in den vergangenen Quartalen hohe Jahresrate spiegelt hauptsächlich die beträchtliche Zunahme der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen Bestände an börsennotierten Aktien infolge ausgeprägter Fusions- und Übernahmeaktivitäten wider. Ferner ist der leichte Anstieg der Jahresrate börsennotierter Aktien im ersten Quartal 2001 zum Teil auf Basiseffekte zurückzuführen, die aus einer Verringerung der Bestände an diesen Aktien im ersten Quartal 2000 resultieren. Parallel dazu scheinen die privaten Haushalte im ersten Quartal dieses Jahres ihre Investitionen in börsennotierte Aktien und nichtmonetäre Investmentzertifikate zugunsten sichererer und liquiderer Anlageformen reduziert zu haben.

Entsprechend der gestiegenen Präferenz der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet für sichere und liquide Vermögenswerte stieg die jährliche Wachstumsrate der Anlage nichtfinanzieller Sektoren in Geldmarktfondsanteile von -4,1 % im letzten Quartal 2000 auf 4,1 % im ersten Quartal 2001.

## Abbildung 9 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

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

im Laufe der letzten Quartale bis auf -0,9 % im Oktober. Dies hing in erster Linie mit einer Verlangsamung des Rückgangs der Jahresänderungsrate der MFI-Bestände an öffentlichen Schuldverschreibungen seit dem ersten Quartal 2001 zusammen.

Im Gegensatz dazu war die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor im Jahresverlauf 2001 rückläufig und lag im Oktober bei 6,8 %. Ausschlaggebend hierfür war der deutliche Rückgang der Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor von 9,1 % im ersten Quartal 2001 auf 6,4 % im Oktober. Demgegenüber verharrte die jährliche Zuwachsrate der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien, die vom privaten Nicht-MFI-Sektor begeben wurden, in den vergangenen Monaten auf einem hohen Stand (24,1 % im Oktober 2001).

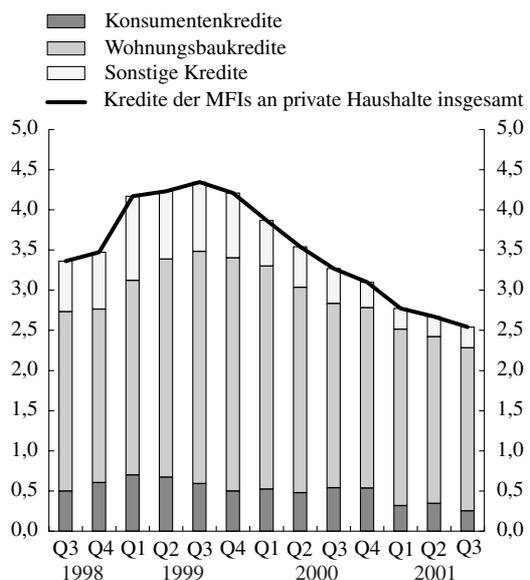
Eine Aufgliederung der Entwicklung der Kreditgewährung der MFIs im Euroraum an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften und private

Haushalte im Eurogebiet liegt für den Zeitraum bis zum dritten Quartal 2001 vor (siehe Tabelle 2).

Im dritten Quartal 2001 war die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an die privaten Haushalte weiter rückläufig; sie betrug 5,9 %, verglichen mit 6,3 % im Vorquartal. Dies war insbesondere der deutlichen Verringerung der jährlichen Wachstumsrate der Konsumentenkredite zuzuschreiben. Gemessen am BIP nahm die jährliche Finanzierung privater Haushalte über von MFIs vergebene Konsumentenkredite in den letzten Quartalen ab (siehe Abbildung 10). Dieser Rückgang dürfte damit zusammenhängen, dass sich die Konjunkturlage und das Verbrauchervertrauen im Laufe dieses Jahres verschlechtert haben. Die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite lag im dritten Quartal 2001 bei 7,5 %, nachdem sie im Vorquartal 7,7 % betragen hatte. Der relativ ausgeprägte Rückgang der Zinsen im Kundengeschäft der Banken für Wohnungsbaukredite von durchschnittlich

## Abbildung 10 Kredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(jährliche Transaktionen in Relation zum BIP in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Für das dritte Quartal 2001 wurde das nominale BIP unter der Annahme berechnet, dass die jährliche Änderungsrate des BIP-Deflators derjenigen im zweiten Quartal 2001 entspricht.

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

	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Okt.
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>	5,0	3,7	3,8	3,1	2,2	2,2
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	2,7	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	5,8	10,9	12,2	8,2	1,2	-4,8
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	6,9	5,3	6,2	5,2	4,2	4,6
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	6,7	6,1	5,6	5,4	5,5	5,1
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	-3,4	-7,0	-7,4	-5,3	-1,9	-0,9
Wertpapiere ohne Aktien	-5,7	-10,5	-12,3	-8,2	-2,4	-0,8
Buchkredite	-0,1	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-1,2
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	10,2	10,5	9,8	8,8	7,8	6,8
Wertpapiere ohne Aktien	12,7	17,9	18,7	23,4	24,2	24,1
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	17,6	17,5	13,6	7,9	4,1	2,2
Buchkredite	9,5	9,6	9,1	8,3	7,4	6,4
<i>Nachrichtlich: Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren (Quartalsendstände)<sup>1)</sup></i>						
<i>An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</i>	11,1	10,8	10,0	9,1	7,5	.
<i>An private Haushalte</i>	8,0	7,4	6,6	6,3	5,9	.
<i>Konsumentenkredite<sup>2)</sup></i>	8,0	8,0	4,6	5,0	3,6	.
<i>Wohnungsbaukredite<sup>2)</sup></i>	9,0	8,6	8,3	7,7	7,5	.
<i>Sonstige Kredite</i>	5,0	3,6	3,0	2,9	3,0	.

Quelle: EZB.

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

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

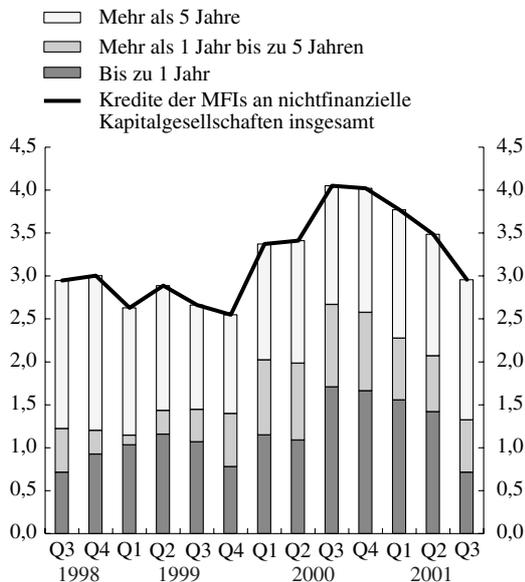
6,5 % im vierten Quartal 2000 auf 5,9 % Ende des dritten Quartals 2001 – ein im historischen Vergleich niedriges Niveau – könnte die anhaltend relativ hohe Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite unterstützt haben.

Der Kreditbedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich im Jahresverlauf 2001 beträchtlich, nachdem er im zweiten Halbjahr 2000 außergewöhnlich hoch gewesen war. Die Jahresrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nahm von 9,1 % im zweiten Quartal auf 7,5 % im dritten Quartal 2001 ab (siehe Tabelle 2). Dies war zum Teil auf Basiseffekte im Zusammenhang mit der Finanzierung der UMTS-Lizenzen vor einem Jahr zurückzuführen. Gemessen am BIP ging die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (jährliche

Transaktionen) über Kredite von MFIs im Eurogebiet von 3,5 % im zweiten Quartal 2001 und 4,0 % Ende letzten Jahres auf 3,0 % zurück (siehe Abbildung 11). Dieser Rückgang hing mit der Abschwächung des Wirtschaftswachstums und der Abnahme der Fusions- und Übernahmeaktivitäten zusammen. Ferner könnte die Finanzierung über MFI-Kredite im Jahr 2001 zum Teil von der Emission von Unternehmensanleihen abgelöst worden sein, da der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum 2001 meist relativ hoch geblieben ist.

Schließlich erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums im Oktober weiter, und zwar um

**Abbildung 1 I**  
**Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet**  
 (jährliche Transaktionen in Relation zum BIP in %)



Quelle: EZB.  
 Anmerkung: Für das dritte Quartal 2001 wurde das nominale BIP unter der Annahme berechnet, dass die jährliche Änderungsrate des BIP-Deflators derjenigen im zweiten Quartal 2001 entspricht.

16,8 Mrd €, verglichen mit 41,9 Mrd € im September. Im Zwölfmonatszeitraum bis Oktober 2001 gingen die Nettoforderungen der MFIs im Euroraum gegenüber Gebietsfremden um 8,4 Mrd € zurück, verglichen mit einem Rückgang um 39,9 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis September. Dies entspricht auch den Angaben der Zahlungsbilanz, in der für den Zeitraum von Juni bis September 2001 (Angaben für Oktober liegen noch nicht vor) insgesamt Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen ausgewiesen werden. Diese Verbesserung resultierte hauptsächlich aus Netto-Kapitalzuflüssen bei den Dividendenwerten, vor allem im September, als neben dem Erwerb von Dividendenwerten durch Gebietsfremde Ansässige des Euro-Währungsgebiets Aktienanlagen von außerhalb in den Euro-Raum zurückverlagerten.

**Dynamisches M3-Wachstum dürfte keine Risiken für die Preisstabilität bergen**

Insgesamt gesehen ist der starke Anstieg der Jahreswachstumsrate von M3 in den vergangenen Monaten offenbar vor allem auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen und dürfte daher keine Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Preisstabilität bergen. Diese Annahme wird auch von der kontinuierlichen Verringerung des jährlichen Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet untermauert. Insbesondere die Tatsache, dass die Geldmengen- und Kreditentwicklung nicht parallel zueinander verliefen, untermauert die Einschätzung, dass die jüngste Entwicklung von M3 hauptsächlich auf die Entwicklungen an den weltweiten Aktienmärkten, die erhebliche Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den Terroranschlägen am 11. September und die vergleichsweise flache Zinsstrukturkurve während eines großen Teils des Jahres 2001 zurückzuführen sein dürfte. Allerdings muss die Geldmengenentwicklung in den kommenden Monaten genau analysiert werden, vor allem um die Einschätzung zu überprüfen, dass es sich bei der ausgeprägten Dynamik des M3-Wachstums tatsächlich um ein vorübergehendes Phänomen handelt.

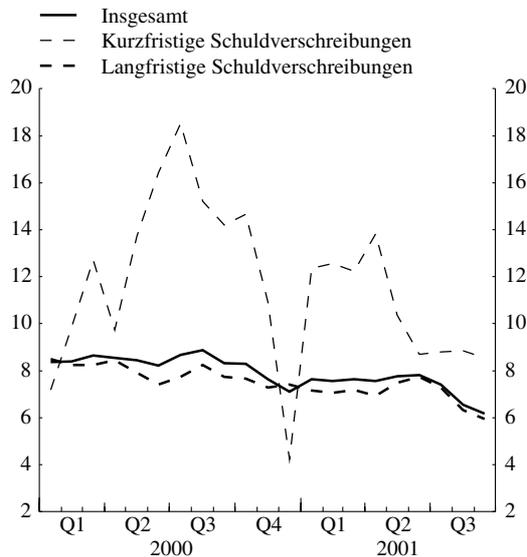
**Emission von Schuldverschreibungen im dritten Quartal 2001 rückläufig**

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ging von 7,7 % im zweiten Quartal dieses Jahres auf 6,7 % im dritten Quartal zurück. Dies war auf ein schwächeres jährliches Wachstum des Umlaufs sowohl an langfristigen Schuldverschreibungen (das von 7,4 % im zweiten Quartal 2001 auf 6,5 % im dritten Quartal fiel) wie auch an kurzfristigen Schuldverschreibungen (das sich im selben Zeitraum von 11,0 % auf 8,7 % verringerte) zurückzuführen (siehe Abbildung 12).

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs

**Abbildung 12**  
**Umlauf an Schuldverschreibungen von**  
**Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

an von Ansässigen des Euroraums begebenen Euro-Schuldverschreibungen im dritten Quartal 2001 unverändert bei 6,2 % lag. Am Ende des dritten Quartals lauteten 91,4 % des Umlaufs an von Ansässigen des Euroraums begebenen Schuldverschreibungen auf Euro, verglichen mit einem Anteil von 91,0 % am Ende des Vorquartals.

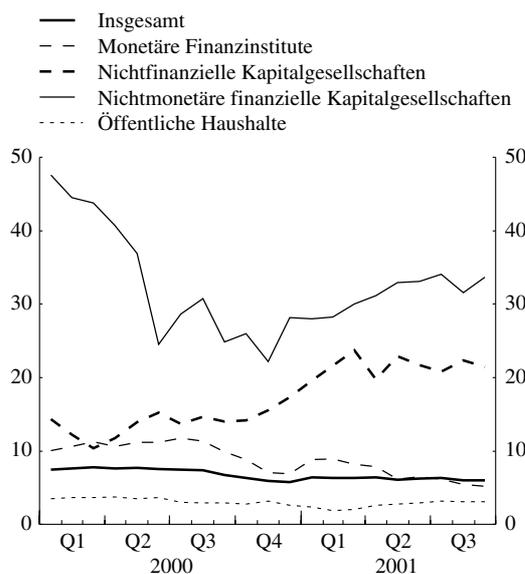
Der Anteil der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Euro-Schuldverschreibungen am gesamten Umlauf an Euro-Schuldverschreibungen belief sich am Ende des dritten Quartals 2001 auf 11,3 %. Er blieb im Vergleich mit dem Stand am Ende des Vorquartals (11,5 %) weitgehend unverändert.

Bei der Aufgliederung nach Emittentengruppen war bei der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von MFIs begebenen Euro-Schuldverschreibungen ein Rückgang von 6,9 % im zweiten Quartal 2001 auf 5,6 % im dritten Quartal zu verzeichnen (siehe Abbildung 13). Die durchschnittliche

jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen blieb mit rund 21,5 % zwischen dem zweiten und dritten Quartal stabil. Gleichzeitig stieg die durchschnittliche Jahresrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen im dritten Quartal auf 33,1 %, gegenüber 32,4 % im Vorquartal. Die verminderte Emissionstätigkeit seitens der MFIs dürfte teilweise auf die nachlassende Nachfrage des Unternehmenssektors nach Krediten und Buchkrediten aufgrund der gedrosselten Konjunktur zurückzuführen sein. Darüber hinaus könnte das in den vergangenen Monaten relativ starke M3-Wachstum den Bedarf der MFIs an alternativen Finanzierungsinstrumenten verringert haben. Hinzu kamen auch noch die schwierigen Emissionsbedingungen an den Wertpapiermärkten nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten, die Ende September einen bremsenden Effekt auf die Wertpapieremission gehabt haben dürften.

**Abbildung 13**  
**Umlauf an auf Euro lautenden Schuld-**  
**verschreibungen von Ansässigen im**  
**Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

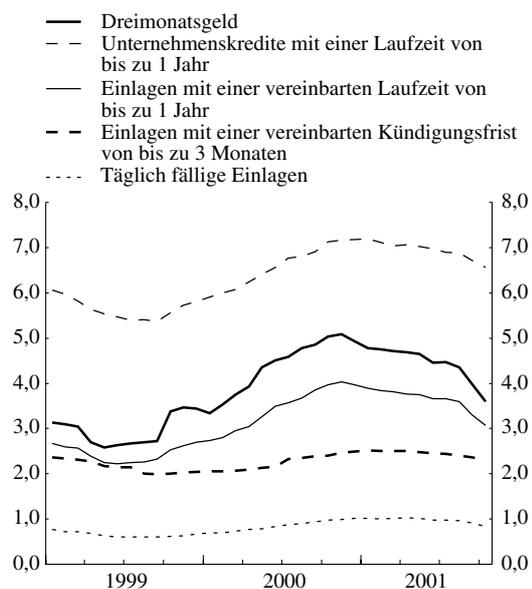
Die Emission von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen durch die öffentlichen Haushalte erhöhte sich im dritten Quartal dieses Jahres und setzte damit den im Vorquartal beobachteten Trend fort. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an vom öffentlichen Sektor begebenen Euro-Schuldverschreibungen lag im Berichtsquartal bei 2,7 %, verglichen mit 2,4 % im Vorquartal. In dieser Entwicklung spiegelt sich die leichte Verschlechterung der staatlichen Finanzierungssalden im laufenden Jahr wider (siehe „Entwicklung der öffentlichen Finanzen“).

### Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Herbst weiter rückläufig

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken fielen während des dritten Quartals und im Oktober dieses Jahres weiter und setzten damit den seit Ende 2000 verzeichneten Abwärtstrend fort (siehe Abbildung I4). Der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von

### Abbildung I4 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

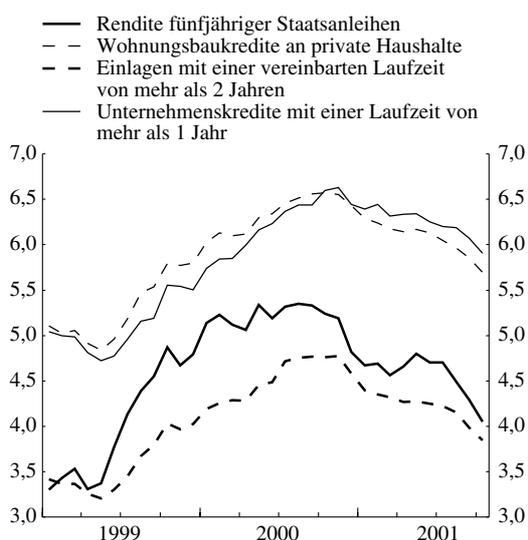
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

### Abbildung I5 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

bis zu einem Jahr ging zwischen Juni und Oktober 2001 um rund 60 Basispunkte zurück. Im selben Zeitraum fiel der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um etwa 40 Basispunkte. Diesem Rückgang der Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken stand eine zwischen Juni und Oktober 2001 verzeichnete Verringerung des durchschnittlichen Geldmarktsatzes für Dreimonatsgeld um 85 Basispunkte gegenüber. Diese in den vergangenen Monaten zu beobachtende unterschiedliche Entwicklung der Zinssätze im Kundengeschäft und der Geldmarktsätze stimmt mit der üblichen Verzögerung überein, mit der die Zinssätze im Kundengeschäft den Geldmarktsätzen folgen, könnte aber auch das erhöhte Kreditrisiko in der Wirtschaft widerspiegeln haben.

Auch die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren in den letzten Monaten weiterhin rückläufig. Zwischen Juni und Oktober 2001 gingen der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, der durch-

schnittliche Satz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und der für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um rund 40 Basispunkte zurück. Gleichzeitig sank die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um etwa 90 Basispunkte. Eine Erklärung für das vergleichsweise etwas schwächere Durchschlagen der Kapitalmarktsätze auf die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken könnte sein, dass die Banken nicht sicher waren, ob der Rückgang der Kapitalmarktsätze im Gefolge der Terroranschläge vom September anhalten würde.

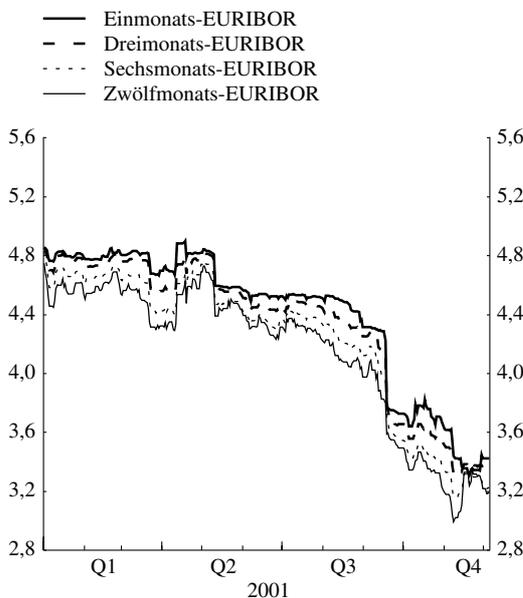
### Geldmarktzinsen im Herbst rückläufig

Die Geldmarktzinsen fielen im Herbst dieses Jahres vor allem bei den kürzeren Laufzeiten und setzten damit den seit Herbst 2000 verzeichneten Abwärtstrend fort (siehe Abbildung I6). Diese Abwärtsbewegung im laufenden Jahr bringt zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer verstärkt mit einer Abnahme des mittelfristigen Inflationsdrucks im Euroraum und einer damit einhergehenden Senkung der EZB-Leitzinsen rechneten. Im Verlauf des Monats November und Anfang Dezember fielen die Zinssätze vor allem bei den kurzen Laufzeiten weiter. Infolgedessen flachte sich die negative Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im November ab. Darüber hinaus stieg der implizite EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im nächsten Jahr leicht an.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz entsprach mit wenigen Ausnahmen, die teilweise auf unzureichende Bietungsvolumen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems zurückzuführen waren, weitgehend dem im Herbst 2001 für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz. Die Zweiwochen-Sätze fielen Anfang November leicht und erreichten Stände unter dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Mindestbietungssatz von 3,75 %, da die Marktteilnehmer verstärkt mit einer Senkung der EZB-Leitzinsen am 8. November rechneten. Nachdem die EZB den Mindestbietungssatz auf 3,25 % gesenkt hatte, pen-

### Abbildung I6 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

delten sich die Zweiwochen-Sätze knapp über diesem Satz ein.

Mit einer Ausnahme lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei allen im November und Anfang Dezember abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften nicht mehr als 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz; damit setzte sich der im Jahresverlauf über weite Strecken vorherrschende Trend fort. In dem am 14. November abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 3,37 % bzw. 3,40 %, also 12 bzw. 15 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Diese verhältnismäßig große Abweichung des marginalen und des durchschnittlichen Zuteilungssatzes vom Mindestbietungssatz war auf das unzureichende Bietungsvolumen im vorangegangenen Tendersverfahren zurückzuführen (siehe Kasten 3).

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR fielen zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 22 bzw. 17 Basispunkte

### Kasten 3

#### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Während der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft ab, deren Ergebnisse in der folgenden Übersicht zusammengefasst sind.

#### Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG <sup>1)</sup>	24.10.2001	07.11.2001	73,9	61,0	1,21	333	3,75	3,75	3,76
HRG <sup>1)</sup>	31.10.2001	14.11.2001	99,6	66,0	1,51	254	3,75	3,75	3,76
HRG <sup>1)</sup>	07.11.2001	21.11.2001	38,4	38,4	1,00	201	3,75	3,75	3,75
HRG <sup>1)</sup>	14.11.2001	28.11.2001	174,7	116,0	1,51	401	3,25	3,37	3,40
HRG <sup>1)</sup>	21.11.2001	05.12.2001	63,2	17,0	3,72	286	3,25	3,26	3,27
LRG <sup>2)</sup>	25.10.2001	31.01.2002	42,3	20,0	2,12	200	-	3,50	3,52

Quelle: EZB.

1) Hauptrefinanzierungsgeschäft.

2) Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft.

Bei dem am 7. November abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft beliefen sich die abgegebenen Gebote auf insgesamt 38,4 Mrd € und lagen damit deutlich unter der für eine reibungslose Erfüllung des Mindestreserve-Solls erforderlichen Höhe. Trotz dieses unzureichenden Bietungsvolumens führten die Zuteilungsbeträge und andere Liquiditätsfaktoren dazu, dass die Banken im verbleibenden Zeitraum der Mindestreserve-Erfüllungsperiode die Spitzenrefinanzierungsfazilität nicht in Anspruch nehmen mussten, um ihr Reserve-Soll zu erfüllen. Allerdings endete die Erfüllungsperiode mit zwei ausstehenden Tendergeschäften in sehr unterschiedlicher Höhe (116 Mrd € und 17 Mrd €). Daher musste in der nachfolgenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode ein Refinanzierungsgeschäft durchgeführt werden, um das Volumen der beiden Tender auszugleichen.

Während der ersten beiden Wochen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode blieb der EONIA weitgehend stabil und lag geringfügig über dem Mindestbietungssatz von 3,75 %. Wegen des Kalendereffekts am Monatsende stieg er jedoch am 31. Oktober zeitweilig auf 3,84 % an. Aufgrund des unzureichenden Bietungsvolumens bei dem am 7. November abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft erhöhte sich der EONIA auf nahezu 3,85 %; dies spiegelte die Erwartung der Marktteilnehmer wider, dass sich die Liquiditätsbedingungen am Ende der Erfüllungsperiode möglicherweise verschärfen könnten. Als der EZB-Rat am 8. November beschloss, die Leitzinsen um 50 Basispunkte zu senken, ging der EONIA vorübergehend auf 3,73 % zurück. Nach dem am 13. November durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäft sank der EONIA in etwa auf das Niveau des neuen Mindestbietungssatzes von 3,25 %; in dieser Entwicklung schlug sich die Einschätzung der Marktteilnehmer nieder, dass die Wahrscheinlichkeit, am Ende der Erfüllungsperiode auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zugreifen zu müssen, deutlich gesunken war. Während der verbleibenden Zeit der Erfüllungsperiode blieb der EONIA weitgehend auf diesem Stand. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer sehr geringen Netto-Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von rund 0,4 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten (126,7 Mrd €) und dem Mindestreserve-Soll (126,1 Mrd €) betrug 0,60 Mrd €.

Die autonomen Faktoren (das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren) entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 65,5 Mrd € (Posten (b) in der

folgenden Tabelle). Die tägliche Summe der autonomen Faktoren schwankte zwischen 55,9 Mrd € und 77,8 Mrd €. Die für die entsprechende Mindestreserveperiode veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 63,1 Mrd € und 76,8 Mrd €. Die tatsächlichen Zahlen waren im Endeffekt in vier von fünf Fällen niedriger als die Schätzungen; die Differenz betrug maximal 3,2 Mrd €.

### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Oktober bis 23. November 2001

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>192,5</b>	<b>0,3</b>	<b>+ 192,2</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	132,3	-	+ 132,3
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+ 60,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,3	- 0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	-
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>385,0</b>	<b>450,5</b>	<b>- 65,5</b>
Banknotenumlauf	-	311,3	- 311,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	46,1	- 46,1
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	385,0	-	+ 385,0
Sonstige Faktoren (netto)	-	93,1	- 93,1
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>126,7</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>126,1</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

auf 3,42 % bzw. 3,35 %. Am 29. November stieg der Einmonats-Satz aufgrund des üblichen „Jahresultimoeffekts“ um rund 10 Basispunkte an. Im Vorjahr hatte dieser Effekt zu einem Anstieg um etwa 15 Basispunkte geführt.

Die marginalen und die durchschnittlichen Zuteilungssätze bei den im Oktober und November 2001 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems entsprachen wie üblich weitgehend den zum jeweiligen Zeitpunkt vorherrschenden Dreimonatszinssätzen. In dem am 29. November abgewickelten Geschäft lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 3,32 % bzw. 3,34 %, d. h. jeweils 18 Basispunkte unter den entsprechenden Zuteilungssätzen bei dem am 25. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt gingen der Sechsmontats- und der Zwölfmonats-EURIBOR Anfang November zurück. Allerdings stiegen sie im Zeitraum nach dem Beschluss vom 8. November 2001, die EZB-Leitzinsen zu senken, wieder leicht an und beliefen sich am 5. Dezember auf 3,23 % bzw. 3,19 %. Damit lagen sie 12 Basispunkte bzw. 1 Basispunkt unter ihren Ständen vom 31. Oktober.

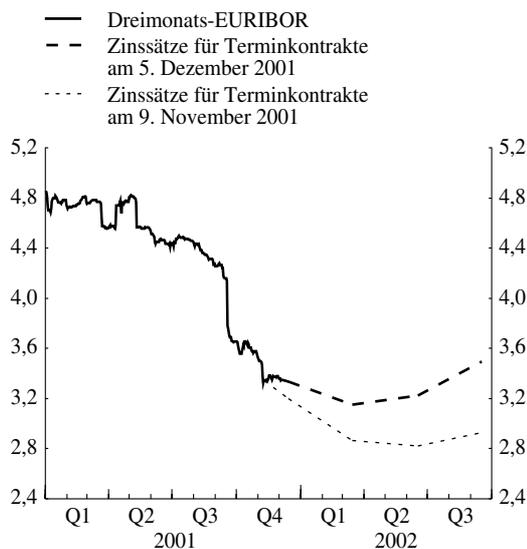
Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, waren bis Mitte November weiter rückläufig. Mitte November stiegen jedoch die impliziten Zinssätze für Terminkontrakte vor dem Hintergrund einer ausgeprägten Volatilität, wobei der Anstieg bei den längeren Laufzeiten am deutlichsten ausfiel. Insgesamt gesehen erhöhten sich die Zinssät-

ze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März und Juni 2002 zum Ausdruck kommen, im Zeitraum zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 13 bzw. 28 Basispunkte und lagen am 5. Dezember bei 3,15 % bzw. 3,22 % (siehe Abbildung 17).

Die Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die in den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2001 sowie März und Juni 2002 zum Ausdruck kommt, kann als ein Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer im Hinblick auf die erwartete Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR für den Zeitraum vor dem jeweiligen Fälligkeitsdatum gesehen werden. Die implizite Volatilität dieser Zinssätze hat seit dem letzten Sommer, vor allem im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten am 11. September, deutlich zugenommen, worin sich die gestiegene Unsicherheit hinsichtlich des Wirtschaftswachstums weltweit nach diesen Ereignissen manifestiert (siehe Abbildung 18). Nach Bekanntgabe des Beschlusses

### Abbildung 17 Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

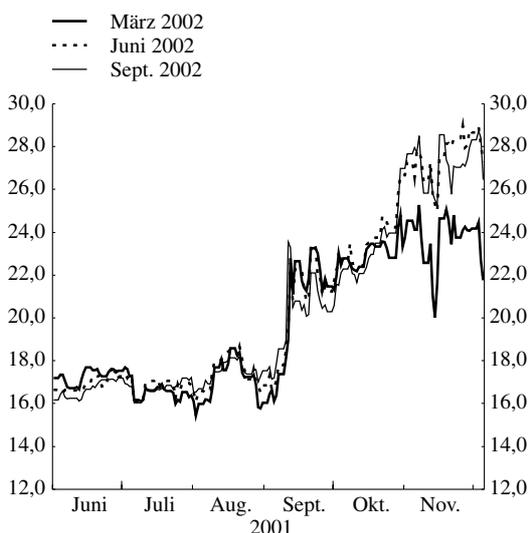


Quelle: Reuters.

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

### Abbildung 18 Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

vom 8. November, die EZB-Leitzinsen zu senken, nahm die implizite Volatilität des Terminkontrakts mit Fälligkeit im Dezember 2001 deutlich ab. Die implizite Volatilität der Terminkontrakte mit Fälligkeit im März und Juni 2002 verharrte jedoch im Verlauf des Monats November und Anfang Dezember auf einem hohen Niveau.

### Kehrtwende beim Abwärtstrend der Renditen langfristiger Staatsanleihen im November

Nachdem die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum vom Juli bis Oktober 2001 mehr oder weniger ununterbrochen rückläufig gewesen waren, stiegen sie im November steil an. Am 5. Dezember belief sich die Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen des Euro-raums auf knapp 4,9 %. Damit lag sie rund 30 Basispunkte höher als Ende Oktober und in der Nähe ihres Standes vom Jahresende 2000 (siehe Abbildung 19). Der Trend bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten glich weitgehend der

in den vergangenen Monaten im Eurogebiet zu beobachtenden Entwicklung. Die im Verlauf des Novembers in den USA registrierte Aufwärtsbewegung fiel jedoch deutlicher aus. Dies hatte zur Folge, dass der seit Ende Juli negative Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet das Vorzeichen wechselte und von rund -15 Basispunkten Ende Oktober auf +10 Basispunkte am 5. Dezember stieg. Der jüngste Anstieg der Langfristzinsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten dürfte einen Rückgang der Unsicherheit sowie die Wahrnehmung geringerer Abwärtsrisiken im Hinblick auf die Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft und die Konjunkturaussichten für die beiden Wirtschaftsräume widerspiegeln. Tatsächlich scheinen die höheren Anleiherenditen zu einem beträchtlichen Teil auf einer Umkehrung der durch die Terroranschläge vom September ausgelösten Portfolioumschichtung von Aktien in sicherere Anleihen

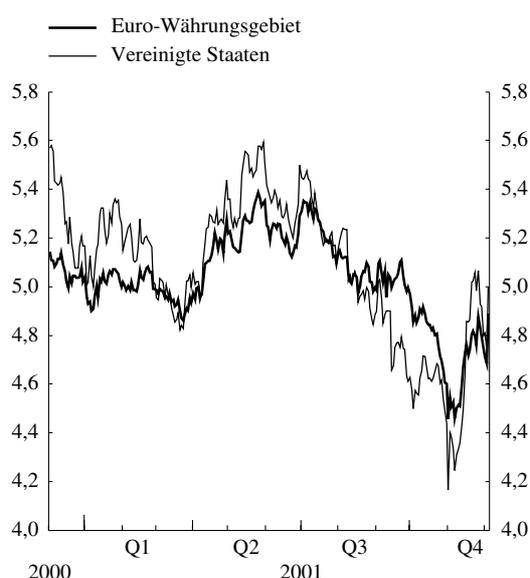
zu beruhen. Dafür spricht auch das unlängst erfolgte starke Anziehen der Aktienkurse weltweit, das auf eine Verminderung der von den Anlegern für das Halten von Aktien geforderten Risikoprämie hinweisen könnte.

In den Vereinigten Staaten lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am 5. Dezember bei rund 5 % und hatten damit gegenüber Ende Oktober insgesamt nahezu 55 Basispunkte zugelegt, wodurch sich der seit Juli zu verzeichnende Rückgang umkehrte. Dieser Renditeanstieg bei den zehnjährigen Staatsanleihen schien das Ergebnis eines Zusammenwirkens verschiedener Faktoren zu sein, darunter insbesondere die unter den Marktteilnehmern aufkeimende Erwartung einer sich schneller als ursprünglich vorhergesehen einstellenden konjunkturellen Erholung im Verlauf des Jahres 2002, nachdem die veröffentlichten Wirtschaftsdaten besser als erhofft ausgefallen waren. Analog zu dieser Einschätzung zog die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um etwa 45 Basispunkte auf rund 3,5 % an; damit lag sie lediglich 25 Basispunkte unter ihrem Jahresendstand 2000. Die geplanten expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen könnten auch eine größer als ursprünglich erwartet ausfallende Emission von Staatsanleihen nach sich ziehen und somit zu einem Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen führen. Wie schon erwähnt könnte die Umkehrung der Flucht aus den Aktienmärkten in sichere Anleihemärkte in beträchtlichem Maße zum jüngsten Anstieg beigetragen haben. Daher dürfte das Anwachsen der Breakeven-Inflationsrate (die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen zehnjährigen Anleihen errechnet) zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember wohl eher darauf zurückzuführen sein, dass sich aufgrund von Liquiditätsunterschieden an den genannten Märkten die Flucht in sichere Häfen unterschiedlich auf reale und nominale Renditen auswirkte, und weniger darauf, dass sich die Inflationserwartungen änderten.

In Japan erhöhten sich zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ebenfalls um etwa 45 Basispunkte auf rund 3,5 % an; damit lag sie lediglich 25 Basispunkte unter ihrem Jahresendstand 2000.

### Abbildung 19 Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

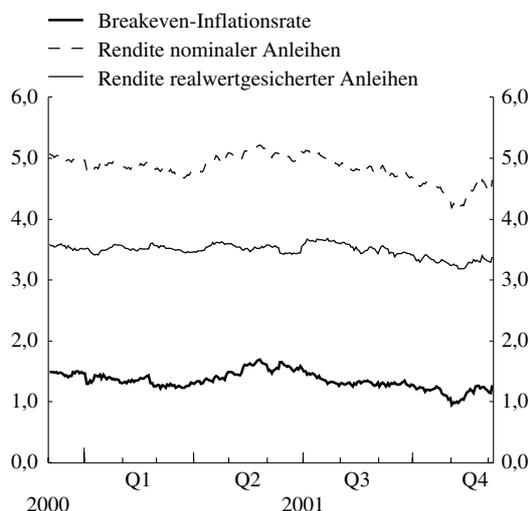
jähriger Staatsanleihen, die sich während der letzten Monate innerhalb einer Bandbreite von 1,3 % und 1,4 % bewegten, um rund 5 Basispunkte und lagen am letztgenannten Datum bei 1,4 %. Dieser Anstieg vollzog sich trotz einer weiteren Eintrübung der Konjunkturaussichten und sich verstärkender deflationärer Tendenzen in der japanischen Wirtschaft. Offensichtlich wurde der von diesen konjunkturellen Faktoren ausgehende Abwärtsdruck durch die Reaktion der Marktteilnehmer auf den erhöhten, vom aktuellen finanz- und geldpolitischen Kurs ausgehenden Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen sowie auf die von den Rating-Agenturen kürzlich vorgenommene Herabstufung der langfristigen Schulden Japans mehr als ausgeglichen.

Im Euro-Währungsgebiet ging der jüngste Anstieg der Langfristzinsen offensichtlich ebenfalls in erster Linie auf die Umkehr der durch die Flucht in sichere Anlagen ausgelösten Effekte zurück. Da in unruhigen Zeiten die Anleger gewöhnlich die liquidesten nominalen Anleihen als sicheren Hafen bevorzugen, fällt der Wiederanstieg der Renditen nominaler Anleihen tendenziell stärker aus als jener vergleichbarer realwertgesicherter Anleihen, wenn die Anleger ihre „Safe-haven“-Positionen wieder auflösen. Daher ist es unwahrscheinlich, dass sich hinter dem Anstieg der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate (der Differenz zwischen den Renditen nominaler und indexgebundener zehnjähriger französischer Staatsanleihen) von nahezu 20 Basispunkten zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember veränderte Inflationserwartungen verbergen (siehe Abbildung 20). Die Zunahme der realen Rendite zehnjähriger indexierter französischer Staatsanleihen um 15 Basispunkte während dieses Zeitraums lässt hingegen darauf schließen, dass neben den „Safe-haven“-Effekten auch veränderte Wachstumserwartungen eine Rolle bei den Entwicklungen an den Anleihemärkten im Eurogebiet gespielt haben dürften. Im Hinblick darauf ist allerdings bei der Interpretation der jüngsten Entwicklungen der Renditen dieser Anleihen größere Vorsicht als gewöhnlich geboten, da das französische Schatzamt

## Abbildung 20

### Breakeven-Inflationsrate, berechnet für Verbraucherpreise in Frankreich

(in %; Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer festverzinslicher Staatsanleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

kürzlich eine neue Anleihe, die an den HVPI des Euroraums unter Ausschluss von Tabakwaren gekoppelt ist, begeben hat. Mit einem Teil der neuen Emission wurden bestehende Anleihen ausgetauscht, was sich auf die Liquidität des letztgenannten Instruments ausgewirkt haben dürfte.

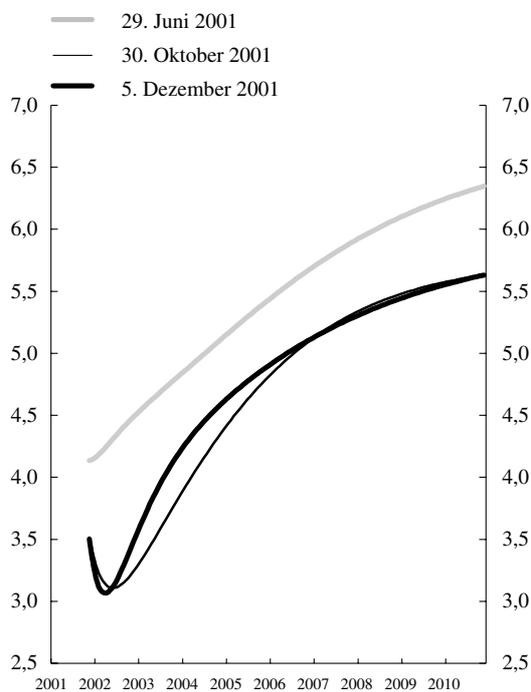
Da die Kurzfristzinsen sanken und die Renditen langfristiger Anleihen stiegen, hat sich der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonats-EURIBOR zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um mehr als 45 Basispunkte auf einen Stand von 155 Basispunkte ausgeweitet. Darüber hinaus kehrte sich die Differenz zwischen den Renditen zweijähriger Anleihen und dem Dreimonats-EURIBOR zum ersten Mal seit Ende November 2000 ins Positive (auf +30 Basispunkte). Diese Entwicklung bei der Zinsstrukturkurve lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer nicht damit rechnen, dass die Kurzfristzinsen so lange wie ursprünglich angenommen so niedrig bleiben werden. Infolgedessen veränderte sich zwi-

schen Ende Oktober und dem 5. Dezember die Kurve der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld im kurz- und mittelfristigen Laufzeitenbereich (siehe Abbildung 21).

Auch die Entwicklung des Renditeabstands zwischen langfristigen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und vergleichbaren Staatsanleihen deutete darauf hin, dass die Risikoaversion unter den Anlegern im November rückläufig war. Bemerkenswert ist, dass diese Abstände zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um rund 55 Basispunkte auf einen Stand fielen, der unter dem in den Tagen vor den Terroranschlägen vom 11. September vorherrschenden Niveau lag (siehe Abbildung 22). Allerdings blieb die Renditediffe-

**Abbildung 21**  
**Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)

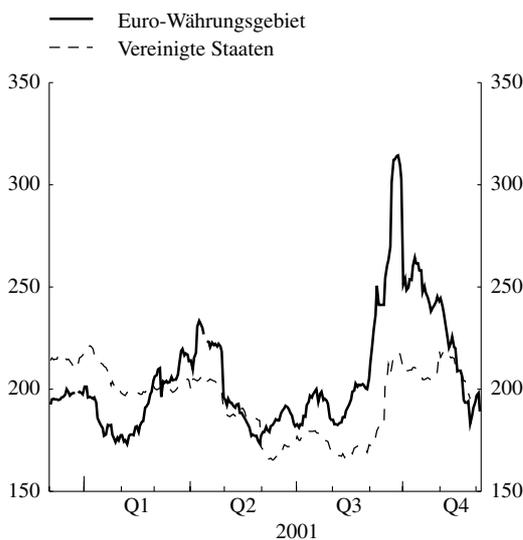


Quelle: EZB-Schätzung.

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

**Abbildung 22**  
**Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten**

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

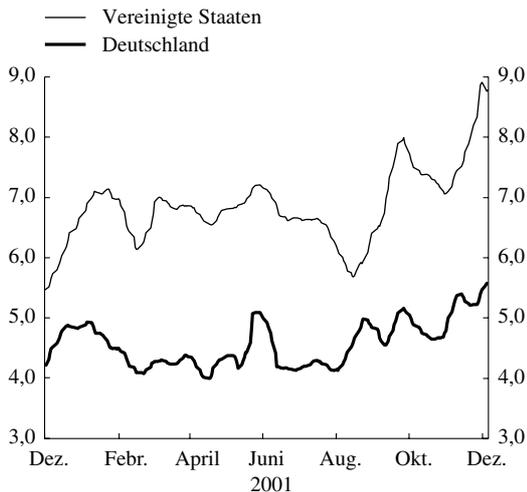
renz über dem während der vergangenen Jahre registrierten Durchschnitt, was möglicherweise eine allgemeine Zunahme des Verschuldungsgrads der Unternehmen widerspiegelt (siehe Kasten 2).

Der Grad an Unsicherheit unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der Renditen langfristiger Staatsanleihen des Euroraums nahm in den vergangenen Monate leicht zu. Dies zeigte sich an der Entwicklung der impliziten Volatilität zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die aus den Preisen für Optionen auf Terminkontrakte auf Bundesanleihen abgeleitet wird (siehe Abbildung 23). Am 5. Dezember lag dieser Indikator für die unter den Marktteilnehmern vorherrschende Unsicherheit hinsichtlich der auf kurze Sicht wahrscheinlichen Entwicklung der Anleiherenditen bei rund 5,7 % (im Vergleich zu einem Durchschnitt von rund 5,4 % für das Gesamtjahr 2000).

### Abbildung 23

#### Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

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

#### Erholung der Aktienmärkte bei rückläufiger Volatilität im November

Die Entwicklung an den Aktienmärkten im Herbst 2001 war weltweit von den durch die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September hervorgerufenen Turbulenzen geprägt. Nach diesen Geschehnissen waren bei den Aktienkursen und der impliziten Volatilität gegenläufige Entwicklungen zu beobachten. Starke Einbrüche bei den Aktienkursen und ein Hochschnellen der impliziten Volatilität unmittelbar nach den Anschlägen kehrten sich rasch um in ein Wiederanziehen der Aktienkurse, das Ende September einsetzte und bis Anfang Dezember anhielt, sowie in einen Rückgang der impliziten Volatilität auf ein Niveau, das eher mit den historischen Erfahrungswerten im Einklang stand. Die weltweite Erholung an den Aktienmärkten dürfte großenteils vom

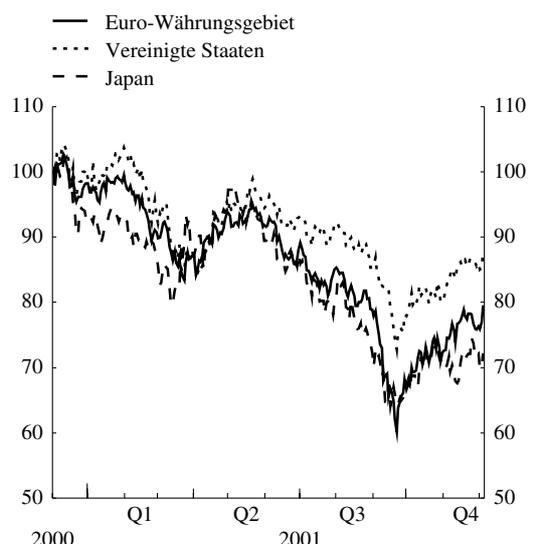
Rückgang der Unsicherheit herrühren, die nach dem 11. September geherrscht hatte. Die letztgenannten Entwicklungen sprechen dafür, dass die Marktakteure wohl zunehmend davon ausgingen, dass die längerfristigen Auswirkungen der Terroranschläge recht begrenzt sein würden.

In den Vereinigten Staaten bewegte sich der Standard-&-Poor's-500-Index zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 10 % nach oben. Damit verkleinerte sich der Rückgang seit Ende 2000 auf insgesamt 11 %. Der technologielastige Nasdaq-Composite-Index legte zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 21 % zu. Damit hatte sich der insgesamt seit Ende 2000 zu verzeichnende Rückgang dieses Index am 5. Dezember auf 17 % verringert. Der Anstieg der Aktienkurse seit Ende September dürfte hauptsächlich durch die abnehmende Unsicherheit über die wirtschaftlichen Zukunftsperspektiven bedingt sein. Daraus lässt sich schließen, dass

### Abbildung 24

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

(Index: 1. Dezember 2000 = 100; Tageswerte)

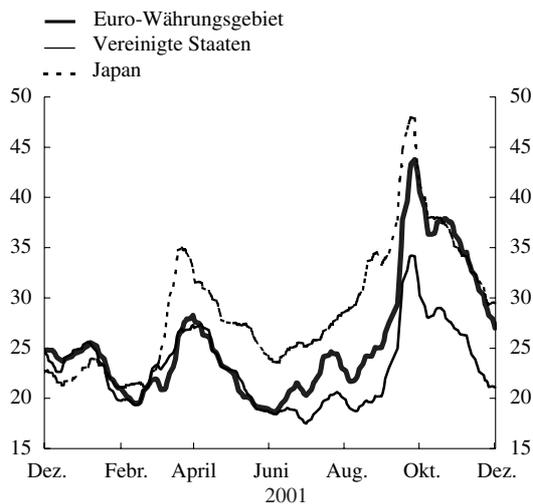


Quelle: Reuters.

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

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

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



Quelle: Bloomberg.

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

sich unter den Marktteilnehmern zunehmend die Erwartung durchsetzte, dass die langfristigen Auswirkungen der Geschehnisse vom 11. September auf die Erträge im Unternehmenssektor gering sein würden. Dafür sprach die Entwicklung der von den Optionen auf den Standard-& Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, die zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 7 Prozentpunkte abnahm. Am Ende dieses Zeitabschnitts betrug sie 21 % und lag damit geringfügig unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre. Zu diesem Rückgang der Unsicherheit über die konjunkturellen Zukunftsperspektiven haben wohl auch die seit Mitte September erfolgten Zinssenkungen durch die amerikanische Notenbank und die in den Vereinigten Staaten angekündigten fiskalpolitischen Maßnahmen beigetragen.

In Japan erhöhte sich der Nikkei 225 zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 3 %. Damit belief sich der Rückgang seit Ende 2000 auf 22 %. Da die während der letzten Monate veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten im Allgemeinen schwach ausfielen, dürfte der Auftrieb der Aktienkurse in den vergangenen Monaten in erster Linie auf den Aktienkursanstieg in den USA und im Euroraum sowie den Rückgang der Unsicherheit zurückzuführen sein. Die von Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Volatilität verringerte sich zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um rund 5 Prozentpunkte und belief sich am zuletzt genannten Datum auf 30 %. Damit lag sie jedoch immer noch leicht über dem während der letzten zwei Jahre vorherrschenden Durchschnittsniveau.

Im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich der Dow-Jones-EURO-STOXX-Index zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember um 10 %. Damit belief sich der seit dem Jahresende 2000 insgesamt verzeichnete Rückgang am zuletzt genannten Datum auf 19 %. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten und in Japan schien die Entwicklung an den Aktienmärkten im Euroraum zwischen Ende Oktober und dem 5. Dezember in sehr starkem Maße mit der nachlassenden Unsicherheit in Zusammenhang zu stehen. Die implizite Volatilität, die aus den Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitet wird, fiel um 12 Prozentpunkte und lag am 5. Dezember bei 24 %, was weitgehend dem Durchschnittsniveau der letzten zwei Jahre entsprach. Die Einschätzung, wonach die Marktteilnehmer zunehmend damit rechneten, dass die längerfristigen wirtschaftlichen Folgen der Terroranschläge sich in Grenzen halten würden, wurde durch die Trends der einzelnen Branchen am Aktienmarkt erhärtet (weitere Einzelheiten zu den jüngsten Entwicklungen der branchenspezifischen Börsenindizes finden sich in Tabelle 3 und Kasten 4).

**Tabelle 3****Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes***(Kursveränderungen gegenüber dem Stand am Ende des Berichtszeitraums in %; historische Volatilität in % p.a.)*

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
<b>Kursveränderung</b>											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2000 Q3	-1,2	-0,2	0,6	3,0	5,0	17,5	-3,9	-8,8	-21,7	-1,4	-3,1
2000 Q4	22,5	-10,6	-0,3	-3,8	0,0	1,7	-0,7	-10,7	-20,8	-0,4	-4,7
2001 Q1	-8,8	-7,5	-8,3	-0,4	-9,4	-6,7	-7,4	-32,7	-9,5	-8,3	-11,2
2001 Q2	2,2	1,0	6,2	5,9	1,5	11,7	-3,5	-5,0	-11,5	6,7	0,9
2001 Q3	-19,2	-29,0	-13,3	-14,2	-22,7	-12,0	-23,5	-37,9	-26,5	-7,4	-22,4
Oktober	4,9	9,1	-0,4	3,6	2,7	-1,3	7,2	25,8	10,5	-0,6	5,8
November	8,9	11,0	1,9	-5,9	4,8	0,0	6,2	15,1	7,3	-1,5	4,9
Ende September bis 5. Dezember 2001	18,6	28,6	4,0	2,7	11,1	0,1	20,6	62,6	27,9	-3,7	16,5
<b>Volatilität</b>											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2000 Q3	14,4	13,8	14,2	22,1	10,3	21,3	13,2	38,1	34,2	10,1	13,4
2000 Q4	21,3	24,8	13,6	25,1	18,6	23,1	18,5	56,6	41,4	16,2	22,5
2001 Q1	58,1	43,0	38,6	55,4	50,3	43,2	47,9	71,5	65,1	51,8	21,9
2001 Q2	17,3	22,2	12,5	18,8	15,6	18,3	19,3	56,6	29,5	12,2	18,3
2001 Q3	31,3	34,3	22,0	33,3	35,5	29,1	25,5	53,6	40,0	24,6	29,7
Oktober	23,5	37,8	19,8	36,7	32,9	20,2	26,8	64,6	42,3	19,0	30,6
November	22,9	31,9	17,8	41,9	24,9	21,5	21,7	49,1	38,8	13,4	24,8
Ende September bis 5. Dezember 2001	23,3	34,7	18,2	38,1	29,0	21,3	24,5	57,3	40,3	16,1	26,3

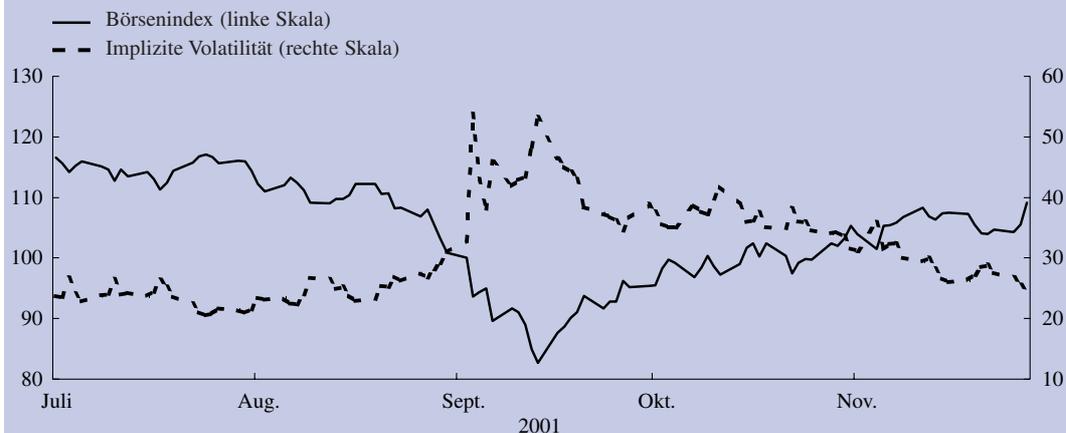
*Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate hochgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexstandsveränderungen in Prozent innerhalb des Berichtszeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.***Kasten 4****Jüngste Entwicklung der sektoralen Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

Die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September lösten einen sofortigen Einbruch an den Aktienmärkten weltweit aus. Dies schien sowohl mit den unmittelbaren negativen Folgen für die Ertragsaussichten in bestimmten Sektoren, wie etwa bei Fluggesellschaften und Versicherungen, als auch mit einer erheblich gestiegenen Unsicherheit über das künftige Wirtschaftswachstum zusammenzuhängen. Die Gesamtindizes für den Euroraum (Dow Jones Euro STOXX) und die Vereinigten Staaten (Dow Jones) fielen zwischen dem 10. und dem 21. September, als die Aktienmärkte ihren Tiefststand seit den Terroranschlägen erreichten, um 17 % bzw. 12 %. Die Börsen erholten sich jedoch recht schnell, und bis Anfang November waren die Gesamtindizes im Euroraum und den Vereinigten Staaten wieder in etwa zu ihrem Stand vom 10. September zurückgekehrt. Diese Kursgewinne gingen mit einer Verringerung der impliziten Volatilität einher (siehe Abbildung A). Eine mögliche Deutung dieser Entwicklungen ist, dass die erhöhte Unsicherheit unmittelbar nach den Terroranschlägen zu einem merklichen Anstieg der Aktienrisikoprämien führte und somit einen Abwärtsdruck auf die Aktienkurse ausübte. Da die Verunsicherung ab Ende September allmählich nachließ, schienen diese Prämien nach und nach wieder zu ähnlichen Werten wie vor den Terroranschlägen zurückzukehren.

Die sektoralen Entwicklungen nach dem 10. September wiesen deutliche Unterschiede auf (siehe Abbildungen B und C). Einige Branchenindizes, wie z. B. der Index für zyklische Konsumwerte (zu denen

### Abbildung A: Börsenindex und implizite Volatilität am Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet

(Börsenindex: 10. September 2001 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters und Bloomberg.

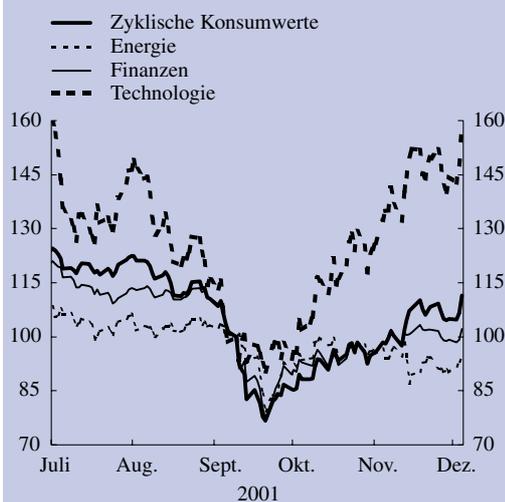
Anmerkung: Für das Euro-Währungsgebiet wurde der Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex als Börsenindex herangezogen. Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Aktienkursveränderungen über einen Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, die in den Preisen für Optionen auf Aktienkursindizes zum Ausdruck kommt. Der bei der Berechnung der impliziten Volatilität zugrunde gelegte Kursindex ist der Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet.

auch Fluggesellschaften und Hotels gehören), hatten einen beträchtlich stärkeren Rückgang zu verbuchen als die Gesamtindizes. Vom 10. September bis zum Tiefststand am 21. September verzeichneten die zyklischen Konsumwerte Kurseinbußen von 23 % im Euroraum und 18 % in den Vereinigten Staaten. Neben den direkten Auswirkungen auf die Ertragsaussichten der Unternehmen in diesem Sektor war der Kursrückgang wohl auch auf die Erwartung zurückzuführen, dass die Konsumausgaben zum Teil aufgrund eines geringeren Verbrauchervertrauens sinken würden. Der Finanzsektor einschließlich der Versicherungsbranche, die sich erheblichen Ansprüchen versicherter Unternehmen gegenüber sah, wurde ebenfalls stark in Mitleidenschaft gezogen. Vom 10. bis zum 21. September gingen die Kurse im Finanzbereich im Euro-Währungsgebiet um 23 % und in den Vereinigten Staaten um 11 % zurück. Der Sektor der zyklischen Konsumwerte und der Finanzsektor gehören auch zu den Branchen, in denen die historische Volatilität, die anhand der auf das Jahr hochgerechneten Standardabweichungen der täglichen Indexänderungen berechnet wird, im September die größte Zunahme gegenüber den Vormonaten aufwies.

Die anschließende Erholung am Aktienmarkt war relativ breit angelegt, und die meisten Sektoren sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten erreichten bis zum 5. Dezember nahezu wieder den Stand vom 10. September oder übertrafen ihn sogar. Im Euro-Währungsgebiet lag der Index der zyklischen Konsumwerte am 5. Dezember 12 % über dem Stand vom 10. September, während er in den Vereinigten Staaten im selben Zeitraum um 10 % stieg. Dies lässt darauf schließen, dass die Ereignisse in den USA vom 11. September keine gravierenden nachhaltigen Auswirkungen auf die Erwartungen hinsichtlich der Ertragslage von Unternehmen in dieser Branche hatten. Analog dazu konnte der Finanzsektor sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten den im September verzeichneten Kursrückgang bis zum 5. Dezember mehr als wettmachen. Der Energiesektor hingegen konnte die Kursverluste im Anschluss an die Terroranschläge bis zum 5. Dezember nicht wieder ausgleichen. Die entsprechenden Aktienkurse blieben bis zu diesem Tag im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten rund 5 % hinter dem Stand vom 10. September zurück. Dies war offenbar in erster Linie auf den in den letzten Monaten rückläufigen Ölpreis zurückzuführen.

Bei einem Vergleich der sektoralen Aktienkursentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten zeigt sich ein bemerkenswert ähnlicher Verlauf, was zum Teil auf den globalen Charakter der gegenwärtigen Konjunkturabschwächung zurückzuführen sein mag. Der wesentliche Unterschied im Zeitraum vom 10. September bis zum 5. Dezember liegt darin, dass sich der Technologie- und der Telekommunikationssektor im Euroraum deutlich stärker erholten als in den Vereinigten Staaten. Zwischen

**Abbildung B: Jüngste Kursentwicklung in ausgewählten Sektoren des Euro-Währungsgebiets**



**Abbildung C: Jüngste Kursentwicklung in ausgewählten Sektoren der Vereinigten Staaten**



Quelle: STOXX- und Dow-Jones-Indizes.

dem 10. September und dem 5. Dezember stiegen die Kurse in diesen Branchen im Eurogebiet um 59 % bzw. 37 %, in den USA hingegen erhöhten sich die Kurse für Technologiewerte lediglich um 27 %, und im Telekommunikationssektor gingen sie sogar um 4 % zurück. Dies dürfte zum Teil mit dem weltweiten Rückgang der kurzfristigen Zinsen zusammenhängen, der in der Regel den Aktienkursen von Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil zugute kommt, da sich dadurch die Kosten für den Schuldendienst und die Refinanzierung verringern. Das Schuldenwachstum bei den Telekommunikationsunternehmen im Euro-Währungsgebiet fiel in den letzten Jahren besonders hoch aus, weil sie den Erwerb von UMTS-Lizenzen und die notwendigen Investitionen zum Aufbau der Infrastruktur für Mobiltelefone der dritten Generation finanzieren mussten.

Insgesamt lässt die jüngste Aktienkursentwicklung darauf schließen, dass die Unsicherheit – und die damit verbundenen Aktienrisikoprämien – eine treibende Kraft hinter den Kursbewegungen war. Nach einem anfänglich starken Anstieg ist die implizite Volatilität wieder auf ein Niveau zurückgekehrt, das den bisherigen Erfahrungen eher entspricht. Die nachlassende Verunsicherung hing teilweise mit den unterschiedlichen Maßnahmen zur weltweiten Bekämpfung des Terrorismus sowie mit wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen in mehreren Ländern zusammen. All dies scheint dazu beigetragen zu haben, den Pessimismus unter den Marktteilnehmern bezüglich der Abwärtsrisiken für die Unternehmensgewinne und der weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten zu zerstreuen. Abgesehen von der Kursschwäche im Energiesektor deutet die Aktienkursentwicklung in den meisten Wirtschaftssektoren in den letzten Monaten insgesamt darauf hin, dass sich am Markt die Erwartung herausgebildet hat, dass die längerfristigen Auswirkungen der Terroranschläge auf die Ertragslage der Unternehmen doch eher begrenzter Natur sind.

## 2 Preisentwicklung

### Im Oktober und November 2001 weiterer Rückgang der Teuerung insgesamt

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge ging die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im November auf 2,1 % zurück. Eine detaillierte Aufgliederung wird für diesen Monat erst vorliegen, wenn die endgültigen Daten veröffentlicht werden. Im Oktober ging die Inflationsrate nach dem HVPI auf 2,4 % zurück, nachdem sie im September 2,5 % betragen hatte. Dieser Rückgang war auf die sinkenden Energiepreise zurückzuführen, da die Änderungsraten der wichtigsten anderen Teilkomponenten des HVPI im Vorjahresvergleich entweder anstiegen oder unverändert blieben (siehe Ta-

belle 4). Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie zum Beispiel zog weiter an und belief sich auf 2,5 % im Oktober, gegenüber 2,4 % im September. Diese Rate ist seit Oktober 1999, hauptsächlich infolge der indirekten Effekte früherer Ölpreis- und Wechselkursänderungen und der Auswirkungen von BSE und der Maul- und Klauenseuche, allmählich gestiegen. Zwar werden die indirekten Effekte dieser vorangegangenen Schocks im Laufe des Jahres 2002 wahrscheinlich nachlassen, jedoch dürfte dies langsamer vonstatten gehen als bei den direkten Effekten. Infolgedessen lag im Oktober 2001 die jährliche Änderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie erstmals seit Juli 1999 über

**Tabelle 4**

### Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,7	2,6	3,2	2,7	3,1	2,8	2,8	2,5	2,4	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	3,3	2,8	3,5	2,7	3,4	3,1	2,8	2,3	2,1	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	2,2	3,2	5,0	5,3	5,4	5,5	5,2	5,2	5,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,4	2,0	2,8	3,4	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,1	1,7	3,4	5,2	8,4	8,1	9,1	8,8	7,8	7,8	7,8	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,8	2,6	2,8	1,5	2,4	1,9	1,7	0,9	0,6	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	1,0	0,7	0,7	1,1	1,2	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	13,8	7,3	7,3	1,2	5,4	2,9	2,1	-1,3	-2,7	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,9	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,8	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	-0,7	-0,4	5,5	6,2	4,6	3,7	1,5	3,2	2,1	1,7	0,7	-0,6	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	0,3	1,3	1,1	1,7	2,1	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,2	0,9	1,4	0,4	0,2	0,0	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	1,5	2,3	2,5	2,1	2,2	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>3)</sup>	1,7	2,2	3,4	3,1	3,1	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>4)</sup>	12,0	17,1	31,0	34,5	28,4	31,7	29,0	32,5	29,4	28,7	28,8	23,8	21,7
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	-12,5	-3,1	18,1	16,4	1,4	-0,9	-9,4	2,5	-1,0	-10,1	-16,7	-17,8	-15,6

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

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998.

der Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt. Dies dürfte noch einige Zeit so bleiben, obgleich damit zu rechnen ist, dass sie im Laufe des Jahres 2002 zurückgehen wird.

Im Oktober 2001 gingen die Energiepreise im Vorjahrsvergleich im zweiten Monat in Folge zurück, und zwar um 2,7 %, gegenüber 1,3 % im September (siehe Abbildung 26). Dieser von den Energiepreisen auf die Inflation insgesamt ausgehende verstärkte Abwärtsdruck war auf die seit Mitte September zu beobachtende Schwäche der Ölpreise zurückzuführen. Die auf Euro lautenden Preise für Rohöl sanken um 8,9 %, und zwar von

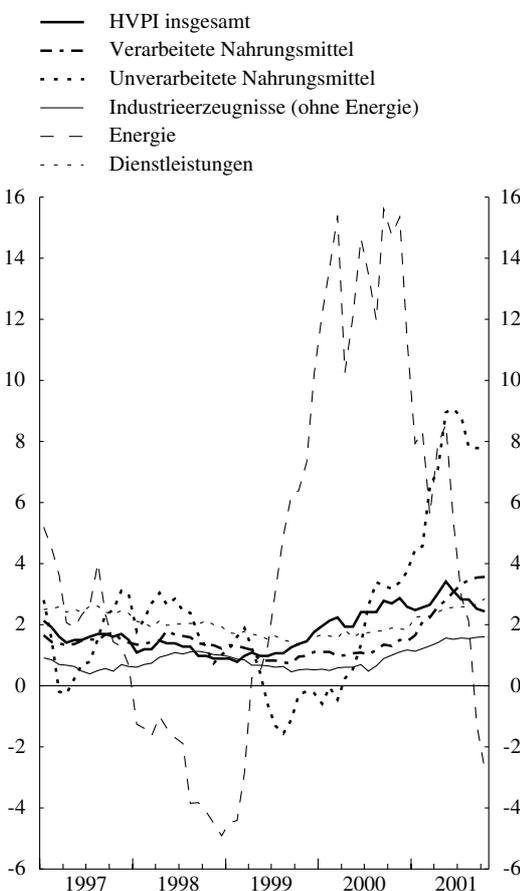
23,8 € im Oktober auf 21,7 € im November, was in den kommenden Monaten für weiteren Abwärtsdruck auf die Energiepreise sorgen dürfte. Allerdings sind die Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung wegen der Volatilität der Ölpreise immer noch mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Die Änderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel blieb im Oktober im Vorjahrsvergleich mit 7,8 % unverändert. Ursache hierfür waren gegenläufige Bewegungen bei den Fleisch- und Gemüsepreisen. Bei den Fleischpreisen kam es zu einem geringfügigen Rückgang, der möglicherweise auf das allmähliche Nachlassen der Auswirkungen von BSE und der Maul- und Klauenseuche zurückzuführen war. Dieser wurde jedoch durch einen Anstieg der generell recht volatilen Gemüsepreise ausgeglichen. Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte die jährliche Änderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel – vorausgesetzt, es ergibt sich kein erneuter Aufwärtsdruck aufgrund von Tierseuchen – in der ersten Hälfte des Jahres 2002, hauptsächlich infolge von Basiseffekten, weiter leicht zurückgehen. Im Gegensatz zur Preisentwicklung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln stieg die jährliche Änderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel weiter an, und zwar von 3,5 % im September auf 3,6 % im Oktober. Dieser Anstieg, der sich auf die meisten Teilkomponenten erstreckte, war auf das Zusammenwirken indirekter Effekte aufgrund von vorangegangenen Wechselkurs- und Energiepreisentwicklungen einerseits und der Auswirkungen der Tierseuchen auf die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel andererseits zurückzuführen. Was die kurzfristige Entwicklung der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel angeht, so lassen diese Effekte offenbar bereits allmählich nach, obgleich einige der angekündigten Änderungen bei den indirekten Steuern den Rückgang der jährlichen Änderungsrate um einige Monate verzögern könnten.

Die Änderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie), die im Oktober 1,6 % betrug, ist seit Mai praktisch unverändert geblieben. Die in der Vergangenheit zu

### Abbildung 26 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

beobachtenden Wechselwirkungen zwischen Ölpreis- und Wechselkursentwicklungen einerseits und den Preisen für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) andererseits lassen den Schluss zu, dass die jährliche Änderungsrate der zuletzt genannten Preise in den kommenden Monaten allmählich zurückgehen wird.

Die jährliche Änderungsrate der Dienstleistungspreise setzte ihre leichte Aufwärtsbewegung fort und stieg von 2,7 % im September auf 2,8 % im Oktober 2001. Ähnlich wie bei den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) wurde dieser Anstieg hauptsächlich von den indirekten Effekten aufgrund vorangegangener Wechselkurs- und Ölpreisentwicklungen beeinflusst, die sich im Laufe des Jahres 2002 abschwächen dürften.

Was die jüngsten kurzfristigen Preisentwicklungen betrifft, so war im September und Oktober 2001 ein geringfügiger Anstieg zu verzeichnen, der höchstwahrscheinlich auf vorübergehenden Einflüssen und nicht auf einer Zunahme des grundlegenden Preisdrucks beruht. Die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate des saisonbereinigten HVPI erhöhte sich im Oktober auf 1,8 %, gegenüber 0,8 % im August. Diese Aufwärtsbewegung dürfte jedoch aller Wahrscheinlichkeit nach auf für Volatilität sorgende Faktoren wie Basiseffekte und saisonale Schwankungen zurückzuführen sein.

In den kommenden Monaten dürfte der seit Mitte September zu verzeichnende Rückgang der Ölpreise zu einer weiteren Abschwächung der direkten Effekte vorangegangener Ölpreissteigerungen führen. Die auf Euro lautenden Ölpreise gingen gegenüber ihrem im November 2000 verzeichneten Höchststand um mehr als 40 % zurück. Außerdem dürfte die moderate Aufwertung des effektiven Wechselkurses des Euro seit Oktober 2000 auch zu einer gewissen Abnahme des Preisdrucks im Jahr 2002 führen. Basiseffekte und die angekündigten Änderungen bei den indirekten Steuern könnten in den kommenden Monaten dazu führen, dass die Abwärtsbewegung der jährlichen Inflationsrate zeitweilig zum

Stillstand kommt. Sie dürfte sich jedoch gegen Ende des ersten Halbjahres 2002 wieder fortsetzen. Diese Abwärtsbewegung, die bisher vor allem auf die direkten Effekte niedrigerer Ölpreise zurückzuführen war, dürfte 2002 durch ein Nachlassen der indirekten Effekte vorangegangener Schocks verstärkt werden. Sofern sich von der Nachfrageseite her kein Aufwärtsdruck entwickelt und die Lohnzurückhaltung anhält, dürfte die Teuerung nach dem HVPI daher in der ersten Hälfte des Jahres 2002 wieder unter die 2 %-Marke fallen und für die absehbare Zukunft dort bleiben.

#### **Nachlassen des Drucks auf die Erzeugerpreise im Oktober 2001 auf breiter Basis**

Vor allem aufgrund von Entwicklungen im Energiesektor, in geringerem Ausmaß aber auch in anderen Sektoren, gingen die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet im Verlauf des Jahres bis Oktober 2001 um 0,6 % zurück. Dagegen waren sie im September im Vorjahresvergleich um 0,7 % gestiegen. Seit Januar 2001 spiegelt der sinkende Erzeugerpreisdruck ein Nachlassen der indirekten Effekte wider sowie eine weitere Abschwächung der direkten Effekte aufgrund vorangegangener Energiepreisentwicklungen. Dies zeigt sich auch darin, dass die Änderungsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe und Energie) im Vorjahresvergleich weiter zurückging, und zwar von 1,3 % im September auf 1,0 % im Oktober.

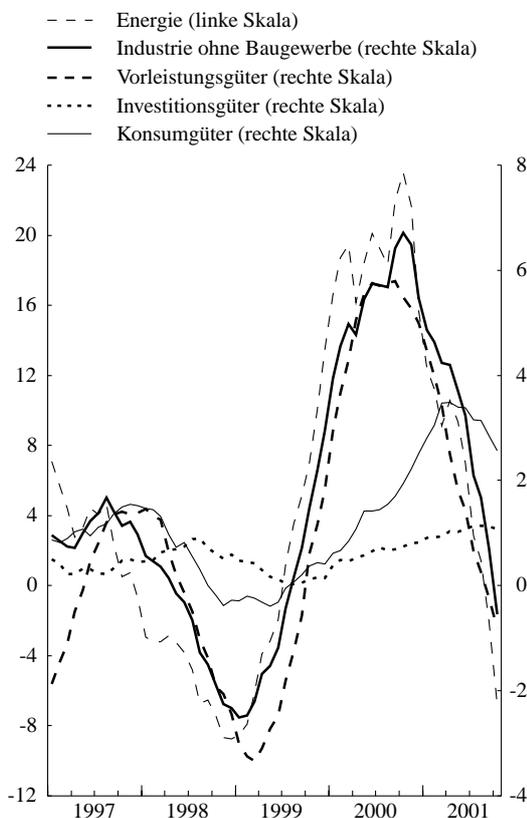
Der Rückgang der jährlichen Änderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt basierte auf einer Abnahme der Jahresrate aller Teilkomponenten, mit Ausnahme der Investitionsgüterpreise, die im Vorjahresvergleich weitgehend unverändert blieben (siehe Abbildung 27). Die Preise für Energieerzeugnisse gingen infolge der seit Mitte September zu beobachtenden Entwicklung der Ölpreise im Oktober um 2,6 % zurück. Im Vergleich zum Vorjahr betrug der Rückgang 6,8 %. Die Preise für Vorleistungsgüter sanken im Oktober gegenüber dem Vorjahr um 0,8 %. Im September waren sie im Vorjahresvergleich um 0,2 % zurückge-

gangen. Die jährliche Änderungsrate der Preise für Konsumgüter nahm von 2,9 % im September auf 2,6 % im Oktober ab. Der Rückgang der jährlichen Änderungsrate der Preise für Vorleistungsgüter und Konsumgüter deutet auf ein Nachlassen des Preisdrucks über die Preiskette hin.

Was die Entwicklung seit Oktober betrifft, so zeigt der Einkaufsmanager-Index für das Eurogebiet, dass der Indikator für die Vorleistungspreise im November weiterhin leicht rückläufig war (siehe Abbildung 28). Die auf Euro lautenden Ölpreise gingen im November weiter zurück, während die Rohstoffpreise (ohne Öl) im gleichen Monat um 2,5 % gegenüber Oktober anstiegen. Zusammengekommen legen diese Entwicklungen den

**Abbildung 27**  
**Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet**

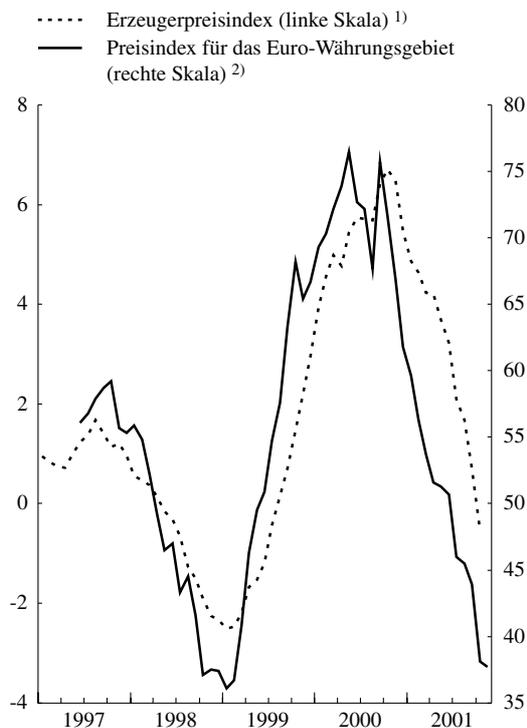
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

**Abbildung 28**  
**Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt**

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.  
Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.  
1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.  
2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

Schluss nahe, dass sich der Erzeugerpreisdruck weiter abschwächen dürfte.

**Lohnentwicklung weiterhin gemäßigt**

Die jüngsten Daten für das zweite Quartal 2001 zeigen, dass die Lohnentwicklung moderat blieb, während die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit über das konjunkturbedingt geringere Produktivitätswachstum Aufwärtsdruck auf das Wachstum der Lohnstückkosten ausübte. Die zu den Tarifverhandlungen vorliegenden Angaben deuten darauf hin, dass sich die Lohnzurückhaltung im dritten Quartal fortgesetzt haben dürfte. In der näheren Zukunft dürfte der Rückgang der

Teuerungsrate zusammen mit der Konjunkturabschwächung dafür sorgen, dass sich die Lohnmäßigung fortsetzt.

### **Abwärtsbewegung der Teuerung dürfte andauern**

Wenn man von der in den nächsten Monaten zu erwartenden, im Wesentlichen auf Basiseffekte zurückgehenden kurzfristigen Volatilität der Teuerungsraten insgesamt einmal absieht, dürfte der seit Mitte September zu verzeichnende Rückgang der Ölpreise, sofern er andauert, in der näheren Zukunft zu einer weiteren Abschwächung des direkten Beitrags der Energiepreise zur Teuerung führen. Außerdem dürften die sinkenden Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) das allmähliche Nachlassen der indirekten Effekte vorangegangener Schocks fördern. Der Rückgang des Erzeugerpreisdrucks weist darauf hin, dass die

indirekten Effekte sich bereits früher in der Preiskette abgeschwächt haben. Die zurzeit verfügbaren Daten legen daher den Schluss nahe, dass die Teuerungsraten in der ersten Hälfte des Jahres 2002 auf ein Niveau zurückgehen dürften, das mit Preisstabilität vereinbar ist, und dort für die absehbare Zukunft verbleiben dürften. Außerdem dürften die Aussichten auf eine kurzfristig geringere Nachfrage, zusammen mit dem Nachlassen vorangegangener Schocks, den Preisaufrieb weiter abschwächen. Diese Einschätzung steht auch mit den Prognosen verschiedener internationaler Institutionen sowie mit den vorliegenden aus Umfragen gewonnenen Messgrößen für die Inflationserwartungen im Einklang (siehe Kasten 8). Weitere Einzelheiten zu den Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung sind dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.

## **3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung**

### **Weiterhin schwache Konjunktur im dritten Quartal**

Die erste Schätzung von Eurostat zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal 2001 bestätigte, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet nach wie vor gedämpft war. Die Vorquartalsrate des realen BIP ist in diesem Zeitraum um schätzungsweise 0,1 % gestiegen und blieb damit gegenüber dem zweiten Quartal unverändert (siehe Tabelle 5). Im Vorjahresvergleich sank die Wachstumsrate von 1,7 % im zweiten auf 1,3 % im dritten Vierteljahr. Die inländische Endnachfrage schwächte sich im Berichtsquartal weiter ab. Ihr Beitrag zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP betrug 0,1 Prozentpunkte (nach 0,5 Prozentpunkten im ersten und 0,3 Prozentpunkten im zweiten Quartal dieses Jahres). Diese Entwicklung spiegelt die allmähliche Wachstumsabschwächung der realen privaten Konsumausgaben nach der Erholung im ersten Vierteljahr wider. Dem Volumen nach stiegen die privaten

Konsumausgaben im Quartalsvergleich um 0,2 % im dritten Quartal 2001, nach 0,8 % im ersten und 0,5 % im zweiten Vierteljahr. Die reale Investitionstätigkeit blieb schwach. Sie ging im dritten Quartal des laufenden Jahres um 0,3 % und damit in etwa mit dem gleichen Tempo wie in der ersten Jahreshälfte zurück. Der Außenbeitrag (einschließlich des Handels innerhalb des Euroraums) steuerte im dritten Quartal 0,5 Prozentpunkte zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum bei, nachdem im Vorquartal ein negativer Beitrag von -0,2 Prozentpunkten zu verzeichnen war. Die Abnahme des Exportvolumens um 0,6 % wurde durch den Rückgang des Importvolumens (um 1,9 % im Quartalsvergleich) mehr als ausgeglichen. Die Importschwäche steht im Einklang mit der gedämpften inländischen Nachfrage und der Entwicklung der Vorratsveränderungen, die im dritten Quartal -0,5 Prozentpunkte zum realen BIP-Wachstum beitrugen. Diese erste Schätzung ist jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da insbesondere an der ersten Berechnung der BIP-Kompo-

nenten noch erhebliche Korrekturen möglich sind.

Die Entwicklung der Export- und Importtätigkeit hängt weitgehend vom Warenhandel ab, der rund vier Fünftel der gesamten Ein- und Ausfuhren ausmacht. Die Angaben der Außenhandelsstatistik zum Warenhandel, die im Abschnitt „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“ des Monatsberichts erläutert werden, deuten darauf hin, dass sich die Exporte in Drittländer dem Volumen nach in den Sommermonaten etwas stabilisierten, während die Entwicklung des Exportvolumens innerhalb des Euro-Währungsgebiets ein weniger einheitliches Bild vermittelt. Kasten 5 erläutert, inwieweit die Analyse der aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen hervorgehenden gesamten Warenexporte und

-importe durch die in der Außenhandelsstatistik verfügbare Aufschlüsselung des gesamten Warenhandels in den Handel mit Ländern des Euro-Währungsgebiets einerseits und mit Drittländern andererseits ergänzt werden kann.

Im Vormonatsvergleich sank die Industrieproduktion im Euroraum (ohne Baugewerbe) im September 2001 um 0,6 %, nachdem sie im August um 1,5 % zugelegt hatte (siehe Tabelle 6). Gegenüber dem Vorquartal ging sie im zweiten Quartal dieses Jahres um 0,8 % und im dritten um 0,4 % zurück. Ähnlich verlief die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe, wo die Produktion im zweiten Vierteljahr um 1,2 % und im dritten um 0,5 % abnahm. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren zeigt, dass das Produktionswachstum in der Investitionsgü-

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

## **Kasten 5**

### **Warenexporte und -importe des Euro-Währungsgebiets gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik**

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen hinsichtlich der Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet, die im Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ des Monatsberichts ausgewiesen werden, enthalten nunmehr eine Aufschlüsselung der Exporte und Importe nach Waren und Dienstleistungen. Gleichzeitig beziehen sich die Daten weiterhin auf den gesamten Außenhandel, d. h. auf die Summe des Handels innerhalb des Euroraums sowie mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Anhand der neuen Aufgliederung ist es nun allerdings möglich, die Entwicklung der gesamten Warenexporte und -importe gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) mit der entsprechenden Entwicklung in den Außenhandelsstatistiken zu vergleichen. Die im Abschnitt „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“ des Monatsberichts ausgewiesenen Außenhandelsstatistiken umfassen zwar nur den Warenhandel, aber sie schlüsseln den gesamten Außenhandel nach dem Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets und mit Ländern außerhalb des Euroraums auf. Im vorliegenden Kasten werden die methodischen Unterschiede zwischen den beiden Arten von Statistiken erläutert, und es wird beurteilt, ob die beiden Datenquellen ein einheitliches Bild vom Außenhandel vermitteln. Wenn dies der Fall ist, kann unser auf den VGR-Ergebnissen basierendes Wissen über die gesamte Export- und Importtätigkeit durch die in der Außenhandelsstatistik ausgewiesenen Entwicklungen des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets und mit Drittländern vertieft werden. Anzumerken ist, dass die Zahlungsbilanzstatistik eine weitere Datenquelle für den Außenhandel sowohl mit Waren als auch mit Dienstleistungen darstellt, die sich jedoch nur auf den wertmäßigen Handel bezieht und keine Volumen- und Preismessziffern liefert.

#### **Methodische Unterschiede zwischen den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik**

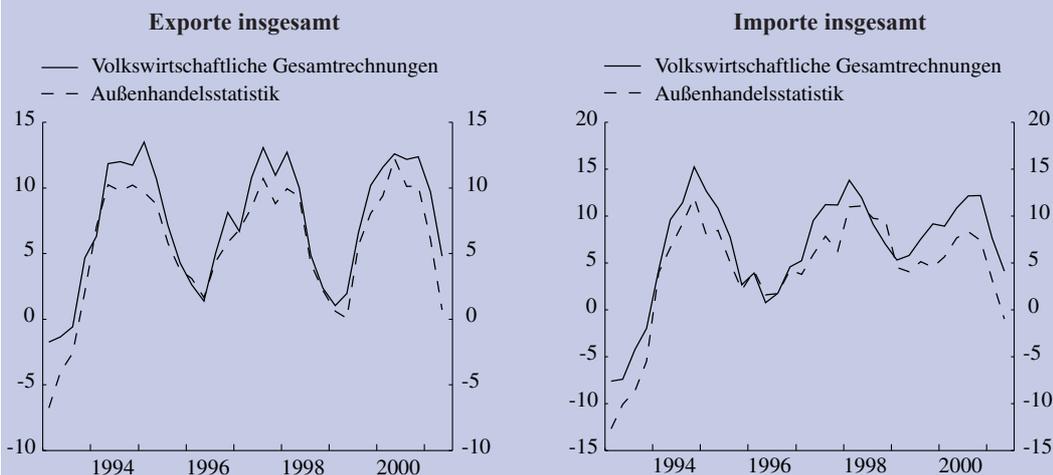
Außenhandelsstatistiken liefern einen wichtigen Beitrag zur Erstellung Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Beim Vergleich der Entwicklung der Warenausfuhren und -einfuhren gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen mit der entsprechenden Entwicklung in der Außenhandelsstatistik ist jedoch darauf hinzuweisen, dass zwischen den beiden Statistiken methodische Unterschiede bestehen, von denen einige in diesem Abschnitt erläutert werden. Eine Abweichung betrifft die Bewertung der Ausfuhren bzw. Einfuhren. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden sowohl die Warenexporte als auch die Warenimporte auf fob-Basis („free on board“) bewertet, d. h. mit dem Wert der Waren bei Verlassen des Exportlands einschließlich der Transportkosten bis zur Grenze dieses Landes. In der Außenhandelsstatistik hingegen werden nur die Ausfuhren auf fob-Basis gemessen, während die Einfuhren mit ihrem cif-Wert („cost insurance freight“) ausgewiesen werden, der im Wesentlichen dem Wert der eingeführten Waren am ersten Ankunftshafen im Importland vor Zahlung etwaiger Einfuhrzölle oder sonstiger Importabgaben entspricht. Ein weiterer Unterschied liegt darin, dass den Daten der euroraumweiten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik unterschiedliche Verfahren der Bereinigung um Saison- und Kalendereffekte zugrunde liegen. Dies könnte der Grund für einige Differenzen zwischen den Quartalsraten in den betreffenden Zeitreihen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik sowie auch für geringe Unterschiede in den Jahresänderungsraten sein, sofern diese anhand saisonbereinigter bzw. arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet werden. Ein weiterer wichtiger Punkt ist, dass sich die Daten der beiden Statistiken auch hinsichtlich des Zeitpunkts ihrer Aktualisierung bzw. Revision unterscheiden, da die Außenhandelsstatistik monatlich und die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vierteljährlich veröffentlicht werden. Hierauf könnten insbesondere einige Unterschiede bei den jüngsten Angaben zurückzuführen sein. Darüber hinaus spiegeln die entsprechenden Volumenreihen in den beiden Statistiken die unterschiedlichen Deflatoren wider, die den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bzw. der Außenhandelsstatistik zugrunde gelegt werden.

### Ähnliche Entwicklung der Warenexporte und -importe in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und in der Außenhandelsstatistik

In Anbetracht der unterschiedlichen Methodik ist nicht zu erwarten, dass die Warenexporte bzw. -importe in der VGR-Abgrenzung einen Wachstumsverlauf aufweisen, der sich völlig mit den entsprechenden Wachstumsraten in den Außenhandelsstatistiken deckt. Gleichwohl ergibt sich ein hohes Maß an Übereinstimmung zwischen den Verläufen des Export- und Importwachstums in beiden Statistiken. Im Mittelpunkt dieses Vergleichs steht die Volumenreihe, da die entsprechenden Daten für die Analyse des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet herangezogen werden. Für den Zeitraum von 1993 bis 2000 ist im Hinblick auf das Volumen der Wareneinfuhren und -ausfuhren ein hohes Maß an Gleichlauf zwischen den Jahreswachstumsraten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik (jeweils einschließlich der Handelsströme innerhalb des Euroraums) festzustellen (siehe Abbildung A). Insbesondere die Wendepunkte stimmen zeitlich annähernd überein, wobei dies allerdings für die Ausfuhren stärker zutrifft als für die Einfuhren. Die beiden Reihen bewegen sich im Konjunkturzyklus tendenziell in die gleiche Richtung, doch zeigen sich deutliche Differenzen in der Größenordnung der jeweiligen Wachstumsraten, die um die Wendepunkte herum in der Regel höher ausfallen. Diese Niveauunterschiede in den Volumenreihen lassen sich im Wesentlichen durch die unterschiedliche Entwicklung der Deflatoren in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und in der Außenhandelsstatistik erklären, wohingegen die Entwicklung der jeweiligen Wertreihen selbst an den Wendepunkten sehr ähnlich verläuft. Insgesamt kann die Außenhandelsstatistik angesichts ihrer großen Übereinstimmung mit den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in Bezug auf den Wachstumsverlauf des gesamten Außenhandels Aufschluss darüber geben, inwieweit der Handel mit Ländern innerhalb bzw. außerhalb des Euro-Währungsgebiets jeweils zum realen Wachstum der gesamten Warenexporte und -importe gemäß der VGR-Abgrenzung beigetragen hat.

#### Abbildung A: Gesamte Warenexporte und -importe des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(Volumen; Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Angaben sind saisonbereinigt.

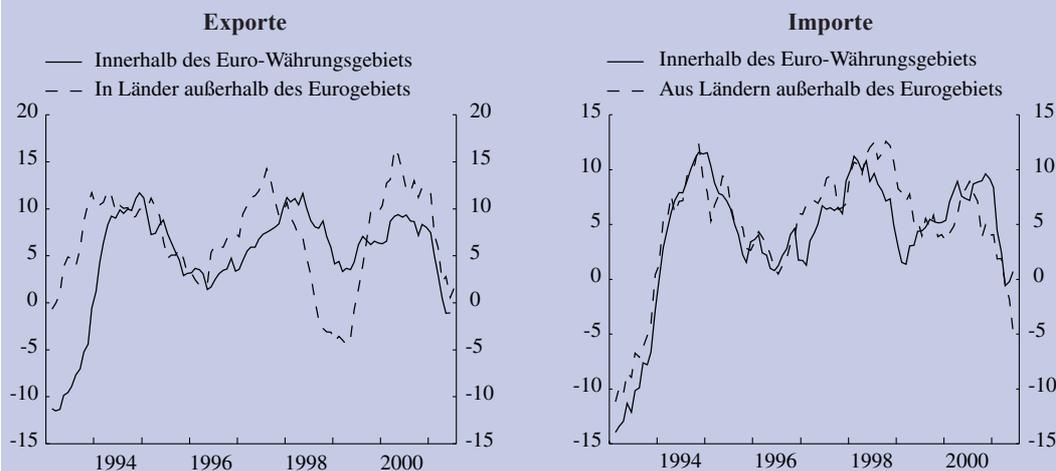
1) Gesamter Außenhandel einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Eine Betrachtung der Wachstumsentwicklung der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets sowie innerhalb des Euroraums seit 1999 zeigt, dass der Anstieg und anschließende Rückgang der jährlichen Wachstumsrate des Exportvolumens in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets höher ausgefallen ist als innerhalb des Euroraums (siehe Abbildung B). Darin spiegeln sich die unterschiedlichen Bestimmungsgrößen des Handels mit Drittländern bzw. innerhalb des Eurogebiets wider. Die deutliche Zunahme des Wachstums der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets bis zur ersten Jahreshälfte 2000 war in erster Linie auf den positiven

Einfluss der kräftigen Auslandsnachfrage und die gestiegene preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Zusammenhang mit der Abwertung des Euro zurückzuführen. Gleichzeitig fiel das Wachstum der Exporte innerhalb des Euro-Währungsgebiets geringer aus, da der hohe Euro-Preis für Öl zu einem Real-einkommensverlust im Euroraum führte und sich somit dämpfend auf die Steigerung der Inlandsnachfrage auswirkte. In der zweiten Jahreshälfte 2000 begann sich das Wachstum sowohl der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums als auch innerhalb des Eurogebiets infolge der Abschwächung der Auslandsnachfrage und der Nachfrage in den Euro-Ländern zu verlangsamen. Auf der Importseite ist der Tendenz nach ein stärkerer Gleichlauf zwischen dem Importvolumen innerhalb des Euro-Währungsgebiets und dem Volumen der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums zu beobachten, da für beide Größen in erster Linie die Nachfrage in den Euro-Ländern maßgeblich ist.

### Abbildung B: Warenexporte und -importe des Euro-Währungsgebiets in der Außenhandelsstatistik

(Volumen; Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Alle Angaben sind saisonbereinigt.

Insgesamt besteht hinsichtlich des allgemeinen Wachstumsverlaufs der gesamten Exporte und Importe ein hohes Maß an Übereinstimmung zwischen den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Außenhandelsstatistik, wengleich die Daten zu den Aus- und Einfuhren (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) zwischen beiden Statistiken aus methodischen Gründen differieren und zeitweise zu deutlichen Unterschieden in den jeweiligen Wachstumsraten führen. Daraus ergibt sich, dass sich die Entwicklung des Außenhandels im Euro-Währungsgebiet besser beurteilen lässt, wenn die Analyse der gesamten Exporte und Importe im Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ des Monatsberichts um eine Analyse des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets bzw. mit Ländern außerhalb des Euroraums entsprechend der Außenhandelsstatistik im Abschnitt „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“ ergänzt wird.

ter- und der Verbrauchsgüterbranche im dritten Quartal des laufenden Jahres mit 0,1 % bzw. 0,3 % positiv war, nachdem es im Vorquartal noch um 1,3 % bzw. 0,1 % gesunken war. Im selben Zeitraum war die Erzeugung in der Vorleistungsgüter- und Gebrauchsgü-

terindustrie mit -0,7 % bzw. -1,6 % nach wie vor rückläufig, aber das Tempo des Rückgangs hat sich gegenüber dem zweiten Quartal, als die Produktion um 1,5 % bzw. 1,8 % zurückgegangen war, verlangsamt.

**Tabelle 6****Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

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

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

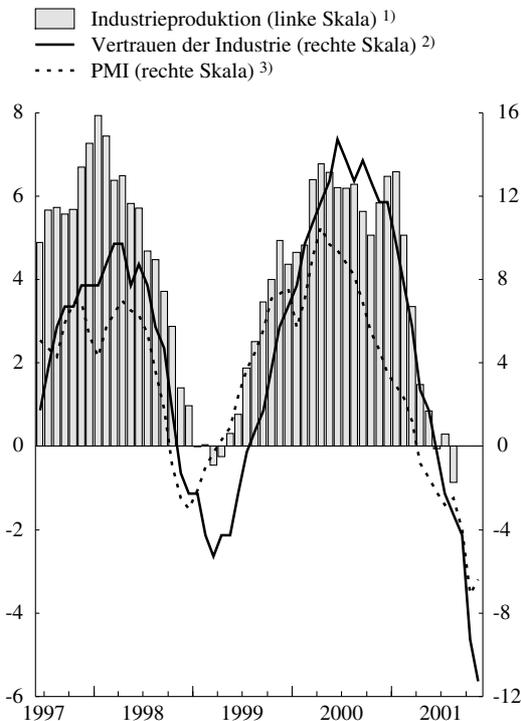
Die verfügbaren auf Umfragen beruhenden Indikatoren deuten darauf hin, dass die Industrieproduktion in den ersten beiden Monaten des vierten Quartals nach wie vor verhalten war. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission sank der Vertrauensindikator für die Industrie im November des laufenden Jahres weiter, und zwar um 2 Indexpunkte. Im Vormonat war er im Zuge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September mit einem Minus von 5 Punkten drastisch zurückgegangen (siehe Tabelle 7). Wie schon im Oktober verschlechterte sich die Beurteilung der Fertigwarenlager nur geringfügig. Der Saldo der Produktionserwartungen sank im November, nachdem bereits im Vormonat ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Die Einschätzung der Auftragslage verschlechterte sich nochmals erheblich. Dagegen stieg der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum im November dieses Jahres um 0,7 Indexpunkte auf

43,6 Punkte an. Im Vormonat war noch ein Rückgang von 3,1 Punkten ausgewiesen worden (siehe Abbildung 29). Trotz der Zunahme im November blieb der Einkaufsmanager-Index damit deutlich unter dem theoretischen Schwellenwert von 50 Indexpunkten und signalisiert daher keine Veränderung in der Produktion des verarbeitenden Gewerbes. Der Anstieg des PMI ist auf eine Verbesserung der Teilindizes für die Entwicklung der Produktion und des Auftragseingangs zurückzuführen, die beide im Vormonat drastisch abgesunken waren.

Bei den schwankungsanfälligeren Vertrauensindikatoren für das Baugewerbe und den Einzelhandel lässt sich die Entwicklung am besten auf der Basis von Dreimonatsdurchschnitten verfolgen. Der Indikator für das Baugewerbe lag im Dreimonatszeitraum bis November dieses Jahres geringfügig unter dem Durchschnitt aus dem Zeitraum bis August, was der schlechteren Beurteilung der Auftragslage und den pessimistischeren Beschäftigungserwartungen zuzuschreiben ist. Im Einzelhandel war die Zuversicht im Dreimonatszeitraum bis November aufgrund der ne-

**Abbildung 29**  
**Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet**

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

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

gativere Einschätzung der derzeitigen und der erwarteten Konjunkturlage ebenfalls niedriger als in den drei Monaten bis August.

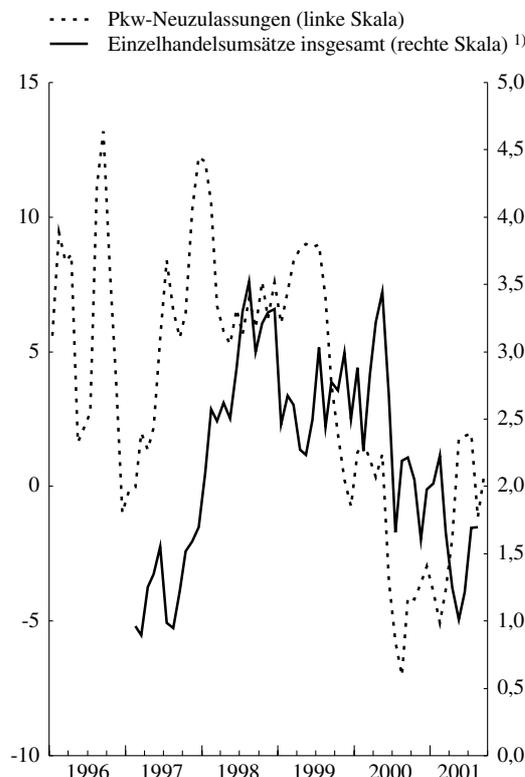
Der Vertrauensindikator für die Verbraucher war im November mit -2 Indexpunkten weiter rückläufig (nach -1 Punkt im Oktober). Der etwas stärkere Rückgang im November könnte eine Reaktion auf das gesunkene Stimmungsbarometer bei den Unternehmen sein. Dieser Zusammenhang war bereits in der Vergangenheit zu beobachten. Im November war die deutlichste Verschlechterung bei den Erwartungen hinsichtlich der Arbeitslosigkeit in der Gesamtwirtschaft zu verzeichnen. Die Einschätzung der privaten Haushalte bezüg-

lich ihrer eigenen finanziellen Situation und ihrer Sparfähigkeit fiel pessimistischer aus und machte somit die Zunahme vom Oktober dieses Jahres wieder wett. Die Erwartungen zur allgemeinen Wirtschaftslage waren im November nach dem Rückgang im Oktober unverändert.

Im dritten Quartal 2001 nahmen die Einzelhandelsumsätze dem Volumen nach um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit einem Anstieg von 0,5 % im ersten und 0,1 % im zweiten Vierteljahr. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich das Umsatzvolumen im Einzelhandel im dritten Quartal um 1,7 %, nach 2,3 % im ersten und 1,0 % im zweiten Vierteljahr (siehe Abbildung 30). Die Zahl der

**Abbildung 30**  
**Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



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

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

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

**Tabelle 7****Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,4	-0,2	2,6	-0,4	-0,6	-1,4	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	0,0	-1,0	-0,5
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	6	7	12	12	12	9	3	8	5	3	2	1	-1
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	6	0	12	12	8	2	-3	0	-2	-3	-4	-9	-11
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	2	14	21	20	19	17	13	15	13	12	15	12	10
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	3	0	5	2	3	-1	-1	-2	1	-3	-1	-4	-5
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	0,7	-0,1	1,3	1,3	0,9	0,1	-0,5	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	-1,1	-1,2
Kapazitätsauslastung (%) <sup>4)</sup>	82,9	81,9	83,9	84,5	84,0	83,3	82,5	-	83,0	-	-	82,0	-

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

Pkw-Neuzulassungen stieg im Oktober des laufenden Jahres um 0,3 %, nachdem sie im September um 0,2 % gefallen war. Diese Entwicklung lässt nicht eindeutig erkennen, ob das Wachstum der privaten Konsumausgaben bis zu diesem Zeitpunkt von den Terroranschlägen in Mitleidenschaft gezogen worden war.

### Wirtschaftliche Erholung im Jahresverlauf 2002 erwartet

Es ist nun davon auszugehen, dass das vierteljährliche reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet im Schlussquartal 2001 gedämpft bleiben wird, bevor es im nächsten Jahr wieder allmählich ansteigen dürfte. Diese Erwartung liegt sowohl den Prognosen verschiedener Institutionen als auch den Projektionen von Experten des Eurosystems zugrunde (siehe den Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ in diesem Monatsbericht). Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die durchschnittliche Wachstumsrate eines bestimmten Jahres nicht nur

das Ergebnis der Entwicklung im Jahresverlauf ist, sondern auch die Wachstumsdynamik des Vorjahres widerspiegelt und somit von dem so genannten „statistischen Überhang“ beeinflusst wird (siehe auch Kasten 6 „Einfluss des statistischen Überhangs auf die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts“). Der Einfluss auf die Wachstumsrate für 2002 dürfte sehr begrenzt sein, und daher wird die durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP für das nächste Jahr wohl trotz der für den Jahresverlauf 2002 erwarteten Erholung relativ gering ausfallen.

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euroraums sind solide, und es gibt keine größeren Ungleichgewichte, deren Behebung eine längere Zeit in Anspruch nehmen würde. Vor diesem Hintergrund ist mit einer Erholung zu rechnen, die von einer Zunahme des real verfügbaren Einkommens aufgrund des erwarteten weiteren Inflationsrückgangs sowie von äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen und der angenommenen Fortdauer der moderaten Lohnentwicklung getragen wird. Ferner dürften die negativen Einflüsse, denen die

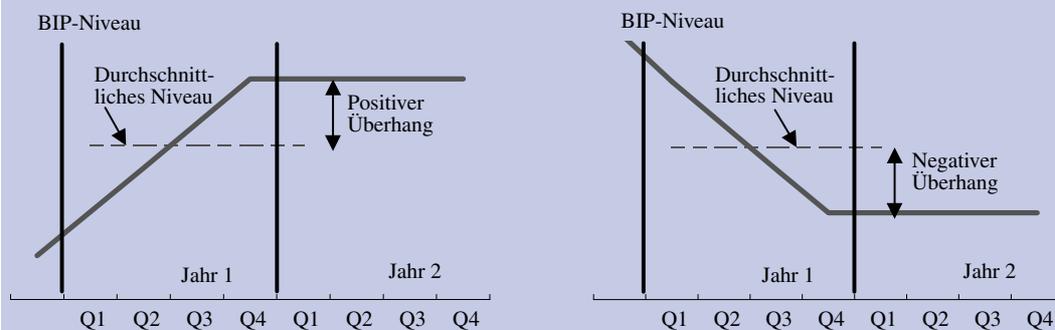
## Kasten 6

### Einfluss des statistischen Überhangs auf die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts

Prognosen und Projektionen zum realen BIP werden oft in Form von durchschnittlichen Jahreswachstumsraten vorgelegt. Bei der Interpretation dieser Schätzungen ist zu berücksichtigen, dass die durchschnittliche Wachstumsrate eines bestimmten Jahres nicht nur das Ergebnis der Quartalsentwicklung im Jahresverlauf ist, sondern auch die Wachstumsdynamik des Vorjahres widerspiegelt. Der Einfluss des Vorjahres wird als „statistischer Überhang“ bezeichnet, der in diesem Kasten näher erläutert wird.

Als statistischen Überhang bezeichnet man die durchschnittliche Jahreswachstumsrate, die sich ergäbe, wenn die Höhe des BIP im vierten Quartal eines bestimmten Jahres (Jahr 1) auch im gesamten darauf folgenden Jahr (Jahr 2) unverändert bliebe (siehe Abbildung A). Er entspricht der prozentualen Differenz zwischen dem Niveau des BIP im Schlussquartal von Jahr 1 und dem Durchschnittswert für dieses Jahr. Die Berechnung des statistischen Überhangs beruht daher ausschließlich auf der Entwicklung des BIP in Jahr 1. Wenn die Höhe des BIP im vierten Quartal von Jahr 1 über dem Durchschnitt für dieses Jahr liegt, ist die Auswirkung des statistischen Überhangs auf die durchschnittliche Jahreswachstumsrate in Jahr 2 positiv (siehe Abbildung A, links). Entsprechend wirkt sich der statistische Überhang negativ aus, wenn das Niveau des BIP am Ende von Jahr 1 unter dem Durchschnitt für dieses Jahr liegt (siehe Abbildung A, rechts). Da das BIP-Wachstum sich meist im positiven Bereich bewegt, kann man den statistischen Überhang auch ausdrücken als die durchschnittliche Jahreswachstumsrate, die in Jahr 2 aufgrund der Entwicklung in Jahr 1 mindestens zu verzeichnen ist. Die tatsächliche durchschnittliche Jahreswachstumsrate in Jahr 2 ergibt sich dann aus dem statistischen Überhang und der Wachstumsentwicklung im Verlauf des zweiten Jahres.

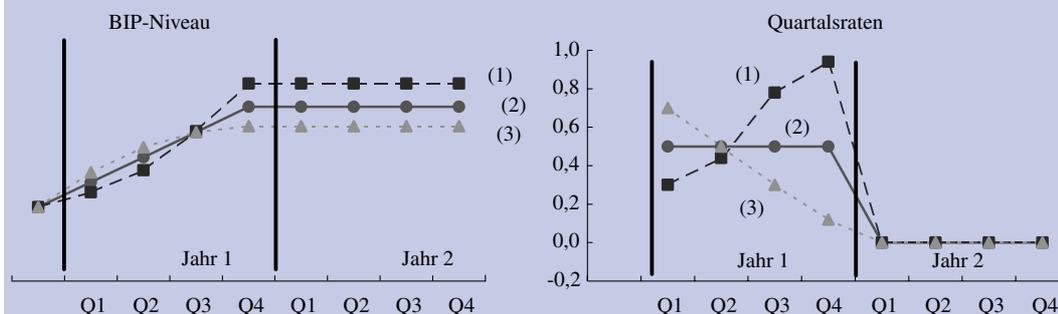
Abbildung A: Berechnung des statistischen Überhangs



Je höher die Quartalsraten des BIP am Ende von Jahr 1 sind, desto größer ist der statistische Überhang und – ceteris paribus – auch die tatsächliche durchschnittliche Jahreswachstumsrate in Jahr 2. Die Abbildungen B und C veranschaulichen den Einfluss der Wachstumsdynamik im Verlauf des ersten Jahres auf den statistischen Überhang, der sich auf das Wachstum im zweiten Jahr auswirkt. Sie zeigen das Niveau und die Wachstumsraten des BIP bei drei unterschiedlichen Entwicklungen in Jahr 1. In Abbildung B ergeben sich dieselben durchschnittlichen Jahreswachstumsraten (2 %, siehe dunklere Balken in Abbildung C). In Beispiel 1 steigen die Quartalsraten des BIP-Wachstums im Jahresverlauf, in Beispiel 2 bleibt das Wachstum konstant, und in Beispiel 3 ist es rückläufig. Der jeweilige Einfluss des statistischen Überhangs variiert stark; er schwankt zwischen 1,2 % in Beispiel 1, das heißt bei zunehmendem BIP-Wachstum in Jahr 1, und 0,4 % in Beispiel 3, das heißt bei sich abschwächendem BIP-Wachstum in Jahr 1.

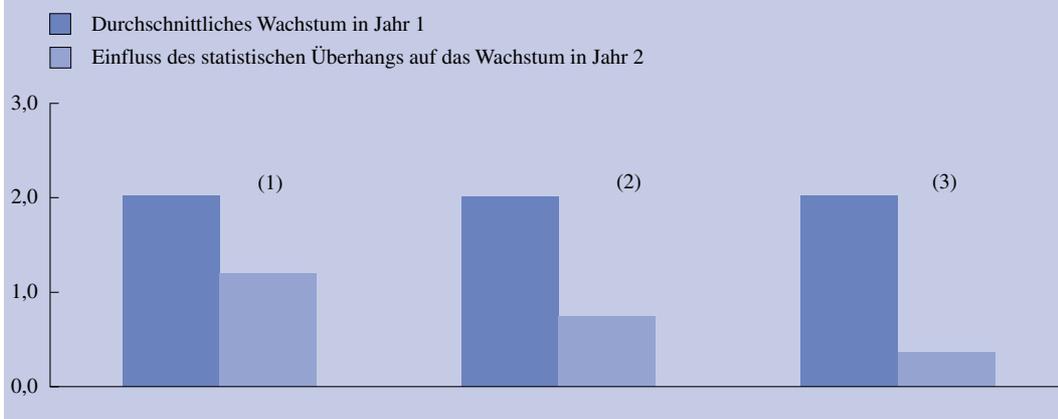
Der Einfluss des statistischen Überhangs im Euroraum bewegte sich seit 1991 zwischen -0,5 % bezogen auf die Wachstumsrate von 1993 und 1,4 % beim Wachstum in den Jahren 1998 und 2000. Zurzeit ist dieser Einfluss besonders zu beachten, da ein simpler Vergleich der von den meisten Institutionen prognostizierten

**Abbildung B: Beispiele zum BIP-Verlauf in Jahr 1**



durchschnittlichen Jahreswachstumsraten für die Jahre 2001 und 2002 einen falschen Eindruck von der im laufenden Jahr beobachteten und der für das nächste Jahr erwarteten Wachstumsentwicklung vermitteln würde. Das BIP-Wachstum im Euroraum dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2001 weiterhin sehr verhalten ausgefallen sein. Infolgedessen wird der Einfluss des statistischen Überhangs auf die durchschnittliche Jahreswachstumsrate in 2002 äußerst gering sein und weit unter den im laufenden Jahr verzeichneten 0,9 % liegen. Ferner verdeckt der statistische Überhang bei ausschließlicher Betrachtung der relativ schwachen durchschnittlichen Jahreswachstumsraten, wie sie überwiegend für das nächste Jahr prognostiziert werden, die Tatsache, dass die Quartalsraten des BIP-Wachstums im Laufe des nächsten Jahres den Erwartungen zufolge wieder steigen werden.

**Abbildung C: Auswirkungen auf die durchschnittliche Jahreswachstumsrate**  
(in %)



Weltwirtschaft in den letzten Monaten ausgesetzt war, nachlassen, sodass sich die Exportkonjunktur wieder erholen und die Investitionstätigkeit und die Nachfrage wieder anziehen sollten. Gleichwohl besteht weiterhin ein erhebliches Maß an Unsicherheit insbesondere über den Beginn und das Tempo der Trendwende. Risiken für das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet gehen vor allem von einer länger anhaltenden weltwirtschaftlichen Schwäche aus. Die erwartete Erholung könnte allerdings schneller

in Gang kommen, wenn sich die Weltwirtschaft rascher belebt.

#### **Beschäftigungswachstum im dritten Quartal offenbar weitgehend unverändert**

Den verfügbaren nationalen Statistiken zufolge dürfte der vierteljährliche Beschäftigungszuwachs im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal weitgehend unverändert geblieben

sein. Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Beschäftigungswachstum im Euroraum liegen für das dritte Quartal 2001 noch nicht vor. Wie in der letzten Ausgabe des Monatsberichts ausgeführt, sank der Beschäftigungszuwachs im zweiten Quartal dieses Jahres im Gefolge der konjunkturellen Abschwächung auf 0,2 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Tabelle 8) und erreichte damit den niedrigsten Stand seit dem ersten Vierteljahr 1997. Die Jahreswachstumsrate ging im zweiten Quartal des laufenden Jahres auf 1,6 % zurück und lag somit deutlich unter der durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 2,1 %, die zwischen dem Beginn des Jahres 2000 und dem ersten Quartal 2001 verzeichnet worden war.

Von der aktuellen Verlangsamung des Beschäftigungswachstums sind alle Sektoren betroffen. Ausschlaggebend hierfür war allerdings, wie bereits dargelegt, vor allem das stark rückläufige Beschäftigungswachstum im Bereich der marktbezogenen Dienstleistungen. Während der durchschnittliche jährliche Beschäftigungszuwachs im Dienstleistungssektor in den letzten drei Jahren noch bei 2,5 % lag, sank die entsprechende Rate im zweiten Quartal 2001 auf 2,0 %. Das langsamere Beschäftigungswachstum dürfte den allgemein geringeren Anstieg der privaten Konsumausgaben seit der zweiten Jahreshälfte 2000 widerspiegeln. Zwar war der Beschäftigungszuwachs in allen Teilsektoren rückläufig, doch ist der seit dem Schlussquartal 2000 zu verzeichnende Rückgang im Dienstleistungssektor in erster Linie auf den Teilsektor zurückzuführen, zu dem die Bereiche Handel, Verkehr und Nachrichtenübermittlung zählen.

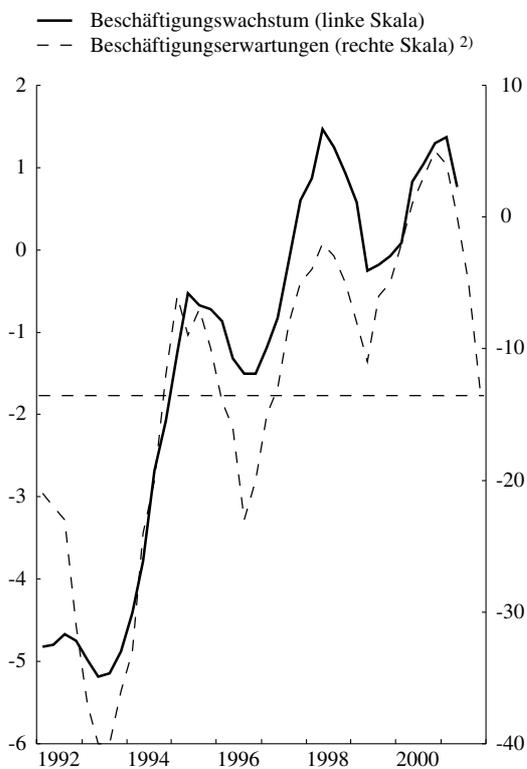
Im Baugewerbe entwickelte sich die Beschäftigung im zweiten Quartal weiterhin positiv und nahm im Vergleich zum ersten Quartal geringfügig zu. Aufgrund des geringeren Beschäftigungswachstums in der Industrie ohne Baugewerbe fiel die Beschäftigungsentwicklung in der Industrie insgesamt im zweiten Quartal leicht negativ aus und sank auf -0,1 % gegenüber dem Vorquartal.

### Voraussichtlich weitere Verlangsamung des Beschäftigungswachstums in der zweiten Jahreshälfte 2001

Unter Berücksichtigung der verzögerten Wirkung der Konjunktorentwicklung auf das Beschäftigungswachstum deuten die aus den jüngsten Umfragen abzulesenden Beschäftigungserwartungen für die zweite Jahreshälfte 2001 auf eine weitere Verlangsamung des Beschäftigungszuwachses hin. Die aktuellen Ergebnisse der Branchenumfragen der Europäischen Kommission lassen darauf schließen, dass die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe im vierten Quartal weiter gesunken sind (siehe Abbildung 31). Trotz des kräftigen Rückgangs seit dem letzten Quartal 2000 liegen die Be-

**Abbildung 31**  
Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr und Salden in %)



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

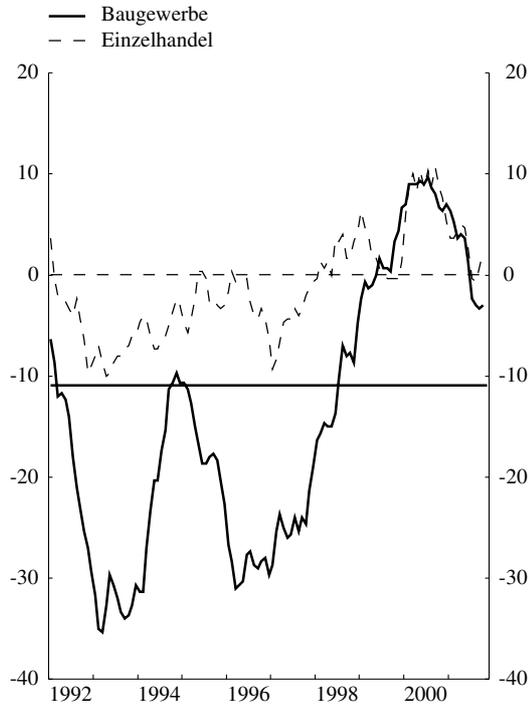
Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

1) Ohne Baugewerbe.

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

### Abbildung 32 Beschäftigungserwartungen im Euro- Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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

schäftigungserwartungen in diesem Sektor aber nach wie vor über dem seit 1985 verzeichneten Durchschnitt. Die November-Ergebnisse der Umfrage zum Purchasing Managers' Index für das verarbeitende Gewerbe bestätigen, dass sich das Beschäftigungswachstum in der Industrie ohne Baugewerbe wohl weiter verringern wird.

Die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe gingen im November weiter zurück. Für den Einzelhandel signalisieren die Ergebnisse der Branchenumfragen der Europäischen Kommission einen leichten Anstieg der Beschäftigungserwartungen zum Ende des zweiten Quartals und zu Beginn des dritten Quartals (siehe Abbildung 32), nachdem sie in den Sommermonaten rückläufig gewesen waren. Gemäß den Ergebnissen der Umfrage zum Purchasing Managers' Index ist im Dienstleistungssektor seit Juli ein anhaltender Beschäftigungsabbau zu verzeichnen.

### Arbeitslosenquote im Oktober 2001 bei 8,4 %

Den Schätzungen zufolge betrug die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Oktober dieses Jahres 8,4 %

### Tabelle 8 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

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

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Mai	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.
Insgesamt	10,8	10,0	8,9	8,6	8,4	8,4	8,3	8,4	8,4	8,4	8,3	8,4	8,4
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	21,5	19,5	17,5	16,8	16,5	16,5	16,4	16,5	16,5	16,4	16,4	16,4	16,4
25 Jahre und älter	9,3	8,6	7,8	7,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3

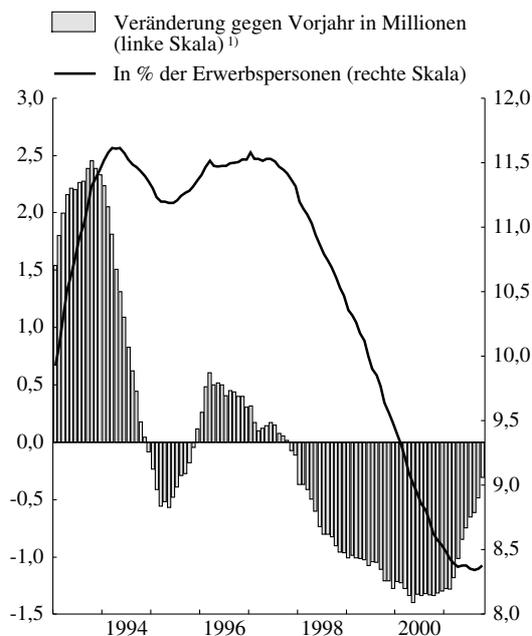
*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 23,6 % der Arbeitslosen insgesamt.*

(siehe Abbildung 33). Gleichzeitig wurde die Quote für September von 8,3 % auf 8,4 % nach oben korrigiert. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im Oktober um 43 500 und damit deutlich stärker als im Vormonat (für September wurde die Zahl von knapp 4 000 auf 13 000 nach oben korrigiert). Die Zunahme im Oktober bedeutet den stärksten Anstieg

der Arbeitslosenzahl seit Januar 1997. Während die Arbeitslosigkeit im ersten Quartal 2001 weiter deutlich gesunken war (um durchschnittlich 66 000 pro Monat), verlangsamte sich der Rückgang im zweiten und dritten Quartal auf durchschnittlich nur noch 6 500 pro Monat.

Im Hinblick auf die Zusammensetzung nach Altersgruppen entwickelte sich die Arbeitslosigkeit in den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres weitgehend stabil und zeigte im Oktober keine Veränderung. Bei den unter 25-Jährigen betrug die Arbeitslosenquote weiterhin 16,4 % und bei den über 25-Jährigen 7,3 % (siehe Tabelle 9). Absolut gesehen allerdings nahm die Zahl der Arbeitslosen in beiden Altersgruppen im Oktober zu. Bei den unter 25-Jährigen belief sich der Anstieg auf 11 500 und bei den über 25-Jährigen auf 32 000.

Ausgehend von einer Arbeitslosenquote von 11,6 % im Januar 1997 war dem Anstieg im September 2001 ein anhaltender Rückgang vorausgegangen, der in nahezu allen Ländern des Euroraums festzustellen war. Am stärksten sank die Quote in den Ländern mit hoher Arbeitslosigkeit, wodurch sich das Gefälle zwischen den Arbeitslosenquoten in den einzelnen Euro-Ländern deutlich verringerte. Der in diesem Zeitraum verzeichnete Rückgang der Arbeitslosenquote insgesamt im Euro-Währungsgebiet ging auch mit einem deutlichen Abbau der Jugendarbeitslosigkeit einher, die im Januar 1997 noch 24,1 % betragen hatte.

**Abbildung 33****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.*

### Kurzfristige Arbeitsmarktaussichten weiterhin gedämpft

Die kurzfristigen Aussichten für den Arbeitsmarkt im Eurogebiet bleiben gedämpft, da die zeitlich verzögerten Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung zu einem weiteren Rückgang des Beschäftigungswachstums und – wie aus den jüngsten Daten bereits ersichtlich – einem vorübergehenden Anstieg der Arbeitslosenquote führen dürften.

Den Erwartungen zufolge wird sich das Gesamtbeschäftigungswachstum im Jahr 2002 gegenüber dem laufenden Jahr spürbar verringern. Nach einem vorübergehenden geringfügigen Anstieg wird die Arbeitslosenquote im Jahresverlauf 2002 wohl weitgehend unverändert bleiben (siehe auch den Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ in diesem Monatsbericht). Mit der Erholung der Konjunktur dürften jedoch die bislang erzielten Fortschritte bei den strukturellen Reformen an den Arbeitsmärkten des Euroraums zur Schaffung neuer Arbeitsplätze beitragen. Gleichwohl sollten weitere Arbeitsmarktreformen energischer vorangetrieben werden, um die strukturelle Arbeitslosigkeit zu verringern und die Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet zu fördern.

Den jüngsten Wirtschaftsprognosen der Europäischen Kommission zufolge (siehe Tabelle 10) dürfte sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet (gemessen am BIP) ohne die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen im Jahr 2001 auf 1,1 % belaufen und damit den Stand des Vorjahrs um 0,3 Prozentpunkte

## 4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### Verschlechterung der Haushaltssalden in den Jahren 2001 und 2002

Aktuelle Schätzungen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet stützen die Anfang Herbst vertretene Einschätzung, dass sich die Haushaltsslage in den Jahren 2001 und 2002 verschlechtern wird.

Den jüngsten Wirtschaftsprognosen der Europäischen Kommission zufolge (siehe Tabelle 10) dürfte sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet (gemessen am BIP) ohne die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen im Jahr 2001 auf 1,1 % belaufen und damit den Stand des Vorjahrs um 0,3 Prozentpunkte

**Tabelle 10**

### Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

		2000	2001	2002
<b>Finanzierungssaldo</b> (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	-0,8	-1,1	-1,4
	OECD <sup>2)</sup>	-	-	-
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	-0,7	-0,6	-0,3
<b>Finanzierungssaldo</b> (mit UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	0,3	-1,1	-1,4
	OECD <sup>2)</sup>	0,2	-1,1	-1,3
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	-	-	-
<b>Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo</b> (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	-1,3	-1,3	-1,1
	OECD <sup>2), 4)</sup>	-0,9	-0,9	-0,6
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	-	-	-
<b>Primärsaldo</b> (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	3,2	2,7	2,4
	OECD <sup>2)</sup>	-	-	-
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	3,4	3,3	3,5
<b>Bruttoverschuldung</b>	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	70,2	68,8	68,4
	OECD <sup>2)</sup>	-	-	-
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	70,6	67,7	65,8

1) Europäische Wirtschaft, Beiheft A, Oktober/November 2001.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, November 2001.

3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten, Stand Ende 2000/Anfang 2001.

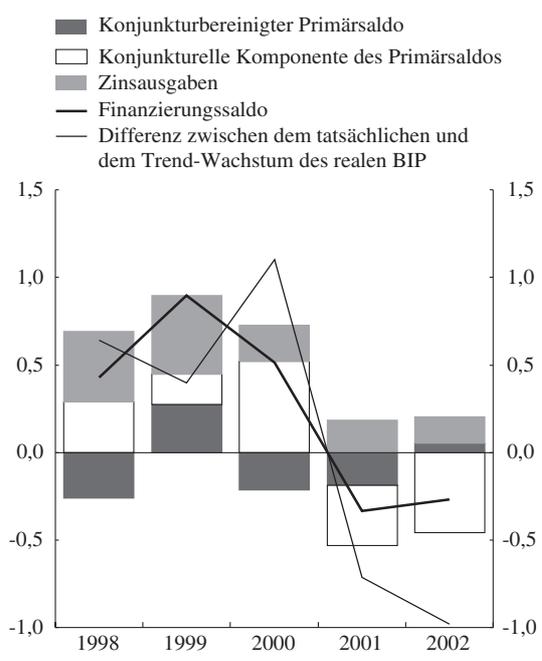
4) Ohne Luxemburg.

übertreffen. Dieser Wert liegt auch 0,3 Prozentpunkte über der Defizitquote von 0,8 %, die die Kommission im Frühjahr prognostiziert hatte (siehe Monatsbericht vom Juni 2001). Die Primärüberschussquote des Euro-raums (ohne UMTS-Erlöse) dürfte sich signifikant verringern, und zwar von 3,2 % des BIP im Jahr 2000 auf 2,7 % im Folgejahr, während die Frühjahrsschätzungen noch von einem Rückgang auf 3,1 % ausgegangen waren.

Den jüngsten Prognosen der Kommission zufolge werden die Euro-Länder die in ihren Ende 2000 bzw. Anfang 2001 aktualisierten Stabilitätsprogrammen für das Jahr 2001 formulierten Haushaltsziele um durchschnittlich 0,5 % des BIP verfehlen. Dieser Durchschnittswert resultiert allerdings aus der Aggregation sehr unterschiedlicher Finanzierungssalden der einzelnen Länder. Generell ist die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen hauptsächlich auf das Wirken automatischer Stabilisatoren in einem gesamtwirtschaftlichen Umfeld zurückzuführen, das wesentlich ungünstiger ist, als in den bereits erwähnten Stabilitätsprogrammen veranschlagt. Dennoch ist in mehreren Ländern und im Durchschnitt des Eurogebiets auch ein Rückschritt bei der Haushaltskonsolidierung festzustellen. Der am BIP gemessene konjunkturbereinigte Gesamtfinanzierungssaldo für 2001 ist gegenüber dem Vorjahr unverändert, da geringere Zinsausgaben die im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets zu verzeichnende leichte Lockerung des finanzpolitischen Kurses – gemessen an der Veränderung der konjunkturbereinigten Primärüberschussquote – ausgleichen (siehe Abbildung 34).

Der Rückgang der öffentlichen Schuldenquote im Euroraum dürfte deutlich schwächer ausfallen als in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen 2000–2001 angenommen. Die Quote wird um 1,4 Prozentpunkte auf 68,8 % im Jahr 2001 (anstatt auf 67,7 %, wie in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen) sinken, da sowohl höhere Defizite als auch ein niedrigeres nominales BIP zu einer höheren Schuldenquote beitragen als ursprünglich geplant. Zudem haben einige Länder umfangreiche

**Abbildung 34**  
**Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren**  
*(in % des BIP)*



Quellen: Europäische Kommission, Herbst 2001, und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.  
 Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Privatisierungserlöse für anderweitige Finanztransaktionen verwendet (zum Beispiel Kapitalzuführungen an öffentliche Unternehmen) und damit einen rascheren Abbau der Schuldenquote verhindert.

Für das Jahr 2002 erwartet die Kommission eine weitere Verschlechterung des Finanzierungssaldos im Eurogebiet insgesamt. Es wird davon ausgegangen, dass sich die durchschnittliche Defizitquote um 0,3 Prozentpunkte auf 1,4 % erhöht und damit 1 Prozentpunkt über dem in den Frühjahrsprognosen und den aktualisierten Stabilitätsprogrammen 2000–2001 angenommenen Stand liegt. Der Gesamtsaldo dürfte sich infolge der rückläufigen Zinsausgaben etwas weniger verschlechtern als der Primärüberschuss. Dieser günstige Einfluss der Zinsausgaben ist auch nahezu

allein für die Verbesserung des konjunkturbereinigten Finanzierungssaldos verantwortlich. Insgesamt wird für das kommende Jahr mit einer überwiegend neutralen Ausrichtung des finanzpolitischen Kurses gerechnet, auf die auch der weitgehend unveränderte konjunkturbereinigte Primärsaldo hindeutet (Abbildung 34). Die durchschnittliche öffentliche Schuldenquote für den Euroraum dürfte marginal um 0,4 Prozentpunkte auf 68,4 % fallen.

Insgesamt deuten die Prognosen der Europäischen Kommission darauf hin, dass die Verschlechterung der Finanzierungssalden in den Jahren 2001 und 2002 größtenteils durch konjunkturelle Faktoren bedingt sein wird, da das Produktionswachstum merklich unter das trendmäßige Wachstum sinkt und die Länder die automatischen Stabilisatoren wirken lassen (Abbildung 34). Gleichwohl hat etwa die Hälfte der Euro-Länder ihre Finanzpolitik im Vergleich zu ihrem bisherigen Kurs gelockert.

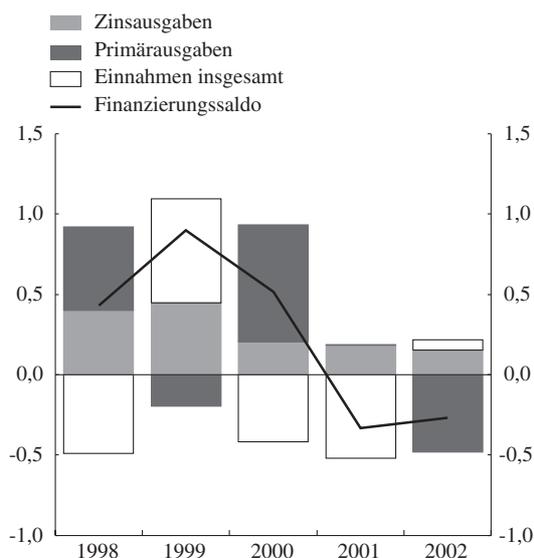
Nach den Prognosen der Kommission wird die Defizitquote des Euro-Währungsgebiets infolge einer im Jahr 2001 rückläufigen Einnahmenquote und einer im Folgejahr steigenden Primärausgabenquote (Abbildung 35) – beide werden sich um rund 0,5 Prozentpunkte des BIP verändern – zunehmen. Teilweise aufgefangen wird der negative Einfluss dieser Veränderungen auf den Finanzierungssaldo durch zusätzliche Einsparungen bei den Zinsausgaben, die sich auf ungefähr 0,2 Prozentpunkte pro Jahr belaufen werden.

Die weitere Umsetzung von Steuerreformen drückt die Einnahmenquote in den meisten Ländern des Eurogebiets nach unten. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die spürbare Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Jahren 2001 und 2002 sowie die steigende Arbeitslosigkeit und die niedrigeren Aktienkurse die Einnahmen aus der Besteuerung von Arbeitnehmer- und Unternehmer-einkommen sowie Kapitalerträgen schmälern werden. Die verzögerten Auswirkungen des kräftigen BIP-Wachstums im letzten Jahr haben jedoch auch in diesem Jahr insbesondere im Unternehmenssektor zu einer Ausweitung

**Abbildung 35**

**Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr – Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben**

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbst 2001, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

der Steuereinnahmen geführt. Sie dürften im kommenden Jahr jedoch wegfallen. Die Zusammensetzung des BIP-Wachstums war für das im Jahr 2001 verzeichnete Einnahmenwachstum günstig, da sich die schwächere Auslandsnachfrage und die geringeren Bruttoinvestitionen nur in begrenztem Maß auf die Bemessungsgrundlagen der Steuern auswirken. Auf der Ausgabenseite führt das wirtschaftliche Umfeld zu einem Anstieg der durch Arbeitslosigkeit bedingten Ausgaben. In einigen Ländern war in diesem Jahr zudem eine Überschreitung der Ausgabenziele im Gesundheitswesen für ein unerwartet hohes Ausgabenwachstum verantwortlich. Es ist zu betonen, dass das Ausgabenwachstum im Jahr 2002 in vielen Ländern die Werte, die den aktualisierten Stabilitätsprogrammen 2000–2001 zugrunde liegen, merklich überschreiten dürfte.

Den Prognosen der Kommission für den Gesamtzeitraum 1998 bis 2002 zufolge werden bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen keine weiteren Fortschritte erzielt werden, da der konjunkturbereinigte Primärüberschuss in diesem Zeitraum geringfügig zurückgehen wird. Der Rückgang der Defizitquote im Euro-Währungsgebiet wird im Zeitraum von 1998 bis 2002 mit insgesamt 1,2 Prozentpunkten geringer ausfallen als die Rückführung der Zinsausgabenquote (1,4 Prozentpunkte). Die Bemühungen der Regierungen, die Primärausgabenquote zu mindern, werden mit weniger als der Hälfte des gesamten Rückgangs des Defizits (0,6 Prozentpunkte) zu Buche schlagen. Sinkende Kosten des Schuldendienstes werden zur Finanzierung der verbleibenden Defizitrückführung und der verringerten Einnahmenquoten beitragen.

#### **Weiterhin sehr große Haushaltsungleichgewichte in einigen Ländern**

Prognosen über die Haushaltsposition des Euro-Währungsgebiets spiegeln das wesentlich ungünstigere Wirtschaftsklima wider, welches die Finanzierungssalden über das Wirken der automatischen Stabilisatoren negativ beeinflusst. Die Entwicklung des durchschnittlichen Finanzierungssaldos im Euro-Raum sagt jedoch nichts über die sehr unterschiedliche Situation zweier verschiedener Ländergruppen aus. Für acht Länder werden in den Jahren 2001 und 2002 schlimmstenfalls geringfügige Defizite erwartet, und ihre jeweiligen Schuldenquoten dürften sich weiter – in einigen Fällen signifikant – verringern. Demgegenüber wird bei vier Ländern mit zu hohen Defizitquoten gerechnet, und ihre Schuldenquoten dürften kaum zurückgehen beziehungsweise wie in einem Land den Referenzwert von 60 % sogar wieder überschreiten.

Die Staaten der ersten Gruppe haben weitgehend ausgeglichene Haushaltspositionen bereits erreicht, oder es dürfte ihnen im Jahr 2002 gelingen. Unter den gegenwärtigen Bedingungen ist davon auszugehen, dass keines dieser Länder zu einem Ungleichgewicht zu-

rückkehrt, obgleich einige Länder ihre nominalen und konjunkturbereinigten Überschüsse gerade drastisch reduzieren. Die beiden Staaten dieser Gruppe, die einen hohen Schuldenstand aufweisen, streben den für einen zügigeren Schuldenabbau erforderlichen beträchtlichen Überschuss jedoch nicht an.

Die Gelegenheit, die öffentlichen Finanzen in den wirtschaftlich besseren Jahren von 1998 bis 2000 auf eine solidere Grundlage zu stellen, haben die vier Länder mit beträchtlichen verbleibenden Defiziten ungenutzt verstreichen lassen. Daher ist der Übergang zu soliden, „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden“ Haushaltspositionen noch nicht abgeschlossen. Dennoch wird, folgt man den Prognosen der Europäischen Kommission, nur eines dieser Länder im Zeitraum von 2001 bis 2002 Fortschritte bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen erzielen, und ein anderes wird seine weitgehend neutrale finanzpolitische Ausrichtung beibehalten. Außerdem sind die finanzpolitischen Korrekturmaßnahmen in einigen Fällen nur vorübergehender Natur und werden somit nicht nachhaltig zur längerfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beitragen. In anderen Fällen werden die Maßnahmen recht weit definiert (zum Beispiel die Bekämpfung von Steuerhinterziehung).

Unerwartete Haushaltsrisiken könnten diese Staaten in die Nähe des Referenzwerts für die Defizitquote von 3 % bringen oder sogar zu einer Überschreitung führen. Erstens ist die Wirksamkeit der geplanten Konsolidierungsmaßnahmen zum Teil ungewiss. Zweitens könnte sich die momentane Konjunkturschwäche verstärken, während einige Länder ihre Haushaltspläne jedoch auf recht optimistischen Wirtschaftsszenarien gegründet haben. Und schließlich könnten sich Überschreitungen von Ausgabenzielen wiederholen. Sollten ungünstige Ereignisse dieser Art tatsächlich eintreten, dann könnten sich die in den Haushalten der Länder eingeplanten Sicherheitsmargen als unzureichend herausstellen, um die Defizitquote unter dem Referenzwert zu halten. Dies wiederum würde die Kommission dazu veranlassen, einen Be-

richt über das Bestehen eines übermäßigen Defizits zu erstellen.

### **Fortschritte auf dem Weg zu einer tragfähigen Haushaltslage und strukturellen Reformen erforderlich**

Die mangelnde Entschlossenheit, verbleibende Haushaltsungleichgewichte in einem Umfeld langsameren Wirtschaftswachstums zu beseitigen, stellt sowohl die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsanstrengungen einiger Länder als auch die Gültigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts selbst in Frage. Ein Aufschub des Ziels der Erreichung tragfähiger Haushaltslagen würde den Konsolidierungsprozess gefährden, und zwar nicht nur in den betroffenen Staaten, sondern auch im Eurogebiet insgesamt, da die Glaubwürdigkeit des Paktes allgemein untergraben würde. Daher sollten die Länder mit verbleibenden Ungleichgewichten die von ihnen in ihren aktualisierten Stabilitätsprogrammen 2000-2001 vorgesehenen Fristen zur Erreichung ausgeglichener Haushalte im Zeitraum 2003/04 konsequent einhalten.

Länder, die eine tragfähige Haushaltslage bereits erreicht haben, können die derzeitige Konjunkturflaute auffangen, indem sie die automatischen Stabilisatoren frei wirken lassen. Sie dürfen jedoch nicht das Risiko eingehen, durch finanzpolitischen Aktionismus neue Ungleichgewichte zu schaffen. Ein solches Verhalten hat sich in der Vergangenheit häufig als kontraproduktiv erwiesen, da finanzpolitische Maßnahmen in den letzten Jahrzehnten aufgrund von Wirkungsverzögerungen und der Schwierigkeit, diese Maßnahmen rückgängig zu machen, prozyklisch gewirkt und zum allgemeinen Anstieg der Staatsausgaben und der Steuerquoten beigetragen haben.

Da Überschreitungen der Ausgabenziele die Konsolidierungsbemühungen der Länder in der Vergangenheit vielfach zunichte gemacht haben, würden wirksame Mechanismen, die der Ausgabenkontrolle und -zurückhaltung auf allen staatlichen Ebenen dienen, die Glaub-

würdigkeit der Haushaltsziele erhöhen. Des Weiteren bedarf es auch entschlossener struktureller Ausgabenreformen. Die Überprüfung von Festlegungen auf ein Ausgabenziel würde in einem ersten Schritt dabei helfen, die mittelfristigen Ziele des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu erreichen, und nachfolgend weitere Steuersenkungen erleichtern. Umfassende strukturelle Reformen des Steuer- und Ausgabensystems dürften darüber hinaus auch zu einem finanzpolitischen Umfeld beitragen, das der Schaffung von Arbeitsplätzen und wirtschaftlichem Wachstum zuträglich ist.

Des Weiteren würde eine durch Ausgabenzurückhaltung bewirkte Konsolidierung der Staatsfinanzen einen raschen Abbau der Schuldenquote erleichtern. Dies wiederum würde dazu führen, dass der von der Alterung der Bevölkerung ausgehende Druck auf die Haushalte besser aufgefangen würde. Mangelnde Fortschritte auf diesem Gebiet geben zu besonderer Sorge Anlass, da zunehmend mit dem Risiko zu rechnen ist, dass steigende Sozialversicherungsausgaben höhere (und nicht niedrigere) Steuern erfordern beziehungsweise eine Ausweitung der Defizite oder Schulden nach sich ziehen.

Die wirtschaftliche Abschwächung wie auch die Schwierigkeiten einiger Länder, ihre fiskalischen Ziele einzuhalten, haben eine Kontroverse über die Angemessenheit der finanzpolitischen Regeln der EU ausgelöst. Es gibt jedoch keinen Grund für eine Neuauslegung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Er fordert eine vorrangige Rolle für die Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht nur in Zeiten kräftigen Wachstums. Die angemessenen fiskalischen Ziele, auf die sich die Länder konzentrieren sollen, waren ebenfalls Gegenstand der Diskussionen. In diesem Zusammenhang ist nachdrücklich darauf hinzuweisen, dass der Pakt eindeutig auf die in den Stabilitätsprogrammen enthaltenen Nominalziele für Quoten der Finanzierungssalden abstellt, während die Konjunktorentwicklung in die Beurteilung dieser Haushaltsziele und der Ergebnisse Eingang findet.

Zusammenfassend ist hervorzuheben, dass die Haushaltsziele hinreichend ehrgeizig sein müssen, und zwar insbesondere in Ländern mit verbleibenden Ungleichgewichten, in denen ausgeglichene Haushaltspositionen bis 2003/04 erreicht werden müssen. Die Regierungen sollten diese Überlegungen, die auch im Einklang mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2001 stehen, uneingeschränkt in die bevorstehende Aktualisierung der Stabilitätsprogramme einfließen lassen. Dadurch wird die Glaubwürdigkeit der Konsolidie-

rungsvorhaben der Länder und die des Stabilitäts- und Wachstumspakts gestärkt. Im Übrigen sollten die Regierungen bei der Festlegung ihrer mittelfristigen Haushaltsstrategien den in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2001 enthaltenen Forderungen nach umfassenden strukturellen Reformen hin zu beschäftigungsfreundlichen Steuer- und Sozialleistungssystemen, niedrigen Schuldenständen und tragfähigen Renten- und Gesundheitssystemen Rechnung tragen.

## 5 Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet

Auf der Grundlage der bis Mitte November 2001 verfügbaren Daten haben die Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden entsprechend den festgelegten Verfahren gemeinsam von den Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt<sup>1</sup>. Sie gehen zweimal jährlich in die vom EZB-Rat vorgenommene Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB ein.

Die von Experten erstellten Projektionen basieren auf einer Reihe von Annahmen, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Insbesondere wird von der technischen Annahme ausgegangen, dass die kurzfristigen Marktzinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Diese Annahme soll die Erörterungen im EZB-Rat vereinfachen, indem sie die möglichen Auswirkungen von über den Projektionshorizont hinweg unveränderten EZB-Leitzinsen auf die künftige Preisentwicklung aufzeigt. Aus diesem Grund sind die von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht als die beste unbedingte Voraussage der zukünftigen Entwicklungen zu verstehen, insbesondere nicht über längere Zeiträume, da die Geldpolitik immer handeln

wird, wenn dies zur Gewährleistung der Preisstabilität erforderlich ist. Zusätzlich zu der Annahme hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze wird von der technischen Annahme ausgegangen, dass die bilateralen Euro-Wechselkurse unverändert bleiben. Die technischen Annahmen im Hinblick auf langfristige Zinssätze basieren auf Einschätzungen der Märkte, die einen über den Projektionszeitraum hinweg weitgehend unveränderten Verlauf anzeigen.

Im Hinblick auf die Unsicherheit der Projektionen werden Bandbreiten zur Darstellung der Ergebnisse jeder Variablen verwendet. Sie basieren auf der Differenz zwischen den tatsächlichen Entwicklungen und früheren Projektionen, die von den Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets über eine Reihe von Jahren durchgeführt wurden. Die Bandbreiten entsprechen dem Doppelten des Durchschnitts der absoluten Werte dieser Differenz. Im Allgemeinen unterscheiden sich die Bandbreiten je nach Variable und betrachtetem Zeithorizont. Sie spiegeln sowohl den unterschiedlichen Schwierigkeitsgrad bei der Projektion einzelner Variablen bei unterschiedlichen Zeithorizonten wider, als auch die Diskrepanzen zwischen den für Zinssätze, Wechselkurse usw. gemachten Annahmen

<sup>1</sup> Weitere Informationen zu den bei der Erstellung der Projektionen verwendeten Verfahren und Techniken finden Sie in „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“, Juni 2001, EZB.

und ihren tatsächlichen Werten. Die Tendenz der meisten Bandbreiten, sich im Verlauf des Projektionszeitraums auszuweiten, reflektiert die höhere Unsicherheit der Projektionen für spätere Jahre.

### **Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds**

In weitgehender Übereinstimmung mit Prognosen anderer internationaler Institutionen implizieren die für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets gemachten Annahmen, dass nach einem im zweiten Halbjahr 2001 schwachen Weltwirtschaftswachstum im Verlauf von 2002 eine allmähliche Erholung einsetzen wird, die im Jahr 2003 zu wieder höheren Jahreswachstumsraten führen wird. Die Unsicherheit der Prognosen ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt aus mehreren Gründen ungewöhnlich groß. Erstens ist die Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftsaussichten an Wendepunkten der Konjunktur-entwicklung immer vergleichsweise hoch. Zweitens hat sich nach den Terroranschlägen vom 11. September in den Vereinigten Staaten die Unsicherheit noch verstärkt. Vor allem ist noch unklar, wie sich diese Ereignisse letztlich auf die Geschäftsentwicklung und das Verbraucherverhalten auswirken werden. Die vorliegende Projektion geht jedoch davon aus, dass die Faktoren, die das Weltwirtschaftswachstum im Jahr 2001 negativ beeinflusst haben, im Verlauf des Projektionszeitraums allmählich an Wirkung verlieren. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass sich das internationale Umfeld ungünstiger als angenommen entwickelt oder dass es bei einem raschen Abklingen der internationalen Spannungen zu einer lebhafteren Erholung kommen könnte.

Die Projektionen gehen davon aus, dass sich das Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets von durchschnittlich 5 % im Jahr 2000 auf rund 2 % im Jahr 2001 und 1,5 % im Jahr 2002 verringern und 2003 wieder auf rund 4 % steigen wird. Für die Vereinigten Staaten wird eine stärkere und nachhaltigere Wachstumsverlangsamung unterstellt als im Juni angenommen,

gefolgt von einer Erholung im Jahresverlauf 2002. Für Japan wird angenommen, dass das Wachstum im Jahr 2002 sehr schwach bleibt und sich 2003 zaghafte erholt. Für die Konjunktur in anderen Teilen der Welt, die sich im Allgemeinen stärker verlangsamte als zuvor erwartet, wird mit einer Erholung im Lauf von 2002 gerechnet, wobei die Reformländer von den Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und Japan weniger beeinflusst werden als andere Schwellenländer.

Vor dem Hintergrund der Annahmen zum weltweiten realen BIP-Wachstum wird ein deutlicher Rückgang des Wachstums der Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets von 12 % im Vorjahr auf 1,5 % im Jahr 2001 projiziert. Mit einer relativ raschen Erholung wird im Verlauf von 2002 gerechnet. Ein schwaches Wachstum der Exportmärkte im zweiten Halbjahr 2001 und ersten Halbjahr 2002 spiegelt sich in einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Exportmärkte außerhalb des Euroraums von rund 0,5 % im Jahr 2002 wider, und für 2003 wird ein Anstieg auf rund 6,5 % unterstellt.

Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung wird angenommen, dass die Weltölpreise zunächst erheblich zurückgehen, dann aber über den Projektionszeitraum hinweg wieder etwas anziehen. Es wird unterstellt, dass der Jahresdurchschnittspreis für Öl in US-Dollar im Jahr 2002 um 24 % fallen und 2003 um 3 % steigen wird. Der durchschnittliche Rückgang im Jahr 2002 spiegelt vor allem den Rückgang der Ölpreise in den letzten Monaten wider, der auch das Preisniveau des kommenden Jahres beeinflussen wird. Des Weiteren wird unterstellt, dass sich die Rohstoffpreise (ohne Energie) sowohl 2001 als auch 2002 verringern, bevor sie 2003 leicht anziehen.

Nach einem im Jahr 2000 infolge einer regen Wirtschaftstätigkeit und höherer Ölpreise verzeichneten Anstieg haben sich die Inflationsraten in den meisten Industrieländern im Lauf des Jahres 2001 stabilisiert. Für 2002 und 2003 wird aufgrund einer schwächeren Konjunktur und niedrigerer Ölpreise von ei-

nem Nachlassen des allgemeinen Inflationsdrucks von außerhalb des Euroraums ausgegangen.

### **Projektionen zum Wachstum des realen BIP**

Den Projektionen zufolge ist das Wachstum des *realen BIP* im Euro-Währungsgebiet beträchtlich zurückgegangen, und zwar von 3,4 % im Jahr 2000 auf eine Bandbreite von 1,3 % bis 1,7 % im Jahr 2001. Trotz einer projizierten Erholung im Lauf von 2002 dürfte das jahresdurchschnittliche reale BIP-Wachstum in einer Bandbreite von 0,7 % bis 1,7 % liegen. Für 2003 wird ein weiterer Wiederanstieg des realen BIP projiziert, wobei das jahresdurchschnittliche Wachstum sich in einer Bandbreite von 2,0 % bis 3,0 % bewegen dürfte. Das schwächere Wachstum im Euro-Währungsgebiet in den Jahren 2001 und 2002 spiegelt zum großen Teil die ausgeprägte Wachstumsverlangsamung der Weltwirtschaft und deren Auswirkungen auf die Exporte, Investitionen und Lagerbildung des Euroraums wider. Hingegen gehen die Projektionen ungeachtet einiger negativer Vertrauenseffekte davon aus, dass die privaten Konsumausgaben robuster bleiben, was zum Teil auf die Steuersenkungen zu Beginn des Jahres 2001 in mehreren Ländern zurückzuführen ist. Die Wachstumsraten des realen BIP dürften wieder höher ausfallen, sobald sich die Exporte zu erholen beginnen und die Unsicherheit nachlässt. Insgesamt gehen die Projektionen davon aus, dass sich die inländische Nachfrage im Euro-Währungsgebiet nach der hohen Wachstumsrate des Jahres 2000 in den Jahren 2001 und 2002 abschwächt, sich 2003 aber wieder erholt. Der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum dürfte nach einem deutlich positiven Ergebnis 2001 im Jahr 2002 leicht negativ sein und 2003 eine gemäßigte Erholung verzeichnen.

Die Ereignisse vom 11. September und die daraus resultierende erhöhte Unsicherheit werden, so die Annahme, einen lediglich vorübergehenden Einfluss auf die inländische Nachfrage im Euroraum haben, der insbeson-

dere in einem Aufschub von Investitionen und – in geringerem Maß – von Konsumausgaben bestehen und somit das BIP-Wachstum sowohl 2001 als auch 2002 dämpfen dürfte. Während sich ein Teil dieser Auswirkungen im zweiten Halbjahr 2001 bemerkbar gemacht haben dürfte, könnten einige verzögerte Effekte auch noch im Verlauf von 2002 auftreten.

Bei den Komponenten der inländischen Verwendung wird projiziert, dass das Wachstum der *privaten Konsumausgaben* von 2,6 % im Jahr 2000 auf 1,7 % bis 2,1 % im Jahr 2001 zurückgegangen ist und sich im Jahr 2002 auf 1,2 % bis 2,2 % beläuft. Eine Erholung in der Bandbreite von 1,5 % bis 3,1 % wird für 2003 projiziert. Die Konsumausgaben leisten den Projektionen zufolge den größten und stabilsten Beitrag zum realen BIP-Wachstum im Projektionszeitraum, was ein immer noch relativ kräftiges Wachstum der real verfügbaren Einkommen widerspiegelt. Letzteres dürfte von den Steuersenkungen in mehreren Ländern in den Jahren 2001 und 2002 und auch von dem projizierten Rückgang der Inflation im Jahr 2002 gestützt werden. Für diese beiden Faktoren wird projiziert, dass sie den Einfluss der Konjunkturabschwächung auf das Einkommen der privaten Haushalte abschwächen. Den Projektionen zufolge hat sich die Sparquote jedoch im Jahr 2001 erhöht und wird danach im Wesentlichen unverändert bleiben. Die anfängliche Erhöhung ist vor allem auf eine verzögerte Anpassung der Konsumausgaben an die Ende 2000 und Anfang 2001 erfolgten Steuersenkungen zurückzuführen. Danach wird die Sparquote den Projektionen zufolge angesichts der anhaltenden Auswirkungen der größeren Unsicherheit sowie der weniger optimistischen Beschäftigungsaussichten auf ein niedrigeres Niveau zurückfallen.

Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass die Zunahme der *Konsumausgaben des Staats* von 1,8 % im Jahr 2000 über den Projektionszeitraum hinweg etwas zurückgeht. Die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Sektor dürfte im Euro-Währungsgebiet im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleiben. Der Anstieg

der realen Staatsausgaben dürfte daher in erster Linie den Erwerb von Gütern und Dienstleistungen widerspiegeln.

Für die *Investitionen insgesamt* wird ein beträchtlicher Rückgang im Wachstum von 4,5 % im Jahr 2000 auf -0,6 % bis 0,4 % im Jahr 2001 projiziert; im Jahr 2002 dürfte es mit -1,0 % bis 2,0 % schwach bleiben. 2003 könnte das Investitionswachstum wieder auf 1,2 % bis 4,4 % steigen. Die Investitionsabschwächung im Jahr 2001 ergibt sich vor allem aus der Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds und der erhöhten Unsicherheit. Den Projektionen zufolge ist das Wachstum der Unternehmensinvestitionen über das gesamte Jahr 2001 hinweg äußerst schwach geblieben. Zu einer gewissen Erholung, die von einer Wiederbelebung der Exporte, günstigen Finanzierungsbedingungen und einem den Annahmen zufolge anhaltend gemäßigten Wachstum der Arbeitskosten ausgelöst werden dürfte, wird es, so die Projektionen, im Lauf von 2002 und verstärkt im Jahr 2003 kommen. Die Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen dürfte bis 2003 aufgrund der Kürzungen steuerlicher Anreize und des Überangebots an Wohneinheiten in einigen Ländern gering ausfallen. Für die öffentlichen Investitionen wird ein Wachstumsrückgang gegenüber der Rate von rund 2 % im Vorjahr als Folge der sich verschlechternden Finanzlage auf Gemeindeebene in einigen Ländern projiziert.

Den Projektionen zufolge ist der Anteil des *Außenbeitrags* am BIP-Wachstum 2001 positiv geblieben, da der Rückgang des Importwachstums, der im Wesentlichen das geringere Wachstum der inländischen Nachfrage widerspiegelt, das niedrigere Exportwachstum mehr als ausgleichen dürfte. Der Außenbeitrag dürfte im Jahr 2002 leicht negativ ausfallen und 2003 wieder etwas steigen. Für das Exportwachstum – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – ergeben die Projektionen einen Rückgang von 12,4 % im Jahr 2000 auf 2,4 % bis 5,2 % im Jahr 2001 und 0,3 % bis 3,5 % im Jahr 2002, bevor es 2003 zu einer Erholung in der Bandbreite von 4,0 % bis 7,2 % kommt. Diese Pro-

jektion spiegelt die Annahme eines deutlichen Rückgangs im Wachstum der Exportmärkte außerhalb des Eurogebiets wider, während für den Marktanteil des Euroraums davon ausgegangen wird, dass er im Projektionszeitraum mehr oder weniger unverändert bleibt. Beim Importwachstum – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – wird ein Rückgang von 10,9 % im Jahr 2000 auf 1,1 % bis 3,7 % im Jahr 2001 und auf 0,6 % bis 4,0 % im Jahr 2002 projiziert, für 2003 jedoch mit einem Anstieg auf 3,7 % bis 7,1 % gerechnet, worin sich weitgehend das Profil der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet niederschlägt.

Für das *Beschäftigungswachstum insgesamt* ergeben die Projektionen einen deutlichen Rückgang von dem außerordentlich hohen Wert von 2 % im Jahr 2000 auf leicht positive Werte im Jahr 2002, bei einem leichten Anstieg im Jahr 2003. Dieser Verlauf spiegelt, wenn auch verzögert, vor allem die projizierte konjunkturelle Entwicklung wider. Darüber hinaus dürften den Projektionen zufolge eine begrenzte Zunahme der Arbeitskosten und ein anhaltendes Wachstum des Anteils der Teilzeitbeschäftigten das Beschäftigungswachstum im Projektionszeitraum stützen. Das Angebot an Arbeitskräften dürfte infolge steigender Erwerbsquoten zunehmen, wenn auch nicht mehr so rasch wie in der jüngsten Vergangenheit. Die Projektionen ergeben eine Arbeitslosenquote, die nicht weiter sinkt und im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleibt, wobei sich sowohl die Beschäftigung als auch das Arbeitskräfteangebot leicht erhöhen.

### **Aussichten für Preise und Kosten**

Auf der Basis der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen dürfte sich die durchschnittliche Zuwachsrate des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt* im Jahr 2001 in der Bandbreite von 2,6 % bis 2,8 % bewegt haben und im Jahr 2002 auf 1,1 % bis 2,1 % zurückgehen. Es wird projiziert, dass diese Zuwachsrate im Jahr 2003 in einer Bandbreite von 0,9 % bis 2,1 % liegen wird. Der

projizierte Rückgang in den Jahren 2002 und 2003 erklärt sich aus dem im Vergleich zu 2001 drastischen Rückgang der Importpreise und gemäßigten Steigerungen der Binnenpreise. Frühere Steigerungen der Importpreise, vor allem der Ölpreise, und Sonderfaktoren, die sich auf die Nahrungsmittelpreise ausgewirkt haben, dürften keinen Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate gemessen am HVPI mehr ausüben. Dies erklärt weitgehend den bis Mitte 2002 projizierten Inflationsrückgang. Darüber hinaus wird projiziert, dass der inländische Kostendruck infolge des eher moderaten Wachstums des realen BIP im gesamten Projektionszeitraum zurückgehen wird, wobei die Gewinnmargen begrenzt sein dürften.

Den Projektionen zufolge wird der von den *Einfuhrpreisen im Euro-Währungsgebiet* ausgehende Inflationsdruck, der die für die Ölpreise und den Euro-Wechselkurs gemachten technischen Annahmen sowie die erwartete moderate weltweite Inflation widerspiegelt, im Projektionszeitraum erheblich nachlassen. Für die Jahresänderungsrate der Importpreise wird ein Rückgang von 8,5 % im Jahr 2000 auf rund 1,5 % im Jahr 2001 und möglicherweise ein negativer Wert im Jahr 2002 projiziert, ehe im Jahr 2003 ein leichter Anstieg verzeichnet wird.

Es wird projiziert, dass die Steigerungsrate des *BIP-Deflators zu Marktpreisen*, die die Entwicklung der Lohnstückkosten, Gewinnmargen und indirekten Steuern widerspiegelt, von 1,4 % im Jahr 2000 auf eine Bandbreite von 2,2 % bis 2,5 % im Jahr 2001 gestiegen ist und 2002 zunächst auf 1,4 % bis 2,1 % und 2003 dann weiter auf 1,0 % bis 1,9 % sinkt. Der Rückgang des BIP-Deflators über den Projektionszeitraum spiegelt im Wesentlichen eine ähnliche Entwicklung der Lohnstückkosten wider, da die Schwankungen der Gewinnmargen sich in Grenzen halten. Erhöhungen der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel beeinflussen die Entwicklung des BIP-Deflators nicht mehr. Zudem trägt das den Projektionen zufolge relativ schwache reale BIP-Wachstum zu begrenzten Gewinnmargen im Projektionszeitraum bei.

Es wird angenommen, dass sich der in den letzten Jahren generell moderate *Anstieg der Löhne* über den Projektionszeitraum weitgehend fortsetzt. Auf der Grundlage von vorliegenden Informationen über die Lohnentwicklung im Jahr 2001 und über bestehende Lohnvereinbarungen scheint sich die Reaktion des Lohnwachstums auf den vorangegangenen Anstieg der Inflation bislang in Grenzen gehalten zu haben. Der projizierte Rückgang der Nachfrage nach Arbeit in Zusammenhang mit einer schwächeren Konjunktur dürfte dazu beitragen, den Lohnanstieg im Projektionszeitraum zu begrenzen. Der relativ umfassende Geltungsbereich und die lange Laufzeit bestehender Lohnvereinbarungen dürften diesen Effekt jedoch dämpfen. Insgesamt wird projiziert, dass das Lohnwachstum 2002 mehr oder weniger stabil bleiben wird und im Jahr 2003 nur leicht ansteigen wird, wenn eine Konjunkturerholung einsetzt.

Für die *Zunahme der Lohnstückkosten*, die im Jahr 2000 sehr gering war, wird als Folge eines konjunkturbedingten Rückgangs des Wachstums der Arbeitsproduktivität ein kräftiger Anstieg im Jahr 2001 projiziert. Dieser Anstieg dürfte nur vorübergehend sein; die Zunahme der Lohnstückkosten wird, so die Projektionen, im Projektionszeitraum auf rund 1,5 % zurückgehen, während sich die Arbeitsproduktivität auf den langfristigen Durchschnitt zubewegt und sich der Anstieg der Nominallohne nicht erheblich beschleunigt. Für das Euro-Währungsgebiet insgesamt werden die *indirekten Steuern* in den Jahren 2002 und 2003 einen geringen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben. Angesichts des intensiven Wettbewerbs im Einzelhandel im Eurogebiet sowie der umfassenden öffentlichen Kontrolle wird von der *Euro-Bargeldumstellung* in den Jahren 2001 und 2002 kein nennenswerter Aufwärtsdruck auf die Preise erwartet.

Es wird projiziert, dass die Entwicklung der Komponenten des HVPI (ohne Energie und Nahrungsmittel) weitgehend die allgemeine Entwicklung des BIP-Deflators nachvollzieht. Den Projektionen zufolge ist die Teuerung der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) im Jahr 2001 allmählich gestiegen,

## Tabelle I I

### Makroökonomische Projektionen

(Durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %) <sup>1)</sup>

	2000	2001	2002	2003
HVPI	2,4	2,6 – 2,8	1,1 – 2,1	0,9 – 2,1
Reales BIP	3,4	1,3 – 1,7	0,7 – 1,7	2,0 – 3,0
Private Konsumausgaben	2,6	1,7 – 2,1	1,2 – 2,2	1,5 – 3,1
Konsumausgaben des Staates	1,8	1,1 – 2,3	0,8 – 1,8	0,8 – 1,8
Bruttoanlageinvestitionen	4,5	-0,6 – 0,4	-1,0 – 2,0	1,2 – 4,4
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	12,4	2,4 – 5,2	0,3 – 3,5	4,0 – 7,2
Importe (Waren und Dienstleistungen)	10,9	1,1 – 3,7	0,6 – 4,0	3,7 – 7,1

1) Im Hinblick auf jede Variable und jeden Zeithorizont basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen durch die Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets.

wird aber im verbleibenden Projektionszeitraum infolge der geringeren Kapazitätsauslastung und der niedrigeren Einfuhrpreise leicht zurückgehen. Für die Inflation bei den Dienstleistungspreisen wird im Jahr 2001 infolge eines Anstiegs der administrierten Preise und indirekten Steuern sowie der Erhöhung der Lohnstückkosten eine Zunahme projiziert. Die Preissteigerungen bei den Dienstleistungen werden den Projektionen zufolge in den kommenden Jahren im Zuge einer Verlangsamung des Anstiegs der Arbeitskosten etwas zurückgehen.

Die Umkehr der in der Vergangenheit zu beobachtenden Steigerungen der Energiepreise stellt einen wichtigen Faktor bei dem projizierten Rückgang der jährlichen HVPI-Inflati-

on insgesamt dar. Entsprechend den Annahmen für den Euro-Wechselkurs und die Ölpreise gehen die Projektionen davon aus, dass der Beitrag der Energiepreise zur Inflationsrate insgesamt erheblich zurückgegangen ist, und zwar von 2000 bis 2001 um rund 1 Prozentpunkt. Allerdings wurde der dämpfende Effekt der Energiepreise auf die HVPI-Inflation in diesem Jahr durch eine Aufwärtsbewegung bei den Nahrungsmittelpreisen ausgeglichen, die auf den Ausbruch von Tierseuchen zurückzuführen war. Im Jahr 2002 dürften die Energiepreise, wenn auch nur geringfügig, zum Rückgang der HVPI-Inflation insgesamt beitragen, während die Projektionen nicht davon ausgehen, dass die Nahrungsmittelpreise einen Aufwärtsdruck auf die Teuerung ausüben.

## Kasten 7

### Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2001

Gegenüber den im Monatsbericht vom Juni 2001 veröffentlichten, von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen stellen die deutlich nach unten revidierten Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum die wesentlichste Änderung der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen dar. Das Wachstum der Exportmärkte außerhalb des Eurogebiets ist daher für die Jahre 2001 und 2002 um rund 5 Prozentpunkte nach unten revidiert worden, und zwar auf 1,5 % für das Jahr 2001 und auf 0,5 % für das Jahr 2002. Dies ist eine im Vergleich zu den in früheren Projektionen vorgenommenen Korrekturen relativ deutliche Revision. Weitere Veränderungen der Annahmen betreffen die Ölpreise, die 2001 niedriger sind als zuvor angenommen, und die kurzfristigen und langfristigen Zinssätze, die nun im gesamten Projektionszeitraum niedriger sind.

Die Bandbreiten für das reale BIP-Wachstum sind für die Jahre 2001 und 2002 deutlich nach unten korrigiert worden, sodass sie nun für beide Jahre unter den Untergrenzen der zuvor projizierten Bandbreiten liegen. Die Korrektur, die sich auf etwas mehr als 1 Prozentpunkt beläuft, ist vor allem auf die nach unten revidierten Exporte zurückzuführen, die ihrerseits durch die ungewöhnlich deutlich nach unten korrigierten Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum bedingt sind. Allerdings sind alle Komponenten der inländischen Nachfrage ebenfalls beträchtlich nach unten revidiert worden. Die Investitionen und Vorratsveränderungen sind aufgrund der Auswirkungen, die die für das Jahr 2000 und das erste Halbjahr 2001 verfügbar gewordenen neuen Daten auf die durchschnittlichen Jahresangaben für 2001 und 2002 haben werden, nach unten korrigiert worden. Darüber hinaus geht die derzeitige Projektion davon aus, dass sich die große Unsicherheit sowohl 2001 als auch 2002 negativ auf die Investitionen und in geringerem Maß auch auf den Konsum auswirkt.

Die für die Inflation in den Jahren 2001 und 2002 projizierten Bandbreiten kommen denen des vorangegangenen Durchgangs sehr nahe. Die Bandbreite für die HVPI-Inflation 2001 entspricht in etwa der im Juni projizierten Bandbreite, auch wenn sie sich leicht nach oben verschoben hat. Dies deutet darauf hin, dass der Beitrag von Sonderfaktoren, Ölpreisen und Nominallohnentwicklung ziemlich zutreffend projiziert wurden. Die HVPI-Bandbreite für 2002 kommt der im Juni angegebenen Bandbreite ebenfalls nahe, liegt aber etwas niedriger. Darin schlagen sich unveränderte Annahmen zum einen bezüglich der Lohnvereinbarungen nieder, welche die beträchtliche Trägheit der Nominallöhne widerspiegeln, und zum anderen hinsichtlich der Projektion für 2002 zugrunde liegenden Abklingens der Sonderfaktoren; es wird allerdings von niedrigeren Ölpreisen ausgegangen.

### Vergleiche der makroökonomischen Projektionen

*(Durchschnittliche Veränderungen gegen Vorjahr in %)*

#### Bandbreiten basieren auf dem Durchschnitt der absoluten Abweichungen von früheren Projektionen

	2001	2002	2003
HVPI – Dezember 2001	2,6 – 2,8	1,1 – 2,1	0,9 – 2,1
HVPI – Juni 2001	2,3 – 2,7	1,2 – 2,4	entfällt
Reales BIP – Dezember 2001	1,3 – 1,7	0,7 – 1,7	2,0 – 3,0
Reales BIP – Juni 2001	2,2 – 2,8	2,1 – 3,1	entfällt

## Kasten 8

### Prognosen anderer Institutionen

Von verschiedenen Institutionen liegt nun eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet bis zum Jahr 2003 vor. Diese umfassen die Prognosen internationaler und privatwirtschaftlicher Organisationen und die Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters. Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie auf verschiedenen Annahmen basieren und zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit unterschiedlicher Datenbasis fertig gestellt wurden. Anders als die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren Prognosen normalerweise nicht auf der Annahme, dass die kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum hinweg konstant sind. Darüber hinaus unterscheiden sich die Prognosen in ihren Annahmen bezüglich der finanziellen und externen Variablen. Schließlich ist auch zu erwähnen, dass in den Prognosen von Consensus Economics und dem Survey of Professional Forecasters der EZB eine Vielzahl nicht spezifizierter Annahmen verwendet wird.

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht bei den derzeit vorliegenden Prognosen anderer Institutionen eindeutig Übereinstimmung darüber, dass nach einem erwarteten realen BIP-Wachstum von rund 1,5 % in diesem Jahr (ein deutlicher Rückgang gegenüber dem im Jahr 2000 verzeichneten hohen Wert von 3,4 %) die Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2002 weiterhin schwach sein wird. Sowohl die Europäische Kommission als auch der IWF sagen für 2002 eine weitere Abschwächung der realen BIP-Wachstumsrate auf 1,3 % voraus, während sich das Wachstum im Jahr 2002 dem Survey of Professional Forecasters und den Prognosen von Consensus Economics zufolge auf 1,5 % belaufen könnte. Die von einigen Institutionen veröffentlichten vierteljährlichen Wachstumsraten deuten darauf hin, dass das schwache jährliche Wachstum des realen BIP für 2002 vor allem auf die Auswirkungen der für die zweite Jahreshälfte 2001 erwarteten schwachen Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen ist. Für den Jahresverlauf 2002 wird eine moderate Erholung erwartet. Dies spiegelt eine allmähliche Verbesserung der Aussichten für die inländische Nachfrage und die weltweite Konjunkturentwicklung wider. Dennoch können sich die einzelnen Prognosen hinsichtlich des genauen Zeitpunkts der Erholung unterscheiden, was sich in den daraus resultierenden Angaben zum Jahreswachstum 2002 niederschlägt. Für 2003 gehen die vorliegenden Prognosen von einem deutlichen Anstieg des realen BIP-Wachstums aus, und zwar dem Survey of Professional Forecasters der EZB zufolge auf 2,5 % und der OECD zufolge sogar auf 3,0 %.

### Vergleich der Prognosen zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2001	2002	2003
Europäische Kommission	November 2001	1,6	1,3	2,9
IWF	November 2001	1,6	1,3	-
OECD	November 2001	1,6	1,4	3,0
Prognosen von Consensus Economics	November 2001	1,5	1,5	-
Survey of Professional Forecasters	November 2001	1,5	1,5	2,5

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2001; IMF, 13. November 2001; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Was die Inflationsaussichten betrifft, so zeigen alle Prognosen einen allmählichen Rückgang im kommenden Jahr an, wobei die durchschnittliche jährliche Inflationsrate für das Jahr 2001 von der OECD mit 2,5 % und von der Europäischen Kommission mit 2,8 % angegeben wird und im Jahr 2002 dem IWF zufolge auf 1,5 % und der Europäischen Kommission zufolge auf 1,8 % fällt. Es wird erwartet, dass die Inflation 2003 weitgehend unverändert bleibt, und zwar bei 1,7 % der OECD zufolge und bei 1,8 % nach Angaben des Survey of Professional Forecasters und der Europäischen Kommission. Die Auswirkungen vorübergehender Schocks,

die die Preisentwicklung im Jahr 2001 beeinflusst haben, dürften abklingen, während sowohl externe als auch inländische Faktoren den Preisdruck weiter verringern dürften.

### Vergleich der Prognosen zum Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2001	2002	2003
Europäische Kommission	November 2001	2,8	1,8	1,8
IWF	November 2001	2,7	1,5	-
OECD	November 2001	2,5	1,6	1,7
Prognosen von Consensus Economics	November 2001	2,6	1,7	-
Survey of Professional Forecasters	November 2001	2,6	1,7	1,8

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2001; IMF, 6. November 2001; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

1) Deflator für den privaten Verbrauch für IWF und OECD, HVPI für die anderen.

## 6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### Deutliche Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums

Die Weltwirtschaft steht gegenwärtig im Zeichen einer deutlichen Wachstumsabschwächung, die, ausgehend von den Vereinigten Staaten, mit unterschiedlicher Intensität auch die meisten übrigen Regionen der Welt erfasst hat. Wichtige Bestimmungsgründe dieser Konjunkturabkühlung waren zunächst eine sinkende Nachfrage nach IKT (Informations- und Kommunikationstechnologie)-Produkten und die verzögerten Auswirkungen der Ölpreiserhöhung. Die Terroranschläge vom 11. September verstärkten die Unsicherheit und beeinträchtigten im September und Oktober die Wirtschaftstätigkeit in den Vereinigten Staaten. Zurzeit wird allgemein mit einem weiterhin schwachen Wirtschaftswachstum in diesem Jahr und der ersten Hälfte des kommenden Jahres und einer allmählichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2002 gerechnet. Höhere jährliche Wachstumsraten könnten sich im Jahr 2003 wieder einstellen. Wichtig ist jedoch, dass diese Wachstumsperspektiven offensichtlich einer großen Unsicherheit unterliegen. Mögliche Abwärtsrisiken könnten sich insbesondere aus

einer länger andauernden weltweiten Verunsicherung als direkte oder indirekte Folge der Terroranschläge ergeben sowie dann, wenn sich der Rückgang der privaten Unternehmensinvestitionen insbesondere in den Vereinigten Staaten länger als zurzeit angenommen hinzieht. Falls sich die internationalen Spannungen bald legen, könnte die Weltwirtschaft aber wieder rascher wachsen.

Erwartungsgemäß haben sämtliche großen internationalen Organisationen ihre in jüngster Zeit veröffentlichten Wachstumsprognosen für alle wichtigen Wirtschaftsregionen nach unten revidiert. Für die Vereinigten Staaten liegen die Schätzungen für das reale BIP-Wachstum im Jahr 2002 zwischen 0,5 % (Europäische Kommission) und 0,7 % (IWF und OECD). Allgemein wird mit einem wieder stärkeren Wirtschaftswachstum ab Mitte nächsten Jahres gerechnet. Für Japan wird nach den meisten Prognosen im kommenden Jahr eine Rezession erwartet, wobei eine Schrumpfung des realen BIP um 0,9 % (Europäische Kommission), 1 % (OECD) bzw. 1,3 % (IWF) prognostiziert wird. Mit einem Wiederanstieg des Wirtschaftswachstums in Japan wird nunmehr allgemein nicht vor 2003

gerechnet. Insgesamt dürften die konjunkturelle Abkühlung in den Vereinigten Staaten und die Rezession in Japan zusammen mit der Wachstumsschwäche in den Schwellenländern die Nachfrage nach Exporten aus dem Euro-Währungsgebiet sowie die Ausfuhr- und Einfuhrpreise in den kommenden Monaten dämpfen.

Bemerkenswert an der gegenwärtigen Verlangsamung des Wachstums ist, dass sie in allen wichtigen Regionen der Welt zu verzeichnen ist. Dies könnte zum einen die Tatsache widerspiegeln, dass es keine größeren regionalen Schocks gegeben hat, sondern globale Schocks wie die Ölpreiserhöhung in den Jahren 1999 bis 2000. Zum anderen zeigt sich hierin auch teilweise die enge Verflechtung der einzelnen Regionen über die Kanäle des Handels – sei es direkt oder indirekt über Drittmarkteffekte – sowie der Finanzmärkte und möglicherweise auch des Vertrauens. So haben beispielsweise private Investoren, Unternehmen und institutionelle Anleger die grenzüberschreitende Streuung ihrer Aktiva und Passiva in den letzten beiden Jahren deutlich verstärkt. Insbesondere haben die Unternehmen ihre Geschäfte – besonders durch Fusionen und Übernahmen – weltweit beträchtlich diversifiziert, und die Verkaufserlöse aus der Tätigkeit der Niederlassungen im Ausland machen allgemein einen zunehmenden Anteil am gesamten Absatzergebnis aus. Folglich dürften Unternehmen, aber auch die privaten Haushalte von der Entwicklung im Ausland stärker betroffen sein. Darüber hinaus ist die Korrelation zwischen den Finanzmärkten, möglicherweise auch aufgrund der verstärkten grenzüberschreitenden Investitionen, in den letzten Jahren enger geworden, insbesondere in Bezug auf die Erträge aus Aktien. Der allgemeine Rückgang der Aktienkurse könnte somit zur Synchronisation der Konjunkturzyklen beigetragen haben.

Was die Entwicklung in den großen Wirtschaftsregionen betrifft, so ist die Wirtschaftsaktivität in den Vereinigten Staaten im dritten Quartal des laufenden Jahres weiter geschrumpft, und das reale BIP-Wachstum ist nunmehr negativ. Das Business Cycles Dating

Committee des National Bureau of Economic Research, das am 26. November offiziell bekannt gab, dass sich die US-Wirtschaft in einer Rezession befindet, erklärte, dass die Terroranschläge wesentlich zur Verstärkung der Kontraktion beigetragen haben. Im Gefolge dieser Ereignisse gaben die Verbraucher in den folgenden Wochen erheblich weniger aus, und einige von den Anschlägen besonders in Mitleidenschaft gezogene Sektoren bauten ihr Personal merklich ab. Gleichzeitig brach das Vertrauen der Unternehmen und insbesondere der Konsumenten unter dem Einfluss der Sorgen über die konjunkturelle Lage und die Dauer der militärischen Vergeltungsschläge im Oktober ein. Da die Terroranschläge die Wirtschaft in einer bereits labilen konjunkturellen Situation trafen, dürfte die Schwächephase zunächst anhalten. Eine allmähliche Erholung wird allgemein ab etwa Mitte kommenden Jahres erwartet.

Nach einer vorläufigen Schätzung dürfte sich das reale BIP-Wachstum im dritten Vierteljahr des laufenden Jahres im Quartalsvergleich und auf Jahresrate hochgerechnet auf -0,4 % belaufen haben. Erwartungsgemäß wurde es vor allem durch die privaten Unternehmensinvestitionen gebremst. Darüber hinaus setzte sich der Abbau der Lagerbestände im dritten Quartal in Folge fort. Der negative Beitrag dieser Komponenten wurde durch den Anstieg des privaten Verbrauchs und der Staatsausgaben weitgehend kompensiert. Trotz eines deutlichen Rückgangs sowohl der Ausfuhren als auch der Einfuhren ging vom Außenbeitrag im dritten Quartal dieses Jahres eine positive Wirkung auf das reale BIP-Wachstum aus, während er im zweiten Quartal leicht wachstumsdämpfend gewirkt hatte.

Auf kurze Sicht und auch im Hinblick auf die nach wie vor große Ungewissheit über die künftige Entwicklung ist mit einem weiter verhaltenen realen BIP-Wachstum zu rechnen, da die anhaltende Schrumpfung der Investitionsausgaben der Unternehmen mit einem geringeren Wachstum des Verbrauchs, der im Verlauf dieses Jahres die wichtigste Konjunkturstütze bildete, zusammenfallen dürfte. Der

seit November 2000 anhaltende Rückgang der Industrieproduktion hat sich im Jahresverlauf 2001 stetig beschleunigt. Im Oktober lag die Industrieproduktion um 6,3 % unter ihrem Vorjahrsniveau, sodass sie in den ersten zehn Monaten dieses Jahres um 2,4 % im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrsperiode gesunken ist. Gleichzeitig fiel die Kapazitätsauslastung auf ihren niedrigsten Stand seit mehr als 18 Jahren, während die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal 2001 um 11 % niedriger waren als im Vergleichsquartal des Vorjahrs. Die schwache Entwicklung auf der Angebotsseite steht im Gegensatz zum privaten Konsum, der durch die günstigeren Finanzierungsbedingungen und die Steuerrückzahlungen in den Vereinigten Staaten seit Juli 2001 gestützt wird. Der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit (von 4,9 % im September auf 5,4 % im Oktober) im Verbund mit der sinkenden Zuversicht könnte allerdings das Wachstum der verfügbaren Einkommen dämpfen und die Sparneigung der privaten Haushalte aus Vorsichtsgründen verstärken. Die dem langfristigen Wachstum in den Vereinigten Staaten zugrunde liegenden Fundamentalfaktoren sind jedoch nach wie vor günstig. Dies zeigt sich an der jüngsten Entwicklung des jährlichen Produktivitätswachstums, das sich im dritten Quartal 2001 wieder auf 2,8 % erhöhte.

Die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten verläuft weiter in ruhigen Bahnen. Niedrigere Öl- und Rohstoffpreise und ein schwächerer Anstieg der Lohnstückkosten (im Quartalsvergleich und auf Jahresrate hochgerechnet 2 % im dritten Quartal 2001, nach 6,3 % im Schlussquartal 2000) sowie die Nachfrageschwäche schlugen sich bereits in der Teuerungsrate nieder. Die Inflationsindizes auf der Verbraucher- und insbesondere der Erzeugerpreisstufe sanken im Oktober 2001 deutlich (um 0,3 % bzw. 1,6 % gegenüber dem Vormonat). Der jährliche Anstieg der Indizes belief sich damit im Oktober auf 2,1 % bzw. 0,9 % (nach 2,7 % bzw. 1,6 % im September). Trotz gewisser Aufwärtsrisiken bei den Ölpreisen aufgrund möglicher Fördereinschränkungen wird allgemein damit gerechnet, dass der von der Nachfrageabschwächung aus-

gehende Abwärtsdruck den Preisauftrieb in nächster Zeit in Grenzen halten wird.

In den letzten Monaten hat der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank (FOMC) seinen Zielsatz für Tagesgeld weiter gesenkt; er wurde damit von 6,5 % Ende 2000 auf 2,0 % am 6. November 2001 zurückgeführt. In seiner Erklärung vom 6. November 2001 nannte der Ausschuss die gestiegene Unsicherheit und die Besorgnis über eine Verschlechterung der Konjunkturlage sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Ausland als die wichtigsten konjunkturdämpfenden Faktoren.

In Japan nehmen die deflationären Tendenzen zu, nachdem der Konjunkturabschwung nun vom verarbeitenden Gewerbe auch auf andere Wirtschaftsbereiche übergreift. Nach einem negativen Wachstum im zweiten Vierteljahr hat sich die konjunkturelle Lage in der zweiten Hälfte dieses Jahres weiter verschlechtert. Die Industrieproduktion ging – insbesondere im IKT-intensiven Sektor der Herstellung von Elektromaschinen – weiter zurück, wobei sich nun auch im tertiären Sektor eine Konjunkturabschwächung deutlicher abzeichnet. Als Folge hiervon hat sich die Lage am Arbeitsmarkt verschärft. Überstunden werden kräftig abgebaut und die Arbeitslosenquote ist weiter gestiegen. Diese Entwicklung hat sich auch in einem Rückgang der Indikatoren des Unternehmens- und Verbrauchervertrauens niedergeschlagen.

Was die weiteren Aussichten betrifft, so hängen Stärke und Zeitpunkt einer möglichen Erholung nach allgemeiner Auffassung von der Entwicklung der Auslandsnachfrage und der Umsetzung der geplanten strukturellen Reformen ab. Der anhaltende Rückgang des Auftragseingangs im Maschinenbau seitens der Privatwirtschaft weist zusammen mit den schwachen Gewinnen und den erforderlichen weiteren Anpassungen der Unternehmensbilanzen darauf hin, dass die privaten Investitionsausgaben gering bleiben dürften. Die Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt könnte auch die privaten Konsumausgaben dämpfen, die im gegenwärtigen Konjunkturabschwung bislang eine wichtige Konjunkturstütze bilden.

Vor diesem Hintergrund dürfte der Abwärtsdruck auf die Preise auf kurze bis mittlere Sicht anhalten. Dementsprechend hat die Bank von Japan den Geldmarkt weiterhin mit reichlicher Liquidität versorgt und versucht, den Gesamtbetrag der bei ihr unterhaltenen täglichen Guthaben der Geschäftsbanken auf einem Niveau von über 6 Billionen JPY zu halten. Am 18. September beschloss sie, ihren Diskontsatz um 0,15 Prozentpunkte auf 0,1 % zu senken und die Ausleihfrist für Lombardkredite zu verlängern. Zu den finanzpolitischen Maßnahmen zählen ein vom Parlament verabschiedeter Nachtragshaushalt in Höhe von 3 Billionen JPY, der in erster Linie für strukturelle Reformen und Maßnahmen zur Stärkung des sozialen Netzes bestimmt ist. Darüber hinaus wird zurzeit über einen zweiten Nachtragshaushalt beraten.

Im Vereinigten Königreich entwickelt sich die Konjunktur nach wie vor relativ günstig. Das reale Produktionswachstum ging im dritten Quartal dieses Jahres auf eine Jahresrate von 2,1 % zurück, nach 2,3 % im zweiten Quartal (siehe Abbildung 36). Die Auswirkungen des sich verschlechternden internationalen Umfelds wurden teilweise durch eine anhaltend kräftige Zunahme des privaten Konsums ausgeglichen. Wie schon im zweiten Quartal trug auch der öffentliche Verbrauch aufgrund vorgesehener höherer Staatsausgaben zum BIP-Wachstum bei. Die Unternehmensinvestitionen und die Ausfuhren gingen dagegen im dritten Quartal um 2,7 % bzw. 2,3 % im Vergleich zum Vorjahr zurück.

Die Inflation im Vereinigten Königreich belief sich im Oktober, gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX), wie bereits im September auf 2,3 %. Die Teuerung wurde durch die jüngste Entwicklung der Rohstoffpreise wie auch der Erzeugerpreise gebremst, die weiter auf einen nur geringen Preisauftrieb hindeuteten. Am Arbeitsmarkt zeichnete sich eine gewisse Entspannung ab; die Arbeitslosenquote erhöhte sich im dritten Quartal 2001 leicht auf 5,1 %.

Die kurzfristigen Konjunkturaussichten im Vereinigten Königreich hängen teilweise von

der künftigen Entwicklung des privaten Verbrauchs ab. Ein allmählich nachlassendes Wachstum der Realeinkommen, das sinkende Konsumentenvertrauen und ein Rückgang des Finanzvermögens deuten darauf hin, dass die Konsumausgaben abnehmen könnten. Außerdem bleibt das internationale Umfeld ein wichtiger Unsicherheitsfaktor in Bezug auf die Entwicklung der Ausfuhren und Investitionen. Vor dem Hintergrund des im Zuge der weltweiten Konjunkturabschwächung prognostizierten nachlassenden Preisauftriebs hat der geldpolitische Ausschuss der Bank von England seinen Leitzins seit September dreimal um insgesamt 100 Basispunkte auf 4,0 % zurückgenommen.

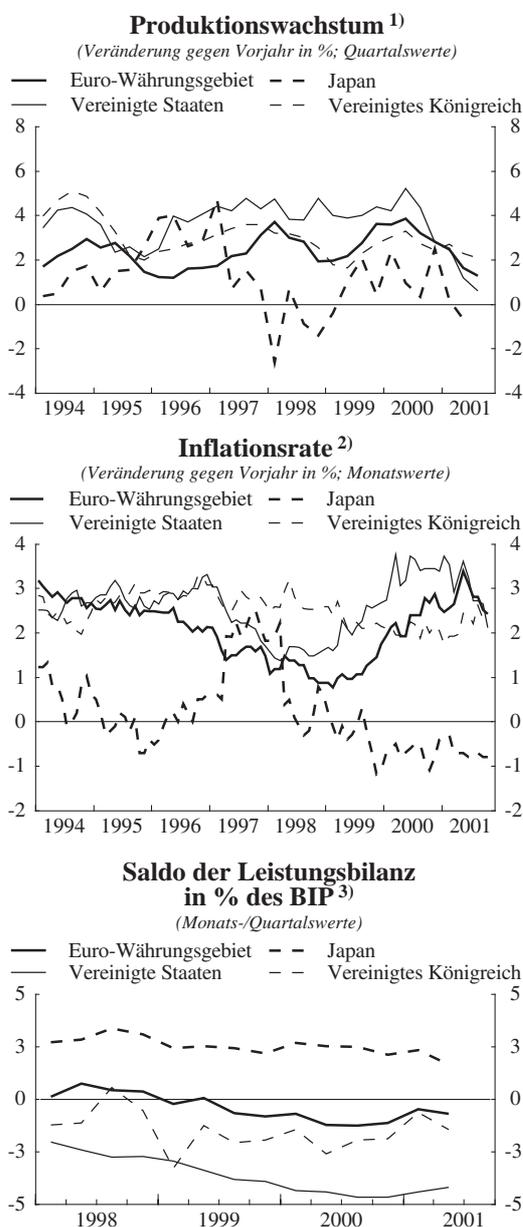
In den Schwellenländern Asiens haben sich die Aussichten für den Außenhandel und das Wachstum durch die Ereignisse vom 11. September weiter verschlechtert. Die kleinen offenen Volkswirtschaften der Region, die wegen des Einbruchs der IKT-Produktion mit großen Schwierigkeiten zu kämpfen haben, sind offenbar besonders betroffen. Gleichzeitig dürften die steigenden versicherungs- und sicherheitsrelevanten Frachtkosten dazu führen, dass die Handelsströme weiter abnehmen. Darüber hinaus belastet ein Rückgang in der Tourismusbranche die Konjunktur in der Region zusätzlich. Infolgedessen könnten einige der kleineren offenen Volkswirtschaften in diesem Jahr ein negatives Wachstum aufweisen. Auf die Volkswirtschaften Chinas und Indiens haben diese Ereignisse dagegen nur einen vergleichsweise geringen Einfluss; dort wird die Konjunktur von der kräftigen inländischen Nachfrage und in China zudem von umfangreichen Netto-Kapitalzuflüssen getragen. Mit Blick auf die Zukunft dürfte eine konjunkturelle Erholung in den kleinen offenen Volkswirtschaften angesichts der weiter relativ schwachen Inlandsnachfrage weitgehend von einer allmählichen Besserung der weltwirtschaftlichen Lage abhängen. In China und Indien sind die wirtschaftlichen Aussichten im kommenden Jahr offenbar günstiger als in den jeweiligen Nachbarländern, obgleich sie durch den Rückgang des Außenhandels geringfügig beeinträchtigt werden könnten.

In den größeren EU-Beitrittsländern haben sich die Wachstumsaussichten trotz einer im Vergleich zu anderen Regionen relativ großen Robustheit schrittweise verschlechtert. Aufgrund konjunktureller Faktoren und der Geldpolitik ist die Inflation in diesen Ländern allgemein wieder rückläufig. Die Lage der öffentlichen Finanzen hat sich dagegen verschlechtert, was nur teilweise den sich eintrübenden wirtschaftlichen Aussichten zugeschrieben werden kann. Es wird allgemein damit gerechnet, dass sich die schwache Inlandskonjunktur in Polen durch die sinkende Exportnachfrage weiter verschlechtern wird. Die Konjunkturaussichten der Tschechischen Republik und Ungarns sind noch immer relativ günstig, doch gibt es Anzeichen für eine bevorstehende leichte Wachstumsabschwächung. Die Türkei befindet sich nach wie vor in einer besonders prekären wirtschaftlichen Lage. Sie hat mit hoher Inflation bei gleichzeitig starken rezessiven Tendenzen zu kämpfen, die vor allem mit der scharfen Kontraktion der Verbrauchs- wie auch der Investitionsnachfrage zusammenhängen.

Russlands konjunkturelle Aussichten sind nach wie vor gut. Die günstigen Terms of Trade und die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der letzten Jahre wirken sich stärker als erwartet aus. Der jüngste Ölpreirückgang und die Eintrübung des weltweiten Konjunkturklimas könnten das Wirtschaftswachstum auf kurze bis mittlere Sicht allerdings etwas schmälern.

Die wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika ist hauptsächlich wegen der anhaltenden weltweiten Konjunkturabschwächung und der fortdauernden Finanzkrise in Argentinien durch eine Verschlechterung der allgemeinen Aussichten gekennzeichnet. Die argentinische Regierung hat vor kurzem ein umfangreiches Umschuldungsprogramm verabschiedet, um die Zinslast zu verringern. In Brasilien hat sich das Produktionswachstum im dritten Quartal 2001 im Sog der wirtschaftlichen Schwierigkeiten Argentiniens, deren Auswirkungen auf Brasilien noch durch eine von einer Dürre ausgelösten Energiekrise verschärft wurden, weiter verlangsamt. Diese Abschwä-

**Abbildung 36**  
**Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern**



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.  
 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte. Für das Vereinigte Königreich wird der RPIX-Index verwendet.  
 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Angaben verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Angaben. Beim Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben; für das Vereinigte Königreich sind die BIP-Werte saisonbereinigt, während es sich bei den Angaben zur Leistungsbilanz um nicht saisonbereinigte Werte handelt.

chung war das Ergebnis einer durch hohe Finanzierungskosten bedingten schwachen Inlandsnachfrage, die dem durch die Abwertung des Real ausgelösten dynamischen Wachstum des Exportsektors entgegenwirkte. In letzter Zeit gibt es in der brasilianischen Wirtschaft jedoch einige positive Signale wie etwa die Abkopplung von den finanziellen Problemen Argentiniens und die erwartete Lockerung der Stromrationierung. Der Konjunkturausblick für die mexikanische Wirtschaft ist in jüngster Zeit etwas weniger positiv; im dritten Quartal 2001 war ein negatives Produktionswachstum zu verzeichnen (-1,6 % im Vorjahresvergleich). Diese Wende zum Schlechteren ist teilweise auf den anhaltenden Rückgang der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten, Mexikos Haupthandelspartner, zurückzuführen.

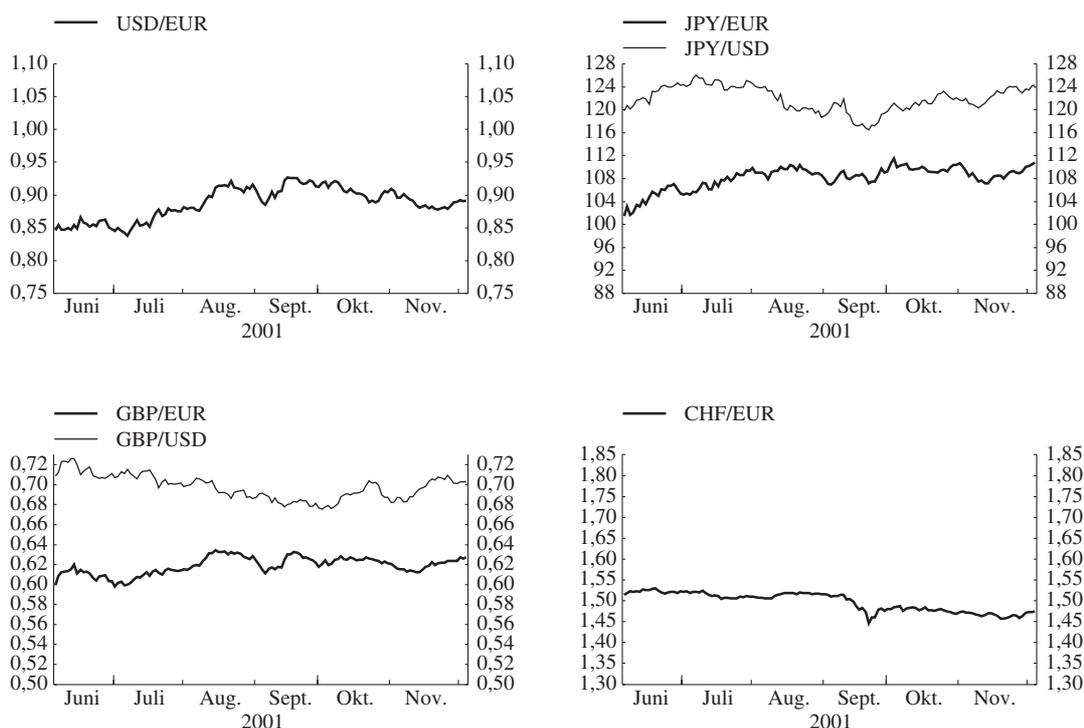
### Euro im November 2001 weitgehend stabil

In der ersten Novemberhälfte wurde das Geschehen an den Devisenmärkten offenbar von dem wieder neu gewonnenen Vertrauen der Marktteilnehmer in die Aussichten für eine konjunkturelle Erholung in den Vereinigten Staaten belebt. Vor diesem Hintergrund gewann der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert. Gegen Monatsende allerdings gab die US-Währung als Reaktion auf die Veröffentlichung einer Reihe negativer Daten in den Vereinigten Staaten ihre Kursgewinne teilweise wieder ab. Der Kurs des Euro gegenüber dem japanischen Yen, dem Pfund Sterling und dem Schweizer Franken blieb im November weitgehend unverändert; gegenüber dem US-Dollar büßte der Euro dagegen an Wert ein.

Der US-Dollar befestigte sich im November gegenüber allen wichtigen Währungen, was wohl darauf zurückzuführen war, dass am

**Abbildung 37**  
**Wechselkursentwicklung**

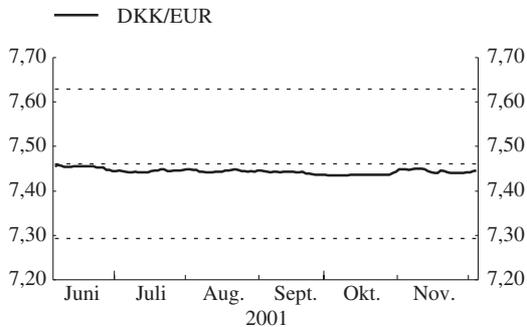
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

### Abbildung 38 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.

Markt wieder Erwartungen über eine rasche Erholung der US-Wirtschaft im nächsten Jahr aufgekommen waren. Jedoch standen diese Erwartungen, die im Monatsverlauf auch in dem beträchtlichen Anstieg der langfristigen US-Anleiherenditen ihren Niederschlag fanden, im Gegensatz zu den von allen größeren internationalen Organisationen erheblich nach unten korrigierten Prognosen für das weltweite Wirtschaftswachstum. Gegen Ende November allerdings stabilisierte sich der Dollar angesichts der schwächer als erwartet ausgefallenen Daten zum Konsumentenvertrauen in den Vereinigten Staaten und aufgrund von Anzeichen dafür, dass die Erholung eventuell langsamer als zuvor erwartet verlaufen könnte. Am 5. Dezember notierte der Euro bei 0,89 USD (siehe Abbildung 37) und damit gut 1 % niedriger als Ende Oktober und über 3 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2000.

Der Yen notierte in der ersten Novemberhälfte weiterhin fest. Vor dem Hintergrund der insgesamt negativen Einschätzung der Geschäfts- und Wirtschaftslage in Japan, bei der auch eine Herabstufung der langfristigen Staatsschulden sowie Hinweise auf eine anhaltende Schwäche im Bankensektor und die steigende Arbeitslosigkeit eine Rolle spielten, verlor er allerdings danach an Boden. Am 5. Dezember notierte der Yen bei 124,3 JPY zum US-Dollar, womit er sein Niveau von Ende Oktober um fast 2 % unterschritt. Der

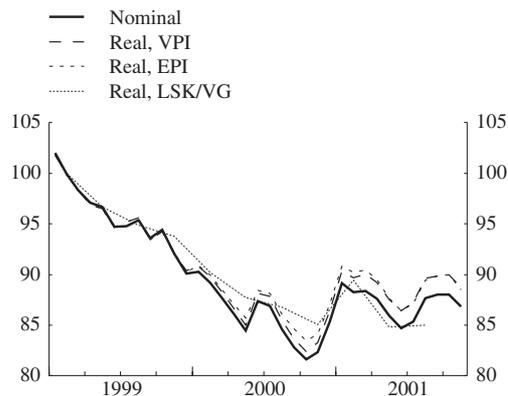
Wechselkurs des Euro zum Yen war gegenüber Ende Oktober nahezu unverändert und betrug am 5. Dezember 110,8 JPY; dieser Wert übertrifft seinen Durchschnittsstand vom vergangenen Jahr um mehr als 11 %.

Das Pfund Sterling blieb gegenüber dem Euro fast den ganzen Monat über weitgehend stabil, während es gegenüber dem US-Dollar im November unter Abwertungsdruck geriet. Ausschlaggebend hierfür waren die konjunkturelle Abkühlung im britischen Dienstleistungssektor sowie eine Schrumpfung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und ein

### Abbildung 39 Effektive Euro-Wechselkurse

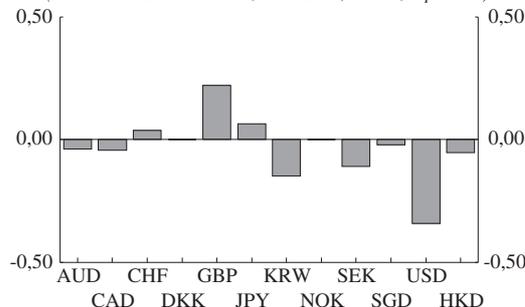
#### Nominale und reale effektive Wechselkurse <sup>1)</sup>

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



#### Beiträge zu den Veränderungen der nominalen effektiven Wechselkurse <sup>2)</sup>

(31. Oktober 2001 bis 5. Dezember 2001; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf November 2001 und für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das dritte Quartal 2001 (teilweise geschätzt).

2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Rückgang der Ausfuhren. Am 5. Dezember notierte der Euro zum Pfund Sterling mit 0,63 GBP in etwa auf dem gleichen Niveau wie Ende Oktober und damit fast 3 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2000.

Was andere europäische Währungen angeht, so schwankte die dänische Krone nach wie vor in einem engen Band unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 38). Gegenüber der schwedischen Krone wertete sich der Euro seit Ende Oktober um fast 2 % ab, notierte am 5. Dezember aber immer noch auf einem um knapp 12 % höheren Niveau als im Durchschnitt des Jahres 2000. Gegenüber dem Schweizer Franken blieb der Euro weitgehend unverändert; am 5. Dezember wurde er mit 1,47 CHF gehandelt, das sind gut 5 % unter dem Durchschnittsstand im Jahr 2000.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, lag am 5. Dezember auf nahezu dem gleichen Niveau wie Ende Oktober und mehr als 2 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2000. In realer Rechnung verlief die Entwicklung der mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes sowie den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierten effektiven Wechselkurse nach wie vor nahezu parallel zum nominalen Index (siehe Abbildung 39).

### Leistungsbilanzdefizit ging im September 2001 zurück

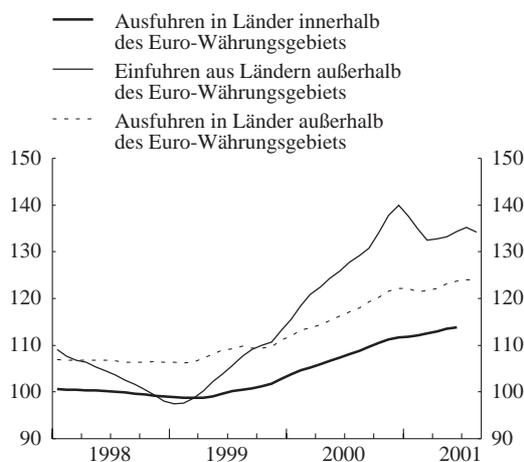
Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im September 2001 ein leichtes Defizit in Höhe von 1,3 Mrd € auf, verglichen mit einem Defizit von 3,4 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat. Der Rückgang des Defizits war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 0,7 Mrd € auf 5,0 Mrd €) in Verbindung mit einer Abnahme des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von 1,8 Mrd € auf 0,7 Mrd €) zurückzuführen, während sich der Überschuss im Bereich der Dienstleis-

tungen in ein Defizit umkehrte und sich das Defizit bei den laufenden Übertragungen ausweitete.

In den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres ging das kumulierte Leistungsbilanzdefizit auf 23,1 Mrd € zurück, verglichen mit einem Defizit von 49,0 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Dies ist weitgehend dem Anstieg des kumulierten Warenhandelsüberschusses um 31,4 Mrd € sowie dem Umschwung im Bereich der Dienstleistungen von einem Defizit in Höhe von 1,8 Mrd € hin zu einem Überschuss in Höhe von 2,0 Mrd € zuzuschreiben, was durch den Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 9,6 Mrd € nur teilweise ausgeglichen wurde. Unterdessen blieb das Defizit bei den laufenden Übertragungen praktisch unverändert.

Die saisonbereinigten Angaben zeigen, dass der Überschuss im Warenhandel des Eurogebiets mit Drittländern seit Ende letzten Jahres vor allem aufgrund der gesunkenen Einfuhrwerte zugenommen hat, während die Ex-

**Abbildung 40**  
**Durchschnittswertindizes des Handels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**  
*(1995 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)*



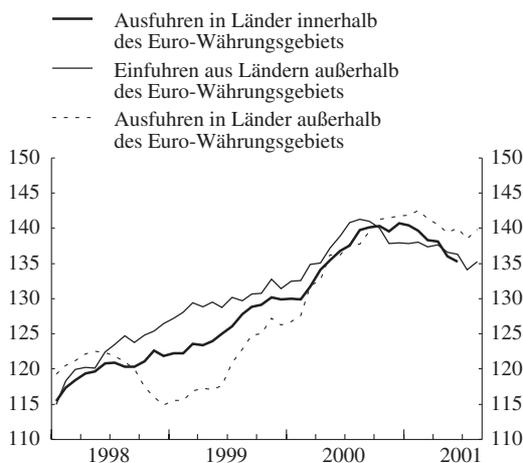
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

1) Alle Angaben beziehen sich auf die elf Euro-Länder, die letzten Angaben zu Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets auf August 2001, die letzten Angaben zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf Juni 2001.

portwerte in diesem Zeitraum praktisch unverändert geblieben sind (siehe Tabelle 8.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Aus den Abbildungen 41 und 42 geht hervor, dass der Rückgang der Einfuhrwerte sowohl auf die Abnahme der Einfuhrvolumina aus Drittländern, die die nachlassende Nachfrage innerhalb des Eurogebiets widerspiegelt, als auch auf die vor allem infolge der rückläufigen Ölpreise gesunkenen Einfuhrpreise (die anhand der Durchschnittswertindizes dargestellt werden) zurückzuführen ist. Auch das Volumen der Ausfuhren in Länder innerhalb des Euroraums (das definitionsgemäß dem Volumen der Einfuhren aus Ländern innerhalb des Eurogebiets entspricht) ging in etwa dem gleichen Tempo zurück wie das Volumen der Einfuhren aus Drittländern. Gleichzeitig ist der Wert der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer aufgrund der steigenden Exportpreise, die den seit Anfang 2001 zu beobachtenden Rückgang der Ausfuhrvolumina in Drittländer kompensiert haben, konstant geblieben. Der zuletzt genann-

#### Abbildung 41 Volumen des Handels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(1995 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



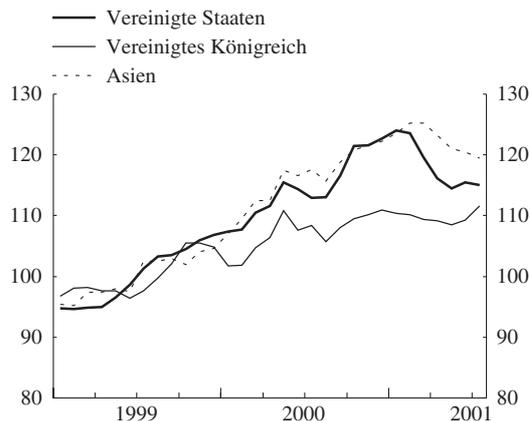
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

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

#### Abbildung 42

#### Volumen der Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets in die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und nach Asien<sup>1)</sup>

(1999 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

1) Alle Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder, die letzten Angaben auf Juli 2001.

te Rückgang lässt sich durch die merkliche Abschwächung der Auslandsnachfrage erklären und zeigt sich insbesondere am rückläufigen Volumen der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und nach Asien, wohingegen sich die Exporte in das Vereinigte Königreich seit Ende letzten Jahres im Schnitt kaum verändert haben (siehe Abbildung 42). Allerdings haben sich die Ausfuhrvolumina des Eurogebiets in Drittländer in den letzten Monaten anscheinend wieder etwas stabilisiert; dagegen sind die Hinweise auf eine Stabilisierung des Volumens der Ausfuhren in Länder innerhalb des Eurogebiets uneinheitlich. Nähere Einzelheiten zur jüngsten Entwicklung der Handelsvolumina des Euro-Währungsgebiets mit Ländern innerhalb und außerhalb des Eurogebiets finden sich in Kasten 5.

#### Umfangreiche Nettozuflüsse bei den Wertpapieranlagen im September 2001

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im September dieses Jahres per saldo zu einem hohen Mittelzufluss von 29,9 Mrd €, dem zweithöchsten Nettozufluss seit 1999. Ausschlag-

**Tabelle 12****Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	2000 Jan.–Sept.	2000 Sept.	2001 Jan.–Sept.	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-49,0	-3,4	-23,1	-4,1	4,2	-1,3
Einnahmen	1 165,9	141,1	1 270,1	147,9	133,4	132,8
Ausgaben	1 214,9	144,5	1 293,3	152,0	129,2	134,1
Saldo des Warenhandels	8,5	0,7	39,9	8,5	6,0	5,0
Ausfuhr	704,4	85,3	769,3	90,0	80,9	82,7
Einfuhr	695,9	84,6	729,4	81,6	74,9	77,8
Saldo der Dienstleistungen	-1,8	0,3	2,0	0,9	0,8	-0,9
Einnahmen	215,3	26,6	231,5	28,6	27,7	24,3
Ausgaben	217,1	26,3	229,5	27,7	26,9	25,1
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-23,5	-1,8	-33,1	-8,1	0,3	-0,7
Saldo der laufenden Übertragungen	-32,2	-2,6	-32,0	-5,4	-2,9	-4,7
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	8,1	0,8	7,6	0,4	0,6	0,0
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	71,6	-8,2	-20,9	-12,0	0,3	-29,5
Direktinvestitionen	29,3	-32,5	-103,0	7,2	-6,0	-13,1
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-291,0	-47,0	-180,9	-6,0	-12,2	-19,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-217,7	-26,4	-108,9	-11,8	-5,6	-5,1
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-73,2	-20,6	-72,0	5,8	-6,6	-14,0
Im Euro-Währungsgebiet	320,3	14,5	77,9	13,2	6,2	6,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	263,7	5,6	59,6	5,4	4,5	3,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	56,5	9,0	18,2	7,8	1,7	2,3
Wertpapieranlagen	-116,7	-3,1	51,7	1,6	17,8	43,0
Dividendenwerte	-220,6	-2,7	107,2	4,4	12,7	28,3
Aktiva	-229,0	-11,1	-63,1	-8,4	-2,6	13,8
Passiva	8,4	8,4	170,3	12,8	15,3	14,5
Schuldverschreibungen	103,9	-0,3	-55,5	-2,8	5,1	14,7
Aktiva	-95,7	-23,1	-94,7	-4,0	-15,4	13,2
Passiva	199,6	22,8	39,2	1,2	20,5	1,4
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und						
-wertpapieranlagen zusammengenommen	-87,5	-35,6	-51,3	8,8	11,9	29,9
Finanzderivate	7,1	1,9	-10,9	-4,8	-3,1	-1,0
Übriger Kapitalverkehr	144,9	21,8	26,9	-16,0	-12,6	-56,7
Währungsreserven	7,0	3,7	14,5	-0,0	4,1	-1,6
<b>Restposten</b>	-30,7	10,8	36,5	15,7	-5,1	30,8

*Quelle: EZB.*

*Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detaillierte Tabellen zu Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im Abschnitt „Daten zu ausgewählten Wirtschaftsindikatoren für das bisherige Euro-Währungsgebiet und Griechenland“ sowie auf der Website der EZB.*

gebend hierfür waren die hohen Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (43,0 Mrd €), die die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen (13,1 Mrd €) mehr als ausgeglichen haben.

Die Netto-Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen entsprachen weitgehend dem Mittelabfluss, der in den vorangegangenen Monaten in diesem Bereich zu verzeichnen war, und gingen überwiegend auf Nettoabflüsse beim Posten „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite

zwischen verbundenen Unternehmen“ zurück, die sich auf insgesamt 11,7 Mrd € beliefen. Beim Posten „Beteiligungskapital“ dagegen fielen die Nettoabflüsse mit 1,4 Mrd € mäßig aus. Der umfangreiche Nettozufluss im Bereich der Wertpapieranlagen im September war vorwiegend den Nettozuflüssen von 28,3 Mrd € bei den Anlagen in Dividendenwerte zuzuschreiben. Auch bei den Anlagen in Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets kam es zu Netto-Kapitalzuflüssen, und zwar in Höhe von 14,7 Mrd €.

In den ersten neun Monaten dieses Jahres waren die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen mit 51,3 Mrd € niedriger als im selben Zeitraum ein Jahr zuvor (87,5 Mrd €). Erstmals seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) kam es im September dieses Jahres - möglicherweise unter dem Einfluss der Ereignisse vom 11. September in den Vereinigten Staaten - zu Nettoverkäufen ausländischer Wertpapiere durch Ansässige des Eurogebiets. Daraus ergaben sich für die Aktivseite der Anlagen in Dividendenwerte und Schuldverschreibungen Nettozuflüsse im Betrag von 13,8 Mrd € bzw. 13,2 Mrd €. Bei

den Investitionen Gebietsfremder im Euro-Währungsgebiet ergaben sich keine nennenswerten Veränderungen: Auf der Passivseite der Direktinvestitionen und der Wertpapieranlagen waren im September dieses Jahres weiterhin Nettozuflüsse zu verzeichnen, und zwar in Höhe von 6,0 Mrd € bzw. 15,9 Mrd €.

#### **Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets per Ende 2000**

Ende 2000 wurden beim Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets (berechnet für die zwölf Euro-Länder; siehe Tabelle 8.7 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 152,1 Mrd € verzeichnet, verglichen mit 116,7 Mrd € Ende 1999. Hinter dem Anstieg der Nettoverbindlichkeiten um 35,4 Mrd € verbergen sich in erster Linie die um 187,3 Mrd € gestiegenen Nettoverbindlichkeiten bei den „übrigen Anlagen“, die nur teilweise durch den Anstieg der positiven Netto-Direktinvestitionen (um 68,4 Mrd €) und die Verbesserung der Netto-Schuldnerposition bei den Wertpapieranlagen (um 77,4 Mrd €) ausgeglichen wurden.

