



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

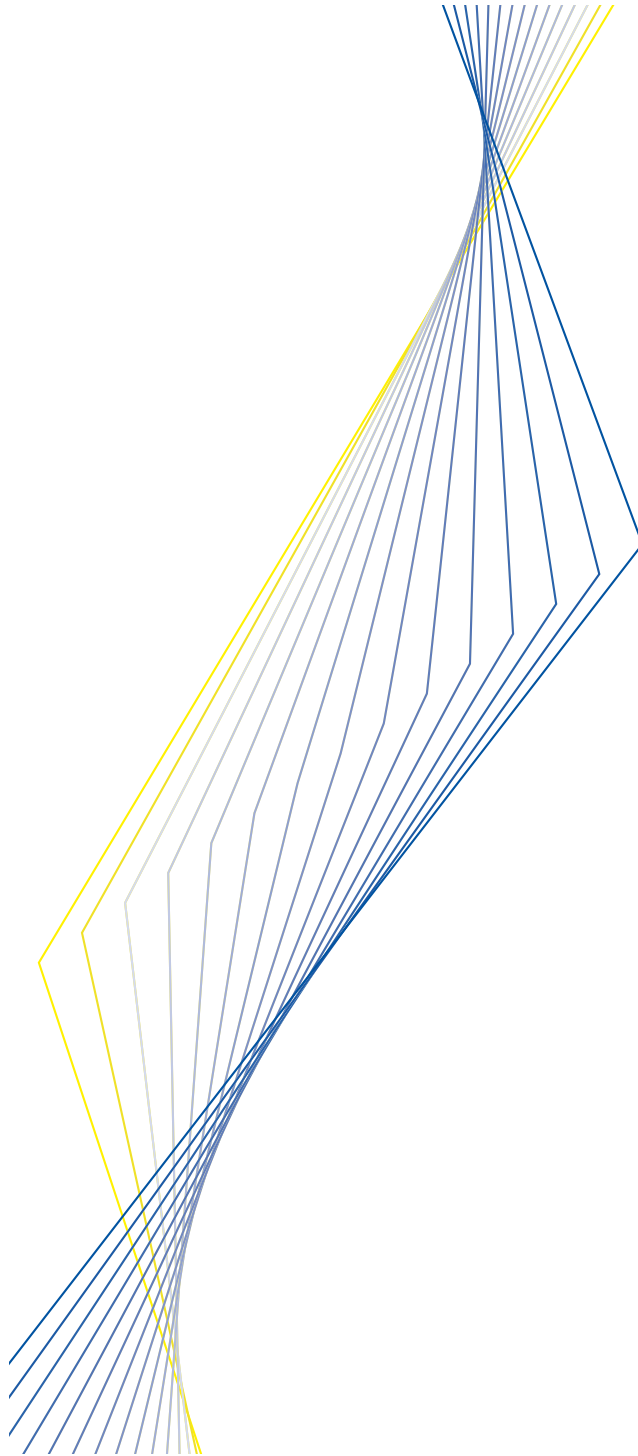
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

März 2002



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**März 2002**

© Europäische Zentralbank, 2002

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

*Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

*Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.*

*Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 6. März 2002.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	36
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	45
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	54
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	60
Kästen:	
1 Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis zum dritten Quartal 2001	15
2 Entwicklung der relativen Anteile der M3-Komponenten zwischen 1980 und 2001	22
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Februar 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	29
4 Anwendung zusätzlicher Harmonisierungsregeln für den HVPI im Januar 2002	38
5 Survey of Professional Forecasters (SPF) vom ersten Quartal 2002	42
6 Zur Notwendigkeit weiterer struktureller Reformen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets	53
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	87*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	91*

## Abkürzungen

### Länder

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

### Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 7. März 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 %.

Der Beschluss, die Leitzinssätze unverändert zu lassen, spiegelt die Einschätzung wider, dass das derzeitige Zinsniveau für die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht weiterhin angemessen ist. Diese Einschätzung beruht auf der Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklung im Zusammenhang mit den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule betrifft, so lag der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 im Zeitraum von November 2001 bis Januar 2002 bei 8,0 %, gegenüber 7,8 % im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2001. Die hohen Jahreswachstumsraten von M3 in den vergangenen Monaten spiegeln im Wesentlichen Portfolioumschichtungen in liquide Anlageformen wider, die größtenteils im Herbst 2001 in einem von großer Unsicherheit geprägten wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld vorgenommen wurden. Die monetäre Entwicklung im Dezember 2001 und Januar 2002 deutet auf eine Verlangsamung der kurzfristigen Dynamik von M3 hin. Dies steht im Einklang mit Anzeichen, dass die Unsicherheit an den Finanzmärkten nachgelassen hat. Darüber hinaus ist die Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin zurückgegangen. Insgesamt weisen die Informationen im Zusammenhang mit der ersten Säule trotz eines erheblichen Liquiditätsaufbaus im Jahr 2001 bisher nicht auf Risiken für die Preisstabilität hin. Allerdings muss die monetäre Entwicklung in den kommenden Monaten genau analysiert werden.

Im Hinblick auf die zweite Säule gibt es weitere Anzeichen kurzfristiger Indikatoren dafür, dass die Talsohle der konjunkturellen Entwicklung Ende letzten Jahres erreicht worden sein könnte. Insbesondere deuten Um-

frageergebnisse für den Unternehmenssektor zunehmend auf eine Erholung Anfang 2002 hin. Dies spiegelt sich auch in den Erwartungen an den Finanzmärkten wider, vor allem den in den Anleiheentwicklungen zum Ausdruck kommenden Erwartungen. Die derzeit verfügbaren Prognosen deuten auf einen Anstieg des realen BIP-Wachstums im Laufe dieses Jahres hin. Das genaue Ausmaß dieses Anstiegs ist vorerst noch ungewiss, doch kann davon ausgegangen werden, dass er gegen Jahresende so kräftig ist, dass das Wirtschaftswachstum wieder ein Niveau erreicht, das mit dem Potenzialwachstum in Einklang steht.

Binnenwirtschaftlich betrachtet wird diese Erwartung gestützt durch die soliden wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets sowie das Fehlen größerer Ungleichgewichte, die einen langwierigen Anpassungsprozess erfordern würden. In einem solchen Umfeld dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen und die positiven Auswirkungen des bisherigen und zukünftigen Rückgangs der Teuerungsrate auf das real verfügbare Einkommen das Wachstum der inländischen Nachfrage untermauern. Was die außenwirtschaftliche Entwicklung betrifft, so gibt es zunehmend Hinweise auf eine Erholung des weltweiten Wirtschaftswachstums im Lauf des Jahres 2002. Eine solche Erholung dürfte zu einer allmählichen Stärkung der Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euroraums führen und dadurch auch eine Erholung bei den Anlageinvestitionen des Eurogebiets stützen.

Was die kurzfristige Preisentwicklung angeht, so stieg die jährliche HVPI-Inflationsrate von 2,0 % im Dezember 2001 auf 2,7 % im Januar 2002. Dieser deutliche Anstieg war zum Teil erwartet worden, da hier Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Rückgang der Energiepreise Anfang 2001 sowie höhere indirekte Steuern in einigen Ländern des Euroraums im Januar dieses Jahres zum Tragen kamen. Darüber hinaus spiegelt die Erhöhung im Januar 2002 die erheblichen Preissteigerungen bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln aufgrund ungewöhnlich schlechter Witterungsverhältnisse wider, doch vorläufigen An-

gaben für Februar zufolge dürfte sich dieser Effekt inzwischen teilweise wieder zurückgebildet haben. Die Daten für Januar 2002 liefern keine Anhaltspunkte dafür, dass von der Euro-Bargeldumstellung ein signifikanter Aufwärtsdruck auf das Preisniveau im Euro-Raum insgesamt ausgegangen ist, auch wenn es bei den Preisen für bestimmte Dienstleistungen einen gewissen Aufwärtsdruck gegeben haben könnte. Ein Anstieg der jährlichen HVPI-Steigerungsrate im Januar 2002 und die vorläufigen Anzeichen eines neuerlichen Rückgangs im Februar stehen im Einklang mit früheren Erwartungen einer leicht erratischen Entwicklung in den ersten Monaten dieses Jahres. In den nächsten Monaten werden Basiseffekte zu einem weiteren Rückgang der Jahresrate bei den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel führen. Außerdem dürften die indirekten Effekte vergangener Preissteigerungen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel allmählich nachlassen, wie in der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise für Konsum- und Investitionsgüter angedeutet. Aufgrund dieser Faktoren wird damit gerechnet, dass die jährliche Inflationsrate nach dem HVPI in den kommenden Monaten unter 2 % fallen wird.

Über diesen Horizont hinaus dürften die Preissteigerungsraten, falls keine unvorhergesehenen Entwicklungen eintreten, weiterhin mit Preisstabilität in Einklang stehen. Darin spiegelt sich die Erwartung wider, dass von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage kaum Aufwärtsdruck auf die Preise ausgehen wird, und insbesondere die Annahme, dass sich die Lohnzurückhaltung fortsetzen wird. Vor diesem Hintergrund werden anstehende Tarifverhandlungen im Hinblick auf ihre Auswirkungen für die zukünftige Preisentwicklung genau beobachtet werden. Eine Fortsetzung der Lohnzurückhaltung im Euro-Raum ist nicht nur für die Gewährleistung der Preisstabilität, sondern auch für die Förderung des Beschäftigungswachstums von entscheidender Bedeutung.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet begrüßte der EZB-Rat, dass die Länder des Euroraums, die nach wie vor

Haushaltsungleichgewichte aufweisen, ihre Zusage bekräftigt haben, die Obergrenze von 3 % für das Defizit in diesem Jahr nicht zu überschreiten und auch weiterhin das in ihren jeweiligen Stabilitätsprogrammen festgelegte Ziel zu verfolgen, bis 2003/2004 einen ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt zu erreichen. Die Bestätigung des politischen Willens, die Haushaltskonsolidierung weiter voranzutreiben, ist überaus angebracht. Der EZB-Rat unterstützt die von der Europäischen Kommission im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts ergriffenen Maßnahmen und befürwortet das anschließende Ergebnis der Sitzung des ECOFIN-Rats im vergangenen Monat. Wachsamkeit ist nun gefordert, um sicherzustellen, dass die mittelfristigen Pläne streng eingehalten und die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Verfahren strikt und umgehend umgesetzt werden.

Um die Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets noch weiter zu verbessern und der erwarteten Erholung eine breit angelegte und dauerhafte Basis zu geben, müssen die Länder des Euroraums ihre Anstrengungen forcieren, umfassende Strukturreformen umzusetzen. Zwar wurden in den letzten Jahren bereits Fortschritte bei der Flexibilisierung der Güter- und Kapitalmärkte im Euro-Raum erzielt, aber weitere Reformen auf diesen Gebieten sind dringend notwendig. Auch hinsichtlich der Verbesserung der Funktionsweise ihrer Arbeitsmärkte sind die Euro-Länder etwas weiter vorangekommen. In Verbindung mit der moderaten Lohnentwicklung haben diese Reformen zu kräftigem Beschäftigungswachstum und zu einem Abbau der Arbeitslosigkeit in vielen Ländern des Euroraums während des letzten Konjunkturaufschwungs beigetragen. Gleichzeitig gibt es jedoch Hinweise darauf, dass an den Arbeitsmärkten die Zusammenführung von Angebot und Nachfrage der Arbeitskräfte immer noch unzureichend funktioniert. Dies lässt sich unter anderem daran ablesen, dass die Unternehmen, obwohl die Arbeitslosenquote im Jahr 2001 nach wie vor über 8 % lag, dennoch von Schwierigkeiten bei der Suche nach Arbeitskräften berichteten. Eine detailliertere Analy-

se der „Matching-Prozesse“ findet sich in der EZB-Veröffentlichung *Labour market mismatches in euro area countries* vom März 2002. Weitere Verbesserungen im Hinblick auf das Funktionieren der Arbeitsmärkte sind vonnöten. In diesem Zusammenhang sollte her-

vorgehoben werden, dass die Arbeitsmarkt-reformen bei der Schaffung neuer Beschäftigungsmöglichkeiten umso erfolgreicher sind, je effizienter die Güter- und Kapitalmärkte im Euro-Währungsgebiet funktionieren.





# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

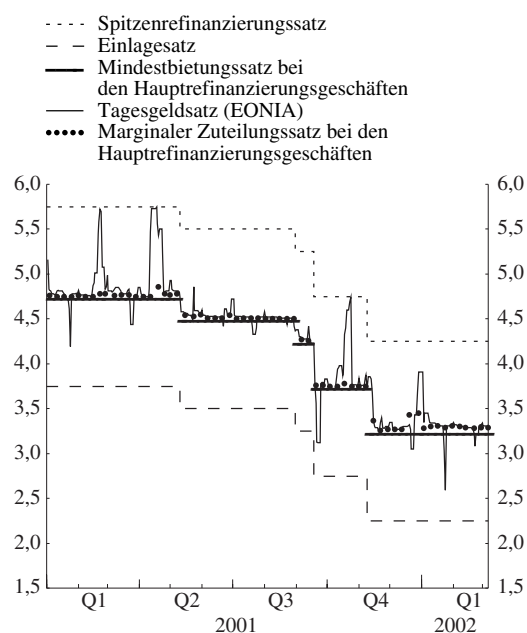
Auf seiner Sitzung am 7. März 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % (siehe Abbildung 1).

### Trotz hoher Jahreswachstumsrate von M3 im Januar deutet kurzfristige Dynamik auf Beruhigung hin

Im Januar 2002 ging die Jahreswachstumsrate von M3 auf 7,9 % zurück, verglichen mit 8,0 % im Dezember vergangenen Jahres. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 erhöhte sich in der Zeit von November 2001 bis Januar 2002 auf 8,0 %, nachdem er im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2001 bei 7,8 % gelegen hatte

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

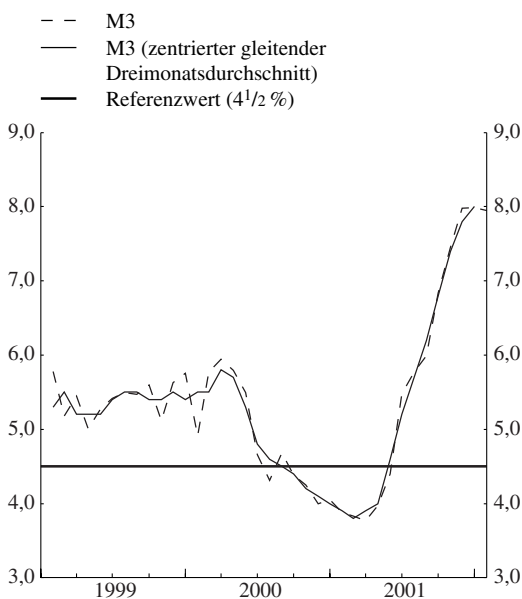


Quellen: EZB und Reuters.

### 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.

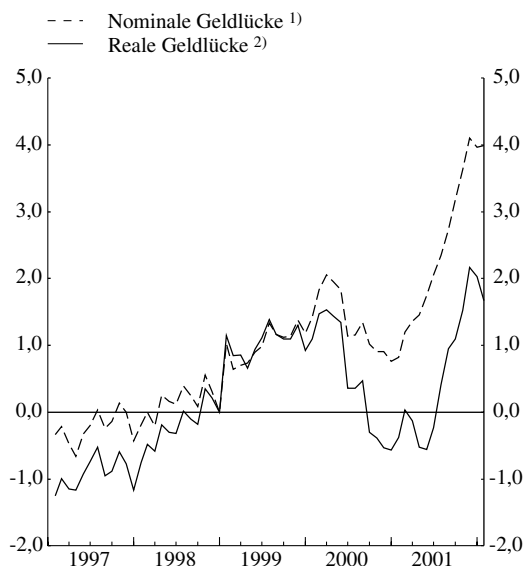
(siehe Abbildung 2). Wie bereits in früheren Ausgaben des Monatsberichts dargelegt, ist das starke M3-Wachstum im Laufe des Jahres 2001 auf mehrere Faktoren zurückzuführen, und zwar vor allem auf Portfolioumschichtungen zu Lasten langfristiger Anlagen. Hinzu kam eine deutliche Zunahme der Präferenz für liquide Anlageformen, die aus der hohen Unsicherheit resultierte, welche an den weltweiten Finanzmärkten nach den Terroranschlägen vom 11. September in den Vereinigten Staaten herrschte. Kasten I liefert auf der Grundlage der Finanzierungsrechnungen einige Belege für Portfolioumschichtungen, die dem starken M3-Wachstum im Jahr 2001 zugrunde lagen.

Der Liquiditätsaufbau in der jüngsten Vergangenheit wird auch aus den Maßen für die Geldlücke ersichtlich, die sich auf der Grundlage des Referenzwerts von M3 errechnen. Die in Abbildung 3 dargestellte nominale

Geldlücke beruht auf der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (d. h. 4 ½ % p. a.) entsprechenden monetären Wachstum seit Dezember 1998 (als beliebiger Basisonat gewählt) ergeben hätte. Die nominale Geldlücke vergrößerte sich von Anfang 2001 bis November stetig, was auf ein über dem Referenzwert liegendes M3-Wachstum hindeutet. Allerdings wurde ein Teil dieser Geldlücke dafür verwendet, das höhere Preisniveau zu finanzieren, das vor allem aus den im Jahr 2000 und Anfang 2001 stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen resultierte. Da der Anstieg der Teuerung nach dem HVPI in dieser Zeit nur vorübergehender Natur war, liefert die reale Geldlücke geeignetere Informationen, weil sie die in der Ver-

### Abbildung 3 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



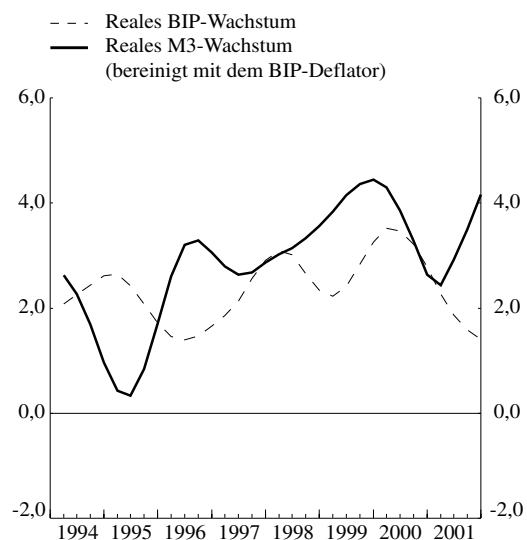
Quelle: EZB.

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

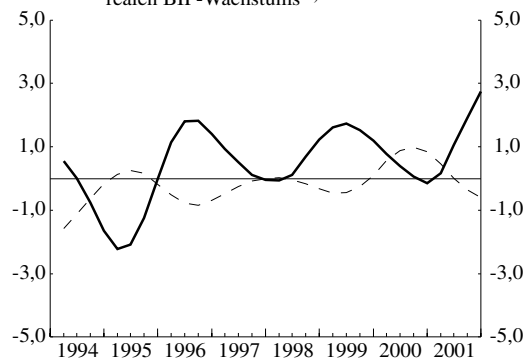
- 1) Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basisonat wurde Dezember 1998 gewählt.
- 2) Nominale Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von der Definition von Preisstabilität.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

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

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



--- Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3  
— Reales M3-Wachstum abzüglich des realen BIP-Wachstums<sup>1)</sup>



Quelle: EZB.

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

gangenheit zu beobachtenden Abweichungen der HVPI-Inflation von der Preisstabilitätsnorm berücksichtigt. (Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der

sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat.) Auch die reale Geldlücke vergrößerte sich im Jahresverlauf 2001 bis November erheblich, bevor sie sich in den letzten beiden Monaten wieder etwas verkleinerte. Diese Größe liefert die Bestätigung, dass Ende 2001 und Anfang 2002 reichlich Liquidität im Euroraum vorhanden war.

Aufgrund der 2001 verzeichneten erheblichen Portfolioumschichtungen lag das M3-Wachstum Ende 2001 deutlich über dem Wert, der mit den fundamentalen Bestimmungsgrößen, insbesondere dem realen BIP und den Opportunitätskosten der Haltung von in M3 enthaltenen Aktiva, in Einklang gestanden hätte (siehe Abbildung 4).

Während das Jahreswachstum von M3 und die Überschussliquidität weiterhin hoch waren, gab es im Dezember 2001 und im Januar 2002 erste Anzeichen für eine Beruhigung der kurzfristigen Dynamik von M3. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate des M3-Wachstums ging im Januar auf 8,1 % zurück, nachdem sie im November 2001 mit 9,7 % einen Höchststand erreicht hatte. Der Rückgang wird noch deutlicher, wenn man die monetäre Dynamik über kürzere Zeiträume betrachtet; dies deutet darauf hin, dass der Prozess der Portfolioumschichtungen hin zu in M3 enthaltenen Anlageformen ein Ende erreicht haben könnte. Diese Entwicklung war nach der Ende vergangenen Jahres einsetzenden Normalisierung an den Finanzmärkten zu erwarten, die sich zum Beispiel im Verlauf der impliziten Aktienkursvolatilität (siehe Abbildung 22) widerspiegelt; auch der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve seit Herbst 2001, durch den sich die Attraktivität der in M3 enthaltenen kurzfristigen Vermögenswerte im Vergleich zu langfristigen Anlageformen verringerte, weist in diese Richtung.

### **Stärkeres Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1**

Nach einer etwas gedämpfteren Entwicklung im Dezember vergangenen Jahres, die hauptsächlich auf die Euro-Bargeldumstellung zurückzuführen war, verzeichnete das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 im Januar 2002 wieder ein dynamisches Wachstum. Die Jahreswachstumsrate von M1 erhöhte sich auf 6,6 %, verglichen mit 5,0 % im Dezember und 6,0 % im November. Die niedrigeren Opportunitätskosten, die aus dem Rückgang der Kurzfristzinsen im Verlauf des Jahres 2001 resultierten, dürften das M1-Wachstum in den vergangenen Quartalen angeheizt haben. Der Wiederanstieg wird besonders deutlich, wenn man die saisonbereinigte Veränderung gegenüber dem Vormonat betrachtet, die im Januar dieses Jahres 1,2 % betrug, nach -1,0 % im Dezember 2001.

Der Bargeldumlauf nahm im Berichtsmonat wieder zu, nachdem Ende 2001 im Vormonatsvergleich starke Rückgänge zu verzeichnen gewesen waren. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate erholte sich und lag im Januar bei -39,8 %, gegenüber -49,8 % im Dezember 2001.

Die Belebung des Bargeldumlaufs im Januar dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass nach der Bargeldumstellung vorherige Umschichtungen von Bargeld in kurzfristige Anlagen wieder rückgängig gemacht worden sind. Darüber hinaus könnte die insbesondere im Einzelhandel erforderliche höhere Kassenhaltung für Transaktionszwecke aufgrund des Parallelumlaufs zweier Währungen im Januar zu Umschichtungen von kurzfristigen Bankanlagen hin zu Bargeld geführt haben (siehe Abbildung 5).

Der Anstieg des M1-Wachstums zwischen Dezember und Januar könnte in beschränktem Umfang auch auf Bilanzierungseffekte zurückzuführen sein, die den Bargeldumlauf im Dezember verringerten. Da die Euro-Banknoten erst ab dem 1. Januar 2002 in die monetäre Statistik aufgenommen wurden (vor

## Tabelle I

### Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Jan.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
<b>M1</b>	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
darunter: Bargeldumlauf	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
darunter: Täglich fällige Einlagen	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
<b>M2</b>	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
<b>M3<sup>1)</sup></b>	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Täglich fällige Einlagen	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Repogeschäfte	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Geldmarktfondsanteile	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

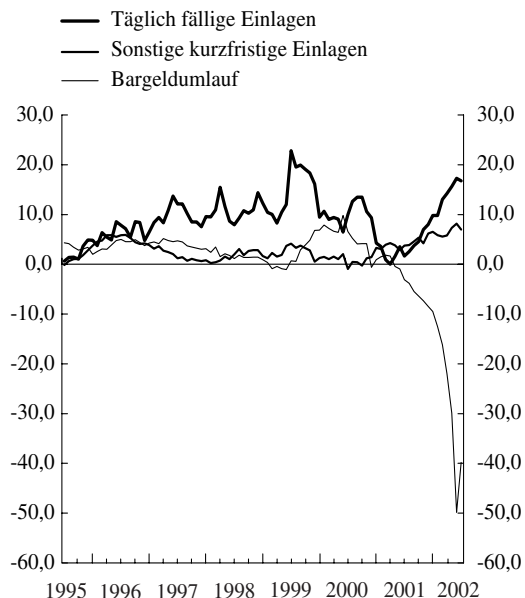
Quelle: EZB.

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

diesem Datum stellten sie kein „Geld“ dar), wurde der Gegenwert aus den Verkäufen von „Starter-Kits“ und die in einigen Fällen sofortige Belastung von vorzeitig an Unternehmen des Euroraums abgegebenen Euro-Banknoten erst in den monetären Daten vom Januar ausgewiesen. Die Belastung der Gegenposten dieser Transaktionen, die normalerweise einen geringeren Bargeld- oder Einlagenbestand zur Folge hatte, war jedoch bereits im Dezember 2001 erfolgt.

### Abbildung 5 Bargeldumlauf und kurzfristige Einlagen

(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmontatsveränderungen in %)



Quelle: EZB.

Wie erwartet war der Anstieg des Banknotenumlaufs im Januar geringer als die verzeichnete Zunahme der Banknoten. Dies hing hauptsächlich damit zusammen, dass die Banknotenstatistiken auch die vom MFI-Sektor gehaltenen Banknoten enthalten.<sup>1</sup> Diese nahmen im Januar besonders stark zu, da Banken aus Sicherheitsgründen bzw. logistischen Überlegungen relativ große Mengen sowohl an Euro-Banknoten als auch an Banknoten der Vorläuferwährungen des Euro hielten.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging

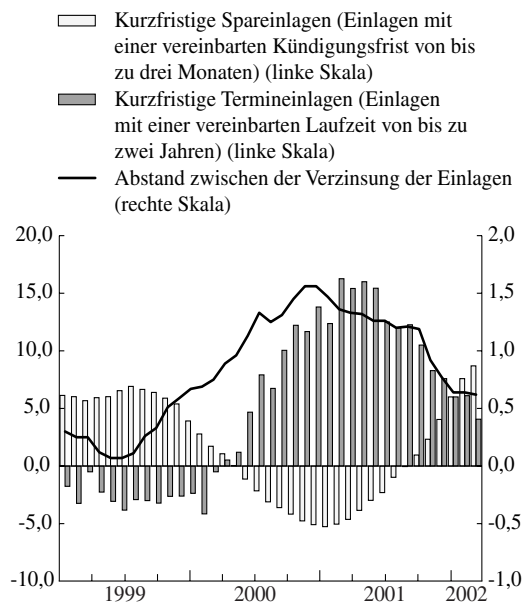
Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging

<sup>1</sup> Die Definition des Banknotenumlaufs weicht von der des Bargeldumlaufs dadurch ab, dass der Bargeldumlauf auch Münzen umfasst, den Kassenbestand der MFIs jedoch nicht enthält. Für gewöhnlich übersteigt der Wert des Banknotenumlaufs den des Bargeldumlaufs bei weitem.

## Abbildung 6

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

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



Quelle: EZB.

von 7,2 % im Dezember 2001 auf 6,8 % im Januar zurück. Unter den Komponenten dieser Einlagen fiel die jährliche Wachstumsrate der kurzfristigen Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) – im Einklang mit der Entwicklung in den vergangenen Monaten – im Januar weiter auf 4,1 %, verglichen mit 6,9 % im vierten Quartal 2001 (siehe Tabelle 1). Dagegen erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) weiter auf 8,7 % im Januar; im vierten Quartal vergangenen Jahres hatte sie sich auf 5,0 % belaufen. Die deutliche Verringerung des Zinsabstands zwischen diesen beiden Einlagearten, die daraus resultierte, dass die Zinsen bei den Termineinlagen stärker gefallen sind als bei den Spareinlagen, deutet auf eine gewisse Substitution kurzfristiger Termineinlagen durch kurzfristige Spareinlagen in den vergangenen Monaten hin (siehe Abbildung 6).

Schließlich ist anzumerken, dass die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente im Januar dieses Jahres auf 16,0 % zurückging, verglichen mit 20,9 % im vierten Quartal 2001 (siehe Tabelle 1). Dieser Rückgang ist ausschließlich auf den Rückgang der Jahreswachstumsraten der Geldmarktpapiere und der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren sowie der Repogeschäfte zurückzuführen. Die Nachfrage nach Geldmarktfondsanteilen war dagegen weiterhin hoch, sodass sich die Vorjahrsrate dieser Papiere im Januar 2002 leicht auf 35,2 % erhöhte, gegenüber 30,2 % im vierten Quartal 2001 (Kasten 2 enthält eine längerfristige Analyse der Entwicklung der Komponenten von M3).

### Weitere Verlangsamung der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe von MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum blieb in den vergangenen Monaten weitgehend stabil und betrug im Januar 5,3 %, nachdem sie im vierten Quartal des vergangenen Jahres bei durchschnittlich 5,2 % gelegen hatte. Allerdings gab es deutliche Unterschiede zwischen der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte und an den privaten Sektor im Eurogebiet (siehe Tabelle 2 und Abbildung 7).

Die jährliche Veränderungsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte erhöhte sich in den letzten Quartalen. Darin spiegelt sich vor allem die Konjunkturabschwächung im Euro-Währungsgebiet seit dem zweiten Halbjahr 2000 wider, die niedrigere Einnahmen und höhere Ausgaben für die öffentlichen Haushalte zur Folge hatte. Die nachlassende Wirkung der einmaligen Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen trug ebenfalls zum gestiegenen Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte bei. Bei den von MFIs des Euroraums zur Verfügung gestellten Finanzinstrumenten ist festzustellen, dass die jährliche Veränderungsrate der Buchkredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte im

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

	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Jan.
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Wertpapiere ohne Aktien	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Buchkredite	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Wertpapiere ohne Aktien	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Buchkredite	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8

*Nachrichtlich: Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren (Quartalsendstände) <sup>1)</sup>*

<i>An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>An private Haushalte</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Konsumentenkredite <sup>2)</sup></i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Wohnungsbaukredite <sup>2)</sup></i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Sonstige Kredite</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

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.

Januar 2002 mit -1,8 % weiterhin negativ war, während sich die Jahresrate der MFI-Bestände an Wertpapieren der öffentlichen Haushalte nach einem Tiefststand von -12,3 % im ersten Quartal 2001 auf 4,3 % im Januar dieses Jahres erhöhte.

Im Gegensatz zur Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte ging die Jahreswachstumsrate der Kreditgewährung der MFIs an den privaten Sektor im Januar im Eurogebiet weiter zurück, und zwar von durchschnittlich 6,9 % im vierten Quartal 2001 auf 6,3 %. Ausschlaggebend hierfür war die anhaltende Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Buchkredite an den privaten Sektor. Detailliertere Angaben zur Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor finden sich in der vierteljährlichen Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren

(private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums), die bis zum vierten Quartal 2001 vorliegt (siehe Tabelle 2 und Abbildung 8).

Im vierten Quartal 2001 war die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an die privaten Haushalte weiter rückläufig; sie fiel von 6,0 % im dritten Quartal auf 5,3 %. Sie war damit seit dem dritten Quartal 1999, als sie sich auf 11,2 % belaufen hatte, kontinuierlich zurückgegangen. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums fiel im vierten Quartal des vergangenen Jahres auf 6,3 %, gegenüber 7,4 % im Vorquartal. Sie setzte damit ihren seit dem dritten Quartal 2000 zu verzeichnenden rückläufigen Trend fort; damals hatte sie bei 11,1 % gelegen. Dies könnte auf die Konjunkturabschwächung im

## Kasten I

### Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis zum dritten Quartal 2001

Die Veröffentlichung der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen für die nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum für das zweite und dritte Quartal 2001 ermöglicht eine Analyse der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieser Sektoren. Mit dieser Publikation wird der zeitliche Rückstand der Ergebnisse der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen auf gut vier Monate verringert. Dadurch wird eine zeitnähere Untersuchung der Veränderungen im Bereich der Finanzierung und Geldvermögensbildung ermöglicht, sodass die jüngsten Geldmengen- und Finanzmarktentwicklungen in einem größeren Zusammenhang betrachtet werden können. Tabelle A und B geben einen Überblick über die Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren. Weitere Einzelheiten sind Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des vorliegenden Monatsberichts zu entnehmen.

**Tabelle A: 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	5,6	1,8	3,2	-22,8	-4,3	8,6	-5,1	6,3	31,2	8,7	4,9
1999	6,0	2,7	2,8	-5,8	7,4	8,2	1,9	7,2	13,6	9,4	5,5
2000 Q1	4,9	3,7	3,3	6,8	11,1	5,7	-2,4	4,2	8,3	9,7	5,5
Q2	5,1	3,5	3,4	15,7	-2,3	6,1	3,4	4,0	5,2	9,6	5,5
Q3	6,0	3,8	3,1	40,4	-3,0	7,4	6,3	8,5	3,1	9,3	4,5
Q4	6,8	3,2	2,9	18,4	-1,7	8,9	4,2	12,8	7,0	8,6	4,2
2001 Q1	8,0	4,6	3,2	50,1	4,5	9,9	9,7	14,5	6,7	7,4	3,9
Q2	7,6	5,1	4,1	35,5	6,0	9,0	8,0	13,7	5,7	7,0	4,3
Q3	6,6	5,7	4,8	25,0	12,0	7,1	7,4	8,1	6,1	6,5	6,0
<b>Anteil an der Geldvermögensbildung insgesamt per 2001/Q3 (Bestände)</b>											
	100 %	39 %	36 %	1 %	2 %	61 %	11 %	16 %	10 %	23 %	37 %

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.

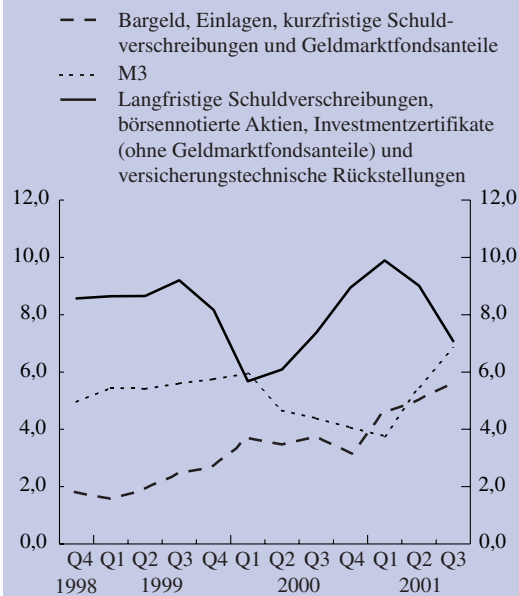
#### Geldvermögensbildung – Anzeichen für Portfoliumschichtungen zugunsten kürzerfristiger Finanzinstrumente

Die Jahreswachstumsrate der Geldvermögensbildung durch die nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum (ohne Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs) ging im dritten Quartal 2001 auf 6,6 % zurück, verglichen mit 7,6 % im zweiten Quartal (siehe Tabelle A). Diese Verlangsamung war ausschließlich auf den Rückgang der jährlichen Wachstumsrate der Investitionen in längerfristige Finanzanlagen (langfristige Schuldverschreibungen, Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile, börsennotierte Aktien und versicherungstechnische Rückstellungen) von einem Spitzenwert von 9,9 % im ersten Quartal 2001 auf 7,1 % im dritten



**Abbildung A: Kurzfristige und langfristige Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ohne Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs. M3 bezieht sich auf Bestände von Nicht-MFIs bei MFIs des Euro-Währungsgebiets.

Zum Teil ging das geringere jährliche Wachstum der Geldvermögensbildung auch auf die niedrigeren Investitionen in so genannte versicherungstechnische Rückstellungen (insbesondere Lebensversicherungen und Pensionsrückstellungen) sowie Schuldverschreibungen zurück. Die Jahresrate der Anlage in Investmentzertifikaten ohne Geldmarktfondsanteile (d. h. in Aktien- und Rentenfonds) blieb gegenüber den Vorquartalen weitgehend unverändert.

Bei der kürzerfristigen Geldvermögensbildung (Bargeld, Einlagen<sup>1</sup>, Geldmarktfondsanteile und kurzfristige Schuldverschreibungen) hingegen legte das jährliche Wachstum im Verlauf des Jahres 2001 – weitgehend parallel zur Ausweitung des Geldmengenaggregats M3 – zu. Diese gestiegene Liquiditätspräferenz der Anleger hing wohl mit dem relativ flachen Verlauf der Zinsstrukturkurve bis August, dem anhaltenden Aktienkursrückgang sowie dem sprunghaften Anstieg der Unsicherheit an den Finanzmärkten nach dem 11. September zusammen. Die Angaben der Finanzierungsrechnungen stützen also die Einschätzung, dass das kräftige M3-Wachstum im Laufe des Jahres 2001 größtenteils auf Portfolioumschichtungen zugunsten von kurzfristigen Finanzanlagen zurückzuführen war.

**Finanzierung – Veränderungen bei der Laufzeitstruktur**

Im dritten Quartal 2001 ging das jährliche Wachstum der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum von 6,1 % im Vorquartal auf 5,5 % zurück (siehe Tabelle B). In den einzelnen Sektoren waren jedoch deutliche Unterschiede zu verzeichnen. Die Jahreswachstumsrate der Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ging von 8,5 % im zweiten Quartal auf 7,1 % im dritten Quartal zurück, und die

<sup>1</sup> Bislang liegt noch keine Untergliederung der Investitionen der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum in kurz- und langfristige Einlagen vor.

Quartal zurückzuführen (siehe Abbildung A). Im dritten Quartal 2001 entfielen rund 70 % der gesamten jährlichen Geldvermögensbildung (d. h. der Geldvermögensbildung in den vergangenen vier Quartalen) durch die nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum auf langfristige Investitionen, verglichen mit 78 % im ersten Quartal.

Der ausgeprägte Rückgang der Jahresrate der Investitionen in längerfristige Finanzanlagen war in erster Linie auf die geringere Anlage in börsennotierten Aktien zurückzuführen. Die jährliche Zuwachsrate der Investitionen des nichtfinanziellen Sektors in börsennotierte Aktien verringerte sich im dritten Quartal 2001 auf 8,1 %, gegenüber 13,7 % im Vorquartal. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Anleger aufgrund des fast ununterbrochenen Aktienkursrückgangs zwischen März 2000 und dem dritten Quartal 2001 erhebliche Kapitalverluste hinnehmen mussten. Außerdem spielte eine Rolle, dass die Fusions- und Übernahmeaktivitäten der Unternehmen im Euroraum im Verlauf des Jahres 2001 unter anderem wegen der sich abschwächenden Weltkonjunktur und dem sich verschlechternden Geschäftsklima zurückgingen, nachdem sie im Jahr 2000 ausgesprochen rege gewesen waren.

Jahresrate der Finanzierung der privaten Haushalte sank im selben Zeitraum von 6,2 % auf 5,8 %. Der Rückgang dieser beiden Raten fand in einem Umfeld statt, das durch eine konjunkturelle Verlangsamung sowie das Auslaufen einer Reihe von Sonderfaktoren, z. B. der regen Fusions- und Übernahmefaktoren und der florierenden Immobilienmärkte in einigen Ländern des Eurogebiets in den Jahren 1999 und 2000, gekennzeichnet war. Im Gegensatz zur Entwicklung bei den nichtfinanziellen privaten Sektoren stieg die Jahreswachstumsrate der Finanzierung der öffentlichen Haushalte im dritten Quartal 2001 auf 2,5 %, nach 2,0 % im zweiten und 1,5 % im ersten Vierteljahr. Der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte erhöhte sich, als die Auswirkungen der einmaligen Einnahmen aus dem Verkauf von UMTS-Lizenzen im Herbst 2000 nachließen und sich die konjunkturelle Abschwächung im Euroraum bemerkbar machte. Folglich war bei den Steuern und Sozialbeiträgen, die die öffentlichen Haushalte einnahmen, nur ein recht verhaltener Anstieg zu verzeichnen, während das Wachstum der Sozialleistungen und der staatlichen Konsumausgaben weitgehend unverändert blieb.

**Tabelle B: 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	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Im Bestand von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Kredite	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Kredite	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Kredite	Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Kredite
<b>Jahreswachstumsrate (Stand am Ende des Berichtszeitraums) <sup>2)</sup></b>													
1998	6,0	3,1	-1,1	-0,4	4,3	3,2	7,0	8,8	8,5	8,6	5,0	8,9	9,1
1999	6,0	2,5	-1,2	0,4	3,3	2,4	6,7	8,2	7,0	13,8	4,6	10,3	10,7
2000 Q1	6,2	2,1	-1,4	0,0	3,1	-0,9	7,7	11,0	9,4	10,7	4,7	9,6	9,7
Q2	6,0	2,2	-1,6	-0,3	2,9	-4,6	7,7	11,4	9,3	12,2	4,2	8,6	8,7
Q3	6,6	1,9	-1,8	-1,2	2,6	-7,9	9,4	14,1	11,1	13,7	5,3	7,8	8,0
Q4	6,3	1,8	-1,4	-0,9	2,6	-10,6	8,7	14,4	10,8	16,0	4,4	7,4	7,4
2001 Q1	6,1	1,5	-1,1	-0,4	2,0	-11,9	8,6	13,2	10,0	24,6	4,7	6,4	6,6
Q2	6,1	2,0	-2,4	-1,8	3,0	-4,0	8,5	11,2	9,1	26,9	5,3	6,2	6,3
Q3	5,5	2,5	-1,4	-0,8	3,3	-1,6	7,1	9,6	7,5	23,8	3,8	5,8	5,9
<b>Anteil an der Finanzierung insgesamt per 2001/Q3 (Bestände)</b>													
	100 %	32 %	6 %	5 %	26 %	8 %	46 %	23 %	19 %	3 %	18 %	22 %	20 %

Quelle: EZB.

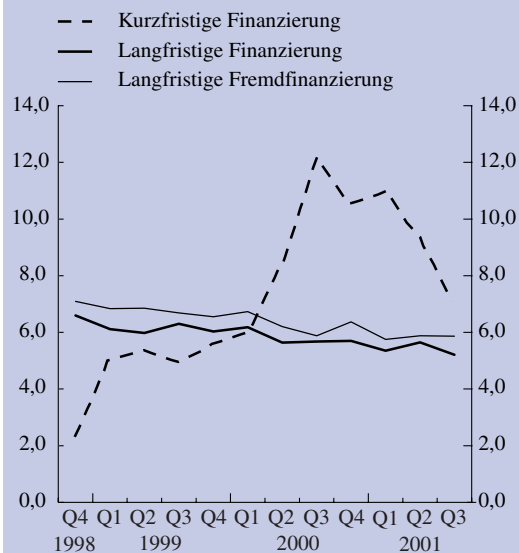
- 1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Zur Finanzierung zählen Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte, börsennotierte Aktien, Pensionsrückstellungen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

Eine Analyse der Entwicklung der Laufzeitstruktur der Finanzierung kann Informationen über konjunkturelle und strukturelle Veränderungen des Finanzierungsverhaltens der privaten Haushalte, der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der öffentlichen Haushalte liefern. Die vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen für das Eurogebiet ermöglichen eine solche Analyse, da sie eine Untergliederung in kurz- und langfristige Finanzierung enthalten. Diese Untergliederung erfolgt nach Ursprungslaufzeiten von bis zu einem Jahr und über einem Jahr.

Wie aus Abbildung B ersichtlich wird, ging die Jahreswachstumsrate der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum durch kurzfristige Finanzinstrumente (kurzfristige Kredite, kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen) deutlich zurück, und zwar von 12,1 % im dritten Quartal 2000 auf 7,0 % im dritten Vierteljahr 2001. Im Gegensatz dazu blieb die

## Abbildung B: Kurzfristige und langfristige Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die kurzfristige Finanzierung umfasst kurzfristige Kredite, kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen; die langfristige Finanzierung umfasst langfristige Kredite, langfristige Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften; die Fremdfinanzierung umfasst Kredite und begebene Schuldverschreibungen.

zieller Kapitalgesellschaften fiel – nach einem Höchststand von 21,5 % im dritten Quartal 2000 – auf 9,0 % im dritten Quartal 2001. Im dritten Vierteljahr 2001 machte die kurzfristige Finanzierung 20 % der gesamten jährlichen Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus und entsprach damit dem Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Im dritten Quartal 2000 hatte sich dieser Anteil auf 37 % belaufen. Diese Entwicklung dürfte wohl teilweise auf die Tilgung kurzfristiger Überbrückungskredite zurückzuführen sein, die zuvor von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgenommen worden waren, um Fusionen und Übernahmen sowie den Kauf von UMTS-Lizenzen im Herbst 2000 zu finanzieren, bevor sie dann zum Teil auf die Begebung von Schuldverschreibungen umstiegen. Dementsprechend nahm die Jahresänderungsrate der Finanzierung durch kurzfristige Kredite vom dritten Quartal 2000 bis zum dritten Quartal 2001 kontinuierlich ab.

Im Gegensatz dazu ging die jährliche Wachstumsrate der langfristigen Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften langsamer zurück und belief sich im dritten Quartal 2001 auf 6,7 %, gegenüber 7,5 % im zweiten Quartal. Teilweise infolge der Refinanzierung kurzfristiger Kredite blieb die langfristige Fremdfinanzierung (langfristige Kredite und langfristige Schuldverschreibungen) trotz der realwirtschaftlichen Abschwächung relativ stabil. Das Jahreswachstum der Finanzierung durch die Begebung börsennotierter Aktien ging hingegen von 5,3 % im zweiten Quartal 2001 auf 3,8 % im dritten zurück. Dies hängt wahrscheinlich mit dem Rückgang der Aktienkurse im Jahr 2001 zusammen, da hierdurch die Finanzierung über die Ausgabe börsennotierter Aktien für Kapitalgesellschaften im Verhältnis teurer wurde. Außerdem reduzierten die geringeren Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Verlauf des Jahres 2001 den Gesamtfinanzierungsbedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Insgesamt ist festzustellen, dass die

jährliche Wachstumsrate der langfristigen Finanzierung (langfristige Kredite, langfristige Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen) weitgehend unverändert und belief sich im dritten Quartal 2001 auf 5,2 %.

Seit dem vierten Quartal 1997 waren durchschnittlich 86 % der Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum (Kredite, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen) langfristiger Art. Dem entspricht weitgehend, dass zwischen dem vierten Quartal 2000 und dem dritten Quartal des vergangenen Jahres 82 % der Gesamtfinanzierung dieser Sektoren über langfristige Finanzinstrumente erfolgte (verglichen mit lediglich 75 % während der vier Quartale bis zum dritten Vierteljahr 2000). Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet bedeutet somit bis zu einem gewissen Grad die Rückkehr zu einer Laufzeitstruktur, die eher mit vergangenen Erfahrungen übereinstimmt.

Die Gesamtentwicklung der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsraum spiegelt hauptsächlich Veränderungen bei der Laufzeitstruktur der Finanzierungsinstrumente nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wider. Das jährliche Wachstum der kurzfristigen Finanzierung nichtfinanzieller

Finanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen im Vergleich zu anderen Finanzierungsquellen weiter zunahm; sie belief sich am Ende des dritten Quartals 2001 auf 17 % der gesamten jährlichen Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, obwohl Schuldverschreibungen nur rund 7 % der Bestände an Finanzierungsinstrumenten von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets ausmachten.

Betrachtet man den Sektor der privaten Haushalte, so ging das jährliche Wachstum sowohl bei den kurzfristigen als auch bei den langfristigen Krediten kontinuierlich bis zum dritten Quartal 2001 zurück und folgte damit dem seit 1999 vorherrschenden Trend. Der Großteil der Verschuldung der privaten Haushalte (im Zeitraum vom vierten Quartal 1997 bis zum dritten Quartal 2001 durchschnittlich 91 %) besteht aus langfristigen Krediten, insbesondere Wohnungsbaukrediten. Der Rückgang der Jahreswachstumsrate langfristiger Kredite dürfte damit auf eine Abkühlung an den zuvor florierenden Immobilienmärkten in einigen Euro-Ländern zurückzuführen sein. Die rückläufigen Zinsen für Wohnungsbaukredite im Jahresverlauf 2001 könnten allerdings einen stärkeren Rückgang verhindert haben. Die deutlichere Verlangsamung des Jahreswachstums der kurzfristigen Kredite, die nur 9 % der Gesamtverschuldung der privaten Haushalte ausmachen und hauptsächlich aus Konsumentenkrediten bestehen, dürfte wohl die Anpassung der Haushalte an die Konjunkturabschwächung im Euro-Währungsgebiet widerspiegeln. Darüber hinaus hielt sich der Rückgang der Zinsen für Konsumentenkredite bis zum dritten Quartal 2001 in Grenzen, wodurch sich auch die merkbare Dämpfung der kurzfristigen Kreditvergabe an private Haushalte erklären könnte.

Im Gegensatz zur Gesamtentwicklung der Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren und insbesondere der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhte sich die Vorjahrsrate der kurzfristigen Finanzierung öffentlicher Haushalte im Laufe des Jahres 2001 deutlich, nämlich auf 6,0 % im dritten Quartal. Rund zwei Drittel der jährlichen kurzfristigen Finanzierung der öffentlichen Haushalte (kurzfristige Kredite, kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen) sind auf die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen zurückzuführen. Wengleich sich der Anteil der kurzfristigen Verschuldung an der Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte Ende des dritten Quartals 2001 lediglich auf 13 % belief, resultierten 32 % der jährlichen Finanzierung der öffentlichen Haushalte am Ende dieses Zeitraums aus kurzfristigen Finanzinstrumenten. Infolgedessen nahm der Anteil der kurzfristigen Verschuldung an der Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte nach einem Rückgang in den vorangegangenen Jahren im Jahr 2001 wieder leicht zu.

Gleichzeitig erhöhte sich die Jahresänderungsrate der längerfristigen Finanzierung öffentlicher Haushalte im letzten Jahr nur leicht. Während die Nachfrage nach langfristigen Krediten bis zum dritten Quartal weiterhin rückläufig war, emittierten die öffentlichen Haushalte im Jahresverlauf 2001 mehr längerfristige Schuldverschreibungen.

Jahr 2001 zurückzuführen sein, aber auch auf das Nachlassen einiger Sonderfaktoren, die die Nachfrage nach Krediten im Jahr 2000 stimuliert hatten (siehe Kasten I).

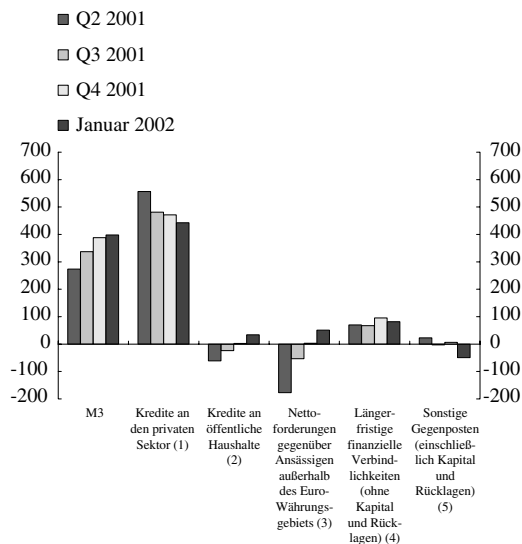
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) hat sich in den vergangenen Monaten leicht von ihrem Tiefstand im dritten Quartal 2001 erholt, als sie im Durchschnitt 2,2 % betragen hatte; sie lag im vierten Quartal 2001 bei 2,8 % und im Januar 2002 bei 2,9 %. Dieser Anstieg steht

im Einklang mit der nun steileren Zinsstrukturkurve im Eurogebiet.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums gingen im Januar 2002 (nicht saisonbereinigt) um 8 Mrd € zurück. Ihr Rückgang fiel damit jedoch weniger stark aus, als dies üblicherweise im Januar der Fall ist, was auf einen deutlichen Anstieg der Zwölfmonatsrate im Januar 2002 hindeutet (siehe Abbildung 7).

## Abbildung 7 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

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

## Geldmengenentwicklung birgt bislang keine Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität

Die gegenwärtige monetäre Lage im Euroraum scheint bislang keine Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Preisstabilität zu bergen. Das kräftige M3-Wachstum im Jahr 2001 war in erster Linie Portfolioumschichtungen zuzuschreiben, die nur vorübergehender Natur sein dürften. Diese Auffassung wird durch die anhaltende Verlangsamung der Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gestützt.

Ogleich bei der Analyse der kurzfristigen Geldmengenentwicklung Vorsicht geboten ist, deutet die Mäßigung der kurzfristigen Dynamik der Geldmenge M3 im Dezember 2001 und Januar 2002 darauf hin, dass die Portfolioumschichtungen hin zu Komponenten von M3 im Zuge der allmählich weichenden Unsicherheit an den Finanzmärkten nun ein

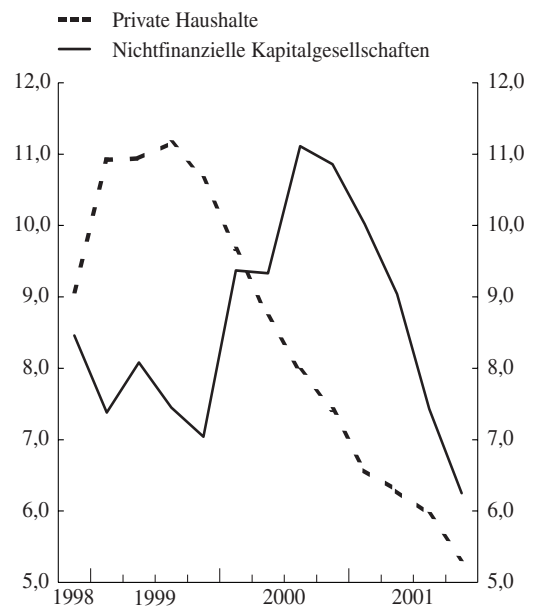
Ende gefunden haben dürften. Allerdings gibt es bislang noch keine Anzeichen dafür, dass die Anleger diese Portfolioumschichtungen in bedeutendem Maße wieder umkehren. Wie auch aus der anhand des Referenzwerts für das M3-Wachstum ermittelten Geldlücke ersichtlich wird, ist im Eurogebiet außerdem nach wie vor reichlich Liquidität vorhanden. Deshalb wird es in den kommenden Monaten erforderlich sein, die Geldmengenentwicklung genau zu beobachten. Sollte sich die Abschwächung des M3-Wachstums in den nächsten Monaten nicht bestätigen, könnte eine Neuurteilung der Geldmengenentwicklung notwendig werden, insbesondere wenn es weitere Anzeichen für eine Erholung des realen Wirtschaftswachstums im Euroraum geben sollte.

## Emission von Schuldverschreibungen erholte sich gegen Jahresende 2001

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschrei-

## Abbildung 8 Entwicklung der Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

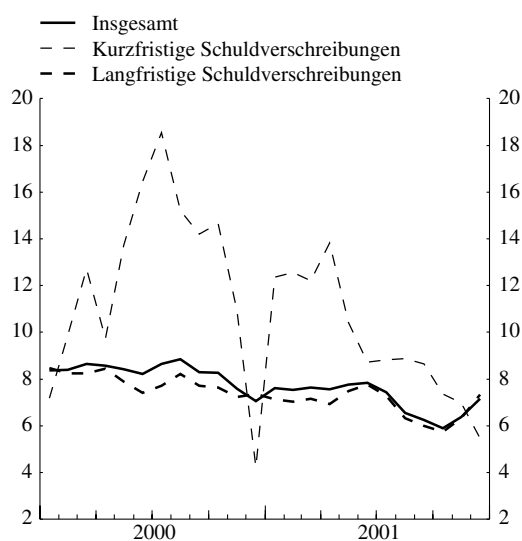
bungen ging im vierten Quartal 2001 leicht auf 6,5 % zurück, verglichen mit 6,7 % im dritten Quartal. Damit setzte sich eine Tendenz fort, die bereits über lange Strecken des Jahres zu verzeichnen gewesen war. Diese Zahlen verbergen jedoch die dynamische Entwicklung dieser Jahreswachstumsrate, die nach den Terroranschlägen im September zunächst zurückging, gegen Jahresende 2001 dann aber wieder anstieg und im Dezember bei 7,2 % lag, was ungefähr dem Jahresdurchschnitt für 2001 entsprach (siehe Abbildung 9). Dieser Verlauf war in erster Linie auf die Entwicklung der Wachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen in den betreffenden Monaten zurückzuführen, die erst zurückging und anschließend wieder anstieg, sodass sie zwischen dem dritten und vierten Quartal 2001 im Durchschnitt unverändert bei 6,5 % blieb. Beim Umlauf an kurzfristigen Schuldverschreibungen setzte sich die bereits seit April 2001 zu beobachtende Entwicklung fort (siehe Kasten 1), die sich seit den Terroranschlägen vom September verstärkt zu haben scheint. Hier ging das jährliche Wachstum im vierten Quartal zurück und erreichte im Dezember mit 5,5 % den niedrigsten Stand des Jahres. Entsprechend ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate dieser Position von 8,8 % im dritten Quartal 2001 auf 6,6 % im vierten Quartal zurück.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen leicht von 6,1 % im dritten Quartal auf 6,2 % im vierten Quartal 2001 anstieg. Am Ende des vierten Quartals lauteten 91,2 % des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen auf Euro; ihr Anteil blieb damit gegenüber dem dritten Quartal 2001 (91,5 %) weitgehend unverändert.

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Euro-Schuldverschreibungen ging im vierten Quartal 2001 auf 18,7 % zurück, verglichen mit 23,2 % im Vorquartal.

Hinsichtlich der Aufgliederung nach Emittentengruppen blieb die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2001 mit 5,6 % gegenüber dem Vorquartal unverändert und konnte sich damit nach ihrem Rückgang im früheren Verlauf des Jahres stabilisieren (siehe Abbildung 10). Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen ging von 21,6 % im dritten Quartal 2001 auf 18,6 % im vierten Quartal zurück. Die schwächere Emissionstätigkeit dieses Sektors könnte die schwierigen Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen aufgrund der gestiegenen Unsicherheit der Marktteilnehmer infolge der Terroranschläge vom September sowie den Rückgang der Fusions- und Übernahmeaktivitäten widerspiegelt haben. Gleichzeitig stieg die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen, die seit Ende 2000 relativ kontinuierlich

**Abbildung 9**  
**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.

## Kasten 2

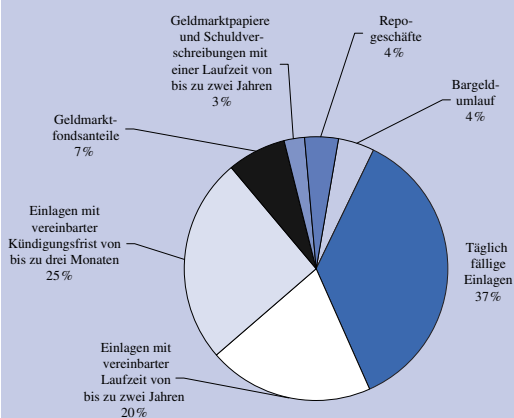
### Entwicklung der relativen Anteile der M3-Komponenten zwischen 1980 und 2001

Das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 setzt sich zusammen aus:

- einem eng gefassten Geldmengenaggregat M1, bestehend aus Bargeldumlauf und täglich fälligen Einlagen
- sonstigen kurzfristigen Einlagen, d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und
- marktfähigen Finanzinstrumenten, zu denen Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren zählen (siehe Abbildung A).

#### Abbildung A: Relativer Anteil der Komponenten von M3

(in %; Jahresendstände 2001)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf korrigierte Bestände (Basiskonat Januar 2001).

Diese verschiedenen Komponenten von M3 bilden untereinander relativ enge Substitute und zeichnen sich dadurch aus, dass sie entweder direkt zu Transaktionszwecken verwendet oder problemlos in Anlageformen umgewandelt werden können, die sich für solche Zwecke eignen. Sie unterscheiden sich allerdings im Hinblick auf ihren Liquiditätsgrad, ihre Verzinsung und ihre Reagibilität gegenüber veränderten Marktzinssätzen. Der vorliegende Kasten bietet einen Überblick über die Veränderungen in der Zusammensetzung von M3 im Zeitverlauf.

Für den Zeitraum vor September 1997 sind nur zum Bargeldumlauf, zu täglich fälligen Einlagen, kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) und marktfähigen Finanzinstrumenten (teilweise geschätzte) Angaben verfügbar. Die vorliegenden Daten ermöglichen dennoch eine Analyse der Veränderungen in der relativen Bedeutung der verschiedenen M3-Komponenten (siehe Abbildung B).

#### Rückläufiger Anteil des Bargeldumlaufs an M3

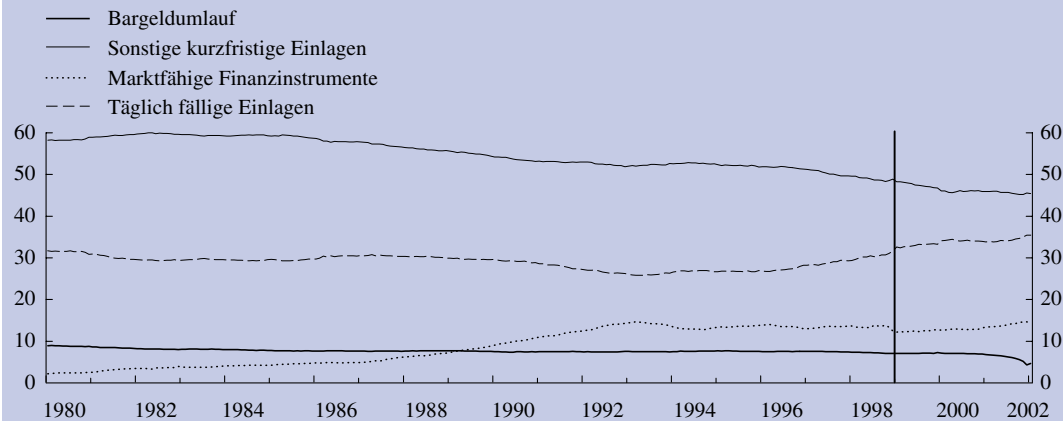
Der Anteil des Bargeldumlaufs an M3 ist zwischen 1980 und dem Jahr 2001 kontinuierlich gesunken. Abgesehen von dem Einbruch im Jahr 2001 im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung hängt der Rückgang des Bargeldumlaufs – von 8,8 % Ende 1980 auf 6,9 % Ende 2000 – vermutlich mit strukturellen Faktoren zusammen. Dahinter dürften sich eine im Zeitverlauf effizientere Verwendung von Bargeld als Zahlungsmittel sowie die zunehmende Nutzung elektronischer Zahlungsmittel verbergen.

#### Steigender Anteil täglich fälliger Einlagen in den letzten Jahren

Nachdem der Anteil täglich fälliger Einlagen an M3 in den Achtzigerjahren mit rund 30 % weitgehend konstant geblieben war, sank er bis 1993 auf etwa 26 %. Dies war vorwiegend auf Finanzinnovationen bei marktfähigen Finanzinstrumenten zurückzuführen (siehe unten). Anschließend erhöhte sich der Anteil bis Ende 2001 kontinuierlich auf über 35 %. Bis zum Sommer 1999 scheint diese Entwicklung durch sinkende Kurzfristzinsen gestützt worden zu sein, die die Attraktivität täglich fälliger Einlagen im Vergleich zu sonstigen kurzfristigen Einlagen erhöhten. Darüber hinaus gewannen verzinsliche täglich fällige Einlagen an Bedeutung und verstärkten diesen Trend vermutlich weiter.

## Abbildung B: Prozentualer Anteil der Komponenten von M3

(saisonbereinigte Monatsendstände, 1980–2001)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf korrigierte Bestände (Basismonat Januar 2001).

### Sinkender Anteil kurzfristiger Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen)

Der Anteil kurzfristiger Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) an M3 weist von 1980 bis 2001 durchweg eine rückläufige Entwicklung auf. Die Hauptgründe hierfür waren allerdings im Zeitverlauf unterschiedlich. Von Mitte der Achtzigerjahre bis Anfang der Neunzigerjahre war der Rückgang durch Finanzinnovationen bei marktfähigen Finanzinstrumenten bedingt. Der weitere Bedeutungsverlust, der zwischen 1994 und 2000 besonders ausgeprägt war, hing dagegen mit den allgemein sinkenden Zinsen sowie mit Finanzinnovationen bei täglich fälligen Einlagen zusammen, die die Attraktivität dieser Einlagen im Vergleich zu sonstigen kurzfristigen Einlagen erhöhten.

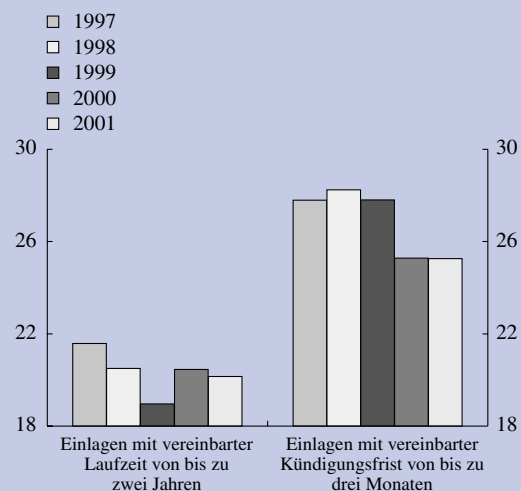
Die Aufgliederung der kurzfristigen Einlagen in solche mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und solche mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten ist seit September 1997 verfügbar (siehe Abbildung C) und lässt Substitutionen zwischen diesen beiden Einlagenarten erkennen. Die Substitutionen dürften vorwiegend auf die unterschiedliche Entwicklung der jeweiligen Zinssätze im Kundengeschäft zurückzuführen sein. Der Zinssatz auf Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten passt sich langsamer und in geringerem Maße an veränderte Marktzinsen an als der Zinssatz auf Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Der unterschiedliche Grad der Transmission von Veränderungen bei den Marktzinsen dürfte die unterschiedliche Wettbewerbsintensität an den jeweiligen Märkten widerspiegeln.

### Anteil marktfähiger Finanzinstrumente in den letzten Jahren weitgehend stabil

Marktfähige Finanzinstrumente umfassen Geldmarktfondsanteile, Repogeschäfte und Geldmarkt-

### Abbildung C: Anteile verschiedener in M3 enthaltener Einlagearten

(in %; Jahresendstände)



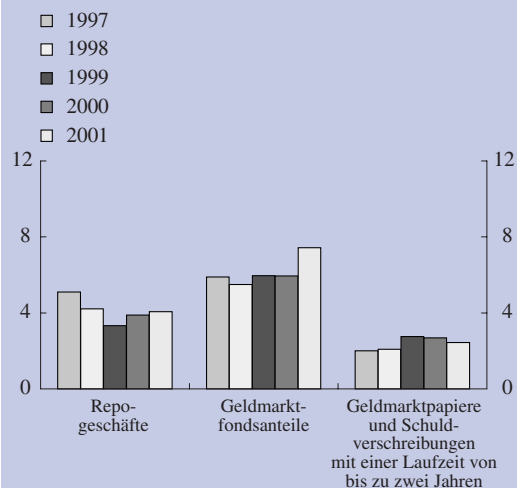
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf korrigierte Bestände (Basismonat Januar 2001).



**Abbildung D: Anteile der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente**

(in %; Jahresendstände)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf korrigierte Bestände (Basiskonat Januar 2001).

papiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Während der Anteil dieser Finanzinstrumente an M3 im Jahr 1980 noch unter 2,5 % gelegen hatte, war er bis Ende 1993 auf rund 14 % gestiegen. Die Liberalisierung der Finanzmärkte in mehreren Euro-Ländern in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre führte zur Schaffung von neuen Finanzinstrumenten wie etwa Geldmarktfondsanteilen oder Repogeschäften. Änderungen im Steuerrecht und die bis 1992 gestiegenen Kurzfristzinsen trugen ebenfalls zu dem höheren Anteil marktfähiger Finanzinstrumente an M3 bei. Zwischen 1994 und 2001 war der Anteil dieser Komponente an M3 relativ stabil.

Betrachtet man die Entwicklung bei den Teilkomponenten der marktfähigen Finanzinstrumente in den letzten Jahren (siehe Abbildung D), so ist die zunehmende Bedeutung der Geldmarktfondsanteile, deren Anteil von 6 % im Dezember 2000 auf 7,5 % im Dezember 2001 stieg, das auffälligste stilisierte Faktum. Dies ist vor dem Hintergrund von Portfolioumschichtungen von längerfristigen, risikoreicheren Anlageformen hin zu monetären Anlageformen im Jahr 2001 zu sehen. Innerhalb der monetären Anlageformen bilden die Geldmarktfonds einen der wichtigsten Kanäle für diesen Substitutionsprozess, da sie sich für ein vorübergehendes „Parken“ von Finanzmitteln besonders eignen.

Insgesamt gesehen lässt sich daraus schließen, dass sich die wichtigsten Trends, die bei der Entwicklung der jeweiligen Anteile der M3-Komponenten im Vorfeld der dritten Stufe der WWU zu verzeichnen waren, nämlich ein steigender Anteil täglich fälliger Einlagen und ein sinkender Anteil sonstiger kurzfristiger Einlagen, in der dritten Stufe fortgesetzt haben. Darüber hinaus ist der Anteil des Bargeldumlaufs an M3 inzwischen deutlich geringer als zu Beginn der Achtzigerjahre, wohingegen der Anteil marktfähiger Finanzinstrumente an M3 in den letzten 20 Jahren erheblich gestiegen ist.

zugenommen hat, im vierten Quartal 2001 auf 37,6 % an (gegenüber 32,9 % im Vorquartal).

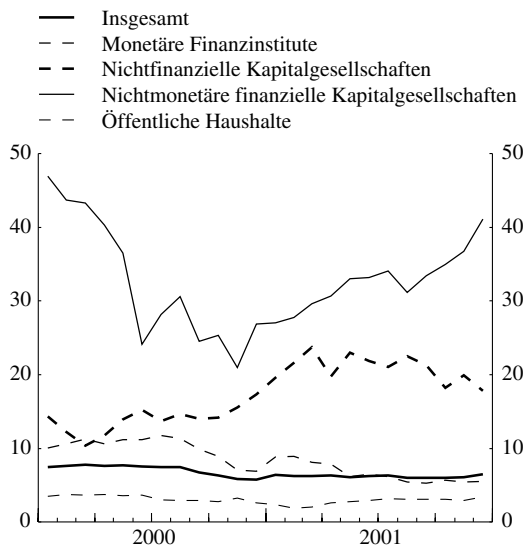
Was den öffentlichen Sektor anbelangt, so beschleunigte sich das Wachstum des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2001, womit sich die bereits im Vorquartal zu beobachtende Tendenz fortsetzte. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von öffentlichen Haushalten insgesamt (d. h. von Zentralstaaten und sonstigen öffentlichen Haushalten) begebenen Euro-Schuldverschreibungen

lag im vierten Quartal bei 3,3 %, verglichen mit 3,1 % im dritten Quartal. Hinter dieser Entwicklung verbarg sich eine deutliche Zunahme der Emissionstätigkeit der sonstigen öffentlichen Haushalte. Während die durchschnittliche jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 2,7 % im dritten Quartal auf 2,5 % im vierten Quartal 2001 zurückging, stieg die entsprechende Rate bei den sonstigen öffentlichen Haushalten von 17,9 % im dritten Quartal auf 22,8 % im vierten Quartal an.

## Abbildung 10

### Umlauf an auf Euro lautenden 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.

### Zinsen im Kundengeschäft der Banken um die Jahreswende weitgehend stabil

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren im letzten Quartal 2001 weiter rückläufig und setzten damit die Entwicklung fort, die seit Ende 2000 zu beobachten war. Im Januar 2002 stabilisierten sich diese Zinssätze (siehe Abbildung 14). Nachdem die Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld im November 2000 einen Höchststand erreicht hatten, gingen die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr im Zeitraum bis Januar 2002 um rund 125 bzw. 95 Basispunkte zurück. Am Geldmarkt gaben die Dreimonatszinsen im selben Zeitraum um 165 Basispunkte nach. Die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten folgten der Geldmarktentwicklung dagegen zögerlicher; sie gingen zwischen November 2000 und Januar 2002

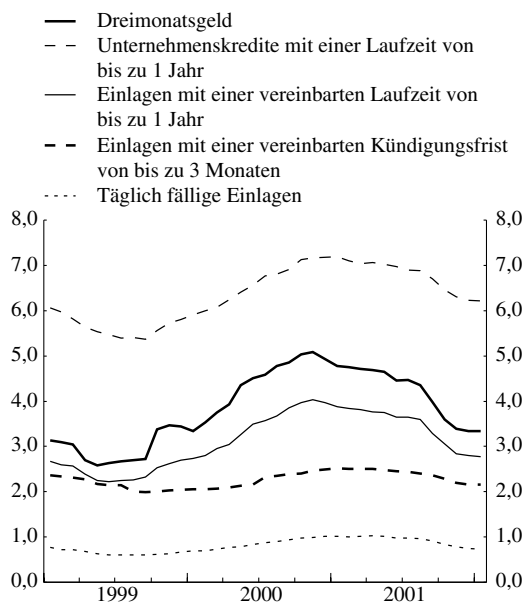
insgesamt um lediglich 25 Basispunkte zurück. Diese unterschiedlichen Reaktionen auf die Zinsentwicklung am Geldmarkt sind typisch für die Zinsen im Kundengeschäft der Banken und spiegeln möglicherweise den unterschiedlich starken Wettbewerb an den entsprechenden Märkten wider.

Zwischen dem dritten Quartal 2000 und Dezember 2001 war bei den Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken eine rückläufige Tendenz zu beobachten. Der allgemeine Rückgang dieser langfristigen Zinssätze um rund 90 Basispunkte seit dem dritten Quartal 2000 entsprach weitgehend dem Rückgang der Renditen fünfjähriger Staatsanleihen um etwa 85 Basispunkte im selben Zeitraum. Dies deutet darauf hin, dass hier eine fast vollständige Übertragung auf die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken stattgefunden hat. Der Abwärtstrend der meisten langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken schien Ende 2001 ein Ende gefunden zu ha-

## Abbildung 11

### Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

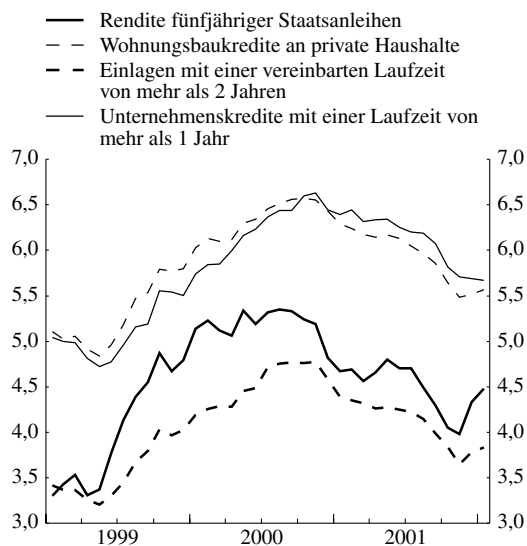


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

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

**Abbildung 12**  
**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.

ben. Zwischen dem letzten Quartal 2001 und Januar 2002 gingen lediglich die durchschnittlichen Zinssätze für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von über einem Jahr weiter zurück. Dieser Rückgang könnte damit zusammenhängen, dass die Bonitätsbedenken bei der Vergabe von langfristigen Unternehmenskrediten nachließen, was auch in der Verringerung des Renditeabstands zwischen niedriger bewerteten „Investment-Grade“-Unternehmensanleihen und Staatsanleihen um rund 90 Basispunkte zwischen September 2001 und Januar 2002 zum Ausdruck kommt (siehe Abbildung 18).

**Anstieg der Geldmarktzinsen Anfang 2002**

Bei den Geldmarktzinsen kam es Ende 2001 allmählich zu einem Ende der Abwärtsentwicklung, die etwa ein Jahr angehalten hatte. Bei den längsten Laufzeiten begannen die Geldmarktsätze im November zu steigen. Nach einem allgemeinen Anstieg im Januar

2002, der vor allem bei den längsten Laufzeiten sehr ausgeprägt war, blieben die Zinsen am Geldmarkt im Februar weitgehend unverändert. Anfang März stiegen die Zinsen bei den längeren Laufzeiten dann tendenziell wieder an. Die Steigung der Zinsstrukturkurve kehrte sich im Januar ins Positive und nahm Anfang März noch etwas zu.

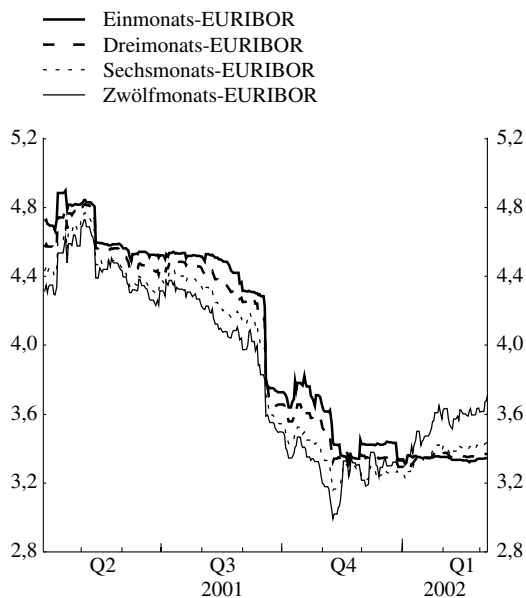
Nachdem beim am EONIA gemessenen Tagesgeldsatz im Zusammenhang mit der Euro-Bargeldumstellung zu Beginn des Jahres eine gewisse Volatilität zu beobachten war, kam es hier im Verlauf des Januar 2002 zu einer Stabilisierung. Im Februar blieb der EONIA weitgehend unverändert und lag meist leicht über dem Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Kasten 3). Der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den im Januar und Anfang Februar abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften wurden nur geringfügig von der Bargeldumstellung beeinflusst und bewegten sich 3 bis 7 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei den Ende Februar und Anfang März abgewickelten Geschäften lagen die beiden Zuteilungssätze um 3 bzw. 5 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR stiegen im Verlauf des Januar leicht an, bevor sie sich dann im Februar stabilisierten (siehe Abbildung 13). Am 6. März lagen sie bei 3,34 % bzw. 3,37 %, was auf einen relativ flachen Verlauf am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt hinweist. Der Einmonatssatz lag einen Basispunkt unter seinem Stand vom 31. Januar, und der Dreimonatssatz blieb unverändert. Bei dem am 28. Februar 2002 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems entsprachen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz wie gewöhnlich weitgehend dem entsprechenden Dreimonats-EURIBOR. Der marginale Zuteilungssatz lag bei 3,32 %, der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 3,33 %; damit waren sie gegenüber dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft vom 31. Januar praktisch unverändert.

### Abbildung 13

#### Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt setzte beim Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR Ende 2001 eine Aufwärtsbewegung ein, die sich im Januar 2002 verstärkte. Nach einer weitgehenden Stabilisierung im Februar setzte sich der Anstieg Anfang März weiter fort. Zwischen dem 31. Januar und dem 6. März legten diese beiden Zinssätze um 3 bzw. 9 Basispunkte auf 3,44 % bzw. 3,71 % zu. Somit nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, zwischen Ende Januar und Anfang März leicht zu. Am 6. März betrug sie 37 Basispunkte.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, stiegen Anfang 2002 ebenfalls kräftig an und setzten damit den zum Jahresende 2001 verzeichneten Trend fort (siehe Abbildung 14). Zwischen Ende Januar und dem 6. März erhöhten sich die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni und September 2002

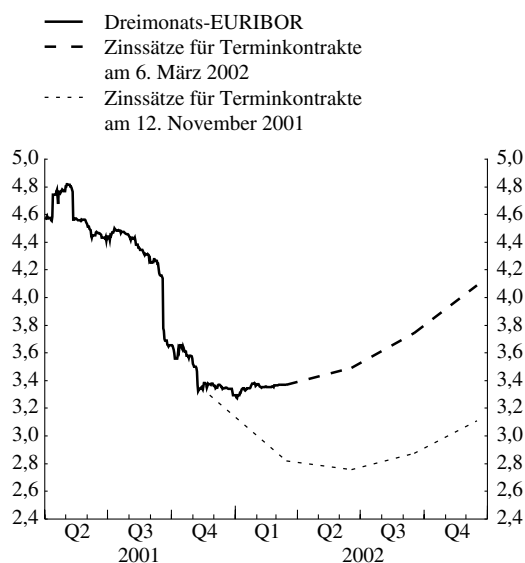
zum Ausdruck kommen, um jeweils 4 Basispunkte auf einen Stand von 3,49 % bzw. 3,75 % am 6. März. Die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002 zum Ausdruck kommen, stiegen im selben Zeitraum um 5 Basispunkte auf 4,09 % am 6. März an. Sie lagen damit zwischen 70 und 100 Basispunkte über den Tiefstständen von Mitte November 2001.

Die Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die in den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni und September 2002 zum Ausdruck kommt, stieg im September 2001 im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten kräftig an. Um die Jahreswende ging die implizite Volatilität jedoch wieder deutlich zurück und lag anschließend auf annähernd demselben Niveau wie vor den Anschlägen. Im Verlauf des Februar blieb sie insgesamt unverändert, was darauf hindeutet, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer im Hinblick auf die zukünftige Zinsentwicklung auf ein normales Niveau zurückgekehrt ist,

### Abbildung 14

#### 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.

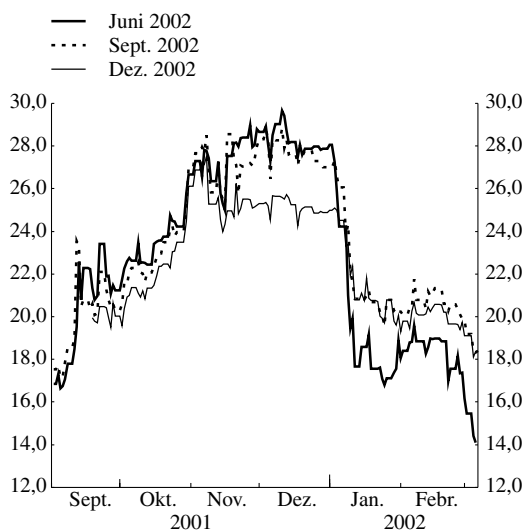
nachdem sie im Herbst 2001 sehr hoch war (siehe Abbildung 15).

### Stabilisierung der Renditen langfristiger Staatsanleihen Anfang 2002

Nachdem die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten rückläufig waren, stiegen sie gegen Ende 2001 wieder an und pendelten sich in den ersten zwei Monaten des Jahres 2002 auf einem insgesamt stabilen Niveau ein. Bei den langfristigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten war eine bisweilen uneinheitliche Entwicklung zu beobachten; dahinter dürften sich einige Bedenken an den US-Kapitalmärkten über die Zuverlässigkeit der Gewinnangaben verbergen, wodurch eine Flucht von den Aktien- und Unternehmensanleihemärkten in die Sicherheit der Staatsanleihemärkte ausgelöst wurde. In diesem Umfeld kehrte sich der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum ins Minus, und zwar von rund null Ende Januar auf -15 Basispunkte am 6. März.

### Abbildung 15 Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(in % p.a.; Tageswerte)

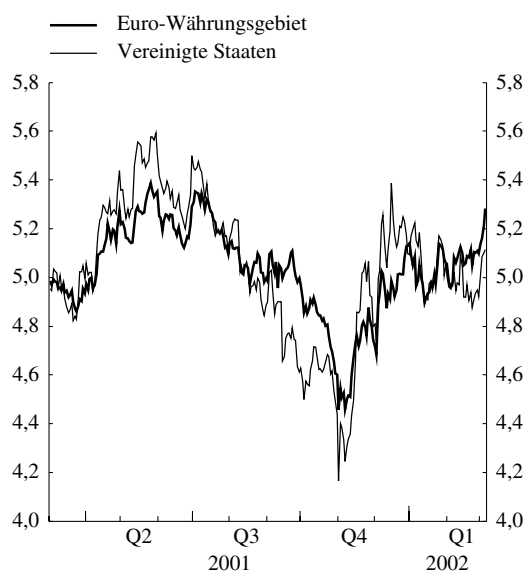


Quelle: Bloomberg.

Bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten war gegen Ende 2001 ein Anstieg zu beobachten, wodurch der drastische Rückgang nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 teilweise wieder umgekehrt wurde. Dieser Anstieg dürfte auf eine optimistischere Einschätzung der Konjunkturaussichten für die Vereinigten Staaten unter den Marktteilnehmern zurückzuführen sein. Seit Anfang Januar unterlagen die Renditen zehnjähriger Anleihen starken Schwankungen, in denen sich gegenläufige Entwicklungen widerspiegeln. So wurde der von der sich ändernden Marktmeinung zur Wirtschaftslage ausgehende Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen durch Mittelumschichtungen in „sichere Häfen“ aufgrund von Unsicherheiten über die Zuverlässigkeit der Gewinnmeldungen vieler US-Unternehmen zum Teil wieder ausgeglichen. Insbesondere Bedenken hinsichtlich der Bilanzierungspraktiken schlugen sich zwischen Ende Januar und dem 6. März in einer Vergrößerung des Abstands zwischen den An-

### Abbildung 16 Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

### Kasten 3

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

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

#### Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	30.01.2002	12.02.2002	108,0	38,0	2,8	342	3,25	3,31	3,32
HRG	06.02.2002	20.02.2002	157,0	91,0	1,7	389	3,25	3,30	3,31
HRG	12.02.2002	27.02.2002	90,3	35,0	2,6	272	3,25	3,29	3,30
HRG	20.02.2002	06.03.2002	135,5	72,0	1,9	377	3,25	3,28	3,29
LRG	31.01.2002	25.04.2002	44,5	20,0	2,2	220	-	3,31	3,33

Quelle: EZB.

Die Differenz zwischen dem gewichteten Durchschnittssatz und dem marginalen Zuteilungssatz betrug in allen vier Hauptrefinanzierungsgeschäften lediglich einen Basispunkt. Im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode fielen sowohl der gewichtete Durchschnittssatz als auch der marginale Zuteilungssatz in jedem Hauptrefinanzierungsgeschäft um einen Basispunkt. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,7 und 2,8.

Der EONIA bewegte sich vom Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bis Mittwoch, den 13. Februar 2002, in einer engen Bandbreite zwischen 3,30 % und 3,32 %; nur am 31. Januar, also am Monatsende, stieg der Satz auf 3,35 % an. Bis Dienstag, den 19. Februar 2002, fiel der EONIA auf 3,27 %. Während der darauf folgenden letzten drei Geschäftstage der Mindestreserve-Erfüllungsperiode blieb der EONIA leicht unter dem Mindestbietungssatz und erreichte am Donnerstag, dem 21. Februar, mit 3,08 % seinen niedrigsten Stand, da die Liquiditätsbedingungen als reichlich eingeschätzt wurden. Bis Freitag, den 22. Februar, dem letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, stieg der EONIA dann wieder auf 3,22 %, was auf eine Neubewertung der tatsächlichen Liquiditätssituation durch die Marktteilnehmer zurückzuführen ist.

Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 4,4 Mrd €, wobei die Spitzenrefinanzierungsfazilität am 22. und 23. Februar mit jeweils 2,7 Mrd € und die Einlagefazilität an diesen beiden Tagen mit jeweils 0,5 Mrd € in Anspruch genommen wurden. Die Überschussreserven, also die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 132,6 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 131,7 Mrd €, beliefen sich auf 0,8 Mrd € und waren damit etwas größer als sonst. Dies ist wahrscheinlich sowohl darauf zurückzuführen, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode an einem Samstag endete, als auch auf außergewöhnliche Umstände im Zusammenhang mit der Bargeldumstellung.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren (d.h. die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren) entzogen dem Bankensystem Liquidität in Höhe von durchschnittlich 54,9 Mrd € (Posten (b) in der folgenden Tabelle). Die zusammen mit den Tenderankündigungen veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 38,8 Mrd € und 63,6 Mrd €. Zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode fielen die Ist-Zahlen dann jedoch sehr viel niedriger aus, und zwar um durchschnittlich

7,8 Mrd €, was in erster Linie darauf zurückzuführen war, dass der Banknotenumlauf niedriger war als erwartet. Mit Ausnahme des Zeitraums vom 4. bis zum 11. Februar, in dem die Ist-Zahlen um 4,1 Mrd € höher lagen als vorhergesagt, kamen die übrigen Zahlen den veröffentlichten Schätzungen nahe, was auch daher rührt, dass die Prognosen hinsichtlich des Banknotenumlaufs nicht länger durch die Bargeldumstellung beeinflusst wurden.

### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Januar bis 23. Februar 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>187,5</b>	<b>0,1</b>	<b>+187,5</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	127,3	-	+127,3
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+60,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,1	+0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	+/-0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>386,0</b>	<b>440,9</b>	<b>-54,9</b>
Banknotenumlauf	-	306,2	-306,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,6	-49,6
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	386,0	-	+386,0
Sonstige Faktoren (netto)	-	85,2	-85,2
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>132,6</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>131,7</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

leiherenditen von Unternehmen mit einem BBB-Rating und vergleichbaren Staatsanleihen um rund 10 Basispunkte nieder (siehe Abbildung 18). In diesem Umfeld standen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am 6. März 2002 bei rund 5,1 %, womit sie gegenüber Ende Januar um insgesamt 5 Basispunkte zugelegt hatten.

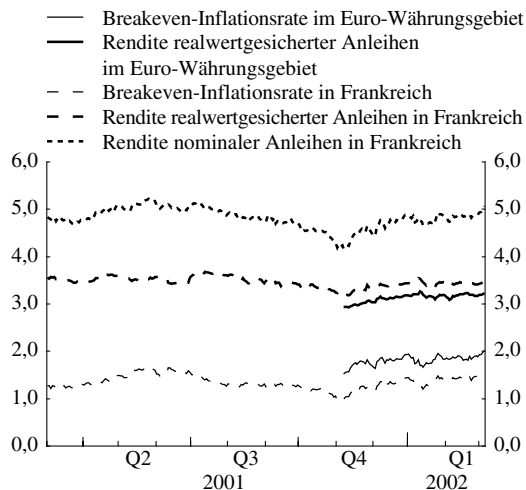
Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Japan zeigten zwischen Ende Januar und dem 6. März 2002 keine Veränderung und lagen zuletzt bei rund 1,5 %. Die Renditen langfristiger japanischer Anleihen behaupteten sich damit trotz einer weiteren Verschlechterung der Konjunkturaussichten sowie stärker werdender deflationärer Tendenzen in der japanischen Wirtschaft auf einem stabilen Niveau. Der von diesen konjunkturellen Faktoren ausgehende Abwärtsdruck scheint durch die Marktmeinung, wonach der gegenwärtige

finanz- und geldpolitische Kurs Aufwärtsrisiken für die Anleiherenditen in sich birgt, sowie durch die jüngste Warnung von Ratingagenturen vor einer weiteren Herabstufung der japanischen langfristigen Schulden ausgeglichen worden zu sein. Der Verkauf von Anleihen durch Anleger vor dem Ende des Haushaltsjahres im März zur Aufbesserung ihrer Bilanzen könnte sich ebenfalls auf den Gesamttrend bei den Anleiherenditen ausgewirkt haben.

Im Euro-Währungsgebiet dürfte das Wiederanziehen der Langfristzinsen Ende 2001 in erster Linie einem Rückgang der durch die Ereignisse vom 11. September ausgelösten Zuflüsse in „sichere Häfen“ sowie einer wachsenden Zuversicht hinsichtlich der kurzfristigen Konjunkturaussichten zuzuschreiben sein, was sich in einem deutlichen Anstieg der Renditen zweijähriger Anleihen sowie der

**Abbildung 17**  
**Breakeven-Inflationsraten, berechnet für den HVPI des Euro-Währungsgebiets und die Verbraucherpreise in Frankreich**

(in %; Tageswerte)



Quellen: Reuters, Französisches Schatzamt und ISMA.  
 Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen in Frankreich und dem Euro-Währungsgebiet werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI oder den HVPI des Euroraums (jeweils ohne Tabakpreise) gebundenen Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009 bzw. 2012 abgeleitet. Letztere wurden erstmals am 1. November 2001 emittiert. Die in der Abbildung dargestellten nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen der Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wurden in Kasten 2 des Monatsberichts vom Februar 2002 dargelegt.

realen Rendite zehnjähriger indexierter französischer Staatsanleihen (siehe Abbildung 17) widerspiegelte.

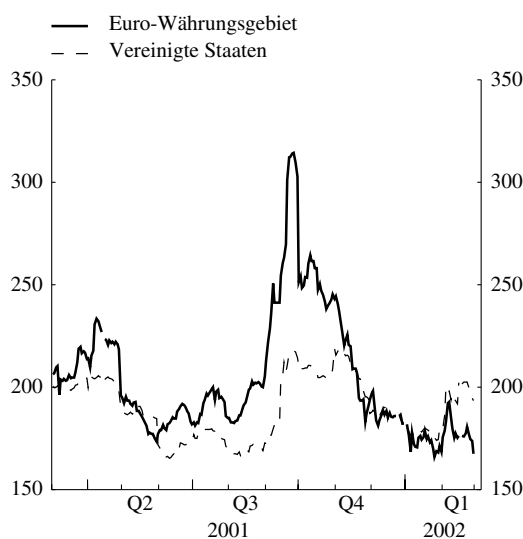
Im Großen und Ganzen wiesen die Langfristzinsen in den ersten beiden Monaten des Jahres 2002 trotz einiger kurzlebiger Schwankungen die Tendenz zur Stabilisierung auf, bis sie dann Anfang März wieder anstiegen und am 6. März einen Stand von 5,3 % erreichten (20 Basispunkte höher als Ende Januar). Dabei scheint eine optimistischere Einschätzung der langfristigen Wachstumsaussichten für das Eurogebiet eine Rolle gespielt zu haben. Diese Auffassung spiegelte sich auch in einem leichten Anstieg der realen Rendite zehnjähriger französischer indexierter (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets unter Ausklammerung von Tabakwaren gebunde-

ner) Staatsanleihen zwischen Ende Januar und dem 6. März wider. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten gab es an den Kapitalmärkten des Euroraums im Februar weniger Anzeichen für verstärkte Bedenken hinsichtlich der Bilanzierungspraktiken. Hier war bei den Renditeabständen langfristiger Unternehmensanleihen von Firmen mit einem BBB-Rating insgesamt wenig Veränderung zu beobachten (siehe Abbildung 18). Schließlich kam es zwischen Ende Januar und dem 6. März 2002 bei der Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, zu einem Anstieg von 20 Basispunkten.

Die Zinsstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet wurde zwischen Ende Januar und dem 6. März steiler. Dies war auf einen Zinsanstieg bei Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren zurückzuführen, der mit zunehmender Laufzeit stärker ausfiel. Da die kurzfristigen Zinssätze praktisch unverändert

**Abbildung 18**  
**Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten**

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)

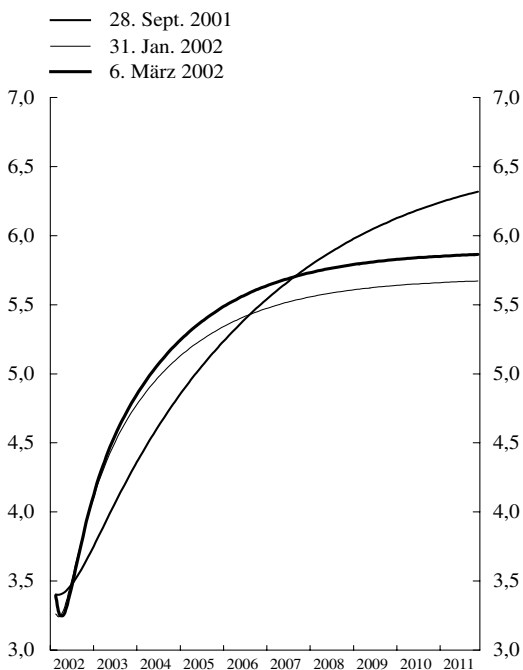


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen werden als Differenz zwischen Renditen sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen und Renditen sieben- bis zehnjähriger Staatsanleihen berechnet.



**Abbildung 19**  
**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.

blieben, nahm der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen und dem Dreimonats-EURIBOR zwischen Ende Januar und dem 6. März 2002 um 20 Basispunkte auf einen Stand von 190 Basispunkten zu. Dieser Zinsstrukturkurvenverlauf bestätigt der Tendenz nach ebenfalls eine optimistischere Einschätzung der langfristigen Wachstumsperspektiven für den Euroraum seitens der Marktteilnehmer. Diese Einschätzung spiegelt sich darüber hinaus im steileren Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet jenseits des mittelfristigen Laufzeitenbereichs zwischen Ende Januar und dem 6. März 2002 wider (siehe Abbildung 19).

Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern bezüglich der Renditen langfristiger Staatsan-

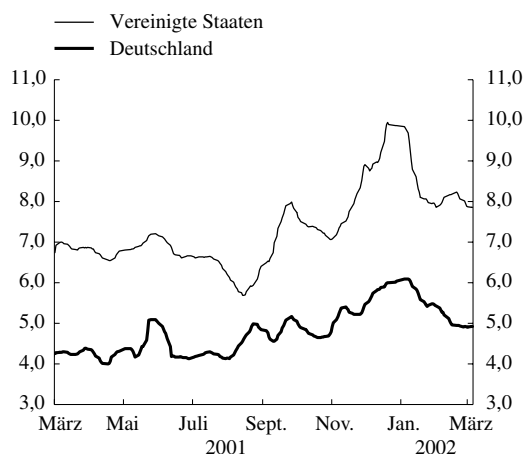
leihen nahm in den vergangenen Monaten spürbar ab. Dies zeigte sich an der Entwicklung der impliziten Volatilität zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die aus den Preisen für Optionen auf Terminkontrakte auf Bundesanleihen abgeleitet wird (siehe Abbildung 20). Am 6. März betrug dieser Indikator für die unter den Marktteilnehmern vorherrschende Unsicherheit hinsichtlich der auf kurze Sicht wahrscheinlichen Entwicklung der Anleiherenditen rund 5 % und lag somit 30 Basispunkte unter dem Stand von Ende Januar.

**Wenig veränderte Aktienkurse in den vergangenen Monaten**

Nach den durch die tragischen Geschehnisse des 11. September 2001 ausgelösten Turbulenzen waren die Aktienmärkte in den letzten Monaten weitgehend stabil (siehe Abbildung 21). Während die Marktteilnehmer die Perspektiven für das Wirtschaftswachstum

**Abbildung 20**  
**Implizite Volatilität aus Termin-**  
**kontrakten auf zehnjährige**  
**Bundesanleihen bzw. zehnjährige**  
**US-Schatzanleihen**

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



Quelle: Bloomberg.

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

zuversichtlicher einzuschätzen schienen, blieb eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der Erholung bestehen. Ferner hatten die Bedenken am Markt über die Zuverlässigkeit der Unternehmensangaben zu ihren Gewinnen – in einem Umfeld, in dem bei US-Unternehmen eine erheblich verschlechterte Ertragslage zu beobachten war – tendenziell negative Auswirkungen auf die Kurse der US-Aktien, was sich zeitweilig auch in den Aktienkursen im Euroraum niederschlug. Vor diesem Hintergrund erhöhten sich zwischen Ende Januar und dem 6. März 2002 die Aktienkurse in den USA, gemessen am Standard-&Poor's-500-Index, und im Eurogebiet, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, um 4 % bzw. 2 %. Im selben Zeitraum verzeichnete der Nikkei 225 in Japan einen steilen Anstieg von fast 14 %.

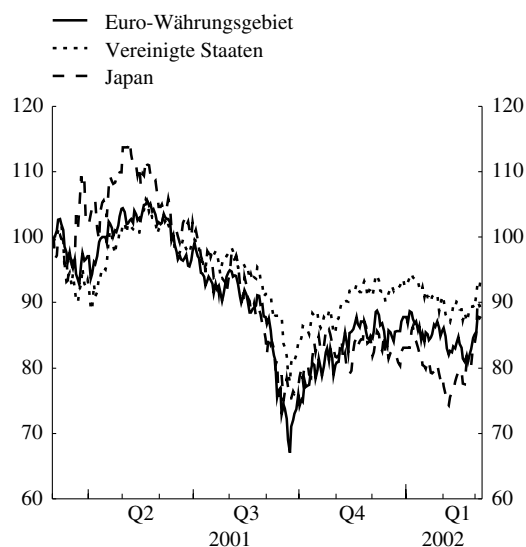
Nachdem sich die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten in den Monaten nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001

wieder erholt hatten, veränderten sie sich in den ersten zwei Monaten des laufenden Jahres insgesamt nur wenig. Dahinter verbargen sich jedoch gegenläufige Einflüsse, die sich in einer gewissen Kursvolatilität widerspiegelten. Ursächlich dafür waren anscheinend widersprüchliche Signale über die kurzfristigen Konjunkturaussichten. Die Aktienkurse gerieten Anfang 2002 unter Druck, als die Zuversicht der Anleger auf eine schnelle Erholung der Unternehmensgewinne schwand, nachdem verschiedene Gewinnwarnungen ausgegeben worden waren, die den Standard-&Poor's-500-Index wieder auf den Stand vom Oktober 2001 sinken ließen. Gleichzeitig dürften anhaltende Bedenken bezüglich der Führung von US-Unternehmen sowie der von börsennotierten Firmen angewandten Bilanzierungspraktiken bei der Offenlegung ihrer Erträge das Vertrauen der Marktteilnehmer, insbesondere bei Aktien aus dem Technologiesektor, negativ beeinflusst haben.

### Abbildung 21

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

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



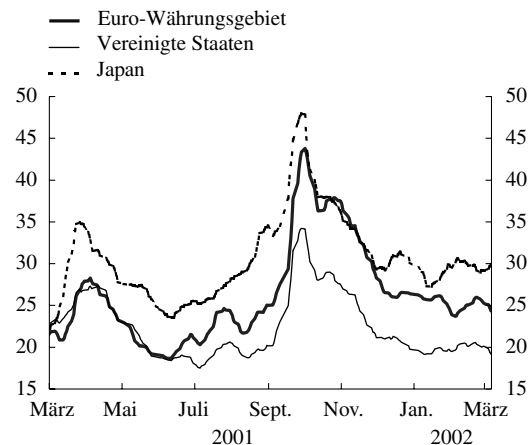
Quelle: Reuters.

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

### Abbildung 22

#### Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.

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

Diese Bedenken spiegelten sich in der Entwicklung des technologieelastigen Nasdaq-Composite-Index wider, der von Ende Dezember 2001 bis zum 6. März 2002 rund 3 % einbüßte. Gegen Ende Februar ließ dieser negative Druck mit einer einsetzenden Aktienkurserholung, die durch sich mehrende Anzeichen einer Belebung der US-Konjunktur beflügelt wurde, offensichtlich nach. Diese Einschätzung wurde auch durch einen Rückgang der vom Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität bestärkt, die am 6. März 2002 deutlich niedriger als im September 2001 war (siehe Abbildung 22).

In Japan wiesen die Aktienkurse in den ersten Monaten des laufenden Jahres starke Schwankungen auf. Dabei fällt auf, dass der japanische Aktienmarkt offenbar stärker von den Sorgen über die Wachstumsaussichten für die

heimische Wirtschaft als von den weltweiten Entwicklungen an den Aktienmärkten beeinflusst wurde. Der Nikkei 225 erreichte am 6. Februar 2002 den tiefsten Stand seit 18 Jahren, was auf Pessimismus unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit einer raschen und dauerhaften Erholung der japanischen Wirtschaft zurückzuführen war. In der zweiten Februarhälfte kam es dann zu einer Erholung der Aktienkurse. Ursache hierfür waren die von der japanischen Regierung angekündigten Maßnahmen zur Stützung der Aktienmärkte sowie positive Signale für eine Konjunkturbelebung in den Vereinigten Staaten, was sich offenbar günstig auf die Aktienkurse japanischer Exportunternehmen auswirkte. Die implizite Aktienkursvolatilität befand sich angesichts dieses von großen Kursschwankungen geprägten Umfelds am 6. März 2002 auf einem Niveau, das nahezu

**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 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
2001 Q4	15,4	26,8	6,0	5,5	9,7	1,9	17,5	58,0	21,7	-1,4	15,4
Januar 2002	3,9	-3,7	-2,1	1,1	-1,4	-4,9	-1,2	-3,7	-8,3	-0,2	-2,2
Februar 2002	1,7	-1,3	-0,6	4,2	-1,3	-1,7	2,7	-4,7	-4,4	-1,9	-1,0
Ende Dezember 2001 bis 6. März 2002	8,2	0,3	-2,1	5,9	1,4	-9,1	4,9	-0,4	-9,0	-2,0	0,1
<b>Volatilität</b>											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
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
2001 Q4	21,2	32,6	17,3	34,8	26,8	20,9	23,4	54,8	37,6	17,0	26,3
Januar 2002	15,1	20,5	12,3	22,6	18,5	19,2	16,4	44,9	29,5	16,8	19,4
Februar 2002	12,5	23,0	9,9	16,3	23,2	25,6	13,4	38,7	31,6	11,0	19,4
Ende Dezember 2001 bis 6. März 2002	14,2	22,6	10,9	19,2	20,5	22,0	15,4	41,9	29,7	14,1	19,3

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.

4 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag. Dies legt den Schluss nahe, dass nach wie vor ein hohes Maß an Unsicherheit über die japanischen Konjunkturaussichten vorhanden ist.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet waren in den ersten beiden Monaten des Jahres 2002 weitgehend stabil. Darin spiegelt sich offenbar die Tatsache wider, dass die in diesem Zeitraum veröffentlichten Gewinnmeldungen und die gesamtwirtschaftlichen Daten weitgehend den Erwartungen der Marktteilnehmer entsprachen und daher nicht zu spürbar veränderten Einschätzungen der künftigen Ertragslage der Unternehmen führten. Analog zu dieser Auffassung ging die aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität leicht zurück und lag am 6. März 2002 rund zwei Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 22).

Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass sich hinter dem insgesamt wenig veränderten Gesamtindex des Eurogebiets bedeutende Unterschiede verbargen. Insbesondere die Aktienkurse der Unternehmen aus dem Telekommunikationssektor hatten zwischen Ende Dezember 2001 und dem 6. März 2002 drastische Einbußen von 9 % zu verzeichnen (siehe Tabelle 3). Die Kursschwäche bei den Telekommunikationswerten war offenbar zurückzuführen auf den anhaltenden Pessimismus über die Rentabilität von Investitionen in Mobilfunklizenzen der dritten Generation sowie auf eine zunehmende Besorgnis über die Fähigkeit hochverschuldeter Unternehmen, angesichts eines schwieriger gewordenen Finanzierungsumfelds an den Märkten für Unternehmensanleihen und Commercial Paper Mittel aufzutreiben.

## 2 Preisentwicklung

### Anstieg der Teuerungsrate nach dem HVPI im Januar 2002 hauptsächlich durch andere Faktoren als die Euro-Bargeldumstellung verursacht

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet lag im Januar 2002 bei 2,7 %, verglichen mit der revidierten Rate von 2,0 % im Dezember 2001 (siehe Tabelle 4). Der Inflationsanstieg bestätigt frühere Erwartungen, dass sich die Jahresänderungsrate des HVPI in den ersten Monaten dieses Jahres erratisch entwickeln würde. Gemäß der Vorausschätzung von Eurostat, die von einer Teuerungsrate nach dem HVPI von 2,5 % ausgeht, wird die jährliche Inflationsrate im Februar 2002 jedoch wieder zu sinken

beginnen. (Eine detaillierte Aufgliederung für Februar wird erst nach Veröffentlichung der endgültigen Daten vorliegen.) Die Jahresänderungsrate des HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) lag im Januar 2002 bei 2,6 %, gegenüber 2,5 % im Vormonat.

Die höhere Inflationsrate im Januar 2002 ist auf eine Reihe von Faktoren, darunter im Wesentlichen den Anstieg der Jahresänderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, zurückzuführen. Insbesondere ging von der ungünstigen Witterung ein Aufwärtsdruck auf die Obst- und Gemüsepreise aus. Auch die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel zogen im Januar 2002

**Tabelle 4**  
**Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet**

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

	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex <sup>1)</sup>	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,5
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	.
Energie	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>2)</sup>	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Lohnstückkosten <sup>3)</sup>	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>3)</sup>	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>3)</sup>	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>4)</sup>	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>5)</sup>	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Rohstoffpreise <sup>6)</sup>	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	-3,7

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

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

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

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

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

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

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

an, da die Preise für Tabakwaren infolge von Steuererhöhungen in einigen Ländern des Euroraums gestiegen waren. Was die Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf den HVPI insgesamt betrifft, so gibt es bislang keine Anzeichen für einen signifikanten Aufwärtsdruck auf den Gesamtindex. Diese Einschätzung steht weitgehend in Einklang mit einer ersten von Eurostat veröffentlichten Schätzung, derzufolge 0,0 bis 0,16 Prozentpunkte des Anstiegs des HVPI gegenüber dem Vormonat (der im Januar 2002 0,5 % betrug) der Euro-Bargeldumstellung zuzuschreiben sind. Bei einigen Komponenten des disaggregierten Index – insbesondere im Dienstleistungssektor – kam es im Januar 2002 zu Preiserhöhungen, die mit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen zusammenhängen könnten.

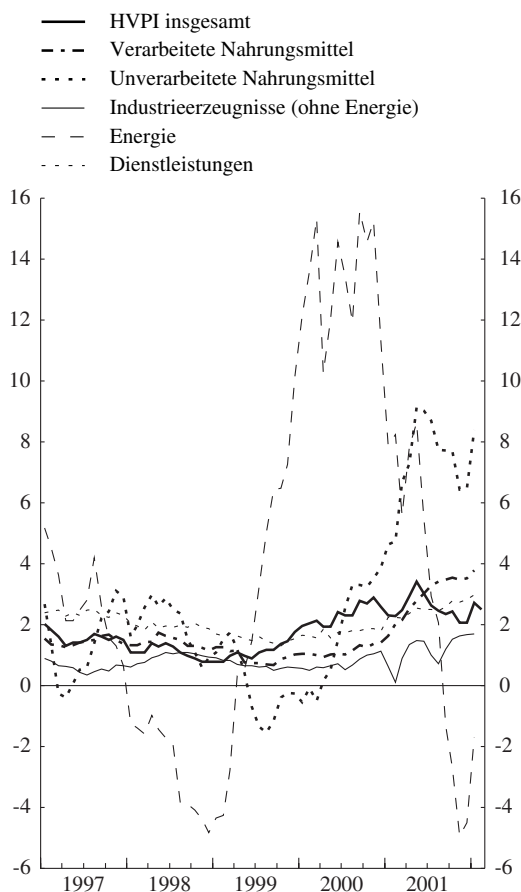
Die Energiepreise lagen im Januar 2002 um 1,7 % unter dem Niveau des Vorjahres, verglichen mit einem Rückgang von 4,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 23). Diese Verlangsamung des Preisrückgangs beruht auf einem Basiseffekt vom Januar 2001 sowie auf einem Anstieg des Energiepreisniveaus im Januar 2002. Sie steht auch in Einklang mit der jüngsten Entwicklung der Ölpreise, die von 21,5 € je Barrel im Dezember 2001 auf 22,6 € je Barrel im Januar 2002 stiegen. Obwohl die Ölpreise weiterhin leicht anzogen und im Februar mit durchschnittlich 23,5 € je Barrel notiert wurden, lag der Durchschnittspreis im Februar immer noch gut 20 % unter dem im Februar 2001 verzeichneten Niveau.

Im Januar 2002 lagen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel um 8,4 % über dem Niveau des entsprechenden Vorjahrsmonats. Verglichen mit Dezember 2001 stellt dies einen Anstieg der Jahresänderungsrate um 1,9 Prozentpunkte dar. Der im Januar beobachtete Anstieg der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ist hauptsächlich auf höhere Obst- und Gemüsepreise infolge der ungünstigen Witterungsverhältnisse in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen. Diese witterungsbedingten Effekte dürften sich in den

### Abbildung 23

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

nächsten Monaten jedoch abschwächen, was zu einem Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel beitragen dürfte. Diese Entwicklung wird verstärkt durch Basiseffekte, die von den Anfang 2001 erfolgten drastischen Preiserhöhungen infolge gesundheitlicher Bedenken im Zusammenhang mit bestimmten Nahrungsmitteln herrühren. Darüber hinaus stieg die Jahresrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von Dezember 2001 bis Januar 2002 von 3,5 % auf 3,8 % an. Diese Steigerung ist im Wesentlichen durch Erhöhungen der Tabaksteuer in einigen Ländern des Euroraums bedingt.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) lag im Januar 2002 bei 1,7 % und blieb somit gegenüber dem Vormonat unverändert. Die jüngste Entwicklung dieser Komponente bestätigt, dass die indirekten Auswirkungen vorangegangener Importpreisbewegungen allmählich abklingen und sich die Jahresrate einem Wendepunkt nähert. Durch die Abschwächung dieser indirekten Auswirkungen dürfte es 2002 auch zu einem Abwärtsdruck auf die Dienstleistungspreise kommen. Der Anstieg der Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise im Euro-Währungsgebiet belief sich im Dezember 2001 allerdings auf 2,8 % und im Januar 2002 auf 3,0 %. Werden die Angaben noch stärker disaggregiert, so deuten einige Anzeichen darauf hin, dass die Preise für bestimmte Dienstleistungen im Januar 2002 im Zusammenhang mit der Euro-Bargeldumstel-

lung erhöht wurden. So stiegen zum Beispiel die Preise in Restaurants und Cafés im Januar 2002 um 1,2 % im Vergleich zum Vormonat und lagen damit deutlich über dem in diesem Monat in den Jahren 1996 bis 2001 verzeichneten durchschnittlichen Preisanstieg von 0,4 %.

Zeitgleich mit der Veröffentlichung der Angaben zum HVPI für Januar 2002 führte Eurostat zusätzliche Harmonisierungsregelungen für den HVPI ein. Diese Änderung ist auf drei Verordnungen der Kommission über die Behandlung von Preisnachlässen, die Erfassung der Dienstleistungspreise und die Revisionspolitik für den HVPI zurückzuführen. Insgesamt gesehen sind die Auswirkungen dieser (in Kasten 4 im Detail erläuterten) Änderungen auf den HVPI im Euro-Währungsraum marginal.

#### **Kasten 4**

##### **Anwendung zusätzlicher Harmonisierungsregeln für den HVPI im Januar 2002**

Mit der Veröffentlichung der Daten für Januar 2002 haben Eurostat und die nationalen Statistikämter zusätzliche Harmonisierungsregeln für die Berechnung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) eingeführt. Die Änderungen ergaben sich aus der Umsetzung von drei Kommissionsverordnungen über die Behandlung von Preisnachlässen (z. B. im Schlussverkauf) in den nationalen Indizes, über die weitere Harmonisierung der Erfassung von Leistungsentgelten sowie über die Behandlung von Revisionen des HVPI. Dieser Kasten geht kurz auf die Änderungen ein (mit Schwerpunkt auf der ersten) und erläutert ferner die alljährlich im Januar vorgenommene Anpassung des HVPI-Gewichtungsschemas.

##### **Harmonisierung der Behandlung von Preisnachlässen**

Im HVPI werden die tatsächlichen Kaufpreise erfasst. Um dieses Ziel zu erreichen, müssen Preisnachlässe für Waren und Dienstleistungen, die z. B. während des Schlussverkaufs gewährt werden, in den HVPI einfließen. Die meisten EU-Mitgliedstaaten haben solche Rabatte schon immer berücksichtigt, und die Einführung dieses Verfahrens beim HVPI für Spanien und Italien im Januar 2002 stellt den letzten Schritt in diesem Harmonisierungsprozess dar. In Portugal werden Preisnachlässe seit Januar 1999, in Luxemburg seit Januar 2000 und in Belgien seit Januar 2001 im Preisindex erfasst. Wenn ein Mitgliedstaat Rabatte in seine Indexberechnung aufnimmt, muss er auch die HVPI-Zahlen für die vorangegangenen zwölf Monate korrigieren, damit die Vorjahrsraten nicht verzerrt werden.

Preisnachlässe werden zwar das ganze Jahr über gewährt, doch kommen sie besonders in den Monaten Januar/Februar sowie Juli/August während des Winter- und Sommerschlussverkaufs zum Tragen. Die Schlussverkaufspreise können sich in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich auf den HVPI auswirken. Dies hängt nicht nur von Umfang und Zeitpunkt der Rabattgewährung ab, sondern auch von den monatlichen Erhebungsstichtagen, die in der Europäischen Union noch nicht vollständig harmonisiert sind. Die Daten werden in der Regel an bestimmten Tagen oder Wochen eines Monats erhoben. Fällt eine Niedrigpreisphase in einem bestimmten Monat nicht in den Erhebungszeitraum, so werden die Preisnachlässe möglicherweise nicht oder nur zum Teil im Preisindex erfasst.

Die Erfassung von Rabatten in Spanien und Italien dürfte sich nur geringfügig auf die Jahresteuersraten nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet auswirken. Aufgrund der Revision der Zahlen für das Jahr 2001 und des sich daraus ergebenden statistischen Bruchs zwischen 2000 und 2001 wurden jedoch insbesondere die Vorjahrsraten der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) für das letzte Jahr leicht verzerrt. Daher kommt es für den Euroraum zu einer Abwärtskorrektur der durchschnittlichen Jahresinflationsrate für 2001 von 2,6 % auf 2,5 %. Ferner könnte die Erfassung der Preisnachlässe zu einer Veränderung des monatlichen und saisonalen Verlaufsmusters des Index führen, sodass die Saisonbereinigung möglicherweise erschwert wird.

### Weitere Harmonisierung bei der Erfassung der Dienstleistungspreise

Die Behandlung der proportional zum Transaktionswert ausgedrückten Leistungsentgelte wurde mit Wirkung vom Januar 2002 harmonisiert. Hierzu zählen insbesondere Preise für Dienstleistungen von Immobilienmaklern im Zusammenhang mit Vermietungen, Finanzdienstleistungen, Rechtsberatung und Verwaltungsdienste. So berechnen sich die von Maklern verlangten Courtagen in der Regel als proportionaler Anteil an der Miete. Aufgrund des geringen Gewichts dieser Dienstleistungen an den gesamten Konsumausgaben der privaten Haushalte bleibt der Einfluss dieser Änderung auf den Gesamtindex des Euro-Währungsgebiets jedoch gering.

### Harmonisierte Revisionspolitik für den HVPI

Eine dritte Verordnung über eine harmonisierte Revisionspolitik für den HVPI trat im Januar 2002 in Kraft. Sie legt insbesondere fest, dass die HVPIs korrigiert werden müssen, wenn neue oder genauere Informationen vorliegen oder methodische Änderungen vorgenommen werden. Die Verordnung schreibt auch vor, dass jegliche Revision der nationalen HVPIs von Eurostat zu koordinieren ist. Davon ausgenommen sind Fehler, die ohne unnötige Verzögerung korrigiert werden müssen. Diese Verordnung bestätigt mehr oder weniger die bereits bestehende Praxis. Gleichwohl ist dies der erste makroökonomische Statistikbereich, für den eine in den EU-Mitgliedstaaten einheitliche Revisionspolitik vereinbart und umgesetzt wurde.

### Aktualisierung des Gewichtungsschemas für 2002

Wie in jedem Jahr wurden die Komponenten- und Ländergewichte des HVPI für das Euro-Währungsgebiet mit der Veröffentlichung der Zahlen für Januar 2002 überprüft. Dieses Vorgehen zielt darauf ab, den repräsentativen Charakter des Index in Bezug auf die Konsumausgaben der Verbraucher und die Ländergewichte zu wahren. Bei der Aktualisierung der Komponentengewichtung in den nationalen HVPIs weichen die nationalen Verfahren teilweise voneinander ab. Etwa die Hälfte der Euro-Länder führt alljährlich eine umfassende Überprüfung aller Komponentengewichte des Index durch, während einige Länder sich nach dem bestehenden HVPI-Mindeststandard richten, demzufolge die Komponentengewichtung sich auf einen Referenzzeitraum von bis zu sieben Jahren vor dem laufenden Jahr beziehen darf. Diese Mitgliedstaaten müssen die Komponentengewichtung dann öfter aktualisieren, wenn deutliche Verschiebungen im Konsumverhalten erkennbar sind.

### Gewicht der einzelnen Komponenten des HVPI für das Euro-Währungsgebiet in den Jahren 2001 und 2002

(in %)

	2001	2002
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>		
Gesamtindex darunter	100,0	100,0
Waren	61,5	61,1
Nahrungsmittel	20,3	20,4
Verarbeitete Nahrungsmittel	12,3	12,3
Unverarbeitete Nahrungsmittel	8,0	8,1
Industrieerzeugnisse	41,2	40,7
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	31,8	32,0
Energie	9,5	8,7
Dienstleistungen	38,5	38,9

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Differenzen in den Summen der Gewichte durch Runden der Zahlen.



Die jährliche Überprüfung der Komponentengewichtung im HVPI trägt nicht nur der veränderten Verbrauchsstruktur Rechnung, sondern es wird auch eine Preisaktualisierung der Gewichte anhand der im vergangenen Jahr beobachteten relativen Preisentwicklung zwischen den einzelnen Komponenten und Komponentengruppen vorgenommen. Von 2001 bis 2002 wurden nur geringe Änderungen an der Komponentengewichtung des HVPI für den Euroraum durchgeführt (siehe Tabelle).

### Rückgang der Erzeugerpreise gegenüber dem Vorjahr im Januar 2002 verlangsamt

Die jüngsten Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen im Euro-Währungsgebiet bestätigen, dass der Preisdruck im industriellen Sektor gemäßigt blieb. Der Rückgang der Erzeugerpreise gegenüber dem Vorjahr verlangsamte sich im Januar 2002 auf 0,9 %, verglichen mit 1,1 % im Dezember 2001 (siehe Abbildung 24). Dies ist hauptsächlich auf ein langsames Sinken der Energiepreise gegenüber dem Vorjahr von 7,7 % im Dezember 2001 auf 3,9 % im Januar 2002 zurückzuführen, was zu rund einem Drittel auf einem Basiseffekt beruht. Demgegenüber ging die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise (ohne Energie) im selben Zeitraum von 0,6 % auf 0,3 % zurück. Der Rückgang der Vorleistungsgüterpreise gegenüber dem Vorjahr lag im Januar 2002 unverändert bei 1,3 %. Im selben Monat sank die Jahresänderungsrate der Investitionsgüterpreise von 1,2 % im Dezember 2001 auf 1,1 %. Außerdem ging die Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise von 2,1 % im Dezember 2001 auf 1,4 % im Januar 2002 zurück. Dies spiegelte niedrigere Steigerungsraten sowohl der Preise für Verbrauchs- als auch der Preise für Gebrauchsgüter wider. Die jüngste Entwicklung der Preise für Investitions- und Konsumgüter deutet darauf hin, dass sich die indirekten Auswirkungen vorangegangener Importpreisentwicklungen jetzt langsam abschwächen.

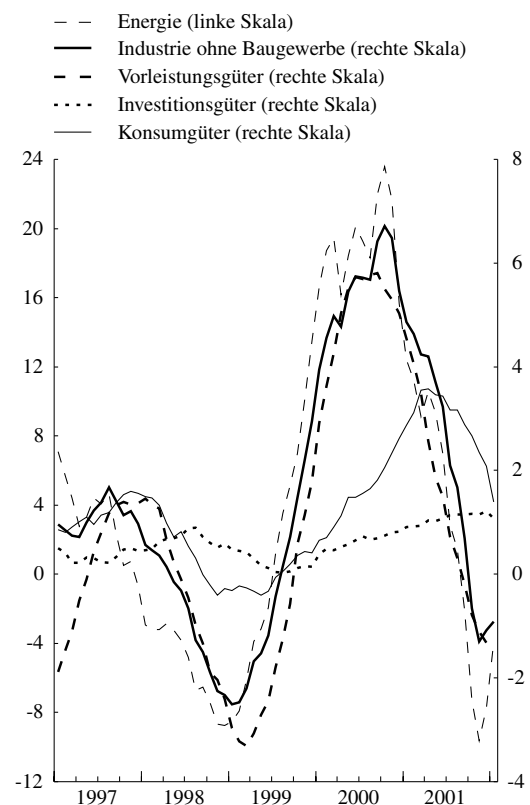
Der Druck auf die Erzeugerpreise dürfte im Februar 2002 weiterhin gemäßigt bleiben. So geht aus den jüngsten Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Reuters-Umfrage zum Purchasing Managers' Index hervor, dass die von der Industrie für Vorleistungsgüter gezahlten Preise im Febru-

ar im achten Monat in Folge zurückgingen (siehe Abbildung 25). Die Umfrageteilnehmer gaben als Hauptgründe hierfür unverkaufte Lagerbestände sowie Überkapazitäten bei den Lieferanten an. Das Tempo des Preisrückgangs verlangsamte sich jedoch im dritten Monat in Folge, was teilweise auf den Anstieg der Preise sowohl für Energierohstoffe als auch für Rohstoffe ohne Energie von Januar bis Februar 2002 zurückzuführen sein dürfte.

### Abbildung 24

#### Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

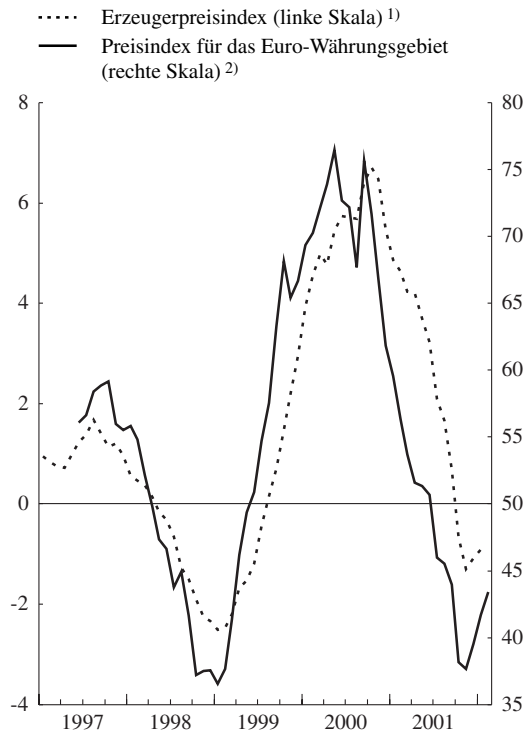


Quelle: Eurostat.

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

**Abbildung 25**  
**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.

**Anstieg der Arbeitskosten im zweiten und drittel Quartal 2001 weitgehend unverändert**

Die jüngsten Angaben zum Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer zeigen vom zweiten bis dritten Quartal 2001 einen leichten Rückgang der Jahressteigerungsrate von 2,5 % auf 2,4 %. Diese Entwicklung steht weitgehend in Einklang mit den Angaben zu den Tariflöhnen. Dagegen ergab die dritte von Eurostat veröffentlichte Schätzung für das dritte Quartal 2001 eine Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Bereich des Euro-Währungsgebiets von 3,4 %, verglichen mit 2,9 % im zweiten Quartal. Diese Messgröße wird derzeit

von geänderten Lohnzahlungspraktiken (Behandlung von Sonderzahlungen, rückwirkenden Zahlungen usw.) in einem Land des Euro-Währungsraums beeinflusst. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt geht man daher davon aus, dass sie den Arbeitskostenanstieg überzeichnet. Was die Entwicklung im vierten Quartal 2001 betrifft, so deuten die verfügbaren Angaben zu den Tariflöhnen auf einen leichten Anstieg des jährlichen Lohnzuwachses hin. Die Entwicklung der Arbeitskosten im vierten Quartal ist jedoch weiterhin mit einem recht hohen Maß an Unsicherheit behaftet.

Die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten ging vom zweiten bis zum dritten Quartal 2001 um 0,2 Prozentpunkte auf 2,3 % zurück. Die Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität stieg im gleichen Zeitraum leicht an, und zwar von 0,0 % auf 0,1 %. In diesem niedrigen Anstieg des Produktivitätsniveaus schlägt sich im Wesentlichen die konjunkturelle Abschwächung nieder.

**Rückgang der Teuerung nach dem HVPI in diesem Jahr auf unter 2 % erwartet**

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte die Inflationsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsraum in diesem Jahr auf unter 2 % fallen und dort auf absehbare Zukunft verharren. Der kurzfristig erwartete Rückgang der Teuerung im Eurogebiet insgesamt ist hauptsächlich eine Folge der gesunkenen Jahresänderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, da die drastischen Preiserhöhungen des Jahres 2001 aus dem Vergleich der Änderungsraten zum Vorjahr herausfallen. Die Aussichten für ein Absinken der Inflationsrate werden durch den erwarteten allmählichen Rückgang der Teuerung nach dem HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) verstärkt, der im Wesentlichen auf die Abschwächung der indirekten Auswirkungen des vorangegangenen Ölpreisschocks und das Nachlassen früherer Preisschocks bei verarbeiteten Nahrungsmitteln aufgrund von Tierseuchen zurückzuführen ist. Die jüngsten Angaben, z. B. aus dem Survey of Professional Forecasters

(SPF), der von der EZB im ersten Quartal dieses Jahres durchgeführt wurde, sprechen ebenfalls für einen Rückgang der Inflation. Gemäß der SPF-Umfrage wird erwartet, dass die Teuerung nach dem HVPI 2002 durchschnittlich 1,7 % und 2003 durchschnittlich 1,8 % betragen wird. Eine detaillierte Analyse und Erläuterung der jüngsten Ergebnisse der SPF-Befragung findet sich in Kasten 5.

Die Erwartungen zur Entwicklung der Teuerung nach dem HVPI für die Jahre 2002 und 2003 hängen von verschiedenen Annahmen ab. So ist eine Fortsetzung der derzeitigen Lohnzurückhaltung von entscheidender Bedeutung, damit die günstigen Aussichten bestehen bleiben. Vor diesem Hintergrund wird die EZB die Lohnentwicklung genau beobachten und analysieren und alle Anzeichen für einen zunehmenden Druck auf die Arbeitskosten einer Bewertung unterziehen.

### **Kasten 5**

#### **Survey of Professional Forecasters (SPF)<sup>1</sup> vom ersten Quartal 2002**

Anfang Februar 2002 führte die EZB ihren dreizehnten SPF durch. In der Erhebung vom ersten Quartal 2002 wurden die Umfrageteilnehmer gebeten, ihre Erwartungen zur durchschnittlichen Teuerung nach dem HVPI, zum realen BIP-Wachstum und zur Arbeitslosenquote im Euroraum für die Kalenderjahre 2002, 2003 und 2006 anzugeben. Außerdem sollten sie Angaben zu den Aussichten über zwei „gleitende Zeitfenster“ hinweg machen.<sup>2</sup> In der jüngsten Umfrage erstreckten sich die gleitenden Zeitfenster für die Inflationsrate nach dem HVPI bis Dezember 2002 und 2003, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum dritten Quartal 2002 und 2003, und für die Arbeitslosenquote bis November 2002 und 2003. Die aggregierten Ergebnisse der SPF-Erhebung vom ersten Quartal 2002, die auf Rückmeldungen von 57 Teilnehmern beruhen, werden im Folgenden zusammengefasst. Bei ihrer Interpretation ist zu berücksichtigen, dass den Teilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, auf die sie ihre Prognosen stützen können. Daher spiegeln diese aggregierten Ergebnisse höchstwahrscheinlich relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen wider.

#### **Für 2002 und 2003 Teuerung nach dem HVPI von unter 2 % erwartet**

Die Prognostiker erwarten, dass die jährliche Inflationsrate gegenüber ihrem jetzigen Stand zurückgehen und sich auf einem Niveau von unter 2,0 % stabilisieren wird. Es wird davon ausgegangen, dass die durchschnittliche jährliche Inflationsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet 2002 1,7 % und 2003 1,8 % betragen wird (siehe Tabelle). Damit haben sich die Erwartungen gegenüber der Umfrage vom vierten Quartal 2001 nicht verändert. Für Dezember 2002 und Dezember 2003 werden Inflationsraten von 1,7 % bzw. 1,8 % erwartet.

Der SPF-Fragebogen sieht auch eine quantitative Beurteilung der Unsicherheit der Erwartungen der Teilnehmer für jede Variable und jeden Prognosezeitraum vor. Insbesondere soll die Wahrscheinlichkeit angegeben werden, mit der die tatsächlichen Ergebnisse innerhalb bestimmter Intervalle liegen werden (die Intervalle für die Inflationserwartungen beispielsweise werden in Abbildung A auf der horizontalen Achse dargestellt). Die angegebenen Wahrscheinlichkeiten zeigen, wie die Prognostiker das Risiko einschätzen, dass die tatsächlichen Ergebnisse von dem Wert abweichen werden, der zum Prognosezeitpunkt als der wahrscheinlichste gilt. Obgleich die aufgrund dieser subjektiven Einschätzung konstruierte aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung möglicherweise auf vielen unterschiedlichen makroökonomischen Szenarien beruht, kann mit ihrer Hilfe doch

<sup>1</sup> Die Umfrage wird *Survey of Professional Forecasters (SPF)*, also *Umfrage unter professionellen Prognostikern*, genannt, um deutlich zu machen, dass es sich bei den Teilnehmern um Fachleute sowohl aus Finanzinstituten als auch aus nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union handelt.

<sup>2</sup> Diese „gleitenden Zeitfenster“ erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Umfragedurchführung die jüngsten Daten zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Sie können nützlich sein, um Entwicklungsmuster zu identifizieren, die sich aus den erwarteten Durchschnittswerten für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

## Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters

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

	Umfragezeitraum				
	2002	Dez. 2002	2003	Dez. 2003	2006
<b>Teuerung nach dem HVPI</b>					
Jüngste Erhebung (2002 Q1)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9
Vorherige Erhebung (2001 Q4)	1,7	-	1,8	-	1,8
	2002	2002 Q3	2003	2003 Q3	2006
<b>Reales BIP-Wachstum</b>					
Jüngste Erhebung (2002 Q1)	1,3	1,6	2,5	2,6	2,5
Vorherige Erhebung (2001 Q4)	1,5	-	2,5	-	2,5
	2002	Nov. 2002	2003	Nov. 2003	2006
<b>Arbeitslosenquote <sup>1)</sup></b>					
Jüngste Erhebung (2002 Q1)	8,6	8,6	8,4	8,3	7,3
Vorherige Erhebung (2001 Q4)	8,6	-	8,2	-	7,2

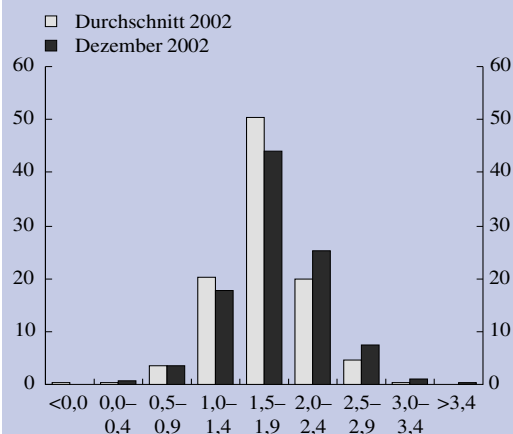
1) In % der Erwerbspersonen.

festgestellt werden, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Wert liegen werden.

Abbildung A zeigt die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die in der jüngsten Umfrage ermittelten jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für die kürzeren Prognosezeiträume, d. h. den Durchschnitt für das laufende Jahr, also 2002, und für das gleitende Zeitfenster in einem Jahr, also Dezember 2002. Für das laufende Jahr entfällt – wie erwartet – die höchste Wahrscheinlichkeit (rund 50 %) auf die Bandbreite von Werten um die Punktschätzung von 1,7 % für diesen Zeitraum, d. h. auf das Intervall von 1,5 % bis 1,9 %. In diesem bestimmten Fall ist die Verteilung um dieses zentrale Intervall von 1,5 % bis 1,9 % herum recht ausgeglichen (siehe helle Balken). Der Wahrscheinlichkeit, dass die tatsächliche durchschnittliche Teuerungsrate 2002 über oder unter dem wahrscheinlichsten Bereich von 1,5 % bis 1,9 % liegen wird, messen die Umfrageteilnehmer also ein jeweils gleich großes „Risiko“ zu, nämlich jeweils rund 25 %.

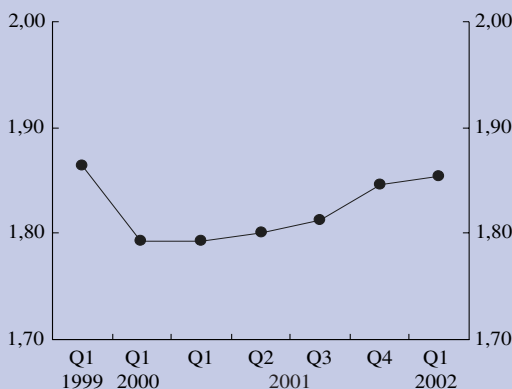
### Abbildung A: Kurzfristige Inflationserwartungen: Wahrscheinlichkeit für jedes Intervall

(in %)



### Abbildung B: Die bei jeder SPF-Erhebung für die nächsten fünf Jahre erwarteten durchschnittlichen Inflationsraten <sup>1)</sup>

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



1) Vor 2001 wurde nur in der im ersten Quartal eines Jahres durchgeführten SPF-Umfrage nach den Inflationserwartungen für die nächsten fünf Jahre gefragt.

Die dunkleren Balken in Abbildung A stellen die Wahrscheinlichkeitsverteilung für die erwartete jährliche Inflationsrate nach dem HVPI im Dezember 2002 dar. Auch hier gehen die Umfrageteilnehmer davon aus, dass die Inflation im Dezember 2002 1,7 % betragen und höchstwahrscheinlich in das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % fallen wird. Allerdings zeigt Abbildung A auch deutlich asymmetrische Risiken für die Inflationserwartungen für das Ende des laufenden Jahres, da die Wahrscheinlichkeitsverteilung in Bezug auf das zentrale Intervall rechtsschief ist. Das heißt, dass nach Ansicht der Umfrageteilnehmer das „Risiko“, dass die tatsächliche Inflation im Dezember 2002 über dem Intervall von 1,5 % bis 1,9 % liegen wird, höher ist als das „Risiko“, dass sie 1,5 % unterschreiten wird. Dies spiegelt sich in einer kumulativen Wahrscheinlichkeit von 34 % für Ergebnisse oberhalb des wahrscheinlichsten Intervalls von 1,5 % bis 1,9 % gegenüber lediglich 22 % für Ergebnisse unterhalb dieses Intervalls wider. Diese Wahrscheinlichkeitsverteilung bezüglich der erwarteten Teuerung für diesen Prognosezeitraum ist anscheinend im Wesentlichen auf die Erwartungen der Umfrageteilnehmer zur Stärke der wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet gegen Ende des laufenden Jahres zurückzuführen (siehe Abschnitt über die Wachstumsaussichten im Folgenden).

### **Längerfristige Inflationserwartungen weiterhin unter 2,0 %**

Die Inflationserwartungen für die nächsten fünf Jahre bewegen sich seit mehreren Jahren innerhalb einer engen Bandbreite von 1,8 % und 1,9 % (siehe Abbildung B). Aus der jüngsten Umfrage geht hervor, dass die Teuerung nach dem HVPI für 2006 auf durchschnittlich 1,9 % geschätzt wird. Dieses erwartete Inflationsniveau entspricht weitgehend der Messgröße für die erwarteten Inflationsraten, die aus den kürzlich vom französischen Schatzamt begebenen, an den HVPI (ohne Tabakwaren) für das Euro-Währungsgebiet gebundenen langfristigen Anleihen gewonnen wird. Die so genannte Breakeven-Inflationsrate, die aus dieser Art von Anleihen gewonnen wird, blieb im Februar 2002 unter 2 %. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Breakeven-Inflationsraten die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nicht direkt messen, da sie von Risiken, Fälligkeiten und Liquiditätsprämien beeinflusst werden.<sup>3</sup>

### **Reales BIP-Wachstum nach unten korrigiert, aber Erholung im Laufe der Jahre 2002 und 2003 erwartet**

Im Einklang mit den jüngsten Anzeichen für ein schwächeres Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet haben die SPF-Umfrageteilnehmer ihre Erwartungen für die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des realen BIP im Jahr 2002 im Vergleich zur im Oktober 2001 durchgeführten Umfrage um 0,2 Prozentpunkte auf 1,3 % nach unten korrigiert. Allerdings wird bereits für das dritte Quartal 2002 eine höhere Jahresrate von 1,6 % erwartet. Dies legt nahe, dass für den Jahresverlauf 2002 mit einer allmählichen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gerechnet wird. Für das dritte Quartal 2003 wird ein weiterer Anstieg des realen BIP-Wachstums auf 2,6 % und für das Gesamtjahr 2003 auf 2,5 % erwartet. Die langfristigen Wachstumsaussichten werden für 2006 auf 2,5 % geschätzt und entsprechen damit dem oberen Bereich des trendmäßigen Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet.

Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet wird den Erwartungen zufolge 2002 auf durchschnittlich 8,6 % steigen. Anschließend dürfte sie im Prognosezeitraum allmählich zurückgehen. Es wird davon ausgegangen, dass sie 2003 durchschnittlich 8,4 % beträgt, bis Dezember 2003 auf 8,3 % zurückgeht und 2006 einen Wert von 7,3 % erreicht.

<sup>3</sup> Eine detaillierte Beschreibung der Breakeven-Inflationsraten findet sich in dem Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf S. 18 des Monatsberichts Februar 2002.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Wirtschaftswachstum im Schlussquartal 2001 offenbar rückläufig

Wie bereits im Monatsbericht vom Februar 2002 erwähnt, nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal letzten Jahres um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu. Damit blieb die Wachstumsrate verglichen mit dem vorangegangenen Vierteljahr unverändert (siehe Tabelle 5). Derzeit liegen Schätzungen zum realen BIP-Wachstum im Schlussquartal 2001 für einzelne Euro-Länder vor. Insgesamt deuten diese nationalen Angaben darauf hin, dass das reale BIP des Euroraums im Quartalsvergleich zwischen dem dritten und vierten Quartal 2001 langsamer zunahm und im

Schlussquartal sogar leicht rückläufig gewesen sein dürfte.

Die gesamtwirtschaftliche Abkühlung im vierten Quartal 2001 ist zum großen Teil auf die Entwicklung in der Industrie zurückzuführen. In der Industrie (ohne Baugewerbe) sank die Produktion im Berichtszeitraum um 1,9 % gegenüber dem Vorquartal und ging somit stärker zurück als im dritten Vierteljahr (-0,5 %). Im Vormonatsvergleich dagegen stieg die Wachstumsrate der Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Dezember vergangenen Jahres auf 0,3 %, nach -0,7 % im November und -1,6 % im Oktober (siehe Tabelle 6). Ein allmählicher Aufwärtstrend der monatlichen Wachstumsraten der Industrie-

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

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

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

*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).*

produktion stünde auch mit der Ende letzten und Anfang dieses Jahres verzeichneten Erholung des Geschäftsklimas im verarbeitenden Gewerbe im Einklang. Ausschlaggebend für die im Dezember 2001 beobachtete Zunahme der Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) gegenüber dem Vormonat war hauptsächlich die Entwicklung in der Konsumgüterbranche. Die Konsumgüterproduktion stieg um 0,3 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im November um 0,4 % gesunken war. Im Vorleistungs- und Investitionsgütersektor nahmen die Veränderungsraten im Vormonatsvergleich von November bis Dezember ebenfalls zu, verharrten jedoch mit -0,6 % bzw. -0,3 % im negativen Bereich. Insgesamt blieb die Wachstumsrate der Industrieproduktion Ende 2001 schwach, wenngleich über alle industriellen Hauptgruppen hinweg eine gewisse Erholung zu beobachten war.

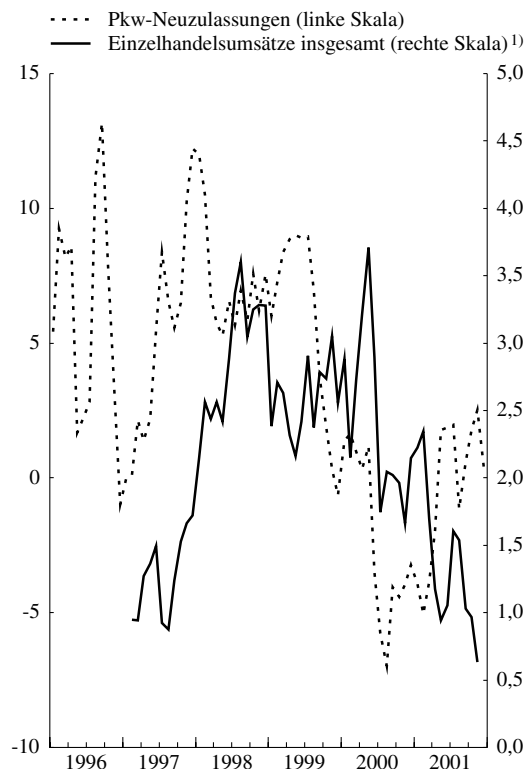
Die Konjunkturindikatoren, die sich auf die privaten Haushalte beziehen, sind schwan-

kungsanfälliger als die Indikatoren zur Industrie und lassen noch keine deutliche allgemeine Tendenz zur Jahreswende erkennen. Die Einzelhandelsumsätze sanken dem Volumen nach im Dezember 2001 um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im November um 1,2 % gestiegen waren. Im gesamten Schlussquartal verringerte sich das Umsatzwachstum im Einzelhandel im Quartalsvergleich um 0,2 %, verglichen mit einer Zunahme um 0,3 % im dritten Vierteljahr. Dagegen war bei den Pkw-Neuzulassungen ein kräftiger vierteljährlicher Wachstumsschub von -5,3 % im dritten Quartal auf +1,8 % im vierten Quartal zu beobachten. Im Januar des laufenden Jahres sank die Vormonatsrate allerdings wieder um 3,8 %. Im Vorjahrsvergleich setzte das Umsatzvolumen im Einzelhandel seinen allgemein seit Mitte 2000 verzeichneten Abwärtstrend fort, und der seit diesem Zeitraum verbuchte Aufwärtstrend bei den Pkw-Neuzulassungen ist offenbar zum Stillstand gekommen (siehe Abbildung 26).

## Abbildung 26

### 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.

### Erholung des Unternehmensvertrauens deutet auf mögliche Trendwende zum Jahreswechsel 2001/2002 hin

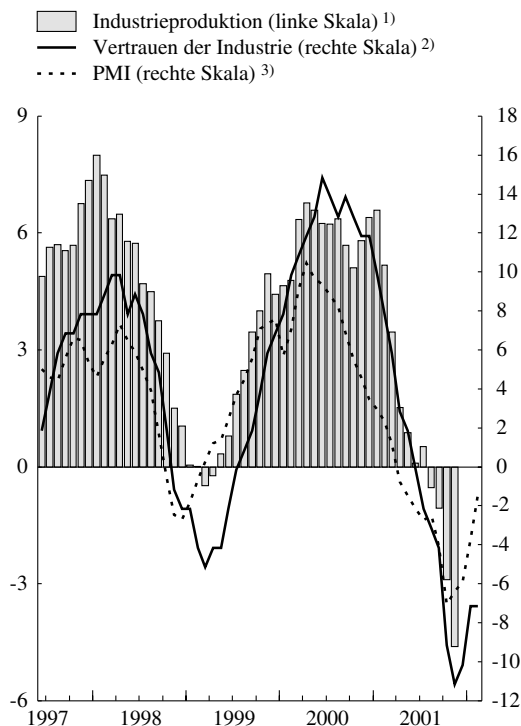
Insgesamt lassen die Ergebnisse der verschiedenen Branchenumfragen auf eine weitere Aufhellung der Stimmung im Februar des laufenden Jahres schließen. So war insbesondere beim Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet nach der Zunahme um 2,1 Indexpunkte im Januar ein erneuter kräftiger Anstieg um 2,3 Punkte auf 48,1 Indexpunkte zu verzeichnen. Die in den ersten beiden Monaten dieses Jahres insgesamt kräftige Zunahme ist bisher einmalig in der kurzen Geschichte des Einkaufsmanager-Index, der seit Mitte 1997 veröffentlicht wird, und deutet auf eine

Trendwende bei den Produktionsraten im verarbeitenden Gewerbe hin (siehe Abbildung 27). Eine Aufschlüsselung nach Teilindizes zeigt, dass der starke Anstieg im Januar und Februar 2002 vor allem auf eine Verbesserung bei Auftragseingang und Produktion zurückzuführen ist. Beide Indexkomponenten erholten sich und überschritten die Referenzlinie von 50 Indexpunkten, die den Übergang von negativen zu positiven Wachstumsraten der wirtschaftlichen Aktivität markiert. Im Februar 2002 legten alle PMI-Komponenten zu. Unter anderem stieg auch der Teilindex für die Beschäftigung kräftig an, nachdem er im Januar leicht zurückgegangen war.

## Abbildung 27

### Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

(Monatswerte)



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

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

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

2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.

3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.



Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission blieb der Vertrauensindikator für die Industrie im Februar des laufenden Jahres nach einer Zunahme in den beiden Vormonaten unverändert (siehe Tabelle 7). Dies ist vorwiegend einer Korrektur des besonders ausgeprägten Anstiegs der Produktionserwartungen vom Januar zuzuschreiben. Gleichzeitig verbesserte sich im Februar erstmals die Beurteilung der Auftragslage insbesondere in Bezug auf das Exportgeschäft, nachdem sie sich zuvor über einen längeren Zeitraum hinweg verschlechtert und zum Jahreswechsel stabilisiert hatte. Dies deutet darauf hin, dass der jüngste Anstieg des Stimmungsbarometers bei den Unternehmen nunmehr nicht nur auf den Erwartungen, sondern auch auf der tatsächlichen Entwicklung gründet. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor weist im Februar 2002 eine weitere Zunahme auf. Ausschlaggebend für diese Verbesserung sind die optimistischeren Nachfrageerwartungen und die günstigere Bewer-

tung des Geschäftsklimas sowie erstmals auch eine bessere Beurteilung der Nachfrage in den letzten Monaten.

Der Vertrauensindikator für die Verbraucher erhöhte sich im Februar dieses Jahres, nachdem er im Januar leicht zurückgegangen und im Dezember 2001 gestiegen war. Das Verlaufsmuster des Verbrauchervertrauens zur Jahreswende lässt daher nicht deutlich erkennen, ob die Stimmungseintrübung bei den Verbrauchern die Talsohle bereits erreicht hat. Die Aufhellung im Februar 2002 ist insbesondere auf optimistischere Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage, aber auch auf eine positivere Einschätzung der künftigen Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der eigenen finanziellen Situation zurückzuführen. Eine deutliche Erholung des Verbrauchervertrauens dürfte von weiteren Verbesserungen bei der Bewertung der eigenen Finanzlage und der allgemeinen Wirtschaftslage abhängen.

**Tabelle 7**

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

(saisonbereinigte Daten)

	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	-0,2	2,6	-2,8	-0,6	-1,4	-1,3	-1,4	0,0	-1,0	-0,5	0,3	0,2	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	7	12	6	12	9	3	0	2	1	-1	1	0	2
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	0	12	-1	8	2	-3	-10	-4	-9	-11	-10	-7	-7
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	14	21	15	19	17	13	11	15	12	10	11	8	10
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	0	5	-1	3	-1	-1	-4	-1	-4	-4	-5	-6	-10
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor <sup>2)</sup>	3	7	-8	3	1	-9	-27	-11	-25	-29	-28	-22	-20
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	-0,1	1,3	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,2	-0,5	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-0,9
Kapazitätsauslastung (%) <sup>4)</sup>	81,9	83,9	82,8	84,0	83,3	82,4	81,3	-	81,8	-	-	80,8	-

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

## Anzeichen für Konjunkturaufschwung im Jahresverlauf 2002

Insgesamt deuten die jüngsten Angaben zur Konjunkturentwicklung darauf hin, dass die Quartalsrate des Wirtschaftswachstums im Schlussquartal 2001 die Talsohle erreicht haben könnte. Die Erwartung einer möglichen Konjunkturbelebung im Verlauf dieses Jahres wird in erster Linie von den positiven Signalen aus der Industrie genährt. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt beruhen diese Anzeichen allerdings vorwiegend auf Umfrageergebnissen und haben sich noch nicht deutlich in der tatsächlichen Entwicklung niedergeschlagen. Die zeitgleiche und stabile Korrelation zwischen dem Unternehmervertrauen und der Produktion im verarbeitenden Gewerbe legt jedoch nahe, dass die sich abzeichnende Aufhellung der Stimmung zur Jahreswende auch eine mögliche Erholung des Produktionswachstums signalisiert. Eine solche Belebung stünde im Einklang mit den Erwartungen eines Konjunkturaufschwungs im Jahresverlauf, die aus den derzeit verfügbaren Prognosen hervorgehen. Vorerst bleibt das genaue Ausmaß dieses Aufschwungs jedoch noch ungewiss.

Die Erwartung einer konjunkturellen Erholung im Laufe dieses Jahres beruht auf mehreren Faktoren. Mit Blick auf die außenwirtschaftlichen Perspektiven hat die Unsicherheit über die weltwirtschaftliche Entwicklung vor allem aufgrund positiverer Daten zur US-Wirtschaft offenbar nachgelassen. Eine Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds dürfte die erwartete Belebung der Exporttätigkeit und der Anlageneinvestitionen im Euroraum unterstützen. Binnenwirtschaftlich werden diese Impulse von der Tatsache getragen, dass das Euro-Währungsgebiet keine größeren Ungleichgewichte aufweist, die das Risiko einer längeren Anpassungsphase mit sich bringen würden. Bei soliden wirtschaftlichen Fundamentaldaten und günstigen Finanzierungsbedingungen dürfte sich die inländische Nachfrage – gestützt durch die positiven Auswirkungen des bisherigen und künftigen Teuerungsrückgangs auf das real verfügbare Einkommen – im Jahresverlauf beleben.

## Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2001 offenbar nahezu null

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Beschäftigungswachstum

**Tabelle 8**

### Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

tum im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal 2001 liegen noch nicht vor. Nach einer ersten Schätzung auf der Grundlage der verfügbaren nationalen Statistiken dürfte allerdings der vierteljährliche Beschäftigungszuwachs im Euroraum im Schlussquartal 2001 leicht rückläufig gewesen sein und nahezu null betragen haben. Diese Entwicklung ist auf die zeitlich verzögerten Auswirkungen der schwachen Konjunktur (vor allem im zweiten und dritten Quartal des vergangenen Jahres) auf die Beschäftigung zurückzuführen. Die Jahreswachstumsrate dürfte im Schlussquartal 2001 weiter auf rund  $\frac{3}{4}$  % gesunken sein, nachdem sie im vierten Quartal 2000 noch 2,2 % betragen hatte (siehe Tabelle 8). Dies wäre der niedrigste Zuwachs im Vorjahrsvergleich seit dem zweiten Quartal 1997 und würde bedeuten, dass die Beschäftigung im vergangenen Jahr um durchschnittlich rund 1,4 % zugenommen hat (verglichen mit 2,1 % im Jahr 2000).

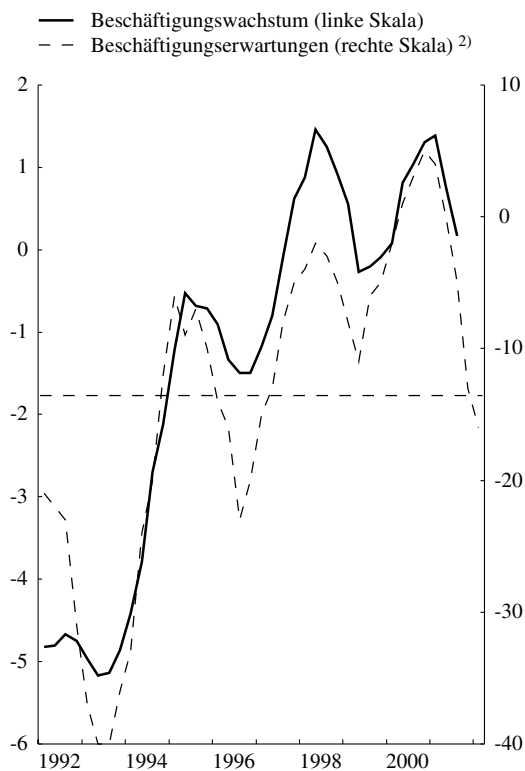
Angaben zu den einzelnen Sektoren liegen für das Schlussquartal 2001 noch nicht vor. Die Verlangsamung des jährlichen Beschäftigungswachstums betraf in den ersten drei Vierteljahren des Vorjahres sowohl die Industrie als auch den Dienstleistungssektor. Die jährliche Wachstumsrate der Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) ging zwischen dem ersten und dritten Quartal deutlich um 1,2 Prozentpunkte zurück, und im Dienstleistungssektor sank die entsprechende Rate im gleichen Zeitraum trotz des in der ersten Jahreshälfte 2001 relativ robusten privaten Verbrauchs um 0,7 Prozentpunkte. Innerhalb des Dienstleistungssektors verzeichnete der Teilsektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ einen starken Rückgang des jährlichen Beschäftigungszuwachses, wohingegen die Entwicklung in den Teilsektoren „Handel und Verkehr“ sowie „Öffentliche Verwaltung“ robuster verlief. Im Baugewerbe verringerte sich der Beschäftigungszuwachs im gleichen Zeitraum um lediglich 0,1 Prozentpunkte.

### Einige Anzeichen für gestiegene Beschäftigungserwartungen Anfang 2002

Die aus den jüngsten Umfragen abzulesenden Beschäftigungserwartungen sind nach einem Rückgang von Ende 2000 bis Ende 2001 im Februar dieses Jahres wieder leicht gestiegen. Wenngleich die Erwartungen im verarbeitenden Gewerbe gemäß den Branchenbefragungen der Europäischen Kommission im ersten Quartal 2002 weiter sanken (siehe Abbildung 28), deuten die jüngsten Ergebnisse der Umfrage zum Einkaufsmanager-Index vom Februar darauf hin, dass sich das Beschäftigungswachstum in diesem Sektor Anfang des laufenden Jahres beschleunigt hat. Die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe fielen im

**Abbildung 28**  
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.

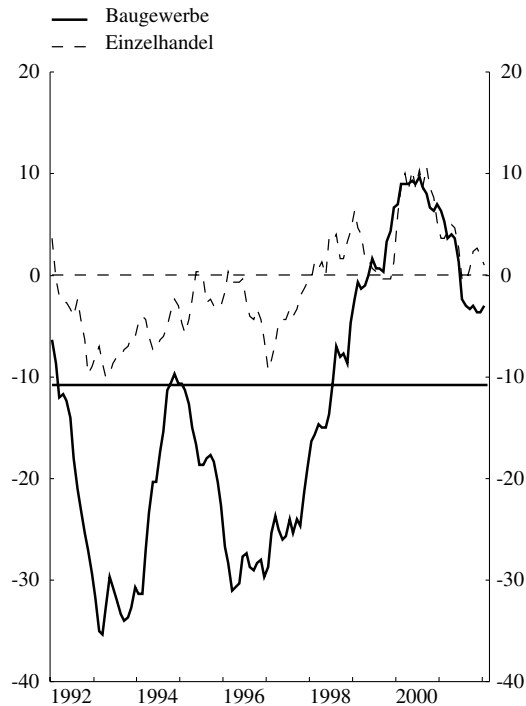
Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

1) Ohne Baugewerbe.

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

## Abbildung 29 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.

Februar ebenfalls etwas höher aus (siehe Abbildung 29).

Zwar lassen die Branchenumfragen der Europäischen Kommission für Februar auf sinkende Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel schließen, im Dienstleistungssektor insgesamt jedoch war im dritten Monat in Folge ein deutlicher Anstieg der Erwartungen

festzustellen, nachdem sie seit Anfang 2001 kontinuierlich zurückgegangen waren. Dies wird durch die Umfrage zum Einkaufsmanager-Index bestätigt, bei der im Januar und Februar des laufenden Jahres eine deutliche Verbesserung des Beschäftigungsindex für den Dienstleistungssektor verzeichnet wurde.

### Arbeitslosenquote im Januar 2002 unverändert bei 8,4 %

Nach einer Abwärtskorrektur um rund 0,15 Prozentpunkte für den gesamten Zeitraum seit Beginn der Zeitreihe lag die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Januar des laufenden Jahres bei 8,4 % und blieb somit seit November 2001 unverändert (siehe Tabelle 9). Für die Korrektur nach unten gibt es zwei Gründe: Erstens wurden im Rahmen einer regelmäßigen Aktualisierung des Berechnungsverfahrens die Ergebnisse der Arbeitskräfteerhebung für das Jahr 2001 in die monatlichen Berechnungen mit einbezogen. Zweitens ist die im September 2000 beschlossene präzisere Definition der Arbeitslosigkeit in einer Reihe von Ländern bei der Arbeitskräfteerhebung 2001 ganz oder teilweise berücksichtigt worden (siehe Kasten 4 im Monatsbericht vom März 2001). Infolgedessen sind diese Zahlen mit Vorsicht zu interpretieren, da damit wohl ein Prozess in Gang gesetzt würde, der im Verlauf dieses und des nächsten Jahres zu weiteren Korrekturen der Arbeitslosenstatistik führen könnte.

Zwar blieb die Arbeitslosenquote seit November 2001 unverändert, doch ist die Zahl

## Tabelle 9 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.
Insgesamt	9,8	8,8	8,3	8,4	8,3	8,3	8,4	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4	8,4
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	19,2	17,3	16,5	16,5	16,5	16,5	16,7	16,5	16,5	16,6	16,7	16,7	16,7
25 Jahre und älter	8,5	7,7	7,2	7,3	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3

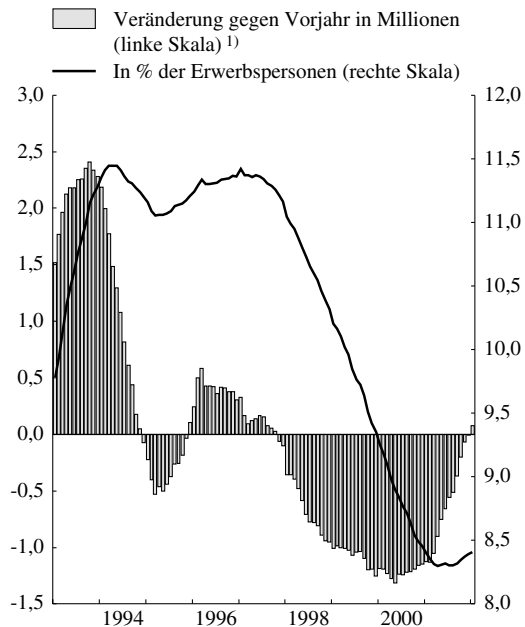
Quelle: Eurostat.

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

1) Im Jahr 2001 entfielen auf diese Gruppe 23,5 % der Arbeitslosen insgesamt.

### Abbildung 30 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.

der Arbeitslosen in den letzten Monaten und auch noch im Januar (um rund 23 000) weiter gestiegen. Erstmals seit November 1997 war im Januar auch eine Zunahme der Arbeitslosenzahl im Vorjahrsvergleich festzustellen (siehe Abbildung 30). Dieser Anstieg lag allerdings unter der in den vier vorangegangenen Monaten verzeichneten durchschnittlichen Zunahme von 36 000, was auf befristete Einstellungen im Zusammenhang mit der Bargeldumstellung zurückzuführen sein könnte. Dafür sprechen auch anekdotische Hinweise aus einigen Euro-Ländern.

Auch die Zusammensetzung der Arbeitslosigkeit nach Altersgruppen ist seit November 2001 unverändert geblieben. Nach der Abwärtskorrektur der Daten beträgt die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen 7,3 % und bei den unter 25-Jährigen 16,7 %. Dahinter verbergen sich allerdings ein Anstieg der Arbeitslosenzahl in der älteren Gruppe (um 24 000) sowie ein leichter Rückgang der Jugendarbeitslosigkeit (um rund 1 000) im Januar des laufenden Jahres.

#### Kurzfristig weitere Auswirkungen des schwachen Wirtschaftswachstums auf den Arbeitsmarkt erwartet

Angesichts der verzögerten Wirkung der konjunkturellen Verlangsamung dürfte der Beschäftigungszuwachs zu Beginn dieses Jahres nach wie vor gering ausgefallen sein und zu einem erneuten Anstieg der Zahl der Arbeitslosen geführt haben.

Was die Zukunft betrifft, so wird für den Durchschnitt des laufenden Jahres ein deutlich geringeres Wachstum der Gesamtbeschäftigung als im Vorjahr erwartet. Aufgrund der vermutlich schwächeren Zunahme der Erwerbspersonenzahl dürfte der geringere Zuwachs an Arbeitsplätzen in der ersten Hälfte dieses Jahres allerdings nur zu einem geringfügigen Anstieg der Arbeitslosenquote führen. Gleichwohl sind weitere Arbeitsmarkt-reformen notwendig, um dem gravierenden Missverhältnis zwischen Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage, der anhaltend hohen Arbeitslosenquote, der geringen Erwerbsbeteiligung und der uneinheitlichen Arbeitsmarktentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern zu begegnen (siehe Kasten 6).

## **Kasten 6**

### **Zur Notwendigkeit weiterer struktureller Reformen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets**

Strukturelle Reformen mit dem Ziel eines effizienten Einsatzes der Produktionsfaktoren auf den Arbeits-, Güter- und Kapitalmärkten des Euroraums dürften positive Auswirkungen im Sinne eines höheren wirtschaftlichen Wachstumspotenzials und geringerer Anpassungskosten bei ökonomischen Schocks haben. In den vergangenen Jahren wurden Fortschritte im Hinblick auf das Zusammenwachsen der Gütermärkte im Eurogebiet und die Öffnung ehemals geschützter Wirtschaftssektoren für den Wettbewerb erzielt. Auch bei der Verbesserung der Funktionsweise der Arbeitsmärkte sind die Euro-Länder ein Stück vorangekommen, doch sind viele Reformen in diesem Bereich nur moderat ausgefallen oder erst kürzlich in Angriff genommen worden.

Die Tatsache, dass im Jahr 2001 im Euro-Währungsgebiet eine Arbeitslosenquote von über 8 % verzeichnet wurde, während gleichzeitig Unternehmen in den Euro-Ländern über Probleme bei der Anwerbung von Arbeitskräften klagten, ist ein Indiz für das noch unzureichende Funktionieren der Arbeitsmärkte. Ein Überangebot an Arbeitskräften bei gleichzeitig unbefriedigter Nachfrage nach Arbeitskräften lässt darauf schließen, dass der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet nicht hinreichend in der Lage ist, Angebot und Nachfrage in Einklang zu bringen und somit Beschäftigung zu schaffen, indem Arbeitslose wieder in den Arbeitsmarkt integriert und offene Stellen besetzt werden.

#### **Die Bedeutung effizienter Ausgleichsprozesse am Arbeitsmarkt für die Geldpolitik**

Effiziente Ausgleichsprozesse am Arbeitsmarkt sind für die Geldpolitik sehr wichtig:

- Die Funktionsweise des Arbeitsmarkts beeinflusst das wirtschaftliche Umfeld, in welchem die Geldpolitik ausgeführt wird. Eine ineffiziente Allokation von Arbeitskräften hat negative Auswirkungen auf das Produktionspotenzial und drosselt auf kurze Sicht das Tempo, mit dem eine Volkswirtschaft wachsen kann, ohne dabei Inflationsdruck zu erzeugen. Wenn die Arbeitsmärkte flexibler und die Arbeitsvermittlung effizienter gestaltet würden, dürfte sich das Potenzialwachstum der Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets so lange erhöhen, bis auch die Beschäftigungsquote entsprechend gestiegen ist.
- Engpässe am Arbeitsmarkt aufgrund ineffizienter Ausgleichsprozesse könnten zudem zu allgemeinen Lohnsteigerungen führen, die über dem Anstieg der Arbeitsproduktivität liegen und somit preistreibend wirken. Grundsätzlich können wirksamere Ausgleichsprozesse auch das Risiko vermindern, dass ein Konjunkturaufschwung, veränderte Produktionsstrukturen und die erwartete demographische Veränderung im Eurogebiet zu einem Arbeitskräftemangel und einem Aufwärtsdruck auf Löhne und Preise führen.
- Effizientere Ausgleichsprozesse an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets und eine höhere Lohnflexibilität dürften auch die Anpassung von Löhnen und Preisen an geldpolitische Maßnahmen beschleunigen und die Kurzfristeffekte der Geldpolitik auf die Realwirtschaft verringern. Eine solche Effizienzsteigerung würde es der EZB erleichtern, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik durchzuführen.
- Effizient funktionierende Arbeitsmärkte sind für die Länder, die an der WWU teilnehmen, besonders wichtig, da diese keine länderspezifischen geld- und wechselkurspolitischen Maßnahmen ergreifen können, um asymmetrischen ökonomischen Schocks zu begegnen.

Die im Verlauf der Neunzigerjahre im Euroraum durchgeführten Arbeitsmarktreformen haben in vielen Euro-Ländern zu einem kräftigen Beschäftigungswachstum und einem beträchtlichen Abbau der Arbeitslosigkeit während der konjunkturellen Aufschwungphase von 1997 bis 2000 beigetragen. Diese Entwicklung vollzog sich trotz eines zunehmend wettbewerbsintensiven globalen Umfelds und des „qualifikationslastigen“ technologischen Wandels, die beide die negativen Folgen bestehender Unzulänglichkeiten an den Arbeitsmärkten in der Regel noch verstärken. Es ist jedoch schwer zu beurteilen, inwieweit diese Reformen durch Schaffung günstigerer Voraussetzungen für neue Arbeitsplätze und ein höheres Arbeitskräfteangebot

bzw. durch Verbesserung der Fähigkeit des Arbeitsmarkts, Arbeitslose und offene Stellen zusammenzuführen, die Arbeitsmarktsituation positiv beeinflusst haben.

#### **Weitere strukturelle Reformen sind unabdingbar**

Die Ergebnisse einer aktuellen Analyse deuten darauf hin, dass in vielen Bereichen nach wie vor ein gravierendes Missverhältnis zwischen Arbeitsangebot und Arbeitsnachfrage besteht, was breiten Raum für eine Fortsetzung des Reformprozesses an den Arbeitsmärkten lässt.<sup>1</sup> Im Allgemeinen zeigen die anhaltend hohe Arbeitslosenquote, die geringe Erwerbsbeteiligung und die uneinheitliche Arbeitsmarktentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern, dass weitere Fortschritte bei der Arbeitsmarktreform notwendig sind.

Zu den wirksamen Maßnahmen im Hinblick auf einen effizienteren Ausgleichsprozess und flexiblere Arbeitsmärkte gehören unter anderem: eine verbesserte Arbeitsvermittlung, stärkere Lohnflexibilität und Lohndifferenzierung, eine verbesserte schulische und berufliche Ausbildung sowie lebenslanges Lernen, Reformen der Steuer- und Sozialleistungssysteme, weniger restriktive Arbeitsschutzregelungen, flexible Arbeitszeiten sowie Maßnahmen zur Steigerung der Mobilität von Arbeitskräften.

Um die Vorteile von Arbeitsmarktreformen voll ausschöpfen zu können, müssen diese mit weiteren Fortschritten bei den strukturellen Reformen an den Güter- und Kapitalmärkten einhergehen. Eine verbesserte Funktionsweise des Arbeitsmarkts wirkt umso beschäftigungsfördernder, je effizienter auch die Güter- und Kapitalmärkte funktionieren.

*1 Eine eingehendere Analyse von Ausgleichsprozessen ist der EZB-Publikation „Labour market mismatches in euro area countries“ vom März 2002 zu entnehmen.*

## **4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen**

### **Entwicklung der öffentlichen Haushalte des Eurogebiets im Jahr 2001 weniger günstig als erwartet**

Den aktualisierten Stabilitätsprogrammen zufolge, welche die Mitgliedstaaten Ende 2001 vorlegten, erhöhte sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet (bezogen auf das BIP) ohne Berücksichtigung der Erlöse aus den UMTS-Lizenzversteigerungen von schätzungsweise 0,8 % (2000) auf 1,1 % (2001). Die Schuldenquote verringerte sich um knapp 2 Prozentpunkte, nämlich von 70,5 % des BIP im Jahr 2000 auf 68,7 % im vergangenen Jahr. Von mehreren Ländern veröffentlichte aktuellere Zahlen deuten darauf hin, dass sowohl die Defizit- als auch die Schuldenquote des Euroraums insgesamt im Jahr 2001 etwas über den genannten Werten gelegen haben dürfte.

Die Haushaltssalden verschlechterten sich im vergangenen Jahr in etwa der Hälfte der Län-

der des Euroraums, während sie sich in den übrigen Ländern verbesserten bzw. unverändert blieben. Vier Länder verzeichneten nach wie vor beträchtliche Defizite, und in zwei Ländern lag die Neuverschuldung nahe am Referenzwert von 3,0 % des BIP. Die gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnende Verschlechterung der Haushaltslage war auf die konjunkturelle Abschwächung zurückzuführen, die sich in einigen Ländern über die Wirkung automatischer Stabilisatoren und umfangreiche Steuererleichterungen, die nicht durch entsprechende Ausgabenkürzungen gegenfinanziert worden sind, in den Haushaltsalden niederschlug. Die Zunahme der Primärausgaben beschleunigte sich im Jahr 2001 sogar, teilweise infolge gestiegener Ausgaben im Gesundheitswesen, wohingegen der Rückgang der Zinsausgaben den Erwartungen entsprach. Im Jahr 2001 war die Finanzpolitik im gesamten Euroraum aufgrund des mangelnden Ehrgeizes der anfänglichen finanzpolitischen Ziele einiger Länder leicht expansiv aus-

gerichtet. Allerdings blieb in den meisten Ländern, wie auch im Durchschnitt des Euro-raums insgesamt, eine weitere Lockerung der Finanzpolitik als etwaige Reaktion auf die konjunkturelle Verlangsamung aus.

Stellt man die tatsächlichen Haushaltsergebnisse den ursprünglich für 2001 formulierten Zielen gegenüber, so lag der durchschnittliche, am BIP gemessene öffentliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet insgesamt um rund 0,5 Prozentpunkte unter den anfänglichen Zielwerten. Das spiegelt die Tatsache wider, dass der größte Teil der Länder, darunter die drei größten Mitgliedstaaten, ihre Haushaltsziele verfehlten, die sie in den seit Ende 2000 bzw. Anfang 2001 vorliegenden aktualisierten Stabilitätsprogrammen angegeben hatten. In fünf Euro-Ländern hingegen entsprachen die Ergebnisse den Zielwerten oder übertrafen diese sogar. Die sich gegenüber den angestrebten Zielen ergebende Verschlechterung der Haushaltssalden spiegelt in erster Linie die unerwartete Erlahmung der Konjunktur, die ein geringeres Einnahmenwachstum zur Folge hatte, wider, während die in den ursprünglichen Haushaltsplänen vorgesehenen Ausgaben weitgehend vorgenommen wurden.

Im Jahr 2001 blieb der Rückgang der durchschnittlichen Schuldenquote im Euroraum gemessen am BIP rund einen Prozentpunkt hinter den Prognosen zurück, was auf die sich verschlechternden Finanzierungssalden und das niedrigere Wirtschaftswachstum zurückzuführen war. Darüber hinaus trugen auch Finanztransaktionen, die keine Auswirkung auf die Defizitquote haben, sich aber in den öffentlichen Schuldenständen niederschlagen („deficit-debt adjustments“), zu dem verlangsamten Rückgang der Schuldenquote im vergangenen Jahr bei.

**Mittelfristig angestrebte Haushaltsziele entsprechen der Vorgabe „annähernd ausgeglichen oder einen Überschuss aufweisend“**

Zum Jahresende 2001 legten alle Länder des Eurogebiets dem Rat der Europäischen

Union und der Europäischen Kommission neue, aktualisierte Stabilitätsprogramme vor, die sich über den Zeitraum von 2002 bis 2004/05 erstrecken (siehe Tabelle 10) und die Anforderungen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2001 zu berücksichtigen hatten. In letzteren wurden die Mitgliedstaaten ersucht, „die Haushaltspläne für 2002 entsprechend dem Gebot aufzustellen, einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erhalten, eine prozyklische Finanzpolitik zu vermeiden“ und „gegebenenfalls die öffentlichen Finanzen weiter zu stärken, besonders im Hinblick auf ihre langfristige Tragfähigkeit“. Darüber hinaus sah der für die jüngste Aktualisierung der Stabilitätsprogramme geltende neue Verhaltenskodex ein größeres Spektrum an Angaben, insbesondere zur Alterung der Bevölkerung und zur langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, vor.

Aus den neuen, aktualisierten Stabilitätsprogrammen geht hervor, dass die meisten Länder ihre Annahmen für die künftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung nach unten korrigiert haben, sodass für den Euroraum nun ein reales Wachstum des BIP von durchschnittlich 2 % im laufenden Jahr erwartet wird. Dieser Wert liegt knapp einen Prozentpunkt unter dem in den vorhergehenden Programmen erwarteten Wachstum, ist aber deutlich optimistischer formuliert als in den von internationalen Organisationen veröffentlichten Prognosen.

Die nominalen Zielwerte für 2002 wurden entsprechend den ungünstigeren Wachstumsaussichten und den in einigen Fällen schlechter als erwartet ausgefallenen Haushaltsergebnissen für 2001 korrigiert. Die Programme gehen davon aus, dass sich die durchschnittliche Defizitquote der Euro-Länder im laufenden Jahr nur geringfügig, d. h. um 0,2 Prozentpunkte auf 0,9 % des BIP, verbessern wird. Somit liegt die Defizitquote rund 0,5 Prozentpunkte über dem durchschnittlichen Ziel der vorangegangenen aktualisierten Stabilitätsprogramme. Die für 2002 gegenüber dem Vorjahr erwartete Verbesserung der Haushaltslage scheint mit den leicht



rückläufigen Zinsausgaben und einem geringfügig positiveren Ergebnis für den Primärsaldo zusammenzuhängen. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld wird sich auch im laufenden Jahr dämpfend auf das Einnahmewachstum auswirken, und in einigen Ländern wird es zu weiteren Steuersenkungen kommen. Dennoch geht aus den in den revidierten Programmen enthaltenen Prognosen hervor, dass es nach wie vor üppige Einnahmen zu verzeichnen geben wird. Der Anstieg der Primärausgaben hingegen wurde in vielen Fällen nach oben korrigiert, was sich in der prognostizierten Entwicklung der Primärausgabenquote für das gesamte Eurogebiet niederschlägt. Diese dürfte im Jahr 2002 weitgehend konstant bleiben und nicht etwa abnehmen, wie in den vorherigen Programmen angenommen.

Für das laufende Jahr rechnen noch vier Länder mit beträchtlichen Defizitquoten von knapp bzw. gut 1 % des BIP; in zwei Ländern dürfte der entsprechende Wert noch nahe am Referenzwert von 3 % liegen. Diese Finanzierungslücken sind ein Anzeichen für erhebliche strukturelle Haushaltsungleichgewichte und zeigen nicht nur konjunkturelle Effekte an.

Insgesamt geht aus den aktualisierten Stabilitätsprogrammen hervor, dass die für das Eurogebiet im laufenden Jahr anvisierte finanzpolitische Ausrichtung etwas restriktiver sein wird. Allerdings wird in den Ländern, in denen nach wie vor Haushaltsungleichgewichte verzeichnet werden, nur ein geringer Fortschritt bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen erwartet. Die vorgesehenen Konsolidierungsanstrengungen beruhen nicht in allen Fällen auf genau formulierten, dauerhaften Maßnahmen, und ein Land greift auf umfangreiche Maßnahmen mit einmaliger Wirkung zurück, um seine Haushaltsziele zu erreichen.

Was den Zeitraum nach dem Jahr 2002 angeht, so dürfte sich die Defizitquote des Euroraums den Prognosen zufolge im Jahr 2003 um 0,5 Prozentpunkte auf 0,4% des BIP ver-

ringern, bis im Jahr 2004 – und damit ein Jahr später als bisher geplant – eine ausgeglichene Haushaltsposition erreicht sein wird. Erst 2004 werden alle Länder des Eurogebiets die Anforderung des Stabilitäts- und Wachstumspakts erfüllt haben, mittelfristig einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt zu erzielen.

Die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt dürfte den Prognosen zufolge im Zeitraum 2003/04 geringfügig restriktiver ausgerichtet sein, was hauptsächlich mit den geplanten Konsolidierungsanstrengungen der Mitgliedstaaten, die noch Haushaltsungleichgewichte aufweisen, zusammenhängt. Letztere haben erneut ihre Absicht bekräftigt, ihr mittelfristiges Ziel eines ausgeglichenen Haushalts wie ursprünglich vorgesehen bis 2003/04 zu erreichen. Hierfür müsste das Wirtschaftswachstum wie in den Basisszenarien angenommen ausfallen, und es wären strikte Ausgabenkürzungen erforderlich. Allerdings wurden die entsprechenden Maßnahmen noch nicht endgültig formuliert. Darüber hinaus wären zur Erzielung eines bis 2004 ausgeglichenen Haushalts zusätzliche diskretionäre Maßnahmen erforderlich, falls das Wirtschaftswachstum in den Ländern, die weiterhin Haushaltsungleichgewichte verzeichnen, tatsächlich so niedrig ausfällt wie es in den neuen aktualisierten Stabilitätsprogrammen für möglich gehalten wird.

In zahlreichen Ländern liegt die für 2004 prognostizierte Schuldenquote über den zuvor anvisierten Werten, wobei drei Länder noch Schuldenquoten von 90 % des BIP oder mehr verzeichnen dürften. In einigen Fällen kommt es zu einer beträchtlichen Verschlechterung der Schuldenquote, die auch das Ausmaß übertrifft, das durch die Entwicklung der Defizite und des BIP-Wachstums zu erklären gewesen wäre. Dies zeigt, dass in manchen Ländern weiterhin finanzielle Transaktionen (wie z. B. Finanzspritzen für öffentliche Unternehmen) vorgenommen werden, die die Rückführung der Schuldenquote verlangsamen.

**Tabelle 10****Die aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten**

	Wachstumsrate des realen BIP (in %)				Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)				Schuldenstand (in % des BIP)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Belgien</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	2,5	2,5	2,5	2,5	0,3	0,5	0,6	0,7	101,4	97,2	92,9	88,7
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,3	3,0	2,5	2,4	0,0	0,5	0,6	0,7	103,3	97,7	93,0	88,6
<b>Deutschland</b>												
Aktualisiertes Programm (Okt. 2000)	2½	2½	2½	.	-1	-½	0	.	57½	56½	54½	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	1¼	2½	2½	2½	-2,0	-1,0	0	0	60,0	59,0	57,0	55½
<b>Griechenland</b>												
Stabilitätsprogramm (Dez. 2000)	5,2	5,5	5,5	.	1,5	2,0	2,0	.	96,0	90,5	84,0	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	3,8	4,0	4,0	.	0,8	1,0	1,2	.	97,3	94,4	90,0	.
<b>Spanien</b>												
Aktualisiertes Programm (Jan. 2001)	.	3,2	.	.	0,2	0,3	0,3	.	56,6	52,8	49,6	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	2,4	3,0	3,0	3,0	0,0	0,0	0,1	0,2	55,7	53,8	51,9	50,0
<b>Frankreich</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	.	3,0	.	.	-0,6	-0,4	0,2	.	55,9	54,6	52,9	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	2,5	.	3,0	.	-1,4	-1,0	0,0	0,3	56,3	55,3	53,6	51,8
<b>Irland</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	6,3	5,7	.	.	3,8	4,6	.	.	28,0	24,0	.	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	3,9	5,8	5,3	.	0,7	-0,5	-0,6	.	33,7	33,8	34,1	.
<b>Italien</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	3,1	3,1	3,1	.	-0,5	0,0	0,3	.	103,5	99,6	94,9	.
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	2,3	3,0	3,0	3,1	-0,5	0,0	0,0	0,2	104,3	101,0	98,0	95,4
<b>Luxemburg</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	5,3	5,8	.	.	2,5	2,5	.	.	.	.	.	.
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	5,3	5,7	5,6	.	2,8	3,1	3,4	.	4,6	4,2	3,9	.
<b>Niederlande</b>												
Aktualisiertes Programm (Sept. 2000)	2,0	2,0	2,0	.	¼	¼	¼	.	50¼	48¾	46¾	.
Aktualisiertes Programm (Okt. 2001)	2,0	2¼	2¼	.	1,0	1,0	1,0	.	47,7	45,0	42,0	.
Ergänzung (Dez. 2001)	1¼	2½	2½	2½	0,4	0,2	0,5	1,0	48,0	45,0	42,0	.
<b>Österreich</b>												
Aktualisiertes Programm (Dez. 2000)	2,7	2,3	2,5	.	0,0	0,0	0,0	.	59,1	57,2	55,3	.
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,3	2,4	2,8	2,8	0,0	0,0	0,2	0,5	59,6	57,2	54,7	52,1
<b>Portugal</b>												
Aktualisiertes Programm (Jan. 2001)	3,2	3,2	3,2	.	-0,7	-0,3	0,0	.	51,5	49,8	48,1	.
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	1,75	2,5	3,0	3,0	-1,8	-1,0	0,0	0,4	55,7	55,5	54,0	53,2
<b>Finnland</b>												
Aktualisiertes Programm (Sept. 2000)	3,2	2,7	2,7	.	4,4	4,5	4,9	.	37,1	34,9	32,2	.
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,6	2,7	3,0	.	2,6	2,1	2,6	.	42,9	43,0	41,8	.

Anmerkung: Wann immer Alternativszenarien vorlagen, wurde das Basisszenario zugrunde gelegt. Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen wurden aus dem Finanzierungssaldo herausgerechnet.

### Mittelfristige Planungen angemessen, aber Wachsamkeit bezüglich der Gefahr eines geringeren Wirtschaftswachstums geboten

Die in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthaltene mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik und insbesondere die erneut bekräftigte Verpflichtung der Länder mit verbleibenden Haushaltsungleichgewichten, dem Ziel eines bis 2003/04 ausgeglichenen Finanzierungssaldos treu zu bleiben, sind angemessen,

da sie die politische Entscheidung widerspiegeln, die im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts aufgestellten Konsolidierungspläne weiter zu verfolgen und damit das Vertrauen der Verbraucher und Anleger zu stärken. Die Umsetzung der mittelfristigen Pläne wird eine Beschleunigung des Schuldenabbaus zur Folge haben und es den automatischen Stabilisatoren gestatten, konjunkturelle Schwankungen abzufangen, was sich ebenfalls vertrauens- und stabilitätsfördernd auswirken wird.

Allerdings sah sich die Kommission angesichts der 2001 zu verzeichnenden Entwicklung der öffentlichen Finanzen und der für das laufende Jahr prognostizierten Ergebnisse gezwungen, dem ECOFIN-Rat nahe zu legen, eine frühzeitige Warnung vor dem Entstehen eines übermäßigen Defizits an Deutschland und Portugal zu richten. Als Reaktion auf die in der Empfehlung der Kommission zum Ausdruck gebrachten Besorgnisse bestätigten Deutschland und Portugal erneut ihre Verpflichtung – und bestärkten sie sogar –, die verbleibenden Haushaltsungleichgewichte innerhalb des zuvor angekündigten Zeitrahmens zu beseitigen und ein Überschreiten des Referenzwerts von 3 % des BIP zu verhindern. Der ECOFIN-Rat wertete dies als eine ausreichende Reaktion auf die der Empfehlung der Kommission zugrunde liegenden Besorgnisse und strich in seinen Stellungnahmen zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Länder, die noch Haushaltsungleichgewichte verzeichnen, besonders die Erzielung eines soliden Haushalts bis 2003/04 heraus.

Diese Ereignisse zeigen, dass der finanzpolitische Rahmen der EU transparent ist, das Bewusstsein für finanzpolitische Fragen in der öffentlichen Diskussion verstärkt und zu einer wichtigen Druckausübung der Euro-Länder aufeinander zum Zwecke der Einhaltung finanzpolitischer Disziplin führt. Gleichwohl ist Wachsamkeit geboten, damit die kompromisslose Verfolgung der mittelfristigen Pläne sichergestellt ist und die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Verfahren energisch und prompt umgesetzt werden. Nur auf diese Weise lassen sich neue Bewährungsproben im Interesse der finanzpolitischen Disziplin und des institutionellen Rahmens der EU bewältigen.

Aus heutiger Sicht ergibt sich die größte Gefahr für die Einhaltung der Haushaltspläne aus den relativ optimistischen Wachstumsannahmen, die – ungeachtet der im Verhaltenskodex enthaltenen Forderung nach realistischen Annahmen – einer Reihe von Stabilitätsprogrammen zugrunde liegen. Vor allem in Ländern, deren Haushalte noch Ungleich-

gewichte aufweisen, sind realistische Wachstumsannahmen von entscheidender Bedeutung, um die Notwendigkeit von Korrekturmaßnahmen frühzeitig erkennen zu können. Anderenfalls besteht die Gefahr, dass restriktive Ad-hoc-Maßnahmen ergriffen werden müssen, um ein Überschreiten des Referenzwerts für die Defizitobergrenze von 3 % des BIP zu verhindern.

Ein weiterer Risikofaktor ergibt sich in Bezug auf die Notwendigkeit klar formulierter und glaubwürdiger Maßnahmen, damit die Stabilitätsprogramme absolut zuverlässig werden. Die in den Programmen dargelegten Maßnahmen sind zuweilen nicht genau formuliert, und in einigen Fällen beruhen die finanzpolitischen Korrekturen auf Maßnahmen mit einmaliger Wirkung, die sich nur vorübergehend in den Haushaltsergebnissen niederschlagen und in den Folgejahren weitere Korrekturen notwendig machen werden. Sollten die erforderlichen Schritte nicht rechtzeitig formuliert und durchgeführt werden, kann für die nächsten Jahre eine erneute Überschreitung der Ausgabenziele nicht ausgeschlossen werden, wodurch die Haushaltsziele der Länder gefährdet würden. Mit Blick auf die in einer Reihe von Ländern für die Jahre 2002 und 2003 anstehenden Wahlen lässt sich die Gefahr weiterer Steuersenkungen und einer gegenüber den Planungen in den Stabilitätsprogrammen gelockerten Ausgabenpolitik der Regierungen nicht ausschließen.

Schließlich könnte die Einhaltung der finanzpolitischen Ziele durch folgende Faktoren gefährdet werden: die zeitlich verzögerten Auswirkungen des 2001 zu verzeichnenden niedrigen BIP-Wachstums auf die Einnahmen des laufenden Jahres, unerwartet hohe Einnahmehausfälle infolge der jüngsten Steuerreformen und eine hinter den Erwartungen zurückbleibende Effektivität von Konsolidierungsmaßnahmen.

### **Verpflichtung zu umfassenden strukturellen Reformen ist zu bestärken**

Neben dem Erfordernis einer weiteren Haushaltskonsolidierung in einigen Ländern sind

im gesamten Eurogebiet umfassende strukturelle Reformen der öffentlichen Finanzen vonnöten, um Beschäftigung und Wachstum zu fördern und für die Auswirkungen einer alternden Bevölkerung auf die öffentlichen Haushalte gewappnet zu sein. Die Begrenzung und Umstrukturierung der Ausgaben ist das an erster Stelle stehende und wichtigste Element einer solchen Strategie. Es ist von größter Wichtigkeit, dass die sich aus den öffentlichen Leistungs- und Subventionssystemen ergebenden Hindernisse für Beschäftigung und Investitionen durch ehrgeizige Reformen der Ausgabenpolitik soweit wie möglich aus dem Weg geräumt werden. Eine effizientere Handhabung der öffentlichen Ausgaben sowie wirksame Mechanismen zur Überwachung der Ausgaben und Eindämmung finanzpolitischer Fehlentwicklungen sind gleichfalls erforderlich. Derartige Maßnahmen könnten zu einer Verringerung des Anstiegs der öffentlichen Ausgaben beitragen und die Qualität der öffentlichen Finanzen verbessern. Auch die Glaubwürdigkeit der Haushaltsziele und Konsolidierungsanstrengungen würde verstärkt, und es entstünde Spielraum für weitere wachstums- und beschäftigungsfördernde Steuersenkungen.

Das Fehlen einer umfassenden Strategie zur Reform der Staatsausgaben ist auch an den langsamen Fortschritten bei der Bewältigung der demographischen Herausforderungen für die öffentlichen Finanzen erkennbar. Konservativen Schätzungen zufolge wird sich der Anstieg der durch die Alterung bedingten Ausgaben im Durchschnitt des Euroraums in den

kommenden Jahrzehnten auf mindestens 6% des BIP per annum belaufen. Im Einklang mit dem revidierten Verhaltenskodex für die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme wurde in den jüngsten Programmen erstmals die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte, vor allem im Hinblick auf die Alterssicherungssysteme, erörtert. Allerdings wurden in einer Reihe von Ländern nur geringe Fortschritte bei der Einführung einer Strategie zur Gewährleistung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte erzielt.

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass der finanzpolitische Rahmen der Europäischen Union seine Flexibilität und Standfestigkeit in Zeiten der konjunkturellen Verlangsamung unter Beweis gestellt hat. So sahen die Regierungen während der Konjunkturschwäche von expansiven diskretionären Maßnahmen in der Finanzpolitik ab und bekräftigten durchweg ihre Verpflichtung, mittelfristig nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltspositionen zu erzielen bzw. beizubehalten. Dennoch gilt es noch wichtige Bewährungsproben zu bestehen. Eine erneute Konzentrierung auf die Konsolidierung in den Ländern, die noch Haushaltsungleichgewichte verzeichnen, bedeutende Fortschritte bei den geplanten strukturellen Reformen in allen Ländern sowie eine rigorose Umsetzung der im institutionellen Rahmen der EU verankerten Regelungen würden das Vertrauen in eine Stabilitäts- und wachstumsfördernde Finanzpolitik stärken.

## 5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### Erste Anzeichen einer Erholung der Weltwirtschaft

Nach dem relativ kräftigen weltweiten Konjunkturerinbruch im vergangenen Jahr gibt es inzwischen einige Anzeichen, insbesondere in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten, dass sich die globale Konjunktur im Verlauf dieses Jahres allmählich erholt. Die Unsicherheit über die künftigen Aussichten scheint nachzulassen, vor allem aufgrund der Tatsache, dass die Ereignisse vom 11. September nun anders als erwartet weniger dauerhafte Nachwirkungen zu haben scheinen. Gleichwohl besteht eine Reihe von Risiken fort, und Zeitpunkt und Stärke des Aufschwungs der Weltwirtschaft sind noch immer ungewiss. Zu den größten Risiken zählt eine sich verzögernde bzw. schwächere wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten, insbesondere bei einem möglichen weiteren Rückgang der Investitionen und einer Abschwächung des privaten Konsums. Unsicher ist auch, inwieweit ein Aufschwung in den Vereinigten Staaten auf andere Weltregionen übergreifen wird.

In den USA weist die jüngste Entwicklung darauf hin, dass das wirtschaftliche Wachstum im Verlauf dieses Jahres allmählich wieder anziehen könnte. Entgegen den Erwartungen nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 hielt der starke Einbruch des Verbrauchervertrauens im Gefolge der Anschläge nur vorübergehend an, und die privaten Konsumausgaben nahmen im letzten Quartal 2001 wieder sprunghaft zu. Die schwache Investitionstätigkeit der privaten Unternehmen ging jedoch im letzten Vierteljahr des vergangenen Jahres noch weiter zurück und blieb das Haupthemmnis für das reale BIP-Wachstum.

Vorläufigen Angaben zufolge war das reale BIP-Wachstum nach einer Schrumpfung um 1,3 % im dritten Quartal 2001 im vierten Quartal 2001 wieder positiv (+ 1,4 %) (jeweils gegenüber dem Vorquartal und auf Jahresra-

te hochgerechnet). Besonders der private Verbrauch und das Wachstum der Staatsausgaben trugen zum realen BIP-Wachstum bei (4,1 bzw. 1,7 Prozentpunkte), während sich das reale BIP-Wachstum insgesamt durch die privaten Bruttoanlageinvestitionen und den Außenwirtschaftssektor um 4,1 bzw. 0,4 Prozentpunkte verringerte. Das wieder stark beschleunigte Wachstum des privaten Verbrauchs (+6,0 %, gegenüber 1,0 % im dritten Quartal, jeweils gegenüber dem Vorquartal und auf Jahresrate hochgerechnet) war vor allem der aggressiven Preispolitik der Autohändler zuzuschreiben, durch die sich das reale Wachstum langlebiger Verbrauchsgüter auf 39,2 % (gegenüber dem Vorquartal und auf Jahresrate hochgerechnet) erhöhte. Gleichzeitig beschleunigte sich auch der Anstieg der öffentlichen Ausgaben sowohl für Verteidigungsgüter als auch für Güter des zivilen Bereichs spürbar. Die privaten Bruttoinvestitionen litten unter der starken Schrumpfung der Anlageinvestitionen und einem beispiellos starken Lagerabbau in Höhe von insgesamt 120 Mrd USD (1,2 % des BIP). Die Entwicklung des Außenwirtschaftssektors wurde durch die weltweite Konjunkturflaute beeinträchtigt, während die Stärke des US-Dollar anhielt.

Mit Blick auf die weiteren Aussichten ist trotz der für konjunkturelle Wendepunkte typischen Unsicherheiten derzeit davon auszugehen, dass sich das Wachstum des realen BIP im Verlauf dieses Jahres allmählich beschleunigen wird. Der private Verbrauch erhöhte sich im Januar 2002 stärker als zunächst angenommen, weil der Konsum von Verbrauchsgütern und die Ausgaben für Dienstleistungen kräftiger als vorhergesehen zunahmen und ein erwartetes rückläufiges Wachstum der Ausgaben für Gebrauchsgüter wettmachten. Die nachlassende Verschlechterung am Arbeitsmarkt in Verbindung mit der anhaltenden Unsicherheit der privaten Haushalte, die im Rückgang der Indizes des Verbrauchervertrauens im Februar zum Ausdruck kommt, legt den Schluss nahe, dass der

private Konsum zwar zu einer sich allmählich festigenden konjunkturellen Erholung, nicht aber wie bei früheren Aufschwüngen zu einem kräftigen Anspringen der Konjunktur beitragen könnte. Hinzu kommt, dass sich die enorme Anpassung der Lagerbestände nach unten, zu der es im letzten Quartal 2001 gekommen war, bereits im ersten Quartal des laufenden Jahres spürbar verlangsamten und damit das reale BIP-Wachstum stützen könnte (siehe Abbildung 31). Den Prognosen zufolge werden allerdings die privaten Investitionen in der ersten Hälfte dieses Jahres vor dem Hintergrund rückläufiger Unternehmensgewinne und einer weiterhin historisch niedrigen Kapazitätsauslastung nur sehr geringfügig zunehmen.

Was die Inflation angeht, so gingen die Jahresraten der Verbraucherpreis- und Erzeugerpreisindizes von 1,6 % bzw. -1,7 % im Dezember 2001 auf 1,1 % bzw. -2,7 % im Januar 2002 zurück. Auf kurze bis mittlere Sicht ist zurzeit weder von den Nachfrage- noch den Kostenfaktoren ein signifikanter Preisauftrieb zu erwarten. Das Produktionswachstum dürfte sich auch im laufenden Jahr unter seinem langfristigen Durchschnittsniveau bewegen. Auf der Kostenseite dürfte sich die verhaltene Entwicklung bei den Lohnstückkosten im gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft), die – nach einem Anstieg von über 2 % im dritten Vierteljahr – im letzten Quartal 2001 um gut 4 % (gegenüber dem Vorquartal und auf Jahresrate hochgerechnet) gesunken waren, fortsetzen.

In seiner Sitzung am 29. und 30. Januar 2002 beließ der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 1,75 %, nach elf aufeinanderfolgenden Zinssenkungsschritten, mit denen dieser Satz von 6,5 % Ende 2000 auf sein aktuelles, seit Dezember 2001 gültiges Niveau zurückgeführt wurde. Der Offenmarktausschuss begründete seine Entscheidung damit, dass die künftige Entwicklung der Investitionsausgaben der Unternehmen und der Ausgaben der privaten Haushalte noch unsicher sei und die Risiken daher überwiegend so gelagert seien, dass auf absehbare

Zeit mit einer schwachen Konjunktur zu rechnen sei. Der Ausschuss weist auch darauf hin, dass der konjunkturelle Ausblick inzwischen vielversprechender sei, da bei nach wie vor günstigen langfristigen Aussichten für das Produktivitätswachstum erste Anzeichen einer konjunkturellen Belebung der Wirtschaftstätigkeit zu erkennen seien.

In Japan hat sich die konjunkturelle Lage weiter verschlechtert, wenngleich die jüngste Entwicklung darauf hindeutet, dass Ausfuhren und Produktion die Talsohle verlassen haben. Vor allen Dingen scheint der seit der zweiten Jahreshälfte 2000 zu beobachtende stetige Rückgang der jährlichen Wachstumsraten der Ausfuhrvolumen im vierten Quartal 2001 zum Stillstand gekommen zu sein – insbesondere bei den Ausfuhren in andere asiatische Länder. Teilweise als Folge hiervon verlangsamte sich auch die Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe gegen Ende des vergangenen Jahres, während die Geschäftstätigkeit im tertiären Sektor sogar zunahm. Gleichzeitig verschlechterte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter; die Arbeitslosenquote erreichte im Dezember 2001 mit 5,5 % aller Erwerbspersonen eine bisher nie dagewesene Höhe. Zugleich blieb das Verbrauchervertrauen schwach.

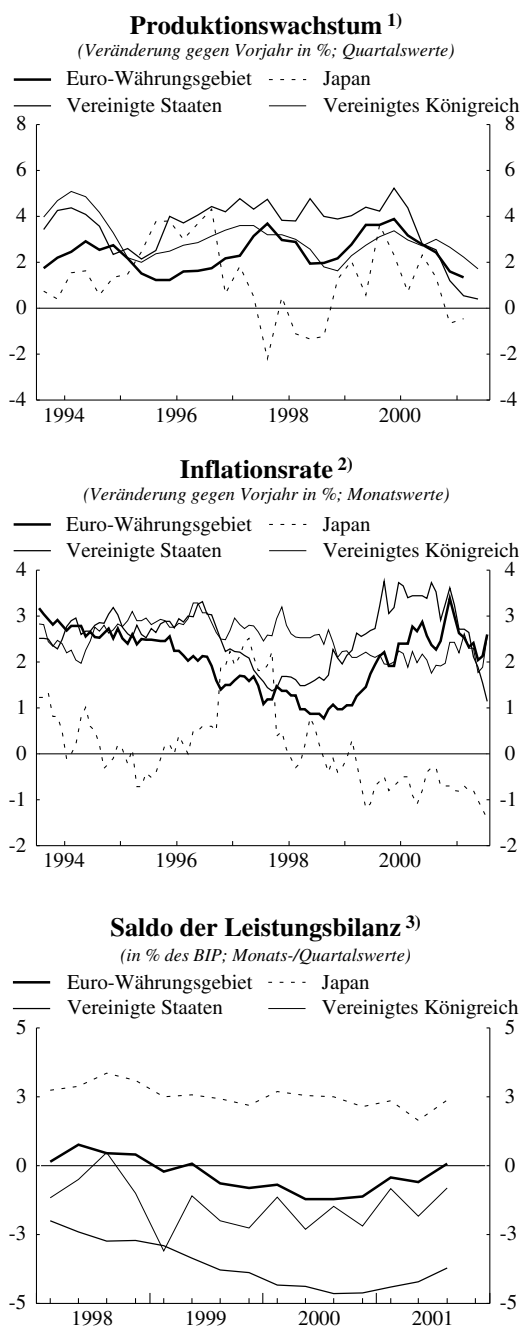
Was die weiteren Perspektiven betrifft, so dürfte die Konjunkturschwäche in Japan auch in der nahen Zukunft fortauern, wobei es unter der Voraussetzung, dass die Ausfuhren weiter steigen, im späteren Jahresverlauf zu einer moderaten Erholung kommen dürfte. Die Aussichten für die Industrieproduktion könnten sich allmählich verbessern, da es den Herstellern gelungen ist, einen weiteren Anstieg des Verhältnisses von Lagerbestand zu Auslieferungen zu vermeiden. Vor dem Hintergrund der weiterhin schwachen Auftragseingänge im Maschinenbau und der anhaltenden strukturellen Probleme im Unternehmenssektor ist mit einer weiter andauernden verhaltenen Entwicklung der privaten Investitionen zu rechnen (siehe Abbildung 31). Gleichzeitig wird die Schwäche am Arbeitsmarkt den privaten Verbrauch wohl weiter dämpfen. Was das Finanzsystem angeht,

so dürfte das anhaltend hohe Niveau notleidender Kredite die Möglichkeiten des Bankensystems einschränken, eine konjunkturelle Erholung zu unterstützen. Zudem dürfte das Auslaufen der hundertprozentigen Einlagenversicherung für Termingelder einzelne Bankinstitute gegen Ende des ersten Quartals 2002 zusätzlich belasten.

Der Deflationsdruck dürfte noch geraume Zeit anhalten. Vor diesem Hintergrund beschloss die Bank von Japan am 19. Dezember 2001, das Ziel für die Girokontoguthaben der Banken bei der Bank von Japan von rund 10 Billionen JPY auf 15 Billionen JPY zu erhöhen. Gleichzeitig gab sie bekannt, dass sie bereit sei, darüber hinaus Liquidität zur Verfügung zu stellen, um einer Finanzmarktinstabilität vorzubeugen. Um diese Anhebung des operationellen Ziels zu erreichen, wurde gleichzeitig – neben einigen anderen Maßnahmen zur Verbesserung der Geldmarktgeschäfte – beschlossen, die Outright-Käufe langfristiger Staatsanleihen von monatlich 600 Mrd JPY auf 800 Mrd JPY zu erhöhen. Dieser Betrag wurde dann am 28. Februar 2002 nochmals auf eine Billion JPY monatlich aufgestockt. Was die Fiskalpolitik angeht, so verabschiedete das Parlament im Februar 2002 einen zweiten Nachtragshaushalt für das Haushaltsjahr 2001 in Höhe von 2,6 Billionen JPY (0,5 % des BIP), der weitgehend über den National Bonds Consolidated Fund finanziert wird. Dies erlaubt es der Regierung, die selbst auferlegte Grenze von 30 Billionen JPY für Neuemissionen japanischer Staatsanleihen einzuhalten.

Im Vereinigten Königreich geriet das reale BIP-Wachstum, das bis zum dritten Quartal relativ robust geblieben war, im vierten Quartal 2001 ins Stocken. Die Jahresrate schwächte sich von 2,2 % im dritten Quartal auf 1,7 % im vierten Quartal ab. Das Ungleichgewicht in der sektoralen Zusammensetzung des Produktionswachstums bestand auch im vierten Quartal fort. Während die Wirtschaftsleistung im Dienstleistungssektor um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal zunahm, ging sie im verarbeitenden Gewerbe im gleichen Zeitraum um 1,7 % zurück. Diese Unterschiede

**Abbildung 3 I**  
**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. Bei allen Ländern beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben.

spiegeln die kräftigen Konsumausgaben auf der einen Seite und das verhältnismäßig schwächere Wachstum des Unternehmenssektors und der Auslandsnachfrage auf der anderen Seite wider. Im vierten Quartal belief sich das Wachstum des privaten Verbrauchs auf 1,0 %, während die gesamten Investitionen und Exporte um 1,7 % bzw. 1,8 % abnahmen. Der negative Einfluss des Außenbeitrags auf das Produktionswachstum wurde durch einen Rückgang der Einfuhren um 0,2 % im vierten Quartal abgeschwächt.

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb in den letzten Monaten des Jahres 2001 angespannt, obgleich das langsamere Produktionswachstum den Arbeitsmarkt nur mäßig belastete. Die Arbeitslosenquote stieg im vierten Quartal des vergangenen Jahres auf 5,2 % und lag damit um 0,1 Prozentpunkte über dem Niveau des Vorquartals. Das jährliche Wachstum der Durchschnittsverdienste verringerte sich von 4,3 % im dritten Quartal auf 3,3 % im vierten Quartal. Gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) stieg die Teuerungsrate im Januar auf 2,6 %, verglichen mit 1,9 % im Dezember. Auch die HVPI-Inflation beschleunigte sich, und zwar von 1,0 % im Dezember auf 1,6 % im Januar. Praktisch alle Ausgabenkategorien trugen zu diesem Anstieg bei. Obgleich die Inflationsbeschleunigung teilweise auf Einmalfaktoren zurückzuführen war, wie etwa eine witterungsbedingte Verteuerung von Saisonahrungsmitteln, könnte das hohe Niveau der Konsumausgaben Einzelhändler auch zu Preiserhöhungen veranlasst haben.

Der kurzfristige Ausblick für die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs hängt teilweise von Zeitpunkt und Umfang einer möglichen Abschwächung des privaten Verbrauchs ab. Die Geldvermögenseinbußen im vergangenen Jahr und eine weitere Eintrübung am Arbeitsmarkt könnten zu einer Dämpfung der Konsumausgaben beitragen (siehe Abbildung 31). Daneben bleibt das internationale Umfeld sowohl in Bezug auf die Ausfuhren als auch die Investitionen eine Quelle der Unsicherheit. Nach einer Senkung des Reposatzes um insgesamt 200 Basispunkte seit Anfang 2001

hat die Bank von England ihren Leitzins seit November 2001 unverändert bei 4,0 % belassen.

In Asien (ohne Japan) bietet sich in Bezug auf die weiteren Aussichten ein recht unterschiedliches Bild. Die letzten Zahlen deuten auf eine Stabilisierung des Außenhandels der kleinen offenen Volkswirtschaften hin; in den stärker geschlossenen Volkswirtschaften Chinas und Indiens hingegen bremst die schwache globale Nachfrage die Wirtschaftsaktivität. Die jüngsten Daten zu den Warenausfuhren und der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe ließen eine stetige Verbesserung im Verlauf des vierten Quartals 2001 in Korea, Singapur und Taiwan vor allem im Elektronik- und Kommunikationssektor erkennen, wobei allerdings die Erholung in Singapur und Taiwan offensichtlich weniger weit fortgeschritten ist als in Korea.

In den anderen kleinen offenen Volkswirtschaften der Region wird in den kommenden Monaten mit einer sich abzeichnenden Stabilisierung gerechnet, die etwa in der zweiten Jahreshälfte 2002 in die erwartete konjunkturelle Erholung münden dürfte. In China gab es dagegen Hinweise auf ein schwächeres Wachstum im vierten Quartal des vergangenen Jahres, und die Zentralbank senkte ihre Zinsen erstmals seit fast drei Jahren, wobei sie auf den negativen Einfluss der Weltkonjunktur auf die wirtschaftliche Entwicklung verwies. In Indien bestehen ebenfalls Sorgen, dass es zu Beginn des Jahres 2002 zu einer gewissen Konjunkturabkühlung gekommen sein könnte, worauf die sinkenden Großhandelspreise hindeuten. Betrachtet man die nähere Zukunft, so verbessern sich zwar die konjunkturellen Aussichten der Region, bleiben aber stark von der Entwicklung der Ausfuhren und damit dem Ausmaß der Erholung an den großen Exportmärkten abhängig.

In den größeren EU-Beitrittsländern, die im ersten Halbjahr 2001 noch eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegen die Entwicklung in der übrigen Welt aufgewiesen hatten, bestätigen die neuesten verfügbaren Indikatoren die erwartete Wachstumsabschwächung. Un-



ter dem Einfluss der weniger günstigen konjunkturellen Bedingungen, einer vorsichtigen Geldpolitik sowie niedrigerer Ölpreise und steigender Wechselkurse beruhigte sich die Teuerung im zweiten Halbjahr 2001 spürbar. In der nahen Zukunft dürfte die schwache, wenn auch wieder anziehende Auslandsnachfrage die Aussichten für eine kräftige Erholung zwangsläufig dämpfen, während sich der Preisauftrieb in engen Grenzen halten dürfte.

Unter den einzelnen Ländern hat Polen derzeit mit den größten Schwierigkeiten zu kämpfen. Die Inlandsnachfrage entwickelt sich nach wie vor schwach, was insbesondere auf den anhaltenden Rückgang der Investitionen zurückzuführen ist. Dabei ging die jährliche Inflation von über 10 % im Jahr 2000 auf 3,5 % im Januar 2002 zurück. Auch in der Tschechischen Republik und in Ungarn, deren Wirtschaft die weltweite Konjunkturabschwächung zunächst aufgrund des steigenden Konsums der privaten Haushalte vergleichsweise gut überstanden hatte, schwächt sich das Produktionswachstum gegenwärtig ab. Die geringeren Bestellungen aus dem Ausland haben sowohl unmittelbare Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe als auch Zweitrundeneffekte auf die übrige Volkswirtschaft. Im Einklang mit den allgemeinen regionalen Trends ging die Inflation in beiden Ländern zurück und belief sich im Januar 2002 in der Tschechischen Republik auf 3,7 % und in Ungarn auf 6,6 %. Der Ausblick für die Türkei ist zwar nach wie vor problematisch, doch beginnt sich die Stimmung am Markt seit einigen Monaten aufgrund einiger Reformfortschritte und der anhaltenden IWF-Unterstützung etwas aufzuhellen. Vor diesem Hintergrund erholte sich die türkische Lira in den letzten Monaten; dies könnte die derzeitigen Bemühungen um eine Rückführung der Inflation von den zurzeit extrem hohen Raten erleichtern.

In Russland ist die Inlandsnachfrage unverändert kräftig, doch deuten verschiedene Faktoren auf ein sich weiter verlangsames Produktionswachstum hin. Die Industriepro-

duktion schwächt sich ab und das Geschäftsklima trübt sich ein, während einige wachstumsstützende außenwirtschaftliche Faktoren an Wirkung verlieren. Positiv zu vermerken ist, dass sich im Zuge des vorangegangenen kräftigen Wirtschaftswachstums die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität des Landes besonders durch den Abbau der Auslandsverschuldung merklich erhöht hat.

Die wirtschaftliche Situation in Lateinamerika hat sich weiter verschlechtert, und bislang gibt es keine eindeutigen Zeichen dafür, dass der Produktionsrückgang in der Region seinen Tiefpunkt erreicht hat. Das reale BIP ist im vierten Quartal 2001 hauptsächlich wegen des Ausbruchs der Wirtschaftskrise in Argentinien, aber auch in Reaktion auf die globale Konjunkturabschwächung gesunken. Der brasilianischen Wirtschaft ist es gelungen, die Schwierigkeiten im Nachbarland Argentinien relativ gut aufzufangen, wobei es seit dem letzten Quartal 2001 klare Anzeichen für eine Abkopplung gibt. Dies hat zusammen mit der Lockerung der Stromrationierung und dem wieder steigenden Zufluss ausländischer Direktinvestitionen zu einem Anziehen der Konjunktur geführt. Die mexikanische Wirtschaft schrumpft aufgrund des geringeren Absatzes ihrer Produkte in den Vereinigten Staaten – ihrem Hauptexportabnehmer – und der leicht gesunkenen Ölpreise weiter. Trotz dieser ungünstigen Entwicklung konnte das Land durch eine solide Wirtschaftspolitik und Schuldenverwaltung einen erheblichen Zustrom an ausländischen Direktinvestitionen verzeichnen und die Kapitalmärkte mit niedrigen Kreditkosten in Anspruch nehmen. Argentinien, das zum Jahresende 2001 die Bedienung seiner umfangreichen Auslandsschulden einstellte, gab Anfang dieses Jahres das seit einem Jahrzehnt bestehende Currency-Board-Regime auf und ging schließlich zu frei schwankenden Wechselkursen über. Um die Kapitalflucht und den Wechselkursverfall in Grenzen zu halten, behielten die Behörden Auszahlungsbeschränkungen für Bankeinlagen bei, was wiederum zu einer Konsumschwäche und einem Anstieg des Haushaltsdefizits wegen geringerer Steuereinnahmen führte.

Hinsichtlich der weiteren Aussichten wird vor allem wegen der anhaltenden tiefen Rezession in Argentinien nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2002 mit einer Konjunkturerholung in Lateinamerika gerechnet. Für die nahe Zukunft wird erwartet, dass dieser negative Einfluss schwerer wiegen dürfte als die positiven Entwicklungen in anderen Ländern der Region, zu denen auch der erhoffte allmähliche weltweite Konjunkturaufschwung beitragen dürfte. Die argentinische Krise stellt auch ein

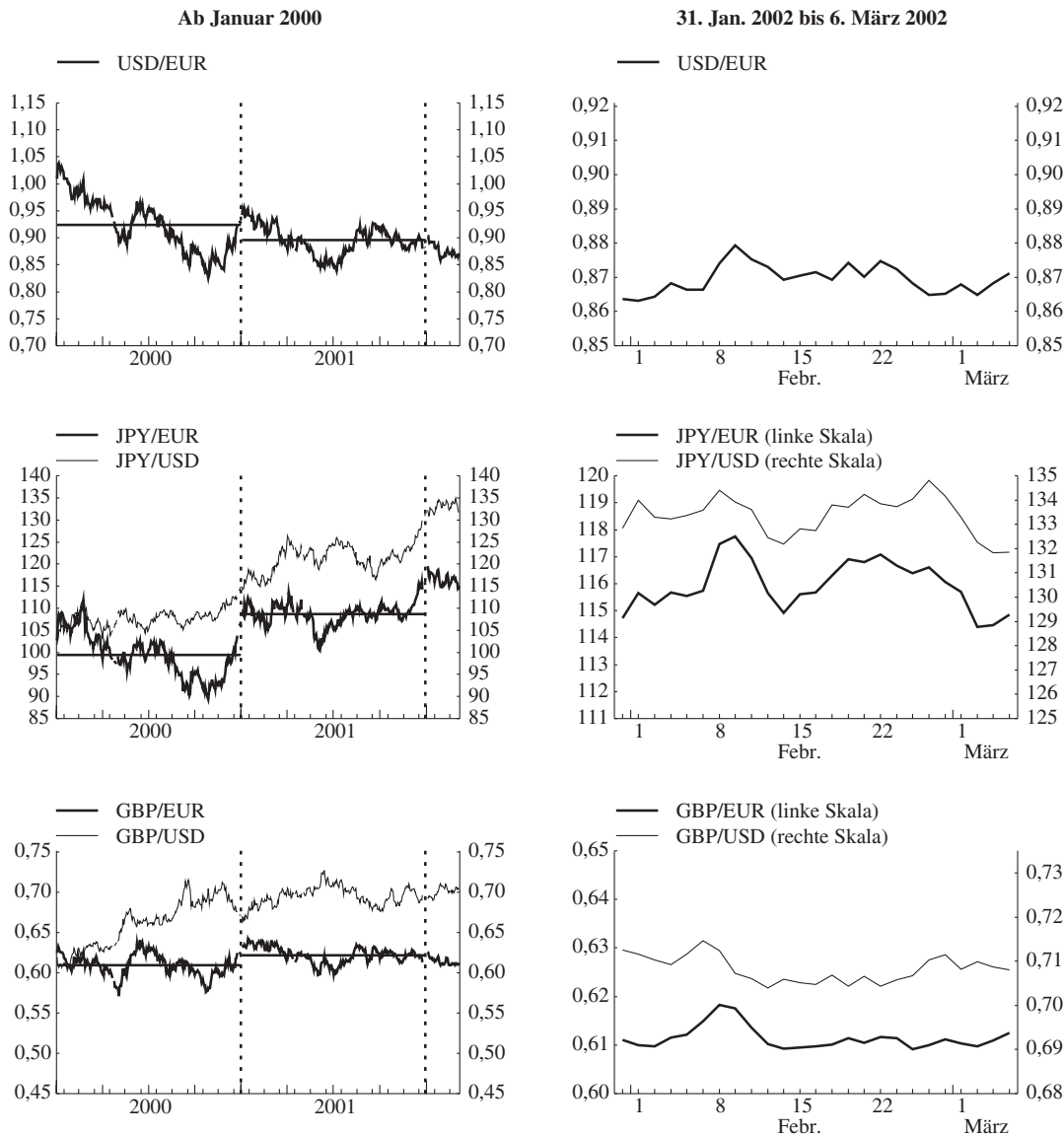
Abwärtsrisiko für die konjunkturellen Aussichten Lateinamerikas dar, da sie sich weiter verschärfen und andere Länder in der Region in Mitleidenschaft ziehen könnte.

### Euro im Februar und Anfang März 2002 weitgehend stabil

Im Februar und Anfang März 2002 verlief die Entwicklung an den Devisenmärkten weiter-

**Abbildung 32**  
**Wechselkursentwicklung**

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

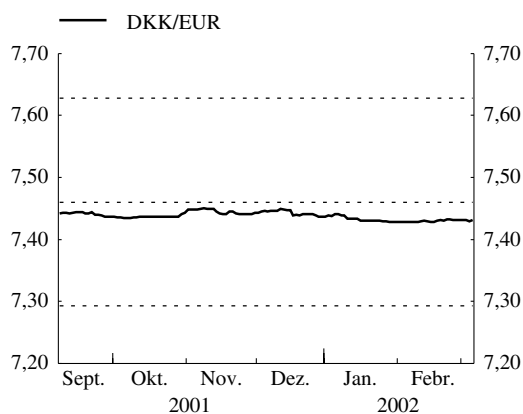
Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar.

hin in relativ ruhigen Bahnen. Der Euro schwankte in einem recht engen Band gegenüber allen wichtigen Währungen, ohne dass dabei ein klarer Aufwärts- oder Abwärtstrend erkennbar wurde. Angesichts der weitgehenden Stabilität des Euro im Berichtszeitraum lag sein nominaler effektiver Wechselkurs am 6. März in etwa auf dem gleichen Niveau wie Ende Januar und rund 1 % unter seinem Durchschnittsstand im Jahr 2001.

Gegenüber dem US-Dollar gewann der Euro in der ersten Februarhälfte angesichts der zeitweiligen Schwächephase an den US-Aktienmärkten etwas an Wert. Gleichzeitig gingen von den veröffentlichten Frühindikatoren zum Vertrauen der Industrie und der Verbraucher ermutigende Signale für eine bevorstehende konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet aus, die sich stützend auf die Gemeinschaftswährung auswirkten. In der zweiten Februarhälfte und Anfang März allerdings profitierte der US-Dollar von Hinweisen auf weiterhin robuste private Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten sowie von einer Aufwärtsrevision des realen amerikanischen BIP-Wachstums für das vierte Quartal 2001, die höher als erwartet ausfiel. Infolge dieser insgesamt gegenläufigen Entwicklungen wurde der Euro im Berichtszeitraum in einem engen Kursband zwischen

### Abbildung 33 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

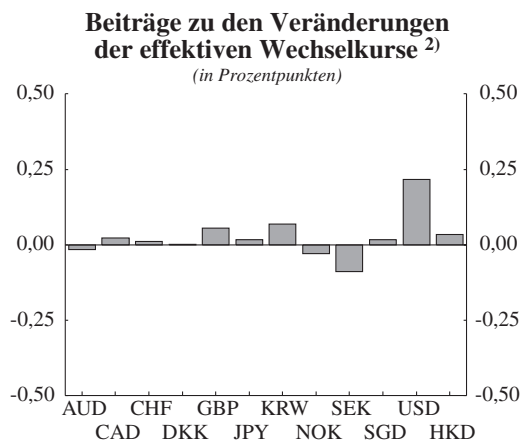
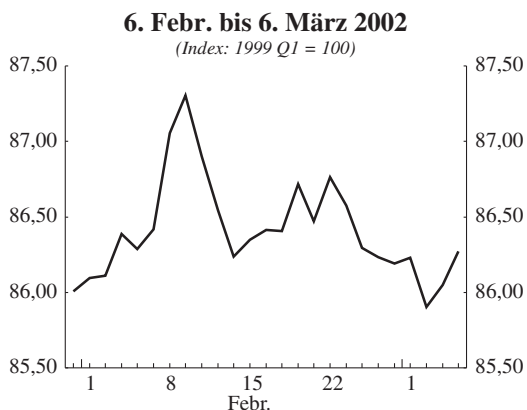


Quelle: EZB.

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

### Abbildung 34 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber zwölf Partnerländern.

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

0,86 USD und 0,88 USD gehandelt (siehe Abbildung 32). Am 6. März notierte er bei 0,87 USD und damit leicht über seinem Niveau von Ende Januar und 2,7 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Aufgrund der sich weiter eintrübenden Wirtschaftslage in Japan sowie der Sorge der Märkte um den Zustand des japanischen Bankensystems und das Tempo der Wirtschaftsreformen stand der japanische Yen fast im gesamten Februar und Anfang März 2002 gegenüber dem Euro wie auch gegenüber dem US-Dollar weiter unter einem gewissen Abwertungsdruck. Dieser Druck scheint jedoch teilweise nachgelassen zu haben, nachdem

japanische Investoren angesichts des bevorstehenden Endes des japanischen Fiskaljahres im Ausland angelegte Gelder repatriiert hatten und Anfang März eine Erholung am japanischen Aktienmarkt festzustellen war. Der am 28. Februar von der Bank von Japan getroffene Beschluss über eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik als Mittel zur Deflationsbekämpfung hatte keine nennenswerte Auswirkung auf die Devisenmärkte. Am 6. März lag der Euro bei 114,86 JPY, das heißt auf fast demselben Niveau wie Ende Januar und rund 5,6 % über seinem Durchschnitt im vergangenen Jahr.

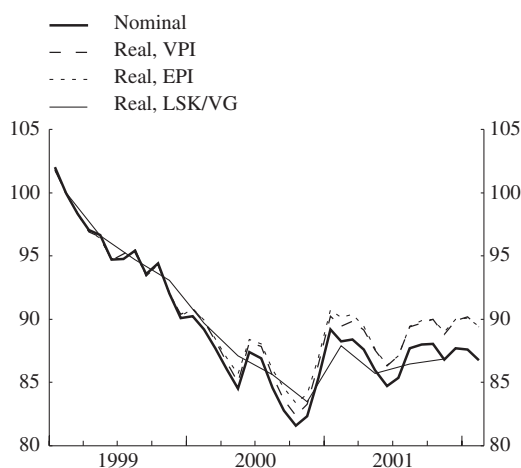
Das Pfund Sterling zeigte sich sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar weiterhin recht stabil. Dass sich die britische Währung trotz der Nachrichten über ein im Schlussquartal 2001 unverändert gebliebenes reales BIP im Vereinigten Königreich als widerstandsfähig erwies, ist wahrscheinlich der Markteinschätzung hinsichtlich der künftigen Erholung der britischen Wirtschaft zuzuschreiben. Am 7. Februar beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank von England, seinen Leitzins unverändert bei 4 % zu belassen. Am 6. März notierte der Euro zum Pfund Sterling mit 0,61 GBP praktisch auf dem gleichen Stand wie Ende Januar und rund 1,5 % unter seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2001.

Was andere europäische Währungen betrifft, so schwankte die dänische Krone weiterhin geringfügig unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 33). Dagegen zeigte die schwedische Krone eine Aufwertungs-tendenz gegenüber dem Euro, was höchstwahrscheinlich mit einer Erholung des schwedischen Aktienmarkts im Zusammenhang steht. Gegenüber dem Schweizer Franken war der Euro stabil und blieb 2,2 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, blieb im Februar und Anfang März 2002 weitgehend stabil. Diese Entwicklung spiegelt sich auch eindeutig in den sehr

### Abbildung 35 Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro<sup>1)</sup>

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



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Februar 2002. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2001 und sind teilweise geschätzt.

geringen und überwiegend gegenläufigen gewogenen Beiträgen der zugrunde liegenden bilateralen Kurse zu den Veränderungen im Index des effektiven Euro-Wechselkurses im Berichtszeitraum wider (siehe Abbildung 34). So blieb der nominale effektive Wechselkurs am 6. März weitgehend unverändert gegenüber seinem Stand von Ende Januar und lag rund 1 % unter seinem Durchschnittsstand im Jahr 2001. Die Indizes des realen effektiven Euro-Wechselkurses verliefen nahezu parallel zum nominalen Index. Dennoch registrierten die mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisen deflationierten Indizes im Jahresverlauf 2001 und zu Beginn des laufenden Jahres eine etwas geringere Abwertung als der nominale effektive Wechselkurs (siehe Abbildung 35).

### Leistungsbilanz im Jahr 2001 aufgrund eines signifikanten Anstiegs des Warenhandelsüberschusses weitgehend ausgeglichen

Im Dezember 2001 verzeichnete die Leistungsbilanz einen Überschuss in Höhe von

2,9 Mrd €, verglichen mit einem Defizit von 8,2 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat (siehe Tabelle II). Diese Umkehr von einem Defizit in einen Überschuss war vor allem auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses von 1,4 Mrd € auf 10,4 Mrd € in Verbindung mit einem Rückgang der Defi-

zite sowohl bei den Dienstleistungen (von 2,7 Mrd € auf 1,1 Mrd €) als auch bei den laufenden Übertragungen (von 5,8 Mrd € auf 5,1 Mrd €) zurückzuführen. Unterdessen erhöhte sich das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen nur geringfügig von 1,1 Mrd € auf 1,3 Mrd €.

**Tabelle II**

**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

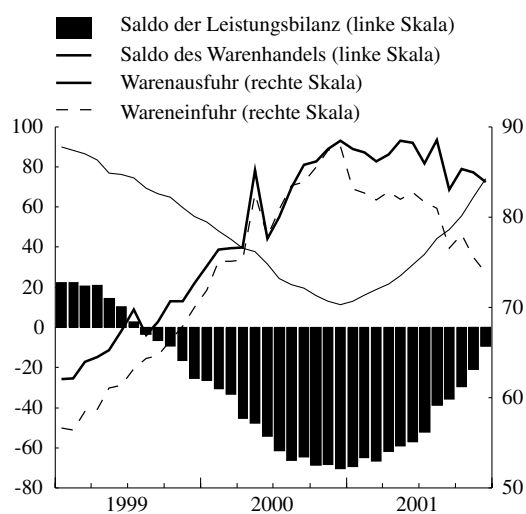
	2000 Jan.–Dez.	2000 Dez.	2001 Jan.–Dez.	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-70,1	-8,2	-9,3	0,1	2,8	2,9
Einnahmen	1604,8	146,6	1705,7	146,6	138,1	142,0
Ausgaben	1674,9	154,8	1714,9	146,5	135,3	139,1
Saldo des Warenhandels	11,7	1,4	74,1	9,6	9,3	10,4
Ausfuhr	976,4	85,8	1036,5	95,1	90,2	81,5
Einfuhr	964,7	84,4	962,4	85,5	80,9	71,1
Saldo der Dienstleistungen	-5,2	-2,7	1,5	0,2	-1,9	-1,1
Einnahmen	294,0	26,6	310,8	25,9	22,3	25,6
Ausgaben	299,2	29,3	309,4	25,7	24,2	26,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-27,5	-1,1	-37,7	-4,3	0,4	-1,3
Saldo der laufenden Übertragungen	-49,0	-5,8	-47,1	-5,4	-4,9	-5,1
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	11,9	1,9	9,4	0,3	0,4	1,2
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	98,0	20,2	-74,8	-14,6	-15,4	3,7
Direktinvestitionen	15,2	2,8	-93,9	5,3	7,8	0,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-384,8	-22,3	-217,1	-2,0	-13,8	-17,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-286,2	-11,0	-128,4	-4,6	-6,5	-5,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-98,6	-11,4	-88,7	2,6	-7,3	-11,8
Im Euro-Währungsgebiet	400,1	25,1	123,2	7,3	21,6	18,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	296,4	-2,8	90,0	3,0	11,7	11,6
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	103,6	28,0	33,2	4,3	9,9	6,5
Wertpapieranlagen	-102,8	9,6	40,9	0,3	11,5	-11,7
Dividendenwerte	-242,6	-6,3	143,8	19,8	9,9	9,1
Aktiva	-288,8	-34,2	-94,0	-5,8	-12,4	-4,9
Passiva	46,2	27,9	237,7	25,6	22,3	14,0
Schuldverschreibungen	139,8	15,9	-102,9	-19,5	1,6	-20,8
Aktiva	-111,0	0,9	-153,5	-30,6	-25,6	-1,3
Passiva	250,8	15,0	50,6	11,1	27,1	-19,5
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-87,6	12,4	-53,0	5,6	19,3	-11,1
Finanzderivate	-1,4	-4,0	-22,1	-3,8	-4,0	-0,5
Übriger Kapitalverkehr	172,5	12,7	-17,6	-13,8	-30,7	9,4
Währungsreserven	14,5	-1,0	17,8	-2,6	0,0	5,9
<b>Restposten</b>	-39,8	-13,9	74,7	14,2	12,1	-7,7

Quelle: EZB.

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

Im Gesamtjahr 2001 war die Leistungsbilanz des Eurogebiets praktisch ausgeglichen, nachdem sie im Jahr 2000 ein Defizit aufgewiesen hatte, das gut 1 % des BIP entsprach. Genauer gesagt verzeichnete sie im Jahr 2001 ein Defizit von 9,3 Mrd €, gegenüber einem Defizit in Höhe von 70,1 Mrd € im Jahr 2000. Der Hauptgrund für diese Verbesserung war ein beachtlicher Anstieg des Warenhandelsüberschusses um rund 1 % des BIP (von 11,7 Mrd € auf 74,1 Mrd €). Diese kräftige Zunahme war darauf zurückzuführen, dass die Warenausfuhren dem Wert nach ihren Vorjahrsstand um rund 6 % übertrafen, während der Wert der Wareneinfuhren nahezu unverändert blieb. Darüber hinaus trugen auch der Umschwung beim Saldo der Dienstleistungen von einem Defizit von 5,2 Mrd € hin zu einem Überschuss von 1,5 Mrd € sowie eine leichte Abnahme des Defizits im Bereich der laufenden Übertragungen (von 49,0 Mrd € auf 47,1 Mrd €) zum Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im Jahr 2001 bei. Diese Entwicklungen wurden durch den Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und

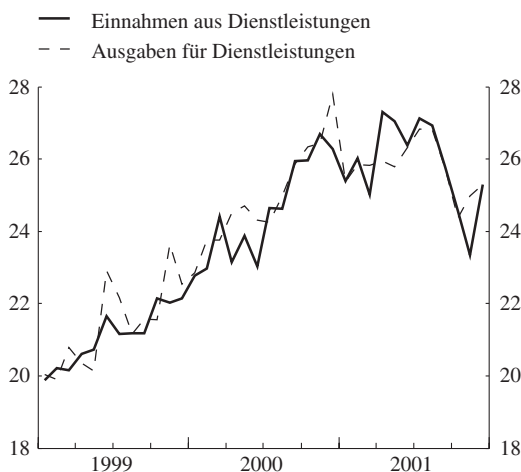
**Abbildung 36**  
**Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels und Ausfuhr und Einfuhr von Waren im Euro-Währungsgebiet**  
 (Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

**Abbildung 37**  
**Dienstleistungen – Einnahmen und Ausgaben des Euro-Währungsgebiets**  
 (Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Vermögenseinkommen von 27,5 Mrd € auf 37,7 Mrd € nur teilweise ausgeglichen.

Die saisonbereinigten Angaben für das Jahr 2001 zeigen, dass die im Jahresverlauf beobachtete Ausweitung des Warenhandelsüberschusses im letzten Quartal besonders ausgeprägt war. Zwar begann sich der Wert der Warenausfuhren während des vergangenen Jahres analog zur schwachen Auslandsnachfrage zu verringern, doch verbesserte sich der Handelsbilanzüberschuss aufgrund des noch größeren Rückgangs der Einfuhrwerte, der sowohl durch die Abschwächung der Inlandsnachfrage als auch durch die deutlich niedrigeren Importpreise infolge der besonders in den letzten Monaten des Jahres stark rückläufigen Ölpreise bedingt war (siehe Abbildung 36). Darüber hinaus stiegen die saisonbereinigten Werte sowohl der Einnahmen als auch der Ausgaben im Bereich der Dienstleistungen im Dezember 2001 beträchtlich an und kehrten damit den rückläufigen Trend, der im September eingesetzt hatte, zumindest teilweise wieder um (siehe Abbildung 37). Diese Entwicklung spiegelt möglicherweise eine teilweise Erholung im internationalen Reiseverkehr wider, nachdem dieser durch die Terroranschläge vom 11. September abgenommen hatte.

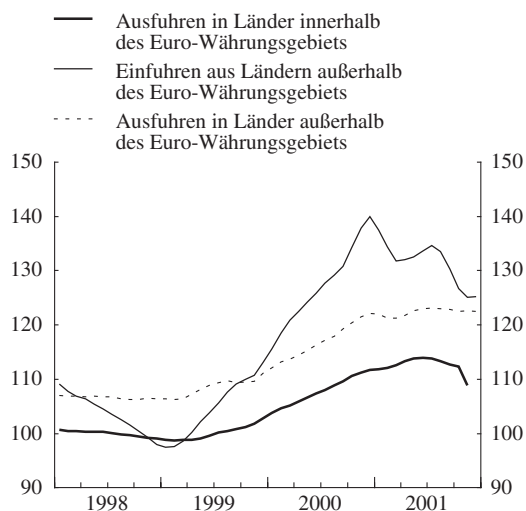
Der Hauptgrund für den gestiegenen Warenhandelsüberschuss im letzten Jahr war der beträchtliche Rückgang der Einfuhrpreise für Waren aus Drittländern; dies geht auch klar aus der Abbildung 38 hervor, die die Preisentwicklung im Handel mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets (anhand von Durchschnittswertindizes) veranschaulicht. Unterdessen zeigt die Abbildung 39, inwieweit auch der Rückgang der Einfuhrvolumina des Eurogebiets aus Drittländern zum rückläufigen Wert der Wareneinfuhren im Verlauf des Jahres 2001 beigetragen hat. Eine Erklärung für den signifikanten Rückgang der Volumina der Einfuhren sowohl aus Drittländern als auch aus Ländern innerhalb des Eurogebiets könnte in der Abschwächung bei den importintensiven Ausgabenkategorien des Eurogebiets, besonders bei den Investitionen in Ausrüstungsgüter und den Vorratsbeständen, zu finden sein. Eine teilweise Bestätigung hierfür liefert der kräftige Rückgang der Volumina der Einfuhren von Investitionsgütern aus Drittländern, während sich die Einfuhrvolumina von Konsum- und Vorleistungsgütern weniger stark verringert haben (siehe Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Der Rückgang des Werts der Warenausfuhren während des letzten Jahres lässt sich – wie die Abbildungen 38 und 39 zeigen – mit einer Abnahme der Exportvolumina erklären, nachdem die Exportpreise relativ stabil geblieben sind. Der Rückgang der Exportvolumina geht zu einem großen Teil auf die gesunkene Nachfrage in den Vereinigten Staaten wie auch in Asien zurück.

### Kapitalzuflüsse bei den Anlagen in Dividendenwerten im Dezember 2001 durch den Mittelabfluss bei den Schuldverschreibungen kompensiert

Die auffallendste Entwicklung in der Kapitalbilanz im Dezember 2001 war die Rückgabe von Schuldverschreibungen des Eurogebiets (17,6 Mrd €) durch Gebietsfremde. Dagegen setzte sich bei den Direktinvestitionen des Eurogebiets und den Anlagen in Dividendenwerten die Entwicklung der vorangegangenen

**Abbildung 38**  
**Durchschnittswertindizes des Handels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**

(1995 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

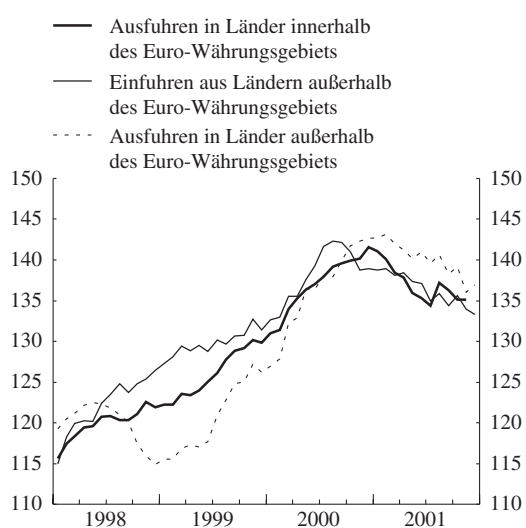


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

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

**Abbildung 39**  
**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 Dezember 2001 und zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf November 2001.

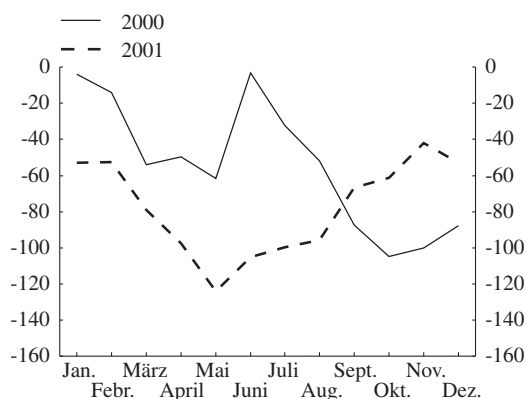
nen Monate sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite der Kapitalbilanz im Dezember 2001 fort.

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im Dezember 2001 erstmals in der zweiten Jahreshälfte zu Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 11,1 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür waren Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen von 11,7 Mrd €, während der Saldo bei den Direktinvestitionen nahezu ausgeglichen war. Im Bereich der Wertpapieranlagen waren bei den Dividendenwerten im Dezember nach wie vor Netto-Kapitalzuflüsse (9,1 Mrd €) zu verzeichnen. Bei den Schuldverschreibungen kam es dagegen zu Netto-Kapitalabflüssen (20,8 Mrd €), die sich wiederum aus Nettoabflüssen von 29,2 Mrd € bei den Anleihen und Nettozuflüssen von 8,4 Mrd € bei den Geldmarktpapieren ergaben. Ansässige im Euro-Währungsgebiet erwarben für 11,6 Mrd € ausländische Anleihen, während Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets per saldo Anleihen des Eurogebiets in Höhe von 17,6 Mrd € verkauften. Die Nettokapitalzuflüsse bei den Geldmarktpapieren waren vor allem auf Nettoverkäufe ausländischer Geldmarktpapiere durch Gebietsansässige zurückzuführen.

### Abbildung 40

#### Entwicklung der Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets in den Jahren 2000 und 2001

(Mrd €, Angaben kumuliert)

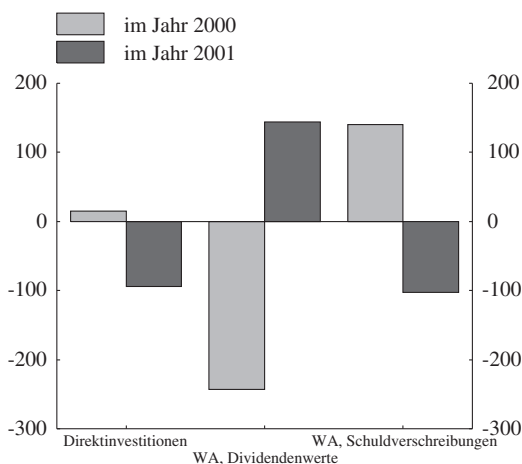


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

### Abbildung 41

#### Zusammensetzung der Netto-Kapitalströme

(Mrd €)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: WA bezeichnet Wertpapieranlagen. Eine positive (negative) Zahl gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

Betrachtet man die Ergebnisse für das gesamte Jahr, so fielen die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Jahr 2001 mit 53,0 Mrd € geringer aus als im Jahr zuvor (87,6 Mrd €, siehe Abbildung 40). Diese Entwicklung lässt sich in erster Linie mit dem Umschwung bei den Anlagen in Dividendenwerten (von Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 242,6 Mrd € im Jahr 2000 hin zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 143,8 Mrd € im Jahr 2001) erklären, der nur teilweise durch eine Umkehr sowohl bei den Direktinvestitionen als auch bei den Anlagen in Schuldverschreibungen von Netto-Kapitalzuflüssen im Jahr 2000 zu Netto-Kapitalabflüssen im vergangenen Jahr ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 41).

Die Entwicklung im übrigen Kapitalverkehr war vor allem von den Ergebnissen für den MFI-Sektor geprägt, der im Jahr 2001 Netto-Kapitalzuflüsse von 3,8 Mrd € und damit eine nahezu ausgeglichene Bilanz aufwies. Demgegenüber waren im Jahr 2000 beim übrigen Kapitalverkehr des MFI-Sektors hohe Nettozuflüsse (162,6 Mrd €) zu verzeichnen, die damals zum Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits und der Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen beitrugen.



