



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

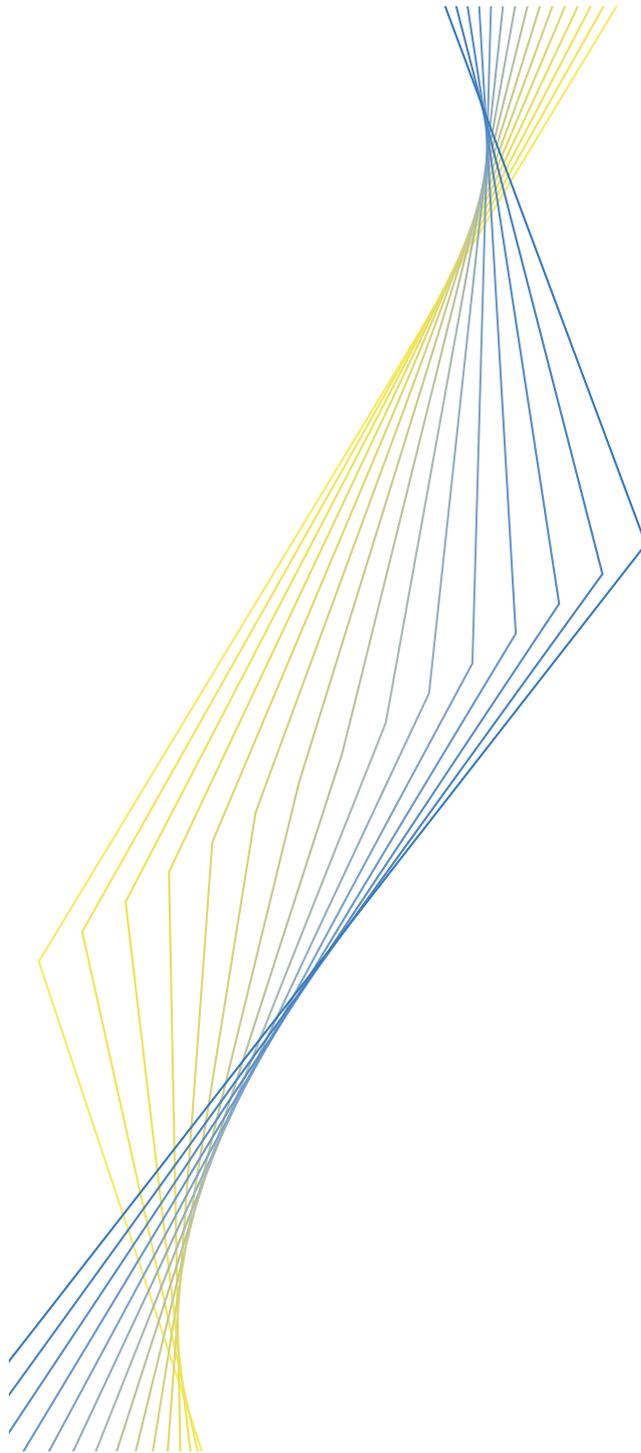
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Juni 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Juni 2002

© Europäische Zentralbank, 2002

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

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 5. Juni 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	35
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	41
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	52
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	59
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	66
Kästen	
1 Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis Ende 2001	15
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Mai 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	25
3 Monetary-Conditions-Indizes	27
4 Die Häufung von HVPI-Schocks seit Beginn der dritten Stufe der WWU	38
5 Vergleich der 1998 und 2001 im Euro-Währungsgebiet beobachteten Konjunkturschwächen	46
6 Transparenz der öffentlichen Finanzen im Zusammenhang mit der multilateralen Überwachung der Haushaltspositionen	57
7 Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2001	63
8 Prognosen anderer Institutionen	65
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	87*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	91*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 6. Juni 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 %.

Dieser Beschluss stützte sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet. Ungeachtet des jüngsten Rückgangs der Teuerungsrate bleiben die Aussichten für die Preisstabilität nach Meinung des EZB-Rates auf mittlere Sicht ungünstiger als vor einigen Monaten angenommen. Die Wirtschaftsaussichten beurteilte der EZB-Rat allerdings als noch mit einigen Unsicherheiten behaftet. Jedoch werden weitere Informationen benötigt, um die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht vollständig einschätzen zu können. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es daher für die Geldpolitik besonders wichtig, weiterhin wachsam zu verfolgen, wie sich die Schlüsselfaktoren, die die Preisperspektiven bestimmen, künftig entwickeln.

Was zunächst die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so verringerte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von Februar bis April 2002 auf 7,4 %, gegenüber 7,6 % im Zeitraum von Januar bis März 2002. Das hohe Jahreswachstum von M3 spiegelt teilweise noch immer Portfolioumschichtungen hin zu in M3 enthaltenen Finanzinstrumenten wider, zu denen es im Herbst 2001 kam, als die wirtschaftliche Ungewissheit und die Unsicherheit an den Finanzmärkten zu einem starken Anwachsen der Nachfrage nach kurzfristigen, liquiden Anlageformen führte. Zwar hatte sich das M3-Wachstum Anfang 2002 etwas gemäßigt, was auf eine gewisse Umkehr der Portfolioumschichtungen hindeutete, doch wurde diese gemäßigte Entwicklung jüngst unterbrochen, wobei sich die Nachfrage nach MI belebte. Darüber hinaus hat sich die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor in den letzten Monaten stabilisiert.

Was die zweite Säule betrifft, so hat eine von Eurostat veröffentlichte erste Schätzung des realen BIP-Wachstums für das erste Quartal 2002 frühere Erwartungen einer allmählichen Erholung im Euroraum bestätigt. Diese vorläufige Schätzung zeigt eine Verbesserung der Zuwachsrates des realen BIP gegenüber dem Vorquartal von -0,3 % im letzten Quartal 2001 auf eine leicht positive Rate im ersten Quartal dieses Jahres an. Diese Zunahme wurde auf einen positiven Beitrag des Außenhandels zurückgeführt, der einen negativen Beitrag der Inlandsnachfrage mehr als ausglich. Zudem ist das Vertrauen der Industrie und der Verbraucher den von der EU-Kommission veröffentlichten Daten zufolge im Mai 2002 wieder gestiegen. Diese Einschätzung, die von einer anhaltenden Erholung ausgeht, wird von anderen Umfragen weitgehend bestätigt.

Für die Zukunft deuten alle vorliegenden Prognosen internationaler Organisationen sowie die von Experten des Eurosystems vorgelegten Projektionen (die in diesem Monatsbericht veröffentlicht werden) auf ein Anziehen sowohl der Inlands- als auch der Auslandsnachfrage hin. Dies ist auf günstige Finanzierungsbedingungen, solide Fundamentaldaten im Inland, das Fehlen größerer Ungleichgewichte im Eurogebiet und auf ein günstigeres außenwirtschaftliches Umfeld zurückzuführen. Insgesamt deuten die Projektionen darauf hin, dass das reale BIP-Wachstum im Euroraum im späteren Jahresverlauf wieder dem Wachstum des Produktionspotenzials entsprechen dürfte. Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen deuten für 2002 auf ein durchschnittliches reales BIP-Wachstum zwischen 0,9 % und 1,5 % hin. Anzumerken ist, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP im Euroraum 2002 durch die im zweiten Halbjahr 2001 beobachtete verhaltene Konjunktorentwicklung (mechanisch) verringert wird. Für das Jahr 2003 wird allgemein mit einer weiteren Belebung des realen BIP-Wachstums gerechnet, und die von Experten des Eurosystems vorgelegten Projektionen gehen von einem Wert zwischen 2,1 % und 3,1 % aus. Trotz dieser recht positiven Aussichten ist die Ein-

schätzung der kurzfristigen Dynamik der realwirtschaftlichen Aktivität nach wie vor mit Unsicherheit behaftet. Risiken gehen außerdem nach wie vor von der künftigen Ölpreisentwicklung und Ungleichgewichten in anderen Teilen der Weltwirtschaft aus.

Hinsichtlich der Preisentwicklung ging die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI nach ersten Schätzungen von Eurostat von 2,4 % im April auf 2,0 % im Mai 2002 zurück. Dieser Rückgang ist jedoch im Wesentlichen auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit dem kräftigen Anziehen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im Mai 2001 zurückzuführen. Darüber hinaus verharnte die jährliche HVPI-Steigerungsrate ohne die volatileren Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel in den ersten Monaten des Jahres auf hohem Niveau, was insbesondere Entwicklungen bei den Dienstleistungspreisen widerspiegelt. Ein weiteres Absinken der Jahresrate der Inflation nach dem HVPI insgesamt ist zwar kurzfristig möglich, doch dürften sich die Teuerungsrate, sofern es nicht zu unvorhergesehenen Entwicklungen kommt, im zweiten Halbjahr 2002 um 2 % bewegen. Die von Experten des Eurosystems vorgelegten Projektionen rechnen für 2002 mit einer durchschnittlichen HVPI-Inflation zwischen 2,1 % und 2,5 %. Für 2003 wird eine durchschnittliche HVPI-Inflation zwischen 1,3 % und 2,5 % projiziert. Diese Projektionen liegen deutlich über denen, die Ende 2001 erstellt wurden. Eine anhaltende Aufwertung des Euro dürfte zur Eindämmung des Inflationsdrucks beitragen. Für eine Beurteilung der Auswirkungen der jüngsten Wechselkursentwicklungen auf die Aussichten für die Preise ist es allerdings noch zu früh.

Das weniger befriedigende Bild der Inflationsentwicklung ist zum Teil auf eine Reihe negativer, wenngleich sehr spezifischer Schocks im Bereich der Verbraucherpreise, darunter auch die Ölpreissteigerungen Anfang des Jahres, zurückzuführen. Grundsätzlich dürften die Auswirkungen solcher Schocks mit der Zeit nachlassen und somit die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität nicht beeinträchtigen, vorausgesetzt,

die vergangenen Teuerungstrends verfestigen sich nicht in den Inflationserwartungen. Die Ergebnisse der jüngsten Tarifverhandlungen in einigen Ländern des Eurogebiets geben allerdings Anlass zur Besorgnis, besonders hinsichtlich ihrer möglichen negativen Auswirkungen auf die Schaffung weiterer Arbeitsplätze. Um Inflationsdruck, der sich ungünstig auf die Wettbewerbsfähigkeit, das Beschäftigungswachstum und den Konsum auswirken würde, zu vermeiden, dürfen sich hohe Lohnsteigerungen nicht auf weitere Sektoren und Länder im Euroraum ausbreiten.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet ist es von entscheidender Bedeutung, dass alle Mitgliedstaaten eine mittelfristige Perspektive beibehalten, die im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt steht. Die Beibehaltung dieser Perspektive wird zu einer erfolgreichen Umsetzung des Ziels von annähernd ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushaltspositionen sowie zum reibungslosen Funktionieren der automatischen Stabilisatoren in allen Mitgliedstaaten führen. Der EZB-Rat hob daher erneut hervor, dass die betroffenen Mitgliedsländer ihre Verpflichtung, bis 2003/2004 annähernd ausgeglichene Haushaltspositionen zu erreichen, einhalten müssen. Darüber hinaus sollten die Regierungen Reformen im Hinblick auf den Umfang und die Struktur der öffentlichen Ausgaben vorantreiben, was die Haushaltskonsolidierung erleichtern, Spielraum für weitere Steuersenkungen schaffen und die Haushaltsbelastung durch die Alterung der Bevölkerung verringern wird.

Auf diese Reformpläne sowie die dringend erforderlichen Strukturreformen an den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten wird in den „Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2002“ eingegangen, die in Kürze veröffentlicht werden. Insgesamt spiegeln diese Reformen die große Herausforderung des Eurogebiets wider, das Potenzial für ein inflationsfreies Wachstum zu vergrößern und die immer noch hohe Arbeitslosigkeit abzubauen. Der EZB-Rat fordert die Mitgliedsländer auf, die Umsetzung und Vertiefung der Strukturreformen zu beschleunigen, um dadurch der Wirtschaft

attraktive Anreize zu mehr Effizienz und unternehmerischer Initiative zu bieten und sich in Richtung einer wissensbasierten Volkswirt-

schaft zu entwickeln, wie dies in der Vereinbarung von Lissabon gefordert und auf dem Gipfeltreffen in Barcelona bestätigt wurde.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

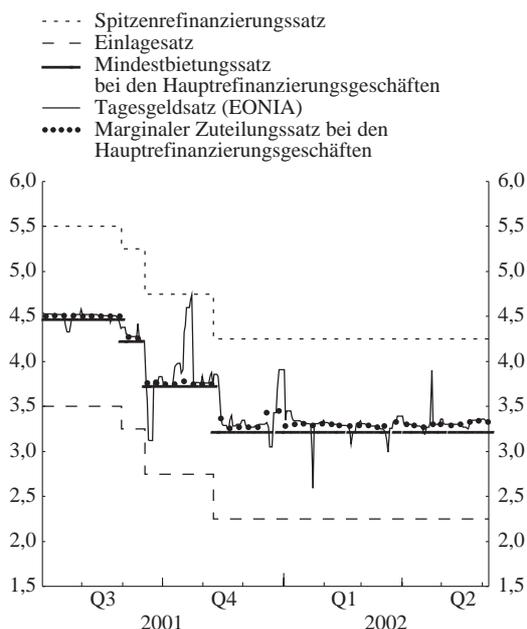
Auf seiner Sitzung am 6. Juni beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 %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

M3-Wachstum im April weiterhin hoch

Im April 2002 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von M3 auf 7,5 %, verglichen mit 7,3 % im Vormonat. Mit diesem Anstieg wurde die Verlangsamung des jährlichen M3-Wachstums, die in den ersten drei Monaten dieses Jahres zu beobachten war, unterbrochen. Gleichzeitig ging der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 im Zeitraum von Februar bis April 2002 auf 7,4 % zurück, gegenüber 7,6 % in der Zeit

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

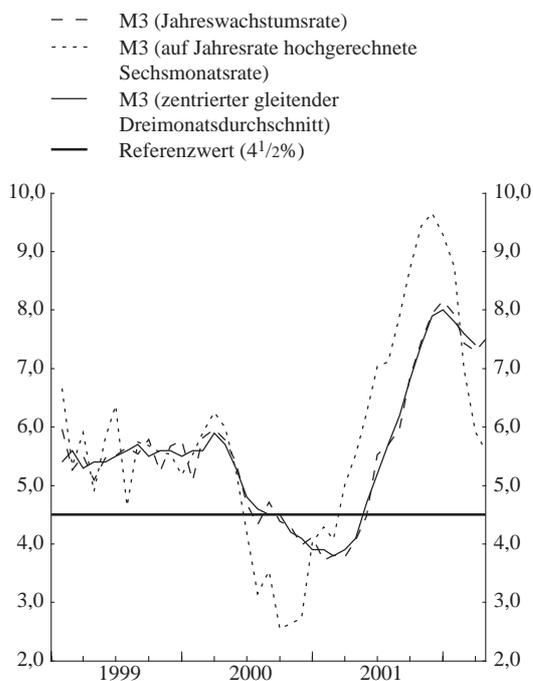


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

von Januar bis März (siehe Abbildung 2). Die hohe Jahreswachstumsrate von M3 ist immer noch teilweise auf die Portfolioumschichtungen zugunsten von in M3 enthaltenen Instrumenten im Herbst des vergangenen Jahres zurückzuführen, als die Unsicherheit über die konjunkturellen Aussichten und an den Finanzmärkten zu einer großen Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen geführt hatte.

Das M3-Wachstum ging trotz des Anstiegs im April in den ersten vier Monaten dieses Jahres insgesamt leicht zurück. Dies wird zum Beispiel aus dem anhaltenden Rückgang der auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate von M3 ersichtlich, die nach ihrem Höchststand von 9,7 % im November vergangenen Jahres auf 5,6 % im April 2002 fiel. Das Abebben der Unsicherheit an den Finanzmärkten, das sich in der niedrigeren Aktienkursvolatilität widerspiegelt, und der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve dürf-

ten die Wirtschaftsakteure nicht nur dazu veranlasst haben, Spekulationsgelder nicht länger in M3-Instrumenten anzulegen, sondern auch dazu, frühere Portfolioumschichtungen rückgängig zu machen. Die Umkehr von früheren Portfolioumschichtungen scheint jedoch recht langsam vonstatten zu gehen, und die Nachfrage nach in MI enthaltenen Anlageformen ist in jüngster Zeit etwas gestiegen. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass das M3-Wachstum verstärkt von den niedrigen Opportunitätskosten der liquidesten Komponenten dieser Geldmenge und der Erholung der Konjunktur gestützt wurde.

Das anhaltend hohe M3-Wachstum hatte zur Folge, dass im Eurogebiet weiterhin Überschussliquidität vorhanden war. Dies geht auch aus der Entwicklung der Messgrößen für die Geldlücke hervor, 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 (4 ½ % p. a.) entsprechenden monetären Wachstum seit Dezember 1998 (als beliebiger Basismonat gewählt) ergeben hätte. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat.

In den ersten vier Monaten dieses Jahres deuteten sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke darauf hin, dass im Euroraum weiterhin reichlich Liquidität vorhanden war. In Anbetracht dessen muss die Verringerung der realen Geldlücke seit Ende vergangenen Jahres mit Vorsicht interpretiert werden, da sich darin vor allem die Tatsache widerspiegelt, dass die Teuerung gemessen am HVPI Anfang 2002 über dem Niveau lag, das mit Preisstabilität vereinbar ist.

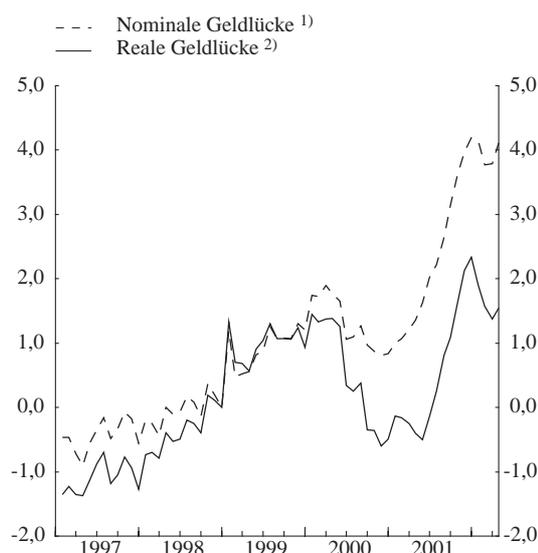
Aufgrund der umfangreichen Portfolioumschichtungen Ende vergangenen Jahres und der bislang nur zögerlichen Umkehr dieser Umschichtungen lag die Jahreswachstumsrate von M3 im ersten Quartal 2002 weiterhin merklich über dem Stand, der den fundamentalen Bestimmungsfaktoren entsprochen hätte. Dies zeigt sich besonders in der deutlich größeren Differenz zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum, welche nicht auf den Rückgang der Opportunitätskosten von M3 in den letzten Monaten zurückgeführt werden kann (siehe Abbildung 4, insbesondere unteres Schaubild).

Stärkeres Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats MI

Das höhere jährliche Wachstum von M3 im April dieses Jahres beruhte hauptsächlich auf dem stärkeren Anstieg des eng gefassten Geldmengenaggregats MI, dessen Jahreswachstumsrate sich in diesem Zeitraum auf

Abbildung 3
Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)

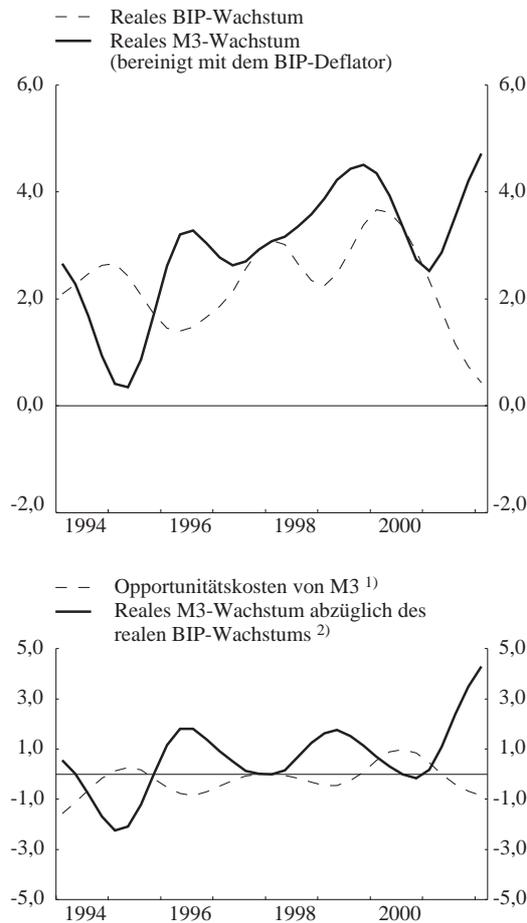


Quelle: EZB.

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

Abbildung 4 Reale Geldmenge M3, reales BIP und Opportunitätskosten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators im ersten Quartal 2002 gegenüber dem vierten Quartal 2001 unverändert war.

1) Die Opportunitätskosten von M3 werden definiert als die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3.

2) Berechnet als Differenz zwischen dem mit dem BIP-Deflator bereinigten M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum.

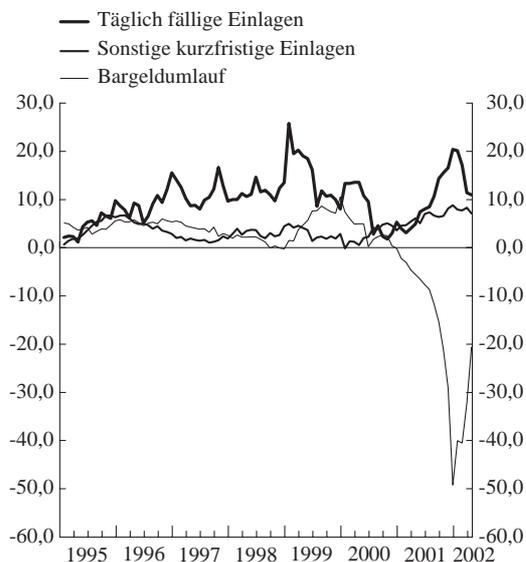
6,9 % erhöhte, gegenüber 5,9 % im März 2002 und 5,5 % im Dezember vergangenen Jahres. Die niedrigen Kurzfristzinsen und die daraus resultierenden geringen Opportunitätskosten von M1 dürften zum anhaltend hohen jährlichen Wachstum der täglich fälligen Einlagen beigetragen haben. Darüber hinaus dürfte auch die Konjunkturbelebung zu einer stärkeren Nachfrage nach Komponenten von M1 zu Transaktionszwecken geführt haben.

Die im April zu beobachtende Zunahme des M1-Wachstums spiegelt vor allem eine Erholung beim Wachstum des Bargeldumschlufs wider. Nachdem es im Vorfeld der Euro-Bargeldeinführung zu einem deutlichen Rückgang des Bargeldumschlufs im Jahr 2001 gekommen war, haben die Wirtschaftsakteure in den ersten vier Monaten dieses Jahres begonnen, ihre Bargeldbestände wieder aufzubauen. Die saisonbereinigte monatliche Zunahme des Bargeldumschlufs belief sich im April auf 10,5 Mrd €, verglichen mit 9,2 Mrd € im März. Die Ausweitung des Bargeldumschlufs in den ersten vier Monaten dieses Jahres ist wohl zum Großteil auf die Umkehr früherer Umschichtungen von Bargeld zu in M3 enthaltenen kurzfristigen Einlagen zurückzuführen. Diese Umschichtungen dürften daher kaum Auswirkungen auf das M3-Wachstum insgesamt haben.

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen belief sich im April 2002 auf 12,4 %, gegenüber 12,1 % im März und 13,2 % im Dezember 2001. Gleichzeitig war bei der kürzerfristigen Dynamik der täglich fälligen Einlagen in den ersten vier Monaten dieses

Abbildung 5 Kurzfristige Entwicklung des Bargeldumschlufs und der kurzfristigen Einlagen

(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmontatswachstumsraten in %)



Quelle: EZB.

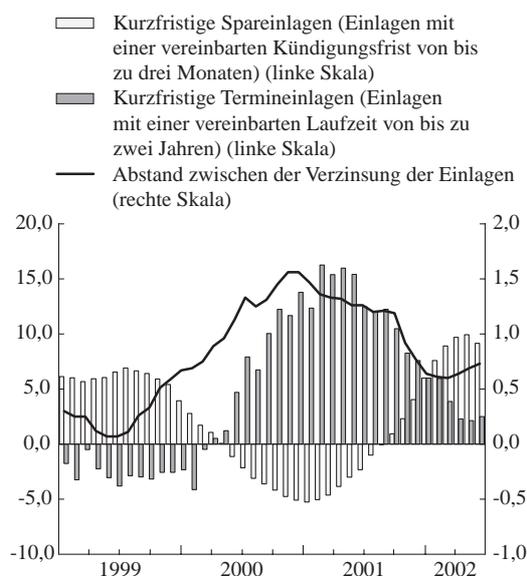
Jahres eine deutliche Verlangsamung zu verzeichnen, wenngleich das Wachstum immer noch stark ist. Dies wird aus dem Rückgang der saisonbereinigten und auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate deutlich (siehe Abbildung 5). Diese Entwicklung dürfte wohl aus der oben erwähnten Umschichtung zurück zu Bargeld resultieren.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im April auf 6,0 % zurück, verglichen mit 6,5 % im Vormonat. Wie aus Abbildung 6 ersichtlich wird, scheint es in den vergangenen Monaten zu einem Trendwechsel bei den kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) und den kurzfristigen Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) gekommen zu sein. Die jährliche Wachstumsrate der Spareinlagen hat anscheinend in den ersten Monaten dieses Jahres ihren Höhepunkt erreicht und ist nun offenbar rückläufig. Demgegenüber ging die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Termineinlagen in den ersten Monaten dieses Jahres nicht länger zurück und scheint sich seit April wieder zu erhöhen.

Abbildung 6

Kurzfristige Spareinlagen und Termineinlagen und ihr Zinsabstand im Kundengeschäft der Banken

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



Quelle: EZB.

Die gegenläufige Entwicklung dieser Einlagen könnte darauf zurückgehen, dass die Verringerung des Zinsabstands zwischen diesen

Tabelle I

Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 April
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
M1	2,5	2,5	3,8	5,5	6,2	6,9
darunter: Bargeldumlauf	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-28,0	-21,7
darunter: Täglich fällige Einlagen	3,3	3,7	6,1	10,4	13,0	12,4
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	3,4	4,4	4,9	5,8	6,7	6,0
M2	3,0	3,5	4,4	5,7	6,4	6,4
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	9,4	10,5	16,4	20,9	15,8	14,3
M3	3,8	4,4	5,9	7,6	7,7	7,5
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-27,8	-21,9
Täglich fällige Einlagen	3,3	3,9	6,2	10,1	13,0	12,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	15,3	13,9	10,9	6,9	3,4	2,5
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	-4,7	-2,6	0,5	5,0	9,1	9,1
Repogeschäfte	20,7	15,5	20,5	19,8	4,9	2,6
Geldmarktfondsanteile	5,4	11,2	20,5	30,1	33,3	31,0
Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	6,2	1,8	1,9	2,7	-5,6	-7,0

Quelle: EZB.

beiden Einlagearten unterbrochen wurde, der wahrscheinlich einer der wichtigsten Faktoren für die gegenläufige Dynamik im Jahr 2001 war.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich im April 2002 leicht auf 14,3 %, gegenüber 14,1 % im März; dies war jedoch hauptsächlich durch einen Basiseffekt bedingt. Tatsächlich lagen diese Wachstumsraten deutlich unter dem Durchschnitt des Schlussquartals 2001 (20,9 %), als die Nachfrage nach diesen Instrumenten aufgrund von Portfolioumschichtungen in liquide kurzfristige Anlageformen angeheizt worden war. Ferner kam es zu einer merklichen Verlangsamung der kurzfristigen Dynamik dieser Instrumente, was sich beispielsweise am Rückgang der auf Jahresrate hoch-

gerechneten Sechsmonatsrate von 26,0 % im Oktober 2001 auf 3,8 % im April 2002 ablesen lässt. Dies bestätigt, dass Anfang 2002 eine gewisse Umkehr der Portfolioumschichtungen stattgefunden hat.

Rückgang des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor scheint ein Ende erreicht zu haben

Die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe von MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum belief sich im April dieses Jahres auf 4,4 %, verglichen mit 4,9 % im Vormonat. Darin kommt sowohl ein Rückgang der Jahreswachstumsrate bei der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte als auch an den privaten Sektor zum Ausdruck.

Tabelle 2

Gegenposten zu M3

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

	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 April
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	3,8	3,1	2,2	2,9	3,2	3,7
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,2	0,8
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5	-13,3
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	6,3	5,2	4,4	5,9	6,6	7,2
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,6	5,4	5,6	5,2	5,1	4,4
Kredite an öffentliche Haushalte	-7,4	-5,3	-1,9	-0,5	1,8	2,2
Wertpapiere ohne Aktien	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	3,7	4,7
Buchkredite	-0,1	-1,3	-1,4	-0,7	-0,9	-1,3
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	9,8	8,8	7,8	6,9	6,1	5,1
Wertpapiere ohne Aktien	18,7	23,5	24,5	24,0	22,4	15,2
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	13,7	8,0	4,5	3,1	2,1	-4,7
Buchkredite	9,1	8,2	7,4	6,5	5,7	5,5

Nachrichtlich: Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren (Quartalsendstände)¹⁾

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

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“ des Monatsberichts. Differenzen zwischen einigen Zwischensummen und ihren Komponenten durch Runden der Zahlen.

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

Wenngleich die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte im April niedriger als im März war (2,2 % gegenüber 3,0 %), deutet die Entwicklung dieser Kredite in den ersten vier Monaten dieses Jahres auf eine Erholung von den im Jahr 2001 verzeichneten negativen jährlichen Veränderungsrate bei diesem Gegenposten von M3 hin (siehe Tabelle 2). Diese Verbesserung resultierte hauptsächlich aus dem erheblichen Anstieg der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand. Im Gegensatz dazu war bei der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte im April 2002 weiterhin eine negative Veränderungsrate zu beobachten. Die Erholung der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte in diesem Jahr dürfte wohl auf einen höheren Finanzierungsbedarf dieses Sektors aufgrund eines sich verschlechternden Haushaltssaldos zurückzuführen sein. Dies zeigt sich auch an der gestiegenen Emission von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand im ersten Quartal 2002 (siehe den Abschnitt über die Emission von Schuldverschreibungen weiter unten).

Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor ging im April auf 5,1 %

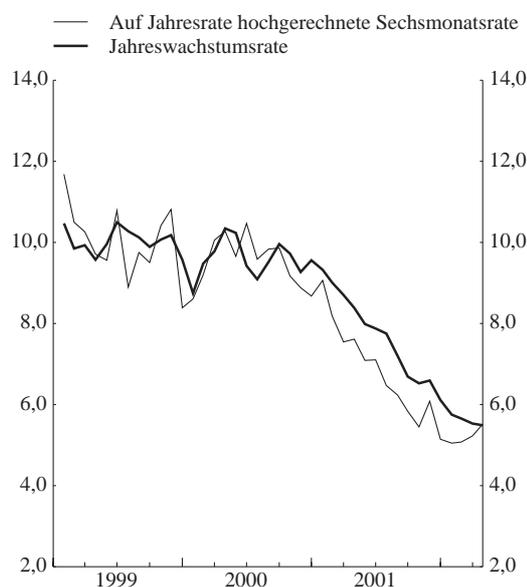
zurück, verglichen mit 5,4 % im März. Dieser Rückgang war ausschließlich auf die langsamere Ausweitung der MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors zurückzuführen. Gleichzeitig blieb die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite unverändert bei 5,5 %. Damit scheint die Wachstumsverlangsamung bei der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor abgeklungen zu sein. Diese Einschätzung wird auch durch Messgrößen der kurzfristigen Dynamik dieser Komponente bestätigt, denen zufolge sich die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von 5,2 % im März auf 5,5 % im April erhöhte (siehe Abbildung 7). Somit gibt es Anzeichen, dass die Wachstumsabschwächung bei den Buchkrediten an den privaten Sektor, vermutlich bedingt durch die realwirtschaftliche Konjunkturaufhellung und das vergleichsweise niedrige Niveau der Kreditzinsen der Banken im Euroraum in den vergangenen Monaten, ein Ende gefunden haben dürfte.

Zu den Krediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor liegen inzwischen Quartalsangaben für das erste Quartal 2002 vor (siehe Tabelle 2 und Abbildung 8), denen zufolge die Jahreswachstumsrate der Buchkredite der MFIs an private Haushalte im ersten Quartal 2002 unverändert bei 5,4 % blieb, während sich der jährliche Zuwachs der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter verlangsamte (von 6,2 % im vierten Quartal 2001 auf 4,9 % im ersten Quartal 2002).

Was die Komponenten der Kredite an private Haushalte betrifft, so war im ersten Quartal 2002 bei den Wohnungsbaukrediten eine leichte und bei den Konsumentenkrediten eine kräftigere Beschleunigung des jährlichen Wachstums zu verzeichnen. Die Konsumentenkredite haben sich damit nach einer wachstumsschwachen Phase in der zweiten Jahreshälfte 2001 wieder erholt. Die Ausweitung der Wohnungsbau- und Konsumentenkredite wurde jedoch durch die rückläufige Jahreswachstumsrate der sonstigen Kredite an private Haushalte ausgeglichen. (Dieser Restposten umfasst vor allem Buchkredite für kommerzielle oder Ausbildungszwecke oder zur Haushaltskonsolidierung.) Das langsame-

Abbildung 7
Kredite an den privaten Sektor

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Kasten I

Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis Ende 2001

Die Veröffentlichung der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum für das vierte Quartal 2001 ermöglicht eine Analyse der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieser Sektoren bis Ende 2001. Ein Überblick über die Entwicklung findet sich in den Tabellen A und B. Weitere Einzelheiten sind Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des vorliegenden Monatsberichts zu entnehmen.

Insgesamt deuten diese Daten auf ein rückläufiges jährliches Wachstum der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im vierten Quartal 2001 hin; diese Entwicklung steht in Einklang mit dem in diesem Zeitraum verzeichneten schwachen Wirtschaftswachstum. Der Rückgang des jährlichen Wachstums der Finanzierung auf 4,7 % im Schlussquartal 2001 folgte einer Phase relativ hoher und stabiler Wachstumsraten von rund 6 % zwischen 1998 und dem zweiten Quartal 2001 (siehe Tabelle A). Insbesondere die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die im Jahr 2000 aufgrund von Fusionen und Übernahmen sowie der konjunkturellen Entwicklung sprunghaft angestiegen war, ging spürbar zurück. Die Jahresrate der Emission börsennotierter Aktien sank im zweiten Halbjahr 2001 im Vorjahresvergleich ebenfalls deutlich. Während die privaten Haushalte ihre kurzfristigen Kredite gegenüber dem Vorjahr verringerten, ging das Wachstum der langfristigen Kredite nur

Tabelle A: Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

	Finanzierung												
	Finanzierung der öffentlichen Haushalte					Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Finanzierung der privaten Haushalte ³⁾			
	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 ³⁾		
Jahreswachstumsrate (Stand am Ende des Berichtszeitraums) ²⁾													
1998 Q4	6,0	3,2	-1,2	-0,4	4,4	3,2	7,1	9,0	8,5	8,5	4,9	8,9	9,1
1999 Q4	6,0	2,3	-1,2	0,4	3,0	2,4	6,8	8,3	7,0	14,3	4,7	10,7	10,7
2000 Q4	6,3	1,8	-1,5	-0,9	2,6	-10,6	8,9	15,0	10,9	15,6	4,2	7,2	7,4
2001 Q1	6,1	1,5	-1,1	-0,4	2,0	-11,9	8,7	13,4	10,1	25,2	4,6	6,3	6,5
Q2	6,2	2,0	-2,3	-1,8	3,0	-4,0	8,6	11,3	9,0	27,4	5,3	6,2	6,2
Q3	5,5	2,4	-1,2	-0,7	3,1	-1,6	7,2	9,5	7,5	24,7	4,1	5,7	5,9
Q4	4,7	2,5	-1,3	-1,0	3,3	1,0	5,7	6,7	6,2	23,8	3,1	5,6	5,4
Anteil an der jährlichen Finanzierung insgesamt (Veränderungen auf Vierquartalsbasis)													
1998 Q4	100 %	20 %	-2 %	0 %	21 %	5 %	49 %	30 %	25 %	4 %	14 %	31 %	29 %
1999 Q4	100 %	13 %	-1 %	0 %	14 %	4 %	50 %	27 %	20 %	6 %	16 %	37 %	33 %
2000 Q4	100 %	9 %	-1 %	-1 %	10 %	-14 %	69 %	44 %	28 %	6 %	18 %	23 %	21 %
2001 Q4	100 %	16 %	-2 %	-1 %	16 %	2 %	60 %	29 %	23 %	14 %	16 %	24 %	21 %
Anteil an den finanziellen Verbindlichkeiten insgesamt per 2001/Q4 (Bestände)													
2001/Q4 (Bestände)	100 %	31 %	6 %	5 %	25 %	7 %	48 %	22 %	18 %	3 %	21 %	21 %	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.

leicht zurück. Bei der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets war ein Rückgang der Jahreswachstumsrate von einem Höchststand von annähernd 8 % im ersten Quartal 2001 auf 5,4 % im vierten Quartal 2001 zu beobachten (siehe Tabelle B). In einem Umfeld, das von Unsicherheit an den Finanzmärkten und Bedenken hinsichtlich der Unternehmensgewinne und Bilanzierungspraktiken geprägt war, zogen die Wirtschaftsakteure liquide Anlageformen der Anlage in Aktien eindeutig vor. Erhebliche Bewertungsverluste in den vergangenen zwei Jahren könnten ebenfalls zu diesem vorsichtigeren Anlageverhalten beigetragen haben.

Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

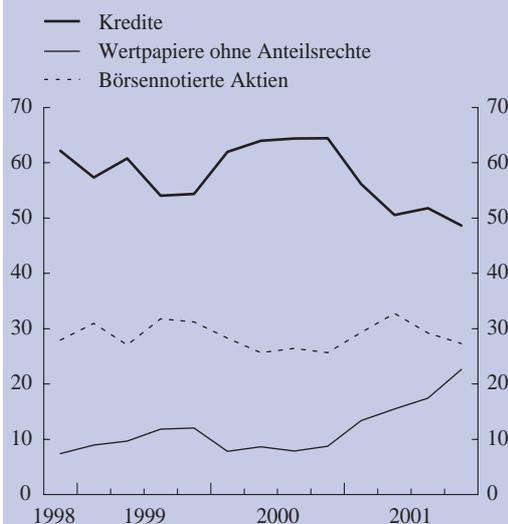
Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften war das jährliche Wachstum der Finanzierung im vierten Quartal 2001 weiterhin rückläufig und lag bei 5,7 %, verglichen mit 7,2 % im dritten Quartal. Dieser deutliche Rückgang hing vor allem mit der niedrigeren Jahreswachstumsrate der Kredite zusammen, die von 9,5 % im Vorquartal auf 6,7 % zurückging. Dahinter verbergen sich sowohl konjunkturelle Entwicklungen als auch ein Basiseffekt, da die außergewöhnlich hohe Zunahme der Kredite im vierten Quartal 2000, welche teilweise für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen und den Erwerb von UMTS-Lizenzen aufgenommen worden waren, nicht mehr in die Berechnung der Jahreswachstumsrate einfluss. Die Vorjahrsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgenommenen kurzfristigen Kredite (d. h. der Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) verringerte sich erheblich, und zwar von 5,5 % im dritten Quartal 2001 auf 2,2 % im Schlussquartal 2001, und die Jahreswachstumsrate der von diesem Sektor aufgenommenen langfristigen Kredite (also der Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr) fiel im Berichtszeitraum auf 9,3 %, gegenüber 11,8 % im dritten Quartal.

Die Emission von börsennotierten Aktien trug ebenfalls zum langsameren Wachstum der Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bei. Die Jahresrate der Begebung dieser Papiere sank im vierten

Quartal des vergangenen Jahres auf 3,1 % und wies damit den niedrigsten Zuwachs seit Anfang 1999 auf. Im Gegensatz dazu verharrte die Vorjahrsrate der Emission von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Berichtszeitraum auf einem hohen Stand (23,8 %). Vor allem die Emission langfristiger Papiere dieser Art nahm im vierten Quartal im Vorjahrsvergleich um 20,5 % zu, gegenüber 18,9 % im Vorquartal, was wohl teilweise auf eine Substitution der Überbrückungskredite zurückzuführen ist, die für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen und der UMTS-Lizenzen aufgenommen worden waren. Das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten kurzfristigen Schuldverschreibungen lag im Schlussquartal 2001 mit 34,5 % ebenfalls weiterhin auf einem hohen Niveau, wenngleich es von 43,0 % im Vorquartal zurückgegangen war.

Abbildung A: Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(Anteil an der jährlichen Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften; in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jährliche Finanzierung wird definiert als die Summe der Stromgrößen der letzten vier Quartale. Die Finanzierung umfasst Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte, börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

Schuldverschreibungen stellen nur einen kleinen Teil der gesamten Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dar (Ende 2001 betrug deren Anteil lediglich 6,9 %, während die Kredite 46,1 % ausmachten). Allerdings belief sich die jährliche Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesell-

schaften über Schuldverschreibungen (d. h. die Summe der Stromgrößen der letzten vier Quartale) auf 22,6 % ihrer Gesamtfinanzierung im Jahr 2001, gegenüber 8,7 % im Jahr zuvor (siehe Abbildung A). Im Gegensatz dazu lag der Anteil der jährlichen Finanzierung über Kredite bei 48,7 %, im Vergleich zu 64,5 % im Jahr 2000. Der Anteil der börsennotierten Aktien an der gesamten jährlichen Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ging im Jahr 2001 nur leicht auf 27,3 % zurück. Darin spiegelt sich vor allem die hohe Emission im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres wider, wohingegen die Begebung im zweiten Halbjahr ungewöhnlich niedrig war. Im Gesamtjahr 2001 lag sie damit nur geringfügig unter dem durchschnittlichen Anteil an der gesamten jährlichen Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zwischen 1998 und 2001 (28,7 %). Eine bemerkenswerte Entwicklung in den letzten Jahren war der anhaltend stärkere Zuwachs der von Finanzinstituten (außer MFIs) gewährten Kredite gegenüber MFI-Krediten. Im letzten Quartal 2001 näherte sich die gegenläufige Entwicklung dieser zwei Komponenten jedoch deutlich an.

Die Jahreswachstumsrate der von MFIs und sonstigen Finanzinstituten gewährten Kredite an private Haushalte ging im Schlussquartal des vergangenen Jahres weiter auf 5,6 % zurück. Seit dem dritten Quartal 1999 war diese Rate ununterbrochen rückläufig. Im vierten Quartal 2001 verringerten die privaten Haushalte sogar ihre kurzfristigen Kredite, die hauptsächlich dem Konsum dienen (-0,5 %). Demgegenüber blieb die Vorjahrsrate

Tabelle B: Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet¹⁾

	Geldvermögensbildung										Nachrichtlich: M3
	Bargeld, Einlagen und kurzfristige marktfähige Finanzinstrumente	Bargeld und Einlagen ³⁾	Kurzfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Geldmarktfondsanteile	Langfristige marktfähige Finanzinstrumente und versicherungstechnische Rückstellungen	Langfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile)	Versicherungstechnische Rückstellungen		
Jahreswachstumsrate (Stand am Ende des Berichtszeitraums)²⁾											
1998 Q4	5,6	1,8	3,2	-24,0	-4,3	8,6	-5,0	6,1	31,3	8,7	4,9
1999 Q4	5,9	2,5	2,8	-10,1	7,3	8,2	2,5	7,2	13,5	9,4	5,6
2000 Q4	6,8	3,3	2,9	23,2	-1,2	8,8	6,3	11,3	7,1	8,4	4,2
2001 Q1	7,8	4,8	3,2	56,3	4,3	9,5	10,8	13,3	5,4	7,5	3,8
Q2	7,7	5,5	4,0	41,6	12,1	8,9	9,8	13,2	3,7	7,4	4,4
Q3	6,8	6,3	4,7	30,0	22,7	7,0	7,7	8,7	3,3	7,1	6,0
Q4	5,4	6,5	5,0	20,5	28,6	4,8	7,4	2,1	2,2	7,4	7,6
Anteil an der jährlichen Geldvermögensbildung (Veränderungen auf Vierquartalsbasis)											
1998 Q4	100 %	14 %	23 %	-8 %	-1 %	86 %	-11 %	15 %	49 %	33 %	3 %
1999 Q4	100 %	17 %	18 %	-2 %	2 %	83 %	5 %	20 %	25 %	34 %	3 %
2000 Q4	100 %	18 %	15 %	4 %	0 %	82 %	10 %	34 %	12 %	26 %	2 %
2001 Q4	100 %	43 %	31 %	5 %	7 %	57 %	15 %	8 %	5 %	30 %	5 %
Anteil am Geldvermögen insgesamt per 2001/Q4 (Bestände)											
	100 %	38 %	35 %	1 %	2 %	62 %	11 %	18 %	11 %	23 %	36 %

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.

der langfristigen Kredite, die im vierten Quartal des letzten Jahres 91,6 % der ausstehenden Kredite an private Haushalte darstellten und bei denen es sich größtenteils um Wohnungsbaukredite handelte, gegenüber dem Vorquartal unverändert (6,2 %). Während der deutliche Rückgang der Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Kredite an private Haushalte hauptsächlich auf die Konjunkturabschwächung im Jahr 2001 zurückzuführen ist, spiegeln die Entwicklungen bei den langfristigen Krediten teilweise den Rückgang der Zinsen für Wohnungsbaukredite im Verlauf des Jahres 2001 sowie die relativ stabilen Bedingungen an den Wohnungsmärkten im Euroraum wider.

Während die Kredite an die öffentlichen Haushalte im vierten Quartal 2001 weiterhin rückläufig waren (-1,3 %), erhöhte sich das jährliche Wachstum der von den öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen weiter auf 3,3 %. Im Hinblick auf die Laufzeitstruktur der Finanzierung ist festzustellen, dass die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Finanzierung der öffentlichen Haushalte im Berichtsquartal stark zunahm (auf 8,1 %), wohingegen das jährliche Wachstum der langfristigen Finanzierung relativ gering blieb (1,7 %). Dies ist zum einen auf den gestiegenen Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte aufgrund der schwachen Konjunktur im Jahr 2001 zurückzuführen, zum anderen scheint sich darin aber auch die Reaktion auf die steiler verlaufende Zinsstrukturkurve widerzuspiegeln. Der Anteil der ausstehenden kurzfristigen Kredite der öffentlichen Haushalte an ihrer Gesamtverschuldung erhöhte sich damit bis Ende 2001 leicht auf 13,1 %, nachdem er ein Jahr zuvor 12,7 % betragen hatte.

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren

Das jährliche Wachstum der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet nahm im vierten Quartal 2001 weiter von 6,8 % im dritten Quartal auf 5,4 % ab (siehe Tabelle B). Insgesamt gesehen wurde bevorzugt in liquide Vermögenswerte investiert (mit Ausnahme von Bargeld – hier wirkte sich die Bargeldumstellung negativ aus), während die Nachfrage nach börsennotierten Aktien rückläufig war. Beides kann eindeutig auf die Unsicherheit an den Finanzmärkten im Gefolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 in den Vereinigten Staaten zurückgeführt werden. Diese Entwicklungen bestätigen die Einschätzung, dass das M3-Wachstum in diesem Zeitraum aufgrund umfangreicher Portfolioumschichtungen vorübergehend anzog.¹

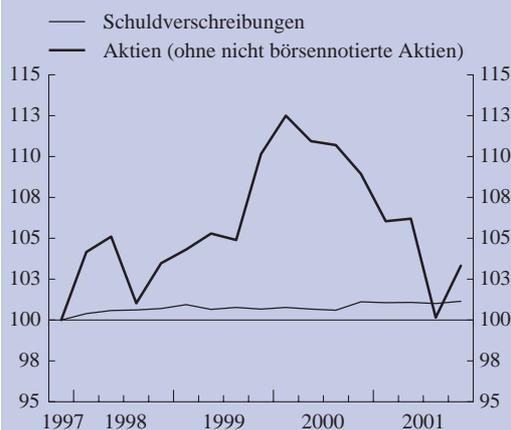
Bei den täglich fälligen Einlagen und den Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist wurde ein starker Zuwachs verzeichnet. Darüber hinaus stieg die Jahreswachstumsrate der Investitionen in Geldmarktfondsanteile durch die nichtfinanziellen Sektoren im vierten Quartal 2001 weiter auf 28,6 % an.

Die Jahreswachstumsrate der Investitionen in börsennotierte Aktien ging dagegen im vierten Quartal 2001 stark zurück und betrug nur noch 2,1 %, verglichen mit 8,7 % im dritten Quartal. Diese Verlangsamung war teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Die nichtfinanziellen Sektoren trennten sich im vierten Quartal sogar von börsennotierten Aktien, worin die klare Bevorzugung kurzfristiger liquider Anlageformen deutlich wird. Hier haben wahrscheinlich die Bedenken der Investoren hinsichtlich der Ertragsperspektiven der Unternehmen und die Unsicherheiten im Bezug auf Bilanzierungspraktiken eine Rolle gespielt. Das jährliche Wachstum der Investitionen in Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile fiel im vierten Quartal 2001 auf 2,2 %; im dritten Quartal hatte es 3,3 % betragen. Die Bewertungsverluste von Aktien während der letzten zwei Jahre (auch wenn es im vierten Quartal 2001 zu einer leichten Erholung kam) hat wahrscheinlich zu diesem vorsichtigeren Investorenverhalten beigetragen (siehe Abbildung B). De facto büßten die Investoren den Großteil der seit Ende 1997 erzielten Kursgewinne ihrer börsennotierten Aktien und Investmentzertifikate zwischen dem ersten Quartal 2000 und Ende 2001 wieder ein.

1 Dies steht in Einklang mit den Ergebnissen der monetären Analyse des Nicht-MFI-Sektors. Der Nicht-MFI-Sektor umfasst Ansässige im Euro-Währungsgebiet, die nicht zu den monetären Finanzinstituten (MFIs, d. h. zum Eurosystem, zu den Kreditinstituten und zu den Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet) zählen. Dementsprechend zählen zum Nicht-MFI-Sektor nicht-monetäre Finanzinstitute (vor allem Versicherungsgesellschaften). Der nichtfinanzielle Sektor umfasst dagegen nur die privaten Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und öffentliche Haushalte (Staat).

Abbildung B: Wertzuwächse der von den nichtfinanziellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Wertpapiere nach Wertpapierart

(kumulierte vierteljährliche Wertveränderungen; Bestand der Vermögenswerte 1997/Q4 = 100)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Wertzuwächse (+) und Wertverluste (-) werden als Differenz zwischen den Bestandsveränderungen und den Transaktionen berechnet. Sie können jedoch in einigen Fällen auch andere Veränderungen widerspiegeln, die insbesondere aus Umgruppierungen resultieren.

Die Jahresrate der Anlage in Wertpapieren ohne Anteilsrechte nahm im vierten Quartal 2001 ebenfalls ab. Sie betrug 8,8 %, verglichen mit 10 % im Vorquartal. Im Vergleich zu den Anteilsrechten war dieser Rückgang aber noch recht gemäßigt. Das jährliche Wachstum der Investitionen in kurzfristige Schuldverschreibungen ging etwas zurück, blieb aber mit 20,5 % im vierten Quartal 2001 weiter hoch. Obgleich die Investoren im Allgemeinen kurzfristige Anlageformen bevorzugten, blieb das Investitionsniveau auch bei den langfristigen Schuldverschreibungen weiterhin hoch. Die Jahreswachstumsrate der Investitionen in langfristige Schuldverschreibungen durch die nichtfinanziellen Sektoren belief sich im Schlussquartal 2001 auf 7,4 %, nach 7,7 % im Vorquartal. Dies könnte auf die vermehrte Emission von Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte sowie auch teilweise auf die Auswirkungen des steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve zurückzuführen sein. Es wurde auch weiterhin viel in Versicherungen (die im Posten „Versicherungstechnische Rückstellungen“ enthalten sind) investiert, worin sich langfristige Anlageentscheidungen widerspiegeln.

re Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war ausschließlich auf einen weiteren ausgeprägten Rückgang der jährlichen Veränderungsrate der Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr zurückzuführen. Weitere Informationen zu den jüngsten Entwicklungen bei der Finanzierung des nichtfinanziellen Sektors finden sich in Kasten I.

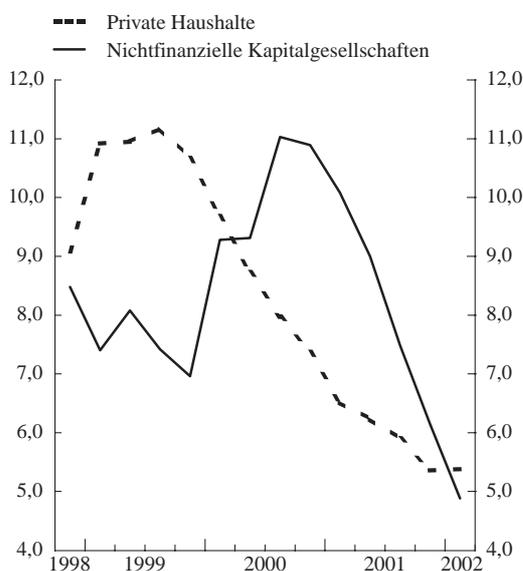
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) hat sich weiter erholt, wenn auch nur relativ langsam. Sie stieg im April auf 3,7 %, verglichen mit durchschnittlich 3,2 % im ersten Quartal 2002 und 2,9 % im letzten Quartal 2001. Das kräftigere Wachstum dieses Gegenpostens von M3 spiegelt wahrscheinlich den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve in den vergangenen Monaten wider.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebiets-

Abbildung 8

Sektorale Aufschlüsselung der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen privaten Sektor

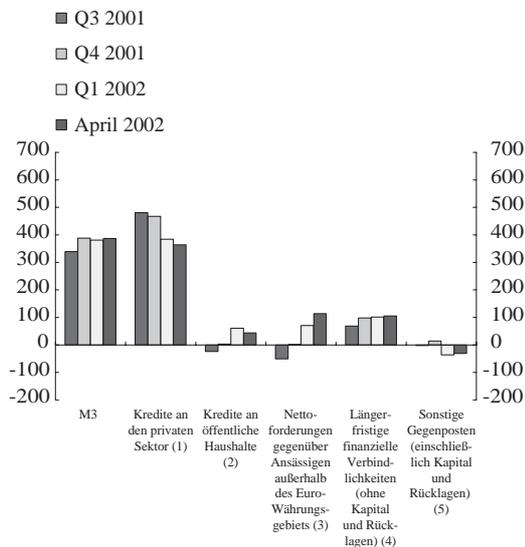
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Abbildung 9 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

fremden stiegen im April 2002 nicht saisonbereinigt um 6,8 Mrd € an, nachdem sie in den ersten drei Monaten 2002 zurückgegangen waren. Im Zwölfmonatszeitraum bis April 2002 nahmen diese Forderungen um 113,5 Mrd € zu, verglichen mit einem Anstieg von 70,2 Mrd € in den zwölf Monaten bis März (siehe Abbildung 9). Es ist zu berücksichtigen, dass der ausgeprägte Anstieg der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Gebietsfremden im Vorjahresvergleich in den ersten Monaten des laufenden Jahres in erster Linie auf Basiseffekte im Zusammenhang mit dem starken Rückgang dieses Postens im entsprechenden Zeitraum 2001 zurückzuführen ist.

Geldmengenentwicklung lässt vermuten, dass Portfolioumschichtungen langsamer zurückgeführt werden als ursprünglich angenommen

Insgesamt deutet die jüngste Geldmengenentwicklung darauf hin, dass sich die monetäre Dynamik in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres abgeschwächt hat, was ein

Anzeichen für eine gewisse Umkehr zuvor getätigter Portfolioumschichtungen zugunsten von Komponenten von M3 sein könnte. Allerdings schreitet die Normalisierung des M3-Wachstums nur sehr langsam voran. Auch die kräftigere Ausweitung der Geldmenge M1 lässt vermuten, dass die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung insbesondere der liquidesten Komponenten von M3 die Geldnachfrage angekurbelt haben könnten. Die jüngste Entwicklung bei den Krediten an den privaten Sektor deutet auf eine Stabilisierung der Lage hin, die mit der konjunkturellen Erholung sowie den günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum zusammenhängen könnte.

Alles in allem lassen die aus der ersten Säule gewonnenen Informationen allmählich auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität schließen. Im Eurogebiet herrscht nach wie vor ein erheblicher Liquiditätsüberschuss. Dies gibt Anlass zu Bedenken im Hinblick auf die künftige Inflationsentwicklung, insbesondere in Anbetracht der sich aufhellenden Konjunkturlage.

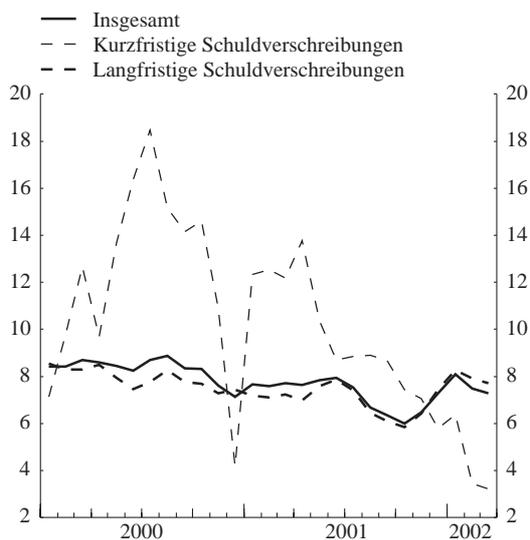
Kräftigeres Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2002

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Eurogebiet begebenen Schuldverschreibungen lag im ersten Quartal 2002 bei 7,6 %, verglichen mit 6,6 % im letzten Quartal 2001 (siehe Abbildung 10). Bei der Aufgliederung nach Sektoren wird erkennbar, dass diese Zunahme auf den kräftigen Anstieg der Emissionstätigkeit der öffentlichen Haushalte zurückzuführen ist. Betrachtet man die verschiedenen Laufzeiten, so hing der Anstieg mit der regen Emission im langfristigen Bereich zusammen: Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen stieg von 6,6 % im letzten Quartal 2001 auf 8,0 % im ersten Quartal 2002. Die lebhaftere Emission langfristiger Schuldverschreibungen war in allen Sektoren zu verzeichnen. Bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen hin-

Abbildung 10

Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Seit 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.

gegen ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs im ersten Quartal 2002 zum vierten Mal in Folge zurück und lag schließlich bei 4,2 %. Diesem Rückgang lagen jedoch deutliche sektorale Unterschiede zugrunde. So nahm die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen durch öffentliche Haushalte zu, während bei den privaten Nicht-MFIs eine fast vollständige Verschiebung der Emissionstätigkeit zugunsten längerfristiger Papiere zu beobachten war.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 6,3 % im vierten Quartal 2001 auf 7,0 % im ersten Quartal 2002 anstieg. Damit entfielen im ersten Quartal dieses Jahres 93,9 % des gesamten Bruttoabsatzes Gebietsansässiger auf Euro-Schuldverschreibungen, verglichen mit 92,6 % im Vorquartal.

Nach Sektoren aufgliedert ist bei der Emission von Euro-Schuldverschreibungen im ers-

ten Quartal 2002 eine Umkehr einiger der im Vorjahr beobachteten Trends zu verzeichnen (siehe Abbildung 11). Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen, die im Jahresverlauf 2001 relativ stabil geblieben war, ging im ersten Quartal des laufenden Jahres zurück. Auch die Jahresrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen, die im vergangenen Jahr konstant gestiegen war, war rückläufig. Dieses schwächere Wachstum war auf den deutlichen Rückgang der Jahresrate des Umlaufs an kürzerfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen. Die Wachstumsrate des Umlaufs an vom Unternehmenssektor begebenen langfristigen Schuldverschreibungen nahm weiter zu, unter anderem aufgrund des kräftigen Wachstums bei Unternehmen, die sich bisher nicht so stark am Markt für Unternehmensanleihen im Euro-Raum engagiert hatten. Die deutliche Verschiebung von der Begebung kurzfristiger hin zu längerfristigen Schuldverschreibungen könnte unter anderem damit zusammenhängen, dass der Markt für kurzfristige Papiere in der Regel vor allem Emittenten mit erstklassiger Bonitätseinschätzung vorbehalten war. Die jüngste Herabstufung einiger Unternehmen im Telekommunikations- und Automobilsektor, die das kräftige Wachstum der Unternehmensanleihen in den vergangenen drei Jahren maßgeblich mitgetragen hatten, könnte die schwächere Emission im Kurzfristbereich teilweise erklären. Außerdem dürften in der Wachstumsabschwächung des gesamten Umlaufs an Unternehmensanleihen auch die verzögerten Auswirkungen der schwächeren Fusions- und Übernahmetätigkeiten im Euro-Raum im Jahr 2001 und Anfang 2002 zum Ausdruck kommen.

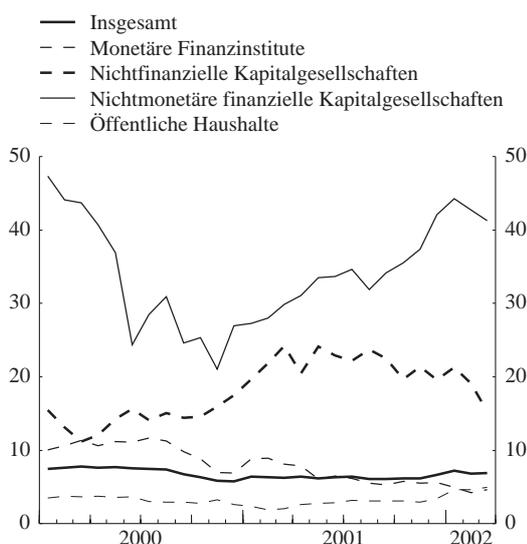
Im MFI-Sektor ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2002 weiter zurück, und zwar auf 4,6 %, verglichen mit 5,6 % im Vorquartal. Dies könnte mit dem anhaltenden Rückgang des Finanzierungsbedarfs der MFIs aufgrund des kräftigen Wachstums der kurzfristigen Einlagen sowie

mit der verhaltenen Kreditnachfrage zusammenhängen (siehe die obigen Ausführungen zur Geldmengenentwicklung).

Was den öffentlichen Sektor anbelangt, so beschleunigte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen von 3,1 % im vierten Quartal 2001 auf 4,8 % im ersten Quartal 2002. Dies ist auf die gestiegene Emissionstätigkeit sowohl der Zentralstaaten als auch der sonstigen öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Bei letzteren (in erster Linie Gemeinden und Länder) erreichte die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2002 einen Wert von 24,2 %. Die anhaltende allgemeine Ausweitung der Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors spiegelt die ungünstige Haushaltsentwicklung im Euroraum wider.

Abbildung 1 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.

Leichter Anstieg der Zinsen im Kundengeschäft der Banken Anfang 2002

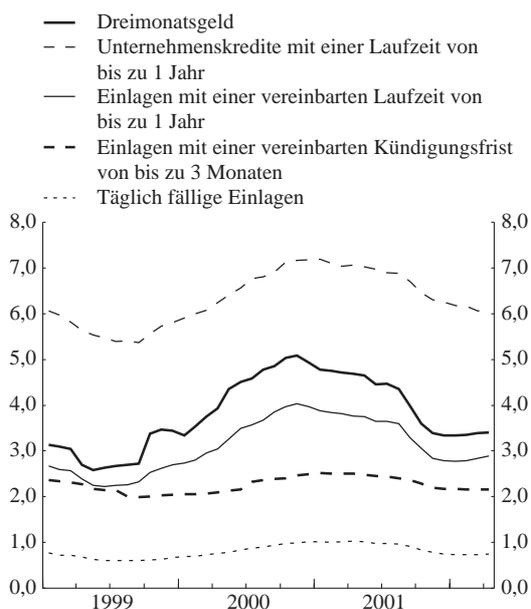
Bei vielen Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken wurde in den ersten vier Monaten dieses Jahres ein Anstieg verzeichnet, nachdem sie über weite Strecken des Jahres 2001 rückläufig gewesen waren, wobei die Trendwende bei den einzelnen Zinssätzen etwas zeitversetzt einsetzte. Die Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld erhöhten sich nach Januar 2002 und lagen im April dieses Jahres 7 Basispunkte über ihrem Stand von Dezember 2001. Eine sehr ähnliche Entwicklung war beim durchschnittlichen Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr zu beobachten, der ebenfalls nach Januar 2002 anstieg und im April 2002 10 Basispunkte über seinem Niveau von Ende 2001 lag. Die Durchschnittssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten reagierten wie bereits in der Vergangenheit zögerlicher und blieben zwischen Dezember 2001 und April 2002 unverändert.

Der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr wies ein anderes Verlaufsmuster auf. Er fiel zwischen Ende 2001 und März 2002 um 20 Basispunkte und stieg dann zwischen März und April dieses Jahres lediglich um 2 Basispunkte an. Diese etwas verzögerte Reaktion ist nicht unüblich, was sich unter anderem darin zeigt, dass die Trendwende bei der Entwicklung der durchschnittlichen Zinssätze für diese Unternehmenskredite verglichen mit den Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld in den letzten zehn Jahren stets erst ein bis vier Monate später eingesetzt hat. Die rückläufigen Renditeabstände von Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 21) lassen außerdem darauf schließen, dass sich die Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit im ersten Quartal 2002 etwas zerstreut haben dürften. Dies könnte dazu beitragen haben, dass die durchschnittlichen Zinssätze für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr trotz des einsetzenden Anstiegs des Geldmarktsatzes zurückgingen.

Zwischen Ende 2001 und April 2002 war bei den längerfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken eine starke Zunahme zu verzeichnen. Der Durchschnittssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren stieg in diesem Zeitraum um 35 Basispunkte und der für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 29 Basispunkte. Dies spricht sowohl für ein recht schnelles als auch relativ starkes Durchschlagen der Marktentwicklungen auf diese beiden Zinssätze, da sich die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum um 53 Basispunkte erhöhte. Zwischen Ende Dezember 2001 und Januar 2002 war der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite im Kundengeschäft der Banken leicht rückläufig, verzeichnete aber dennoch einen Anstieg von 27 Basispunkten zwischen Januar und April dieses Jahres. Die insgesamt schnelle Anpassung der längerfristigen Zinssätze lässt

Abbildung 12 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

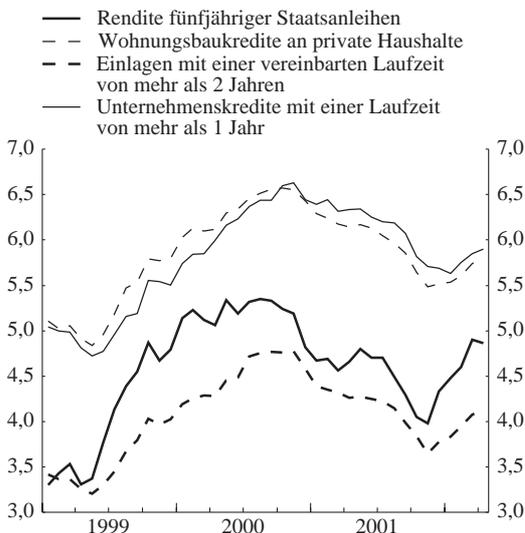
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Abbildung 13 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.

auf einen starken Wettbewerb an den entsprechenden Märkten schließen.

Anstieg der Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten in den vergangenen Monaten

Der Anstieg der Geldmarktzinsen, der zum Jahresende 2001 begonnen hatte, setzte sich im Frühjahr dieses Jahres fort, mit Ausnahme einer vorübergehenden Abnahme im April (siehe Abbildung 14). In dieser Entwicklung spiegeln sich die Erwartungen eines zukünftigen Anstiegs der Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet wider. Die Zunahme war bei den längeren Laufzeiten besonders ausgeprägt. Infolgedessen hat die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, die sich zum Jahreswechsel ins Positive kehrte, in den letzten Monaten erheblich zugelegt.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz hat sich in diesem Jahr bisher meist etwas über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte

des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % bewegt. In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 24. Mai begann, stand der EONIA anfangs bei etwa 3,34 %, was den Erwartungen der Marktteilnehmer entsprach, die von einem allmählichen Anstieg der Geldmarktzinsen ausgingen. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze blieben in den letzten Monaten ebenfalls weitgehend unverändert auf einem Niveau, das knapp über dem Mindestbietungssatz lag, obwohl sie in der zweiten Maihälfte leicht zunahm.

Der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems spiegelten diese Entwicklungen wider (siehe Kasten 2). Bei fast allen zwischen Anfang März und Mitte Mai 2002 abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften lagen die Zuteilungssätze nicht mehr als 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei den vom 22. Mai bis zum 5. Juni abgewickelten Geschäften betragen sie dann zwischen 3,33 % und 3,35 %.

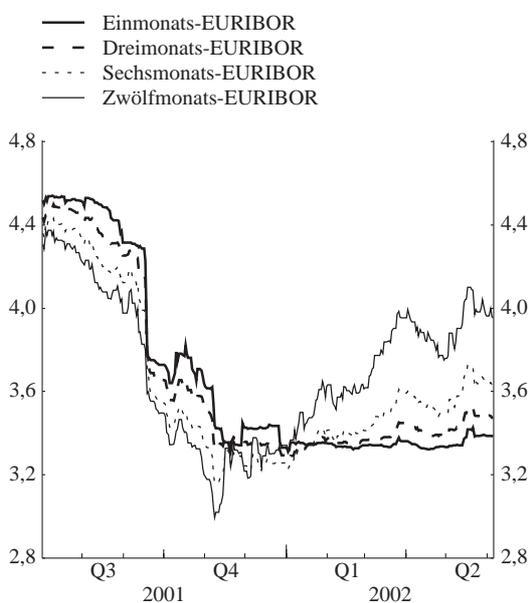
Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR nahmen im Verlauf der letzten drei Monate bis Anfang Juni leicht zu und setzten damit den Trend von Ende 2001 fort (siehe Kasten 3). Am 5. Juni lagen sie bei 3,38 % bzw. 3,47 % und damit 5 bzw. 8 Basispunkte über ihren Ständen von Ende April, was auf einen recht steilen Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt am kurzen Ende hindeutet.

Die Entwicklung der Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems spiegelte in den letzten Monaten weitgehend die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR wider. Bei dem am 30. Mai abgewickelten Refinanzierungsgeschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,45 % bzw. 3,47 %. Sie lagen damit 10 bzw. 11 Basispunkte über den entsprechenden Sätzen bei dem am 25. April abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt sind die Zinssätze in den letzten

Abbildung 14 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Monaten stärker gestiegen. Ein Großteil des Anstiegs fand im März und Mai statt, während im April eine Abnahme zu verzeichnen war. Zwischen Ende April und dem 5. Juni erhöhten sich der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 14 bzw. 19 Basispunkte auf 3,63 % bzw. 3,95 %. Somit nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, zu und erhöhte sich in diesem Zeitraum von 43 auf 57 Basispunkte.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, sind in den letzten Monaten ebenfalls gestiegen und haben damit den seit Ende 2001 beobachteten Trend fortgesetzt (siehe Abbildung 15). Die impliziten Terminalsätze verzeichneten im März eine erhebliche Zunahme, fielen dann aber im April, bevor sie im Mai erneut stiegen. Zwischen Ende April und dem 5. Juni erhöhten sich die Zinssätze, die in den Preisen für Termin-

Kasten 2

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

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

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durch-schnitts-satz
HRG	24.04.2002	08.05.2002	115,6	60,0	1,9	371	3,25	3,30	3,31
HRG	30.04.2002	15.05.2002	106,2	49,0	2,2	352	3,25	3,30	3,31
HRG	08.05.2002	22.05.2002	108,5	66,0	1,6	330	3,25	3,29	3,30
HRG	15.05.2002	29.05.2002	108,7	43,0	2,5	339	3,25	3,30	3,30
HRG	22.05.2002	05.06.2002	112,4	70,0	1,6	351	3,25	3,33	3,34
LRG	25.04.2002	25.07.2002	40,6	20,0	2,0	227	-	3,35	3,36

Quelle: EZB.

Bei den ersten vier Hauptrefinanzierungsgeschäften blieben sowohl der marginale Zuteilungssatz als auch der gewichtete Durchschnittssatz mit rund 3,30 % relativ stabil; beim letzten Geschäft jedoch stiegen beide Sätze um 3 bzw. 4 Basispunkte an. Das Bietungsaufkommen und die Anzahl der Bieter blieben annähernd gleich.

Der EONIA lag in den ersten drei Wochen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zwischen 3,30 % und 3,31 % und blieb weitgehend unverändert. Am 30. April stieg er jedoch vorübergehend aufgrund der Kalendereffekte am Monatsende auf 3,36 %. Am 16. Mai begann er allmählich zurückzugehen. Am 21. Mai

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. April bis 23. Mai 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	170,7	0,3	+170,4
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	110,6	-	+110,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+60,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,3	-0,2
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	397,7	436,4	-38,7
Banknotenumlauf	-	293,7	-293,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,2	-49,2
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	397,7	-	+397,7
Sonstige Faktoren (netto)	-	93,5	-93,5
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,7
(d) Mindestreserve-Soll			131,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

erreichte der EONIA 3,25 %, stieg aber an den beiden letzten Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode leicht auf 3,33 % bzw. 3,32 % an. Dieser Anstieg war jedoch relativ unbedeutend und spiegelt ein fast neutrales Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wider, die mit einer Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von lediglich 0,2 Mrd € am letzten Tag endete. Die tagesdurchschnittlichen Überschussreserven (d. h. die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 131,7 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 131,0 Mrd €) beliefen sich auf 0,69 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren, d. h. die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, betragen per saldo durchschnittlich 38,8 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 33,6 Mrd € und 38,0 Mrd €. Aufgrund eines höher als erwarteten Anstiegs des Banknotenumlaufs wich die veröffentlichte Schätzung in der zweiten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (4,4 Mrd. €).

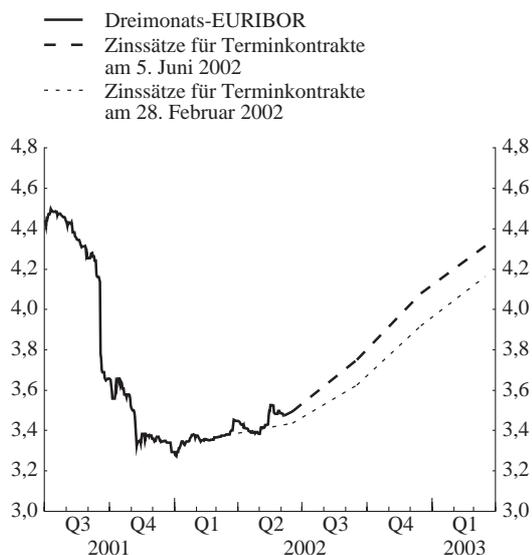
kontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2002 zum Ausdruck kommen, um 3, 7 bzw. 9 Basispunkte auf einen Stand von 3,50 %, 3,75 % bzw. 4,08 % am 5. Juni.

In der Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte

mit Fälligkeit im Jahr 2002 abgeleitet wird, schlägt sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR im Zeitraum bis zum Fälligkeitsdatum nieder. Die implizite Volatilität blieb in den ersten Monaten dieses Jahres relativ unverändert (siehe Abbildung 16), nachdem sie um die Jahreswende deutlich abgenommen und ein Niveau erreicht hatte, das weitgehend dem Stand vor den

Abbildung 15 Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

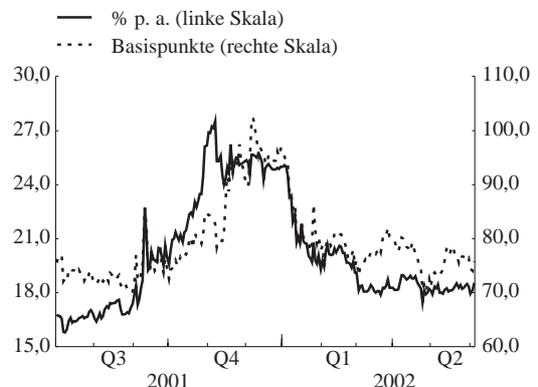


Quelle: Reuters.

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

Abbildung 16 Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002

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



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

Kasten 3

Monetary-Conditions-Indizes

Monetary-Conditions-Indizes (MCIs) stellen einen zusammengefassten Indikator zur Messung kurzfristiger Zins- und Wechselkursänderungen gewichtet nach ihrem relativen Einfluss auf makroökonomische Variablen wie das reale BIP oder die Preise dar. Noch vor wenigen Jahren spielten MCIs in einigen Ländern eine wichtige geldpolitische Rolle.¹ Die Verwendung dieser Indizes durch Zentralbanken und geldpolitische Beobachter ist jedoch in den vergangenen Jahren zurückgegangen. Dieser Kasten liefert hierzu einige Hintergrundinformationen.

Methodik zur Berechnung von Monetary-Conditions-Indizes

MCIs² werden in der Regel anhand der unten angeführten Formel berechnet, wobei R_t die Höhe eines kurzfristigen Zinssatzes angibt und e_t den Logarithmus eines Indikators des Wechselkurses (meist des effektiven Wechselkurses). Das Subskript t bezeichnet den aktuellen Zeitpunkt, und das Sternchen gibt das Niveau der Variablen in einem Basisjahr/einer Basisperiode an. Die Gewichte Θ_1 und Θ_2 , die sich zu eins addieren, geben in der Regel die relative Auswirkung von Veränderungen des Kurzfristzinses und des Wechselkurses auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bzw. Inflation an. Das „MCI-Verhältnis“ Θ_1/Θ_2 gibt die Abwertung des Wechselkurses an, die erforderlich ist, um die Auswirkungen eines Anstiegs des kurzfristigen Zinssatzes um 100 Basispunkte auf die betreffende makroökonomische Variable auszugleichen (oder umgekehrt).

$$MCI_t = -[\Theta_1(R_t - R^*) + \Theta_2(e_t - e^*)]$$

Ein grundlegendes „technisches Problem“ bei der Zusammensetzung des MCI ist die Festlegung geeigneter Gewichtungen bzw. des MCI-Verhältnisses Θ_1/Θ_2 . Die Gewichtungen, die bei der Berechnung der MCIs zugrunde gelegt werden, sind in der Regel vom verwendeten Modell abhängig und werden unter der Prämisse *ceteris paribus* festgelegt. Somit unterliegen sie Schätzfehlern, was große Konfidenzintervalle bei den Parametern zur Folge haben kann. Außerdem können verschiedene Modelle deutlich abweichende Ergebnisse für die MCI-Gewichte liefern. Zudem können sich die geeigneten relativen Gewichte mit der Zeit verändern, während die der MCI-Berechnung zugrunde gelegten Parameter in der Regel konstant bleiben. Für das Eurogebiet insgesamt bzw. seine einzelnen Länder ist eine ganze Reihe plausibler MCI-Verhältnisse ermittelt worden, die von rund 2:1 bis 12:1 reichen. Abbildung A verdeutlicht, dass die durch den Index gelieferten Informationen in hohem Maße von den gewählten Gewichten abhängen. Der Index, der dem Wechselkurs die größte Bedeutung beimisst (in Abbildung A mit einem Verhältnis von 2:1 angegeben), weist seit Ende 1999 ein deutlich höheres Niveau auf und ist volatiler als die Indizes, die den Zinssätzen ein größeres Gewicht zuweisen.

Des Weiteren können MCIs sowohl anhand realer als auch anhand nominaler Variablen berechnet werden. Theoretisch betrachtet scheinen reale MCIs für Analysezwecke die wichtigere Rolle zu spielen. Werden jedoch kurzfristige Entwicklungen in einem durch niedrige Inflation gekennzeichneten Umfeld analysiert, sind der reale und nominale MCI in der Regel sehr eng korreliert, sodass der nominale Indikator nicht stark vom realen abweichen wird. Dies wird auch in Abbildung B ersichtlich, in der e_t den effektiven Wechselkurs angibt und ein (beliebiges) MCI-Verhältnis von 6:1 festgelegt wurde.

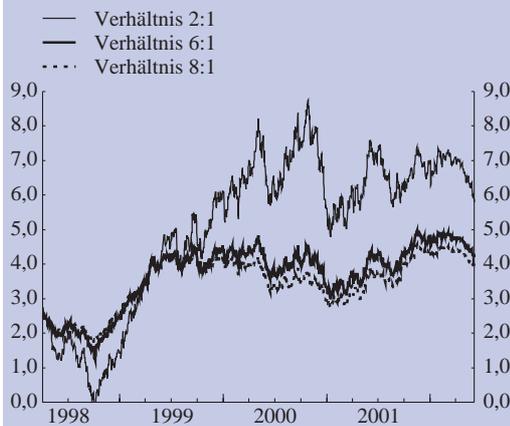
Außerdem sollte darauf hingewiesen werden, dass das absolute Niveau von MCIs keine eigenständige Bedeutung hat, sondern immer im Zusammenhang mit einer Basis- bzw. Referenzperiode betrachtet werden sollte. Die Basisperiode sollte idealerweise eine „neutrale“ monetäre Lage widerspiegeln.

¹ MCIs spielten zum Beispiel zeitweise in den Neunzigerjahren eine wichtige Rolle in der Geldpolitik der Reserve Bank of New Zealand und der Bank of Canada.

² Ein umfassenderes Konzept bietet der so genannte Financial-Conditions-Index (FCI), in dem außer den im MCI erfassten Variablen auch langfristige Zinssätze und Vermögenspreise berücksichtigt werden. In diesem Kasten wird nur auf die Verwendung von MCIs eingegangen, allerdings gelten die meisten Erläuterungen und Argumente dieses Kastens auch für FCIs.

Abbildung A: Nominaler MCI: alternative Gewichtung

(Tageswerte)

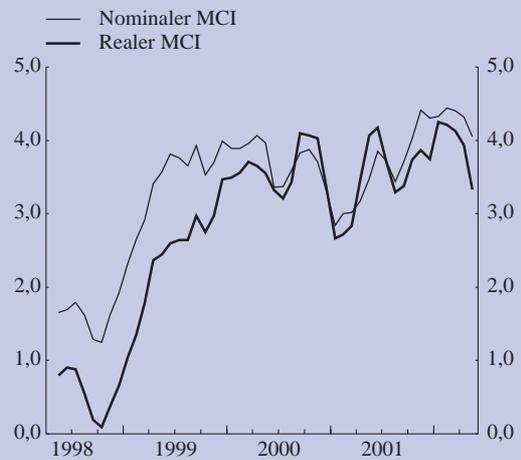


Quelle: EZB.

Anmerkung: Für das Jahr 1998 wird ein gewogener Durchschnitt der Dreimonatszinssätze im Euro-Währungsgebiet zugrunde gelegt, für spätere Zeiträume der Dreimonats-EURIBOR. Als Referenzzeitraum gilt der Durchschnitt von Januar 1991 bis Mai 2002. Ein höherer Stand des Index bedeutet eine Auflockerung der monetären Rahmenbedingungen.

Abbildung B: Nominaler und realer MCI

(Verhältnis 6:1; Monatswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Zur Berechnung des MCI werden die Zinssätze mit der HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet und der effektive Wechselkurs mit den relativen VPIs deflationiert. Als Referenzzeitraum gilt der Durchschnitt von Januar 1991 bis Mai 2002. Ein höherer Stand des Index bedeutet eine Auflockerung der monetären Rahmenbedingungen.

Probleme im Zusammenhang mit der Verwendung von Monetary-Conditions-Indizes

Die größten Vorteile von MCIs sind Einfachheit und Zeitnähe. Sind die Gewichte der Zinssätze und Wechselkurse festgelegt, können MCIs sehr einfach berechnet werden. Nominale MCIs können auf Tagesbasis kalkuliert werden und somit zeitnahe Informationen liefern. Reale MCIs hingegen können (abhängig vom verwendeten Deflator) nur mit zeitlicher Verzögerung berechnet werden. Allerdings birgt die Verwendung von MCIs sowohl in technischer Hinsicht (etwa in Bezug auf die Erstellung des Index) als auch aus eher konzeptioneller Sicht (z. B. bei der Interpretation von Bewegungen des Index) erhebliche Schwierigkeiten.

Ein grundlegendes Problem wurde bereits angeschnitten: Die Wahl des MCI-Verhältnisses ist modellspezifisch und mit hoher Unsicherheit behaftet. Die Gewichte hängen natürlich auch davon ab, ob die Auswirkungen auf das BIP oder auf die Preisentwicklung gemessen werden. Außerdem ist unklar, ob sie als Ergebnis der vollständigen (langfristigen) Auswirkungen von Zins- bzw. Wechselkursänderungen oder der Auswirkungen während eines begrenzten Zeitraums (beispielsweise zwei Jahre) bestimmt werden sollen. Ein weiteres (technisches) Problem betrifft die Festlegung einer „neutralen“ Basisperiode. Da es ausgesprochen schwierig ist, eine solche Referenzperiode festzulegen, bezieht sich die Untersuchung von MCIs meist auf alle Veränderungen des Index im Vergleich zu vergangenen Perioden. Aber auch dies ist problematisch, da „neutrale“ Bedingungen im Laufe der Zeit unterschiedlich sein können. Ferner können Inflationsschocks im Falle realer MCIs zu vorübergehenden Verzerrungen des Informationsgehalts der Zinssätze und Wechselkurse führen, wenn diese anhand der aktuellen Inflation deflationiert werden.

Zu den technischen Problemen bei der Zusammensetzung dieser Indikatoren kommen ernste Schwierigkeiten bei der Interpretation. MCIs werden sehr häufig zur Einschätzung der geldpolitischen Ausrichtung herangezogen. Die monetäre Ausrichtung sollte jedoch unter Berücksichtigung der der Zentralbank zur Verfügung stehenden Instrumentenebene in Relation mit der Zielsetzung der Zentralbank beurteilt werden. Für die EZB beispielsweise ist der Wechselkurs kein geldpolitisches Instrument. Im Falle des Eurogebiets werden also bei der Berechnung von MCIs Variablen verschiedener Art in einen Topf geworfen. Eine Aggregation des von der Zentralbank gesteuerten nominalen Kurzfristzinses mit dem Wechselkurs, der außer

geldpolitischen Beschlüssen auch vielen anderen Einflüssen unterliegen kann, kann keinen aussagekräftigen Indikator für die geldpolitische Ausrichtung der EZB liefern. Im Einklang mit der monetären Strategie der EZB hängt das angemessene Zinsniveau von einer Gesamteinschätzung aller Informationen ab, die für die Preisentwicklung von Bedeutung sein können, wie sie im Rahmen der Analyse der zwei Säulen der geldpolitischen Strategie ermittelt wird.

Bei der Beurteilung des Informationsgehalts von Wechselkursbewegungen ist es außerdem generell sehr wichtig, die Art der Schocks zu bestimmen, durch die sie verursacht werden. Würde beispielsweise eine Aufwertung des Euro-Wechselkurses durch Erwartungen eines Wirtschaftsaufschwungs im Euroraum verursacht, dann würde die Entwicklung des MCI *ceteris paribus* auf eine Anspannung der monetären Lage hindeuten. Wäre die Zentralbank nun darauf bedacht, dass der MCI unverändert bleibt, müsste sie ihre Leitzinsen senken, was in einem solchen Fall nicht die angemessene Reaktion wäre. Dies ist ein gutes Beispiel dafür, dass die geldpolitischen Akteure volkswirtschaftliche Schocks jeweils genau analysieren und ihre Entscheidungen nicht automatisch an der Entwicklung einzelner Indikatoren ausrichten sollten.

Die oben angeführten Argumente verdeutlichen, dass die Verwendung von MCIs als einfache Indikatoren der geldpolitischen Ausrichtung problematisch ist. Die Einfachheit von MCIs geht mit einem Verlust der Aussagekraft einher, wenn die Auswirkungen der einzelnen zugrunde gelegten Variablen aggregiert werden. Es leuchtet nicht ein, warum eine solche Aggregation erforderlich ist, da die in den einzelnen Indexvariablen enthaltenen Informationen eine detailliertere Analyse ermöglichen würden, bei der die Fallstricke dieser Indikatoren vermieden werden könnten. Auch was die Zeitnähe betrifft, bieten MCIs keine ersichtlichen Vorteile gegenüber einer Analyse der zugrunde liegenden Variablen, die offensichtlich zeitgleich mit den MCIs verfügbar sein müssen.

Alles in allem wird deutlich, dass MCIs irreführend sind und sich nicht als Indikator für die geldpolitische Ausrichtung im Eurogebiet eignen. Die einfach zu berechnenden MCIs können weder eine gründliche Analyse der zugrunde liegenden Entwicklungen ersetzen noch wertvolle ergänzende Informationen liefern. Somit ist zweifelhaft, ob sie von Nutzen sind. Dies erklärt auch, warum die Attraktivität dieser Indikatoren im Laufe der Zeit zurückgegangen ist.

Terroranschlägen im September 2001 entsprach.

Nach März 2002 kein deutlich erkennbarer Trend bei Renditen langfristiger Staatsanleihen

Nachdem die Renditen langfristiger Staatsanleihen im ersten Quartal 2002 sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten stark angezogen hatten, ließen sie bis Anfang Juni keinen klaren Trend mehr erkennen. Die Anleihemärkte sind seit dem ersten Quartal offensichtlich in erster Linie von der Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich des Ausmaßes der derzeitigen weltweiten Konjunkturerholung beeinflusst worden. In diesem Umfeld bewegte sich der

Renditeabstand der betrachteten zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet innerhalb einer recht engen Bandbreite (siehe Abbildung 17).

Nach dem kräftigen Anstieg der langfristigen US-Staatsanleiherenditen im März 2002, der auf unerwartet günstige Wirtschaftsdaten in Verbindung mit Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der mit der Ölpreisentwicklung verbundenen Risiken für die zukünftige Inflation zurückzuführen war, ließ sich im April und Mai kein klarer Trend mehr ausmachen. Grund dafür dürften die gegensätzlichen Signale der veröffentlichten Wirtschaftsdaten und die durchwachsene Ertragslage der Unternehmen sein, die die Marktteilnehmer am Ausmaß der begonnenen konjunkturellen Erholung in den Verei-

Abbildung 17
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.

nigten Staaten zweifeln ließen. Zeitweise wurden die Renditen auch von Safe-haven-Umschichtungen zugunsten der Anleihemärkte beeinflusst, die aufgrund der anhaltenden Spannungen im Nahen Osten, erneuten Androhungen von Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten und Bedenken hinsichtlich der angespannten politischen Situation zwischen Indien und Pakistan vorgenommen wurden. Insgesamt führten diese Faktoren dazu, dass die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen am 5. Juni 2002 bei rund 5,1 % lag, d. h. 10 Basispunkte unter ihrem Stand von Ende April. In diesem Umfeld nahm die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der langfristigen US-Staatsanleiherenditen, die in der impliziten Volatilität der Optionen auf Terminkontrakte auf zehnjährige US-Staatsanleihen zum Ausdruck kommt, im Mai leicht zu (siehe Abbildung 18).

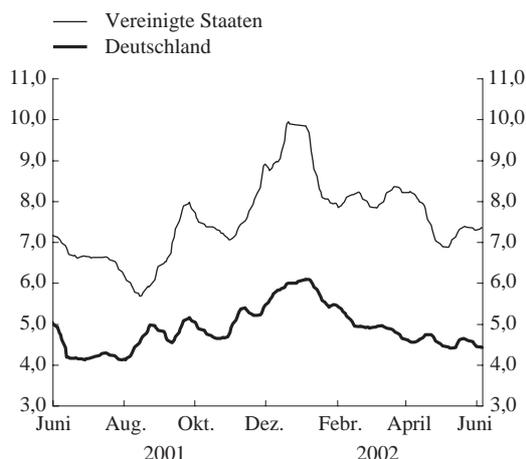
In Japan verharrten die Renditen langfristiger Staatsanleihen seit Anfang April bei rund 1,4 %. Damit setzte sich die seit Beginn die-

ses Jahres zu beobachtende relative Stabilität fort. Wirtschaftsmeldungen, die darauf hindeuteten, dass die konjunkturelle Talsohle durchschritten sein könnte, hatten nur geringen Einfluss auf die Anleiherenditen.

Während die langfristigen Staatsanleiherenditen im Eurogebiet im ersten Quartal 2002 mehr oder weniger ununterbrochen anstiegen und damit teilweise positivere Wachstumswartungen am Markt widerspiegeln, ließ die weitere Entwicklung der Staatsanleiherenditen keinen klaren Trend erkennen. Offensichtlich fanden hier Wirtschaftsmeldungen mit uneinheitlicher Signalwirkung und – wie in den Vereinigten Staaten – die Auswirkungen von Portfolioumschichtungen in sichere Anlageformen ihren Niederschlag. In diesem Umfeld war die Rendite zehnjähriger nominaler Anleihen nach einigen Schwankungen im Mai am 5. Juni 2002 mit rund 5,2 % gegenüber ihrem Stand von Ende April nahezu unverändert. Vor diesem

Abbildung 18
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



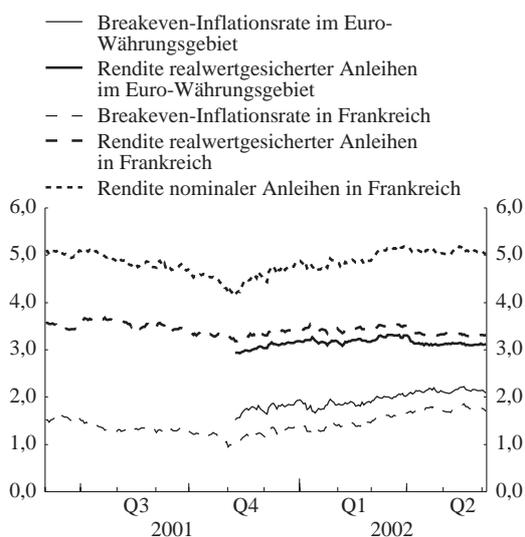
Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen stellen die implizite Volatilität aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf 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.

Hintergrund änderten sich auch die realen Renditen indexgebundener französischer Staatsanleihen im April und Mai nur geringfügig (siehe Abbildung 19).

Darüber hinaus blieb die Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, zwischen Ende April und dem 5. Juni nahezu unverändert. In dem Zeitraum nach der Begebung der zehnjährigen indexierten französischen Staatsanleihe im November 2001 bis zum 5. Juni 2002 hatte sich die Breakeven-Inflationsrate jedoch um fast 60 Basispunkte erhöht. Während dieser Anstieg teilweise mit Liquiditätsfaktoren zusammenhängen dürfte, sind die Bewegungen der Breakeven-Inflation auch ein Indiz dafür, dass

Abbildung 19
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. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen der Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wurden auf Seite 18 ff. des Monatsberichts vom Februar 2002 dargelegt.

sowohl die langfristigen Inflationserwartungen als auch die Inflationsunsicherheit im Eurogebiet in den vergangenen Monaten zugenommen haben könnten. Angesichts einiger im Zeitverlauf variierender Prämien ist bei der Interpretation der Veränderungen von Breakeven-Inflationsraten jedoch eine gewisse Vorsicht geboten.

Der Verlauf der Zinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets wies zwischen Ende April und dem 5. Juni keine signifikanten Veränderungen auf, da sich die Bewegungen der Anleiherenditen in diesem Zeitraum in Grenzen hielten. Die deutlich positive Steigung der Terminzinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets sprach nach wie vor dafür, dass die Märkte mittel- bis langfristig mit einer Beschleunigung der Konjunktur rechneten (siehe Abbildung 20).

Die von den Marktteilnehmern wahrgenommene Unsicherheit bezüglich der künftigen Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf Bundesanleihen – blieb nach einem Rückgang in den ersten Monaten dieses Jahres im April und Mai weitgehend unverändert. Damit lag diese Messgröße für die Unsicherheit an den Anleihemärkten während dieses Zeitraums unter ihrem Zweijahresdurchschnitt.

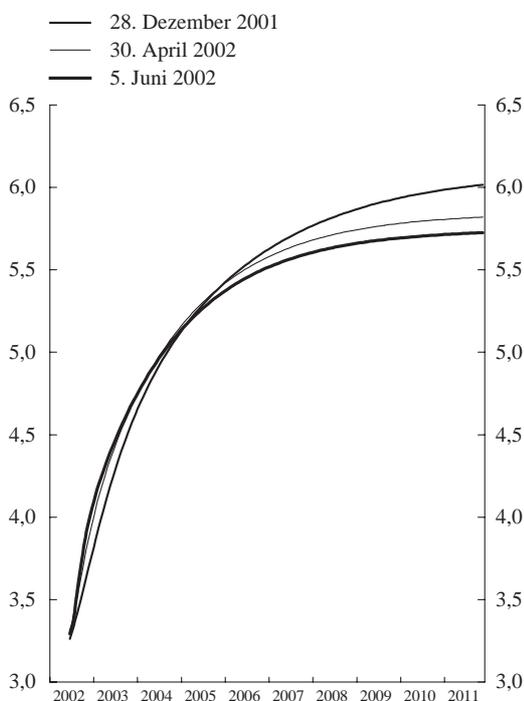
Der Renditeabstand zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen wurde ab Mitte April im Eurogebiet wieder größer, nachdem er im ersten Quartal 2002 abgenommen hatte. Von Mitte April bis zum 5. Juni hatte sich die Spanne bei Unternehmensanleihen des Eurogebiets mit einem BBB-Rating um rund 40 Basispunkte ausgeweitet (siehe Abbildung 21). Im Gegensatz dazu war in den Vereinigten Staaten bei den Renditedifferenzen von Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating kein klarer Trend zu erkennen. Nach einer Ausweitung um bis zu 30 Basispunkte zwischen Mitte April und Ende Mai verringerten sich die Renditeabstände dieser Anleihen Anfang Juni drastisch, sodass sie am 5. Juni 10 Basispunkte unter ihrem Stand von Mitte April lagen (siehe Abbildung 21). Ausgelöst wurde

dieser plötzliche Rückgang dadurch, dass die Anleiheemissionen verschiedener Telekommunikationsunternehmen in den Vereinigten Staaten Anfang Juni aus dem BBB-Index von Merrill-Lynch herausfielen, da ihre Bonität in die Kategorie „geringe Qualität“ herabgestuft wurde.

Eine Aufschlüsselung nach Sektoren zeigt, dass sich die größte Ausweitung der Renditeabstände sowohl in den USA als auch im Euroraum im April und Mai im Technologie- und Telekommunikationssektor vollzog, wo nach der zuvor erfolgten Bekanntgabe der schwachen Ertragslage einiger Unternehmen aus diesen Sektoren auch die Aktienkurse stark einbrachen. Diese negativen Marktentwicklungen spiegeln offenbar die Besorg-

Abbildung 20
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

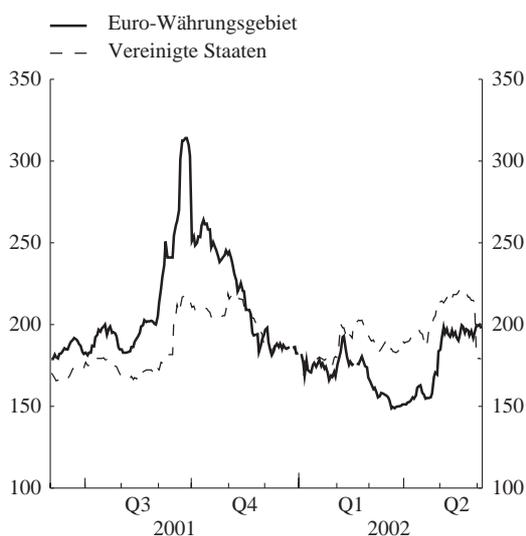


Quelle: EZB-Schätzung.

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

Abbildung 21
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.

nis seitens der Marktteilnehmer über die künftige Gewinnsituation sowie – angesichts der hohen Unternehmensverschuldung in diesem Sektor – die zukünftige Bonität der Unternehmen in diesen Wirtschaftszweigen wider.

Aktienkurse im Euroraum im Mai und Anfang Juni rückläufig

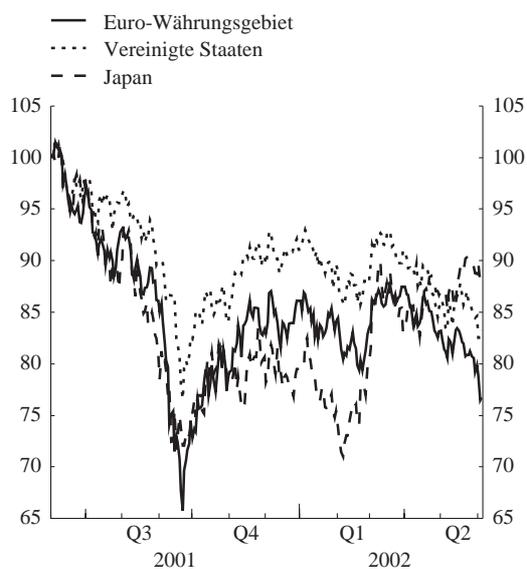
Ein schwindender Optimismus hinsichtlich der Perspektiven für die Weltwirtschaft sowie erneute Bedenken über die Unternehmenserträge hatten im Mai und Anfang Juni einen tendenziell negativen Einfluss auf die Aktienkurse im Euroraum sowie in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 22). Insgesamt fielen zwischen Ende April und dem 5. Juni 2002 die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten, gemessen am Standard-&Poor's-500-Index, um rund 2 % und im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Dow Jones Euro STOXX, um 8 %. In Japan verbuchte der Nikkei 225 im selben Zeitraum ein Plus von 2 %.

In den Vereinigten Staaten setzte sich der seit Mitte März bei den marktbreiten Aktienindizes zu beobachtende Abwärtstrend auch im Mai fort. Die Marktteilnehmer behielten, trotz mehrerer Veröffentlichungen positiver Wirtschaftsdaten, im Hinblick auf das Ausmaß der wirtschaftlichen Erholung und damit auch auf die längerfristige Tragfähigkeit der sich seit kurzem verbessernden Unternehmensgewinne ihre Unsicherheit bei. Der technologieorientierte Nasdaq-Composite-Index spiegelte diese Bedenken wider; von Ende April bis zum 5. Juni 2002 büßte er rund 6 % ein. Die von Optionen auf den Standard-& Poor's-500-Index abgeleitete implizite Volatilität setzte ihren Vormonatstrend fort und nahm zwischen Ende April und dem 5. Juni 2002 um rund 1 Prozentpunkt zu (siehe Abbildung 23).

Die Aktienkurse in Japan unterlagen in den ersten Monaten dieses Jahres heftigen Schwankungen. So war der Nikkei 225 im Februar 2002 auf seinen tiefsten Stand seit

Abbildung 22 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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

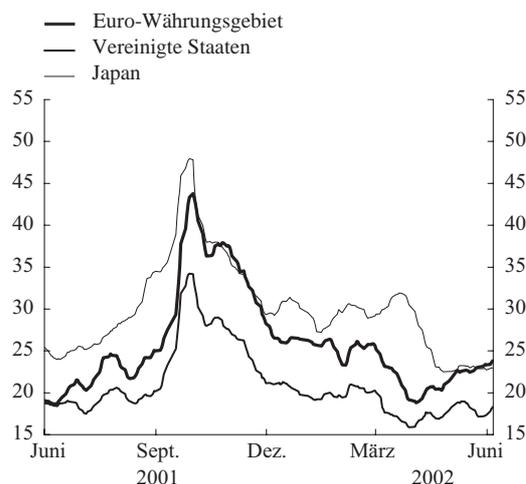


Quelle: Reuters.

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

Abbildung 23 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.

18 Jahren gefallen. Darin spiegelte sich der Pessimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit einer schnellen und dauerhaften Konjunkturbelebung in Japan wider. Später zogen die Aktienkurse dann erneut an. Ursächlich hierfür war in erster Linie ein wachsender Optimismus unter den Marktteilnehmern über die Perspektiven für eine Erholung der japanischen Konjunktur. Vor diesem Hintergrund blieb die implizite Aktienkursvolatilität auf einem Niveau, das leicht unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag (siehe Abbildung 23).

Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten dürfte die Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen Monaten in erster Linie von Befürchtungen unter den Marktteilnehmern bestimmt worden sein, dass die Konjunkturbelebung sich als etwas labil erweisen könnte. Untermauert wurde diese Auffassung durch in diesem Zeitraum veröffentlichte gesamtwirtschaftliche Daten, die offensichtlich uneinheitliche Tendenzen si-

gnalisierten. Im Einklang mit dieser Einschätzung stieg die von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität leicht an und lag am 5. Juni rund 2 Prozentpunkte über dem Durchschnittswert der letzten zwei Jahre (siehe Abbildung 23).

Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass sich hinter der Veränderung des Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex alles in allem bedeutende Unterschiede verbargen. Besonders bei den Aktienkursen der Unternehmen aus dem Technologie- und Telekommunikationssektor wurden zwischen Ende März und dem 5. Juni 2002 drastische Einbußen von 32 % bzw. 24 % verzeichnet (siehe Tabelle 3). In dieser Entwicklung dürften sich die Auswir-

kungen der zunehmenden Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Qualität der ausgewiesenen Unternehmensgewinne im Technologiesektor in den Vereinigten Staaten widerspiegeln; ähnliche Unsicherheiten entstanden auch im Eurogebiet. Die Kurschwäche bei den Telekommunikationswerten spiegelte darüber hinaus offenbar eine verschlechterte Ertragslage einiger Unternehmen und einen anhaltenden Pessimismus über die längerfristige Rentabilität von Investitionen in Mobilfunklizenzen der dritten Generation wider sowie eine zunehmende Besorgnis über die Fähigkeit hochverschuldeter Unternehmen, angesichts des schwieriger gewordenen Finanzierungsumfelds an den Märkten für Unternehmensanleihen und Commercial Paper Mittel aufzutreiben.

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	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Kursveränderung											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
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
2002 Q1	8,5	2,1	1,6	10,4	4,1	-10,1	7,8	-3,2	-10,0	-0,4	1,6
April	-2,8	-6,6	2,8	-4,5	-1,3	-2,3	-2,5	-18,4	-11,2	0,5	-4,9
Mai	1,2	-1,7	-5,1	-2,9	-4,0	-5,9	-1,6	-14,8	-10,4	-4,1	-4,9
Ende März bis 5. Juni 2002	-4,0	-10,5	-4,6	-9,4	-8,8	-13,5	-6,3	-31,9	-24,2	-5,2	-12,3
Volatilität											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
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
2002 Q1	13,0	20,7	10,3	18,3	18,8	20,2	14,1	38,7	26,7	12,8	17,6
April	15,4	18,5	10,9	16,3	16,3	19,0	10,6	38,5	28,3	10,7	15,3
Mai	8,8	19,2	9,0	19,2	13,8	17,0	10,4	43,9	38,2	10,5	16,1
Ende März bis 5. Juni 2002	13,5	19,6	11,7	18,9	16,3	21,3	11,0	40,2	33,0	11,7	16,7

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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

2 Preisentwicklung

Für Mai 2002 Rückgang der Teuerungsrate nach dem HVPI hauptsächlich aufgrund von Basiseffekten erwartet

Für Mai 2002 wird der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge ein Rückgang der HVPI-Inflationsrate auf 2,0 % erwartet (siehe Tabelle 4). Dieser Rückgang dürfte im Wesentlichen auf die niedrigeren Jahresänderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel infolge des starken Preisanstiegs im selben Monat des Vorjahres zurückzuführen sein. Auch die weitere Abschwächung des durch die ungünsti-

gen Witterungsverhältnisse zum Jahresanfang ausgelösten Anstiegs der Nahrungsmittelpreise sowie das leichte Sinken der Ölpreise im Mai dürften zu diesem Rückgang beigetragen haben. Genaue Angaben zur Entwicklung der HVPI-Komponenten im Mai liegen derzeit allerdings noch nicht vor.

Im April 2002, dem letzten Monat, für den detaillierte Angaben vorliegen, betrug die Jahresteuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet 2,4 % und war somit höher als ursprünglich von Eurostat auf der Grundlage einer unvollständigen Ländererhebung geschätzt, aber um 0,1 Prozentpunkte niedri-

Tabelle 4

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	3,1	2,4	2,1	2,6	2,0	2,7	2,5	2,5	2,4	2,0
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	3,4	2,3	1,7	2,2	1,6	2,4	2,1	2,0	2,0	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,5	4,9	5,1	4,7	4,9	4,6	5,6	4,8	4,2	3,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,8	2,7	3,3	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3	3,3	3,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,0	8,3	7,9	6,7	7,0	6,3	8,4	7,1	5,5	4,1	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	2,7	1,0	0,2	0,9	0,2	0,9	0,8	1,0	1,2	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	1,4	0,9	1,6	1,8	1,6	1,7	1,9	1,8	1,8	.
Energie	2,4	13,3	2,7	7,2	1,1	-4,1	-2,0	-4,6	-1,8	-2,8	-1,5	-0,5	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,4	2,5	2,8	3,1	2,8	3,0	3,0	3,2	3,0	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	3,6	1,4	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-1,1	-0,8	-0,7	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,4	1,0	2,6	2,6	2,5	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	0,9	1,5	0,1	0,2	0,2	-0,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,3	2,6	2,7	2,8	2,7	2,9	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,2	3,4	3,2	2,9	3,5	3,0	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	31,7	29,0	22,4	24,6	21,5	22,6	23,5	27,9	29,3	28,1
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-3,0	-10,4	-15,6	-3,3	-12,3	-6,2	-3,7	0,0	-1,1	-6,5

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

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

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

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

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

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

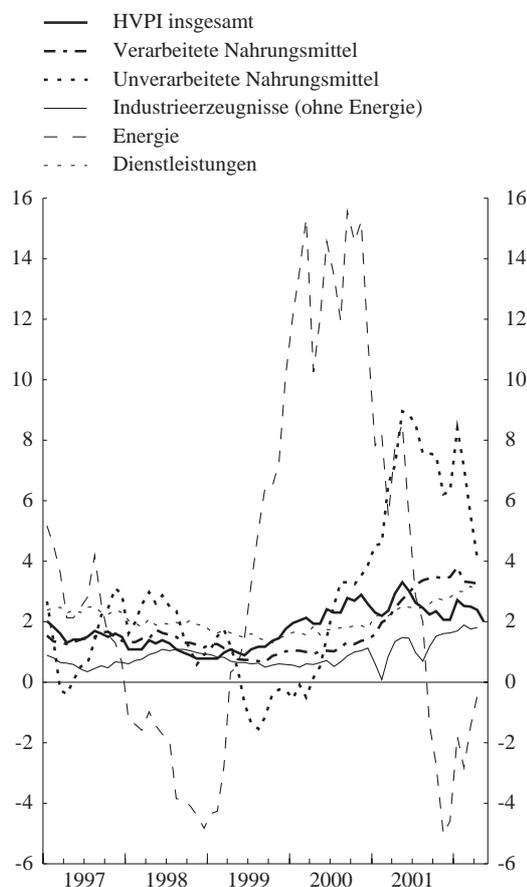
6) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Dezember 1998. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

ger als im Vormonat. Dieses Ergebnis ist hauptsächlich auf gesunkene Jahresänderungsraten der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und in geringerem Maße der Dienstleistungspreise zurückzuführen, wobei diese Rückgänge teilweise durch die Entwicklung der Energiepreise ausgeglichen wurden. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag im vierten Monat in Folge unverändert bei 2,6 %.

Der Rückgang der Energiepreise gegenüber dem Vorjahr verlangsamte sich im April 2002 um 1 Prozentpunkt auf 0,5 % (siehe Abbildung 24). Dieser gemäßigte Rückgang ist

Abbildung 24 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.

auf den Anstieg der Energiepreise im April 2002, hauptsächlich bei Kraftstoffen und Brenn- und Schmierstoffen für den Personenkraftverkehr, zurückzuführen und entspricht dem Anstieg der Ölpreise.

Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel waren im April des laufenden Jahres 4,1 % höher als im April 2001, nachdem sie im März im Vorjahresvergleich um 5,5 % gestiegen waren. Dieser Rückgang hängt insbesondere mit einem Basiseffekt zusammen (nämlich dem starken Anziehen der Fleischpreise im April 2001 aufgrund gesundheitlicher Bedenken im Zusammenhang mit bestimmten Nahrungsmitteln). Darüber hinaus spiegelt er das allmähliche Nachlassen eines früheren Aufwärtendrucks auf die Gemüsepreise aufgrund der ungünstigen Witterungsbedingungen wider, die zu Jahresbeginn in einigen Ländern des Euro-Währungsraums herrschten. Auch bei der Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel war ein Rückgang zu verzeichnen, und zwar von 3,3 % im März auf 3,2 % im April 2002.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) lag im April bei 1,8 % und blieb somit gegenüber dem Vormonat unverändert. Bei der Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise war erstmals in diesem Jahr ein Rückgang zu verzeichnen, und zwar um 0,2 Prozentpunkte auf 3,0 % im April. Diese Entwicklung ist teilweise auf die Umkehrung der im März 2002 beobachteten Aufwärtsentwicklung der Jahresänderungsrate der Preise für Pauschalreisen aufgrund der zeitlichen Lage der Osterferien zurückzuführen. Dagegen hat sich die im März verzeichnete Aufwärtsbewegung der Jahresänderungsrate der Preise in der Gastronomie nicht umgekehrt, was zum Teil mit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen zusammenhängen dürfte.

Rückgang der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise im April 2002 verlangsamt

Der Rückgang der Preise für Industrieerzeugnisse im Euro-Währungsgebiet verlang-

samte sich im April um 0,1 Prozentpunkte auf 0,7 %. Dies ist im Wesentlichen auf die Entwicklung der Vorleistungsgüterpreise zurückzuführen, die im April im Vorjahresvergleich um 1,2 % sanken, nachdem sie im Vormonat um 1,7 % zurückgegangen waren. Obwohl sich die Energiepreise verglichen mit März um 0,8 % erhöhten, betrug der Rückgang der Energiepreise unverändert 3,9 % (siehe Abbildung 25).

Die Jahreswachstumsrate der Konsumgüterpreise ging im April noch etwas weiter zurück, wobei die Preise sowohl für Gebrauchsgüter als auch für Verbrauchsgüter niedrigere Steigerungsraten aufwiesen (1,5 % bzw. 1,0 %). Die Jahresänderungsrate der Investitionsgüterpreise ging ebenfalls leicht nach

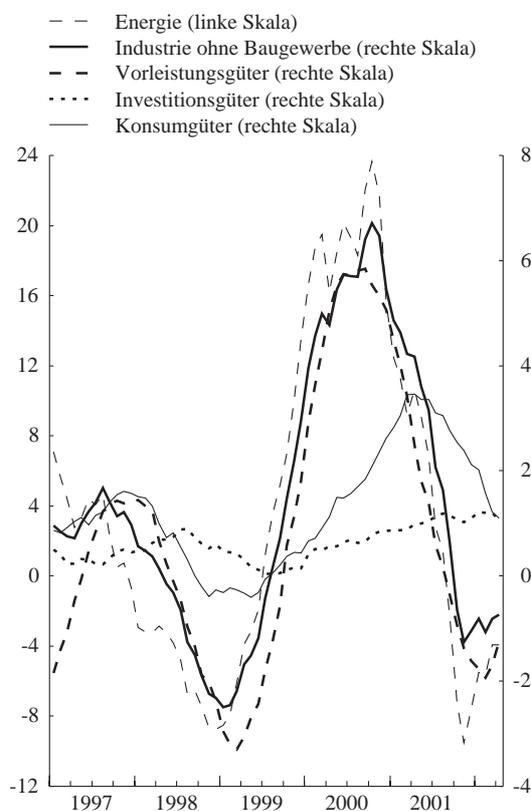
unten, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 %.

Die Entwicklung der Preise für Konsum- und Investitionsgüter deutet darauf hin, dass die indirekten Auswirkungen früherer Importpreissteigerungen weiter nachgelassen haben. Allerdings weisen die jüngsten Angaben darauf hin, dass der Rückgang der Jahresänderungsrate des Erzeugerpreisindex insgesamt Anfang des Jahres 2002 zum Stillstand kam, und zwar infolge des erneuten direkten Aufwärtsdrucks, der von den Rohstoffpreisen, insbesondere den Ölpreisen, ausging.

Was die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise

Abbildung 25 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

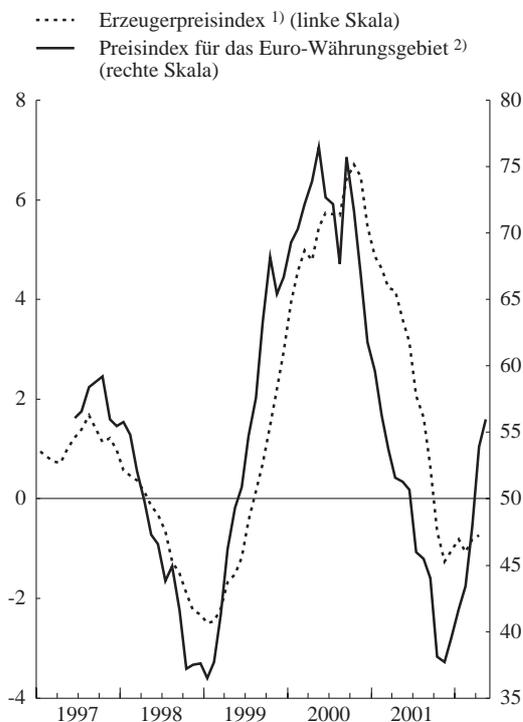


Quelle: Eurostat.

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

Abbildung 26 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.

betrifft, so lässt der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Reuters-Umfrage zum Purchasing Managers' Index ebenfalls auf höhere durchschnittliche Vorleistungspreise schließen, da er im Mai 2002 wieder angestiegen ist (siehe Abbildung 26). Den Umfrageteilnehmern zufolge ist der jüngste Anstieg weitgehend auf höhere Ölpreise sowie den allgemeinen Aufwärtstrend bei den Rohstoffpreisen zurückzuführen.

Im Jahr 2001 höhere Lohnstückkosten aufgrund der Konjunktorentwicklung bei der Produktivität und höherer Tarifabschlüsse

Die Jahresänderungsrate des Arbeitsentgelts je Arbeitnehmer stieg im vierten Quartal 2001 auf 2,9 %, verglichen mit 2,7 % im dritten Quartal. Verbunden mit einem kräftigen Rückgang der Arbeitsproduktivität, der die schwache wirtschaftliche Entwicklung im vierten Quartal 2001 widerspiegelt, führte diese Entwicklung zu einem Anstieg der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten um 0,9 Prozentpunkte auf 3,4 %. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitsentgelts je Arbeitnehmer lag 2001 bei durchschnittlich 2,7 % und somit 0,1 Prozentpunkte über ihrem Vorjahrsdurchschnitt. Infolgedessen betrug der Anstieg der Lohnstückkosten 2001 durchschnittlich 2,6 % und lag damit deutlich über dem Durchschnittswert von 1,0 % für das Jahr 2000.

In der zweiten Jahreshälfte 2002 Teuerungsraten von rund 2 % erwartet

Betrachtet man die nähere Zukunft, so hängen die kurzfristigen Inflationsaussichten wesentlich von der Ölpreisentwicklung und teilweise von der Wechselkursentwicklung des Euro ab. Was die sonstigen Faktoren betrifft, so dürften die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zu niedrigeren Inflationsraten beitragen, falls es zu einem weiteren Nachlassen der vergangenen Preissteigerungen kommt, die 2001 aufgrund gesundheitlicher Bedenken im Zusammenhang mit bestimmten Nahrungsmitteln und Anfang 2002 infolge der ungünstigen Witterungslage zu beobachten waren.

Abgesehen von der kurzfristigen Entwicklung dieser volatileren Komponenten des HVPI dürften die Inflationsaussichten ganz wesentlich von dem im Euro-Währungsgebiet entstehenden Aufwärtsdruck auf die Preise, insbesondere von der Lohnentwicklung, abhängen. In diesem Zusammenhang wird es darauf ankommen zu erkennen, dass die sich auf die Teuerungsrate nach dem HVPI auswirkenden Schocks vorübergehender Natur sind, und sicherzustellen, dass sie nicht zu einer Verfestigung der Inflationserwartungen führen, die Eingang in die Tarifabschlüsse finden (siehe Kasten 4). Weitere Informationen zum Ausblick auf die künftige Preisentwicklung finden sich im Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“.

Kasten 4

Die Häufung von HVPI-Schocks seit Beginn der dritten Stufe der WWU

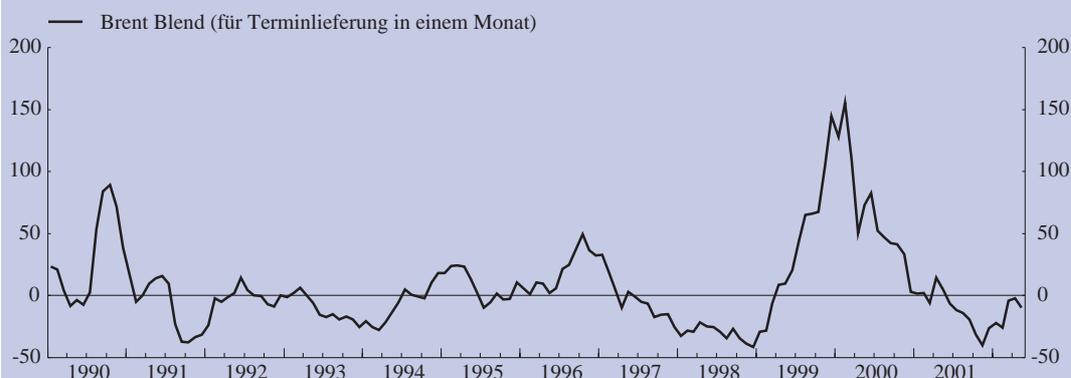
Wenngleich der Anstieg der Verbraucherpreise langfristig gesehen ein monetäres Phänomen ist, können kurzfristig Schocks auftreten, die zwar außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik liegen, aber dennoch beträchtliche und lang anhaltende Auswirkungen auf die Teuerungsrate haben können. Im Zeitraum vom Beginn der dritten Stufe der WWU (Januar 1999) bis April 2002 lag die durchschnittliche Jahresteuierungsrate im Euro-Währungsgebiet bei 2,0 %; dies entsprach der Obergrenze der von der EZB festgelegten Preisstabilitätsnorm. Bei der Betrachtung dieser Inflationsbilanz ist zu berücksichtigen, dass die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet einer Reihe von negativen Schocks von vorübergehender Natur unterworfen war, von denen ein beträchtlicher Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate ausging. Es lässt sich allerdings schwer beurteilen, inwieweit diese aufeinander folgenden Schocks eine außergewöhnliche Entwicklung darstellen. In diesem Kasten werden daher die wichtigsten Schocks betrachtet, die die HVPI-

Inflation seit Januar 1999 beeinflusst haben, und vor dem Hintergrund der Kosten- und Preisentwicklung im gesamten Zeitraum von Anfang 1990 bis Anfang 2002 analysiert.

Zu den Faktoren, die die Inflationsraten seit Januar 1999 am stärksten beeinflusst haben, zählen die Ölpreisentwicklung sowie Veränderungen der Importpreise (die sowohl die Entwicklung des Euro-Wechselkurses als auch der Preise außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerspiegeln). Darüber hinaus ging in jüngster Zeit von zwei weiteren Faktoren, nämlich Witterungsschwankungen und – stärker noch – Tierkrankheiten, ein erheblicher Preisauftrieb aus. Die Abbildungen A und B zeigen die Jahresänderungsrate der Ölpreise in % (in US-Dollar) bzw. den Index der Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie).¹

Abbildung A: Ölpreise

(US-Dollar, Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung B: Index für Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnung.

Die Abbildungen A und B weisen auf zwei recht bemerkenswerte Entwicklungen hin, die den Zeitraum von Mitte 1999 bis Ende 2000 kennzeichneten. Erstens erreichten die Ölpreise und der Index der Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie) in dieser Zeit ihre höchsten Jahreswachstumsraten während des gesamten Beobachtungszeitraums. Insbesondere lag die Jahresänderungsrate der Ölpreise im Zeitraum von Dezember 1999 bis Februar 2000 bei fast 150 % und war damit erheblich höher als in jedem anderen Monat seit 1990. Zum Zweiten war der Ende 1999 einsetzende Anstieg der Ölpreise und des Index der

¹ Diese Faktoren werden im Aufsatz „Preis- und Kostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet: ein Überblick“ im Monatsbericht vom August 2000 beschrieben.

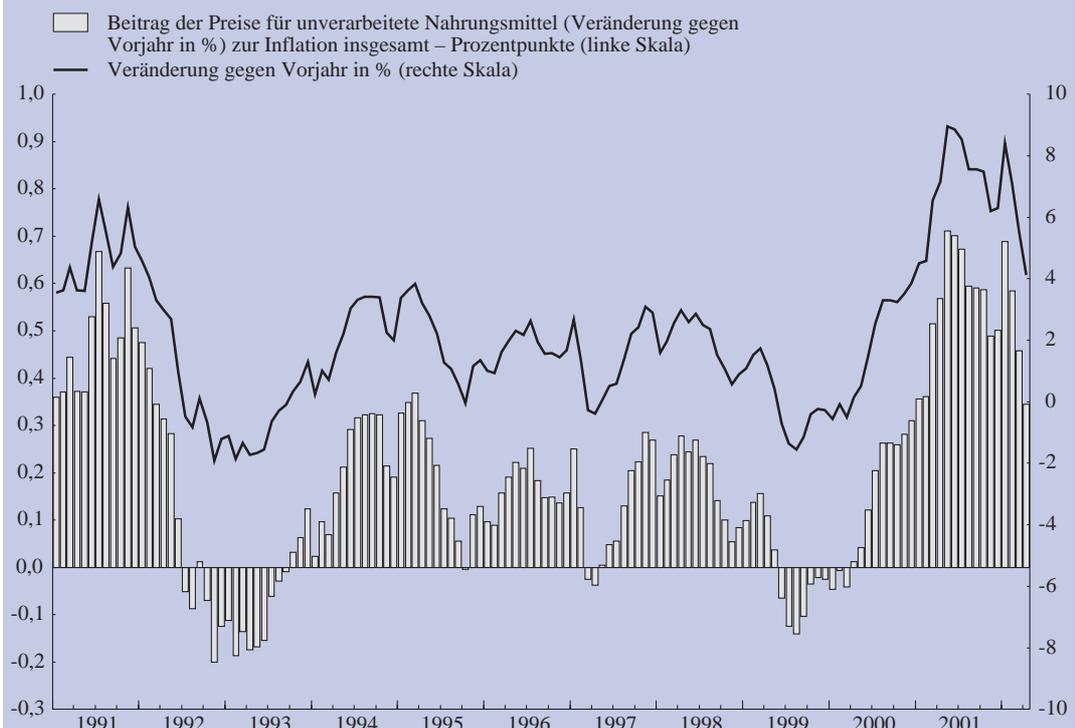
² Dieser Posten umfasst die Preise für Fleisch, Fisch, frisches Obst und Gemüse.

Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie) von relativ langer Dauer. Beispielsweise belief sich die Jahressteigerungsrate der Ölpreise während des gesamten Zeitraums von Juni 1999 bis November 2000, d. h. während 18 Monaten in Folge, auf über 20 %. Im Zeitraum von Januar 2000 bis Januar 2001 lag die jährliche Wachstumsrate des Index der Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie) unverändert bei knapp 10 %. Bei diesen Kostenindikatoren war es zuvor während des gesamten Beobachtungszeitraums nie zu einer derartig lang anhaltenden Periode mit hohen Steigerungsraten gekommen, insbesondere was die Ölpreise betrifft.

Darüber hinaus deuten die Abbildungen A und B – wie auch die jüngsten Entwicklungen zeigen – darauf hin, dass der Einfluss der Öl- und Einfuhrpreise (ohne Energie) auf die Inflation seit 2001 deutlich zurückgegangen ist. Diese Abschwächung des von den Ölpreisen und den Einfuhrdurchschnittswerten (ohne Energie) ausgehenden Preisauftriebs traf jedoch mit einem beträchtlichen Preisdruck bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln aufgrund gesundheitlicher Bedenken im Zusammenhang mit Tierkrankheiten im Jahr 2001 zusammen. Die Bedeutung des von Tierkrankheiten (insbesondere BSE) im Jahr 2001 ausgelösten Schocks auf die HVPI-Inflation ist aus der Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel² in einer erweiterten Perspektive ersichtlich. In Abbildung C wird die jährliche Wachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und der Beitrag eines Anstiegs dieser Preise zur HVPI-Preissteigerung insgesamt dargestellt. Die Jahressteigerungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel war in den Monaten von April bis Oktober 2001 besonders hoch und verharrte in diesem Zeitraum bei knapp 8 %. Auch bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel blieben die hohen Steigerungsraten dieses Indikators, die zeitliche Dauer des Schocks und dessen Beitrag zur statistisch ausgewiesenen Inflationsrate im Jahr 2001 (siehe Abbildung C) in diesem erweiterten Zusammenhang bislang ohne Beispiel.

Abbildung C: Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Beitrag zur Preissteigerung insgesamt nach dem HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die HVPI-Daten zum Preisniveau für unverarbeitete Nahrungsmittel sind seit 1990 verfügbar.

Betrachtet man die Abbildungen A, B und C zusammen, bestätigt sich, dass die negativen Schocks, denen die HVPI-Inflation in der jüngsten Zeit unterworfen war, sowohl beträchtlich als auch beispielloser hinsichtlich ihres Zusammentreffens in einem relativ kurzen Zeitraum waren (d. h. von Mitte 1999 bis Ende 2001). Dadurch wird unterstrichen, wie außergewöhnlich der Zeitraum nach Beginn der dritten Stufe der WWU war hinsichtlich der Häufung von Schocks, die einen Preisauftrieb verursachten.

Insgesamt gesehen wurde die Preisentwicklung seit Januar 1999 von einer Reihe von negativen aber spezifischen Schocks geprägt. Diese Schocks waren für die geldpolitisch Verantwortlichen nicht vorhersehbar und ließen sich kurzfristig nicht korrigieren. Die Auswirkungen dieser Schocks, die früher oder später nachlassen dürften, werden von den geldpolitisch Verantwortlichen bei der mittelfristigen Ausrichtung ihrer Politik berücksichtigt. Aus diesem Grund dürften sie die Aussichten für die Preisstabilität nicht längerfristig beeinträchtigen. Die Häufung von Schocks, die alle in eine Richtung wirken, macht die Beurteilung der Situation allerdings deutlich schwieriger als im Standardfall eines einmaligen Schocks. Falls sich vergangene Preisauftriebstendenzen – unabhängig davon, dass sie aus dem außergewöhnlichen Zusammentreffen spezifischer Faktoren herrühren – verfestigen sollten, so wäre dies für die EZB ein Anlass zur Besorgnis. Durch die jüngsten Vorausschätzungen zur Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet, die Entwicklung der Indikatoren für die Inflationserwartungen und die Tarifabschlüsse werden derartige Besorgnisse weder bestätigt noch gänzlich zerstreut. Es ist daher im Moment besonders wichtig, die Entwicklung dieser die Preisperspektiven bestimmenden Schlüsselfaktoren weiterhin aufmerksam zu verfolgen.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Reales BIP im ersten Quartal 2002 gestiegen

Die erste von Eurostat veröffentlichte Schätzung zum realen Bruttoinlandsprodukt im Euro-Währungsgebiet bestätigt, dass Anfang des laufenden Jahres wieder ein Wachstum zu verzeichnen war. Das reale BIP dürfte demnach im ersten Vierteljahr 2002 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen sein, nachdem es im Schlussquartal 2001 um 0,3 % gesunken war (siehe Tabelle 5). Ferner gehen die korrigierten Schätzungen nunmehr davon aus, dass die vierteljährlichen Wachstumsraten vom zweiten bis vierten Quartal 2001 jeweils 0,1 Prozentpunkte unter den vorherigen Berechnungen lagen. Die Quartalsrate des realen BIP im Euroraum hätte im ersten Vierteljahr 2002 sogar 0,3 % betragen, wenn die Angaben zu Belgien und Spanien, die bei der Berechnung der Gesamtergebnisse für den Euroraum durch Eurostat noch nicht vorlagen, berücksichtigt worden wären.

Ausschlaggebend für die Zunahme des realen BIP im ersten Quartal 2002 war der positive

Wachstumsimpuls des Außenbeitrags, der die negativen Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen und der inländischen Verwendung (ohne Vorratsveränderungen) mehr als wettmachte. Der Außenbeitrag steuerte im Berichtszeitraum im Vergleich zum Vorquartal +0,7 Prozentpunkte zum realen BIP-Wachstum bei. Dies war zurückzuführen auf ein aufgrund der anhaltenden weltwirtschaftlichen Erholung deutlich beschleunigtes Exportwachstum (0,9 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor) sowie auf einen Einbruch beim Importwachstum (-1,1 % im Quartalsvergleich), der teilweise mit dem Rückgang der Anlage- und Vorratsinvestitionen im selben Zeitraum zusammenhing. Mit -0,2 Prozentpunkten fiel der Beitrag der inländischen Verwendung (ohne Vorratsveränderungen) zum Wachstum des realen BIP im ersten Vierteljahr 2002 zum dritten Mal in Folge negativ aus. Die in den letzten Quartalen zu beobachtende Abschwächung der inländischen Nachfrage war dem allmählichen Wachstumsrückgang bei den privaten Konsumausgaben und den Anlageinvestitionen zuzuschreiben. Die Konsumausgaben sanken in realer Rechnung im ersten

Vierteljahr 2002 weiter, und zwar um 0,2 % im Quartalsvergleich. Dies war unter anderem auf die Auswirkung der gestiegenen Teuerung auf das real verfügbare Einkommen und die ungünstige Arbeitsmarktlage zurückzuführen. Das Investitionswachstum fiel im ersten Quartal wie auch schon in allen vier Quartalen des vergangenen Jahres negativ aus (-0,7 % gegenüber dem Vorquartal). Auch der Beitrag der Vorratsveränderungen zum realen BIP-Wachstum schlug mit -0,3 Prozentpunkten im ersten Vierteljahr negativ zu Buche. (Ein Vergleich der Wachstumsbeiträge der einzelnen Verwendungskomponenten in den Konjunkturschwächen von 1998 und 2001 ist Kasten 5 zu entnehmen.)

Die aktuellen Daten zur Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet zeigen, dass im ersten Quartal 2002 ein kräftiger Aufschwung

zu verzeichnen war, der mit der deutlichen Stimmungsaufhellung im verarbeitenden Gewerbe in diesem Zeitraum in Einklang steht. Im März 2002 nahm die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) um 0,8 % gegenüber dem Vormonat zu. Im Februar war sie um 0,1 % sowie im Januar 2002 und Dezember 2001 um jeweils 0,3 % gestiegen (siehe Tabelle 6). Im Quartalsvergleich wurde die Produktion im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres um 0,6 % ausgeweitet, nachdem sie im Gesamtjahr 2001 rückläufig und im Schlussquartal 2001 besonders stark gesunken war (-1,7 %). Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass der Aufschwung der letzten Monate offenbar noch nicht in allen Sektoren Fuß gefasst hat. So ließ z. B. die Produktion in der Vorleistungsgüterindustrie im März dieses Jahres weitere Anzeichen einer Belebung erkennen, während

Tabelle 5

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1999	2000	2001	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,7	3,5	1,5	2,5	1,6	1,3	0,3	0,1	0,5	0,0	0,1	-0,3	0,2
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,4	3,0	0,8	1,8	1,1	0,7	-0,4	-0,8	-0,1	0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Private Konsumausgaben	3,3	2,5	1,7	1,9	1,7	1,8	1,5	0,3	1,0	0,4	0,1	-0,1	-0,2
Konsumausgaben des Staats	2,1	1,9	2,2	2,3	2,4	2,3	1,9	1,3	0,8	0,4	0,2	0,5	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	5,9	4,7	-0,5	1,6	0,2	-1,7	-2,2	-2,4	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7
Vorratsveränderungen ^{3),4)}	-0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1	-0,7	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,6	-0,2	0,3	0,0	0,7
Exporte ⁵⁾	5,3	12,2	2,5	7,7	4,5	0,9	-2,8	-1,7	-0,2	-0,8	-0,5	-1,3	0,9
<i>darunter:</i> Waren	5,0	12,3	2,5	8,3	4,1	1,1	-2,8	.	0,1	-1,3	-0,2	-1,4	.
Importe ⁵⁾	7,4	10,9	0,8	6,1	3,2	-1,0	-4,8	-4,1	-1,9	-0,3	-1,4	-1,3	-1,1
<i>darunter:</i> Waren	7,3	11,3	0,5	6,4	3,1	-1,5	-5,4	.	-2,6	-0,3	-1,5	-1,2	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,3	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,6	0,8	-1,4	0,1	1,1	-0,4	0,0
Industrie	1,4	4,1	0,5	2,7	1,0	0,2	-1,9	-2,1	0,9	-1,0	-0,2	-1,5	0,7
Dienstleistungen	3,1	3,8	2,3	2,9	2,5	2,2	1,7	1,5	0,6	0,4	0,4	0,3	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	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2001	2001	2001	2002	2002
			Jan.	Febr.	März	Jan.	Febr.	März	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.
							Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt			
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	5,5	0,2	-2,9	-3,4	-2,4	0,3	0,1	0,8	-1,4	-1,7	-1,5	-0,4	0,6
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	6,0	0,0	-3,8	-4,1	-3,0	0,6	0,3	0,3	-2,1	-2,5	-2,3	-0,6	0,6
Vorleistungsgüter	6,0	-0,9	-3,6	-3,1	-1,1	1,6	1,5	0,9	-2,0	-2,5	-2,3	-0,2	2,1
Investitionsgüter	9,3	1,2	-6,6	-7,8	-6,9	-0,4	-0,8	-0,2	-2,0	-2,4	-2,8	-2,2	-1,7
Konsumgüter	2,3	0,1	-0,8	-1,3	-1,5	-1,0	0,7	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-0,7	-0,6
Gebrauchsgüter	6,2	-2,8	-7,4	-7,2	-8,3	-1,8	-0,8	-2,6	-3,8	-2,9	-1,8	0,2	-1,5
Verbrauchsgüter	1,6	0,7	0,5	-0,1	0,0	-0,8	1,0	-0,2	-0,8	-1,5	-1,6	-0,9	-0,4
Energie	1,6	0,9	2,3	1,3	1,9	-2,1	-0,7	2,1	-0,5	0,7	2,1	2,0	0,6
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,1	-4,0	-4,0	-3,5	0,4	0,5	0,1	-1,7	-2,3	-2,2	-0,9	0,4

*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).*

gleichzeitig die Erzeugung in der Investitions- und Konsumgüterbranche zurückging. Die Abnahme der Investitionsgüterproduktion im ersten Quartal um 1,7 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor ist jedoch vor dem Hintergrund einer Quartalsrate von -2,4 % im Schlussquartal 2001 zu sehen. Diese Entwicklung deutet daher darauf hin, dass die Talsohle in diesem Sektor bereits erreicht sein könnte. Ein ähnlicher Eindruck ergibt sich auch beim Konsumgüterausstoß.

Zuversicht in der Industrie im Mai weiter gestiegen, im Dienstleistungssektor jedoch weitgehend unverändert

Die jüngsten Vertrauensindikatoren für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet zeigen, dass der Aufschwung sich im zweiten Quartal dieses Jahres fortsetzte, lassen jedoch auch eine gewisse noch verbleibende Unsicherheit über das Ausmaß dieser Konjunkturbelebung erkennen. Im Mai 2002 stieg der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum weiter auf 51,5 Indexpunkte (siehe Abbil-

dung 27). Damit erhöhte er sich im siebten Monat in Folge und deutet seit April 2002 auf eine Ausweitung der Produktion in diesem Sektor hin. Wie schon im April legte der Einkaufsmanager-Index im Mai allerdings weniger stark zu als im Verlauf des ersten Vierteljahres. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission stieg die Zuversicht in der Industrie des Euroraums im Mai deutlich an, nachdem sie im April unverändert geblieben war (siehe Tabelle 7). Die Wachstumsrate im zweiten Quartal liegt bisher jedoch unter der Rate des Vorquartals, als sich die Stimmung in der Industrie deutlich aufhellte. Somit könnten die jüngsten Ergebnisse auch auf eine gewisse Unsicherheit über das Ausmaß der Erholung in der Industrie hinweisen. Dies wird durch die Umfrageergebnisse zu den Produktionserwartungen bestätigt, die im Mai unverändert blieben, während sich die anderen beiden Indexkomponenten, die sich auf die Auftragslage und die Fertigwarenlager beziehen, verbesserten.

Die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe lag im April 2002 bei 80,7 % und

war damit etwas niedriger als im Januar dieses Jahres (siehe Tabelle 7). Die Auslastungsquoten setzen also den seit Anfang 2001 beobachteten Abwärtstrend fort, wenngleich der Rückgang im ersten Quartal 2002 weniger ausgeprägt war.

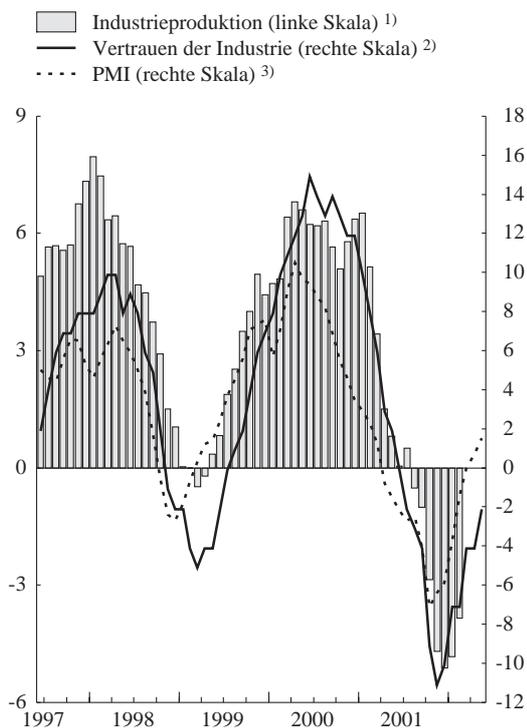
Die jüngsten Angaben zur Zuversicht im Dienstleistungssektor bestätigen ebenfalls den Eindruck der Unsicherheit hinsichtlich des Ausmaßes der Konjunkturbelebung. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor blieb im Mai unverändert, nachdem er im April leicht gesunken war. Der

klare und anhaltende Aufwärtstrend von November 2001 bis März 2002 dürfte damit zum Stillstand gekommen sein.

Weiterhin uneinheitliche Angaben zum privaten Verbrauch

Die Indikatoren zu den privaten Konsumausgaben zeichnen nach wie vor ein uneinheitliches Bild von der Entwicklung in der ersten Jahreshälfte 2002 (siehe Abbildung 28). Das vierteljährliche Umsatzwachstum im Einzelhandel betrug im ersten Quartal des laufenden Jahres 0,5 %, verglichen mit durchschnittlich 0,3 % im letzten Jahr. Dagegen brachen die Pkw-Neuzulassungen im ersten Vierteljahr 2002 im Quartalsvergleich um 5,5 % ein,

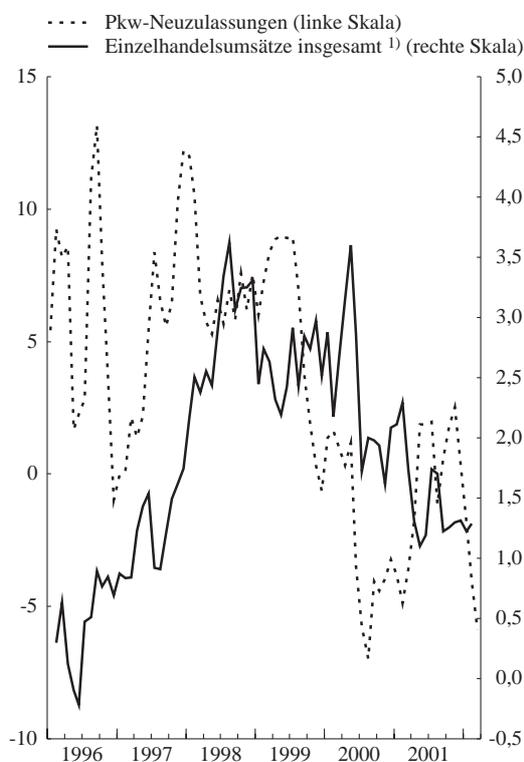
Abbildung 27
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
(Monatswerte)



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.

Abbildung 28
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (European Automobile Manufacturers Association, Brüssel).
Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.
1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

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

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

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

nachdem sie im Schlussquartal 2001 noch um 1,4 % zugenommen hatten. Dieser Rückgang setzte sich auch im April 2002 fort.

Die jüngsten Ergebnisse aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zeigen, dass das Verbrauchervertrauen im Mai 2002 kräftig gestiegen ist. Damit übertraf der entsprechende Indikator seinen Stand von September 2001. Somit gibt es nun deutlichere Anzeichen für eine Erholung, nachdem der Vertrauensindikator seit November 2001, als das Verbrauchervertrauen seinen Tiefstand erreichte, einen eher volatilen Verlauf aufgewiesen hatte. Im Mai verbesserten sich alle Komponenten des Vertrauensindikators für die Verbraucher, wobei insbesondere die künftige allgemeine Wirtschaftslage optimistischer eingeschätzt wurde. Allerdings stiegen die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der eigenen finanziellen Situation im Mai nur geringfügig, nachdem sie zwei Monate lang gesunken waren. Bisher lässt diese Indexkomponente noch

keine deutliche Trendwende erkennen. Die Zuversicht im Einzelhandel blieb im Mai unverändert auf dem Stand der letzten drei Monate. Somit gibt es in dieser Branche noch keine Anzeichen für einen Vertrauensumschwung.

Hinweise auf allmähliche Wachstumsbelebung in diesem Jahr trotz gewisser Restunsicherheit

Insgesamt bestätigen die jüngsten Angaben überwiegend den Eindruck einer schrittweisen Konjunkturbelebung im Jahresverlauf, sodass im zweiten Halbjahr 2002 in etwa das Potenzialwachstum erreicht werden dürfte. Allerdings ist nun davon auszugehen, dass die inländische Nachfrage in der ersten Jahreshälfte eine etwas geringere Rolle spielen wird, während die Exporte die konjunkturelle Erholung in der Anfangsphase stärker unterstützen könnten. Obwohl der Beitrag der Vorratsveränderungen zum realen BIP-

Kasten 5

Vergleich der 1998 und 2001 im Euro-Währungsgebiet beobachteten Konjunkturschwächen

Die jüngsten Informationen zum Euroraum deuten darauf hin, dass die Wirtschaft zur Jahreswende auf den Wachstumspfad zurückgekehrt ist. Der 2001 im Eurogebiet verzeichnete Konjunktüreinbruch unterschied sich deutlich von der Abkühlung im Jahr 1998. Dieser Kasten geht kurz auf die Besonderheiten des Abschwungs im letzten Jahr ein und beleuchtet die Unterschiede gegenüber der 1998 beobachteten Abschwächung anhand eines Vergleichs der unterschiedlichen Entwicklung der Wachstumsbeiträge der Hauptkomponenten sowohl auf der Verwendungsseite als auch auf der Entstehungsseite des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP).

Die konjunkturelle Abkühlung von 1998: schwache Auslandsnachfrage bei stabiler inländischer Nachfrage

Die Wachstumsabschwächung im Euroraum von 1998 war weniger stark ausgeprägt als die im letzten Jahr verzeichnete Verlangsamung. Die Entwicklung der Konjunkturschwäche von 1998 war in erster Linie von der gedämpften Auslandsnachfrage geprägt. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels ging deutlich zurück, während der Beitrag der inländischen Verwendung weitgehend stabil war (siehe Abbildung links). Die Krise in den Schwellenländern, die zur Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums beitrug, hatte auch einige ungünstige Auswirkungen auf das Exportwachstum im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998. Dagegen war die Importentwicklung dank des stabilen Wachstums der inländischen Nachfrage weit geringer betroffen und entwickelte sich daher nicht parallel zum rückläufigen Ausfuhrwachstum. Die Inflationsrate, die 1998 unter anderem aufgrund von Lohnmäßigung, sinkenden Ölpreisen und Deregulierung zurückging, stärkte das Wachstum des real verfügbaren Einkommens und das Verbrauchervertrauen und machte die negativen Auswirkungen der außenwirtschaftlichen Entwicklung auf das Stimmungsbarometer in der Industrie mehr als wett. Daher stieg der Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage 1998 gegenüber dem Vorjahr kräftig an, während sich der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags gleichzeitig ins Negative kehrte.

Diese Entwicklungen schlugen sich im stabilen Wachstumsbeitrag der realen Wertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen und im schwächeren Wachstumsimpuls der realen Wertschöpfung in der Industrie nieder, worin die hohe Abhängigkeit der Industrie vom außenwirtschaftlichen Umfeld zum Ausdruck kommt (siehe Abbildung rechts).

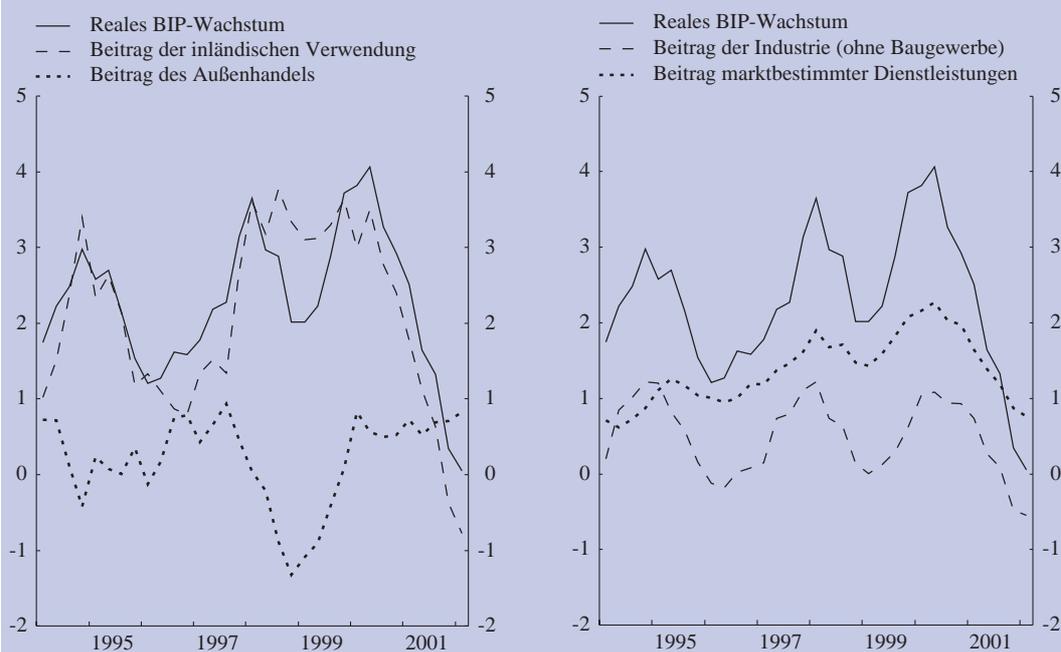
Die Konjunkturschwäche 2001: ausgelöst durch die schwache inländische Nachfrage und die gedämpfte Exportdynamik

Das reale BIP nahm 2001 um 1,5 % und damit nicht einmal halb so stark wie im Vorjahr zu. Die konjunkturelle Verlangsamung war geprägt durch einen Einbruch des Wachstumsbeitrags der inländischen Verwendung, der auf verschiedene ungünstige Entwicklungen zurückzuführen war. Zum einen dämpfte die aufgrund steigender Energie- und Nahrungsmittelpreise relativ hohe Teuerungsrate das Wachstum des real verfügbaren Einkommens, was die Zunahme der Konsumausgaben bremste. Zum anderen führten die gegen Ende 2000 von den Vereinigten Staaten ausgehende Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds und anschließend die Terroranschläge vom 11. September 2001 zu einer erheblichen Zunahme der Unsicherheit bei Verbrauchern und Anlegern gleichermaßen. Dagegen blieb der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags 2001 im Vorjahresvergleich weitgehend unverändert. Dies lag allerdings nicht an einem anhaltenden Ausfuhrwachstum. Vielmehr wurde das wegen der schwächeren weltwirtschaftlichen Entwicklung deutlich gesunkene Exportwachstum durch einen ähnlich starken durch die gedämpfte inländische Nachfrage bedingten Rückgang des Importwachstums ausgeglichen.

Auf der Entstehungsseite des realen BIP führten diese Entwicklungen 2001 zu einem erheblich geringeren Wachstumsbeitrag der Industrie und der marktbestimmten Dienstleistungen. Der Wachstumsimpuls der realen Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) fiel aufgrund der rückläufigen Inlands- und Auslandsnachfrage schwächer aus, und der Wachstumsbeitrag der realen Wertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen ging 2001 vor allem wegen der gedämpften inländischen Nachfrage drastisch zurück.

Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet und Wachstumsbeiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten)



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

Insgesamt lassen sich drei wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Konjunkturschwächen der Jahre 1998 und 2001 erkennen, die erklären, warum die erste weniger stark ausgeprägt war als die zweite. Erstens ging die inländische Nachfrage 2001 im Vorjahrsvergleich deutlich zurück, während sie 1998 stabil geblieben war. Zweitens spielte zwar die schwache Auslandsnachfrage bei beiden Abschwungsphasen eine Rolle, doch waren die negativen Auswirkungen 2001, als die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds von den Vereinigten Staaten ausging und dann auch auf andere Länder übergrieff, stärker als 1998, als sie sich auf die Schwellenländer beschränkten. Infolgedessen fiel der Wachstumsrückgang der Auslandsnachfrage 2001 deutlich größer aus als 1998. Drittens war die Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2001, anders als 1998, auch einer Reihe von spezifischen Schocks ausgesetzt, wie etwa dem erheblichen Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise, dem Einbruch im hochproduktiven Informations- und Kommunikationssektor der Vereinigten Staaten (der aufgrund der besonders globalen Ausrichtung dieses Sektors international eine erhebliche Kettenreaktion auslöste) und den Ereignissen vom 11. September.

Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass diese Unterschiede auch in der Entwicklung der jeweiligen Wachstumsbeiträge der Industrie (ohne Baugewerbe) und der marktbestimmten Dienstleistungen zum Ausdruck kommen. Sowohl 1998 als auch 2001 führte die rückläufige Exporttätigkeit zu einem schwächeren Wachstumsimpuls der realen Wertschöpfung in der Industrie, die besonders empfindlich auf Änderungen des außenwirtschaftlichen Umfelds reagiert. Dagegen blieb der Wachstumsbeitrag der realen Wertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen 1998 stabil, während er 2001 deutlich zurückging.

Wachstum im ersten Quartal des laufenden Jahres negativ ausfiel, wird erwartet, dass in naher Zukunft positive Wachstumsimpulse von den Vorratsveränderungen ausgehen werden, wenn die Industrieproduktion anhaltend wächst und sich die Umsatzzahlen im Einzelhandel verbessern.

Die aktuellen Informationen signalisieren jedoch auch eine gewisse Restunsicherheit über das Ausmaß des Aufschwungs. Dies gilt insbesondere für die Entwicklung der Konsumausgaben und der Investitionen, für die die verfügbaren Angaben noch uneinheitlich sind. Des Weiteren bestehen mittelfristig noch einige Risiken im Zusammenhang mit der künftigen Ölpreisentwicklung und einer möglichen Korrektur bestehender Ungleichgewichte in anderen Teilen der Welt. Eine eingehendere Erörterung der Wachstumsaussichten ist dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.

Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2002 offenbar verlangsamt

Nach den verfügbaren nationalen Statistiken dürfte sich das Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2002 im Vergleich zum vierten Quartal 2001, als eine vierteljährliche Wachstumsrate von 0,3 % zu verzeichnen war, verlangsamt haben (siehe Tabelle 8). Das Beschäftigungswachstum gegenüber dem Vorjahr sank im Schlussquartal 2001 auf 0,9 % und war somit um 0,3 Prozentpunkte niedriger als im Vorquartal. Da zwischen der konjunkturellen Entwicklung und dem Nettozuwachs an Arbeitsplätzen eine gewisse Wirkungsverzögerung besteht, dürfte sich die jüngste Konjunkturbelebung erst gegen Ende des laufenden Jahres in der Arbeitsmarktentwicklung niederschlagen.

Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Beschäftigungswachstum in den einzelnen Sektoren im Euroraum liegen für das erste Quartal 2002 noch nicht vor.

Tabelle 8
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

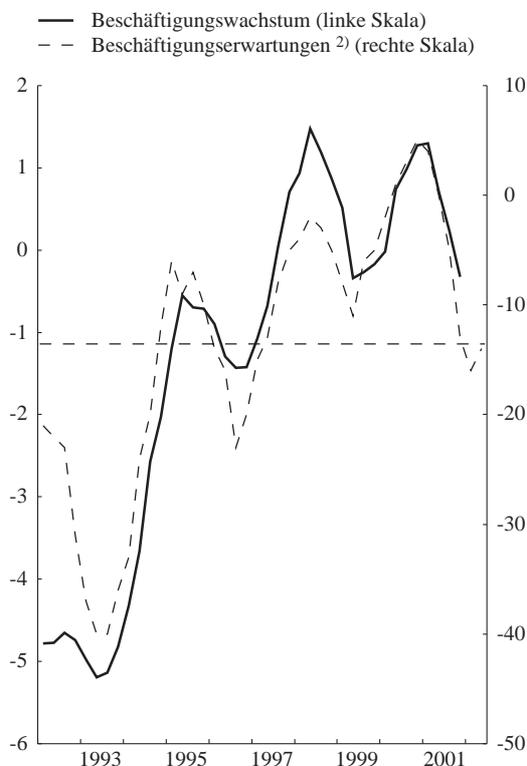
3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.

5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.

Wie in der letzten Ausgabe des Monatsberichts ausgeführt, verzeichneten alle Sektoren mit Ausnahme der Industrie (ohne Baugewerbe) im vierten Quartal 2001 gegenüber dem Vorquartal höhere vierteljährliche Zuwachsraten der Beschäftigung. Entsprechend dem Produktionsrückgang in der Industrie im Schlussquartal des letzten Jahres nahm die Beschäftigung in diesem Sektor im dritten Quartal in Folge ab, wohingegen im Baugewerbe ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen war. Außerdem führte die weiterhin lebhaftere Konjunktur im Teilsektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ im letzten Quartal 2001 zu einem Anstieg des Beschäftigungswachstums im Dienstleistungssektor.

Abbildung 29
Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets¹⁾
(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.

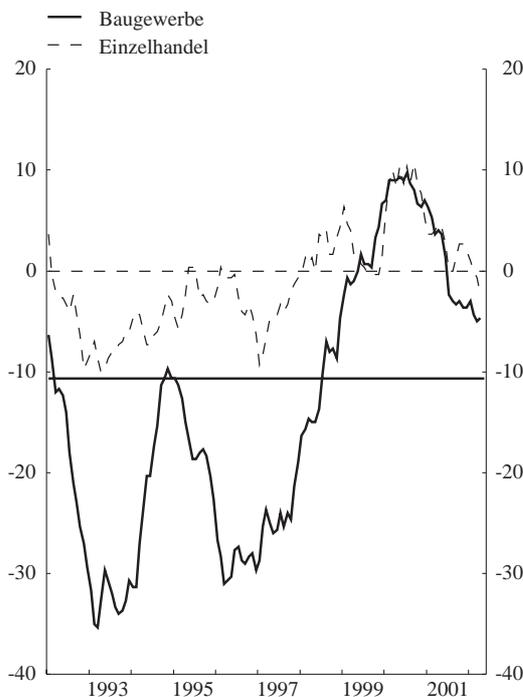
1) Ohne Baugewerbe.

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

Beschäftigungserwartungen legen weiterhin moderates Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2002 nahe

Die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen für das Euro-Währungsgebiet deuten auf ein weiterhin gemäßigttes Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2002 hin. Allerdings ist das Bild in den einzelnen Sektoren unterschiedlich. Im verarbeitenden Gewerbe verbesserten sich die Beschäftigungserwartungen im zweiten Quartal 2002 (siehe Abbildung 29). Angesichts der in diesem Sektor in der Vergangenheit zu beobachtenden engen Beziehung zwischen Beschäftigung und Beschäftigungserwartungen könnte dies darauf hindeu-

Abbildung 30
Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe und im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets
(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.

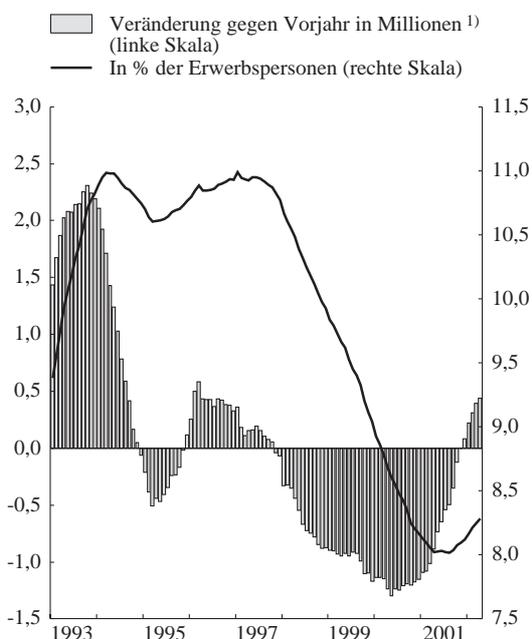
ten, dass die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe in diesem Zeitraum weniger negativ verlief. Dagegen bestätigen die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe für April und Mai die in den Vormonaten zu beobachtende Stabilisierung dieses Indikators nicht und deuten stattdessen auf eine gewisse Verschlechterung der Beschäftigungsentwicklung hin (siehe Abbildung 30). Im Dienstleistungssektor lassen die Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel bis Mai zwar immer noch auf eine nur moderate Beschäftigungsentwicklung schließen, aber die Erwartungen für den gesamten Sektor fallen in den ersten Monaten 2002 positiver aus. Die jüngsten Daten aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index über die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor bestätigen diesen Eindruck weitgehend.

Arbeitslosenquote im April 2002 gestiegen

Im April 2002 erhöhte sich die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet auf 8,3 % und somit um 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat (siehe Abbildung 31). Die Zahl der Arbeitslosen nahm im April gegenüber dem Vormonat um rund 52 000 zu. Damit fiel der Anstieg ähnlich aus wie im März. Allerdings wurden in der jüngsten Veröffentlichung von Eurostat die Schätzungen zur Arbeitslosigkeit im Euroraum infolge der Einführung einer Reihe von statistischen Verbesserungen deutlich nach unten korrigiert. Die wichtigste dieser Verbesserungen war die Umsetzung der neuen

Abbildung 3 I Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

Arbeitslosigkeitsdefinition in Spanien (weitere Einzelheiten zu der neuen Definition von Arbeitslosigkeit sind Kasten 4 des Monatsberichts vom März 2001 zu entnehmen). Auf diese Änderung ist der größte Teil der Korrektur der Ergebnisse für den gesamten Euroraum (d. h. 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte) sowie der Entwicklung im ersten Quartal 2002 zurückzuführen. Entgegen den früheren

Tabelle 9 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April
Insgesamt	9,5	8,5	8,1	8,0	8,0	8,1	8,2	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2	8,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,6	16,8	16,1	16,0	16,0	16,2	16,4	16,2	16,2	16,3	16,4	16,5	16,6
25 Jahre und älter	8,2	7,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,0	7,1	7,1	7,1	7,2	7,2

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 23,3 % der Arbeitslosen insgesamt.

Schätzungen, die von einem unveränderten Ergebnis ausgegangen waren, ist für diesen Zeitraum ein leichter Anstieg zu verzeichnen. Die jüngsten Entwicklungen deuten daher auf eine weiterhin geringfügige Erhöhung der Arbeitslosenquote im Euroraum zu Beginn dieses Jahres hin.

Nach Altersgruppen betrachtet stieg die Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen im April um 0,1 Prozentpunkte auf 16,6 %, blieb aber bei den über 25-Jährigen unverändert bei 7,2 % (siehe Tabelle 9). Beide Altersgruppen waren von der Abwärtskorrektur der Arbeitslosenquote betroffen. Während die Quote allerdings bei den unter 25-Jährigen im Wesentlichen unverändert blieb, ging sie bei den über 25-Jährigen durch die Korrekturen im ersten Quartal 2002 gegenüber dem Mitte 2001 zu verzeichnenden Niveau nach oben. Dieser Anstieg war zuvor auf der Grundlage der Daten nicht erkennbar.

Weiterhin verhaltene Arbeitsmarktentwicklung in der ersten Hälfte 2002 erwartet

Auf kurze Sicht deuten die Beschäftigungserwartungen und sämtliche verfügbaren nationalen Angaben auf ein moderateres Beschäftigungswachstum in der ersten Hälfte 2002 im Vergleich zu 2001 hin. Unterstellt man eine weitere, wenn auch geringere Zunahme der Erwerbspersonenzahlen, so könnte diese Entwicklung zu einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote in der ersten Hälfte des Jahres gegenüber dem Vorjahr führen.

Auf mittlere Sicht (siehe auch den Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“) dürfte sich das Beschäftigungswachstum insgesamt im Jahr 2002 im Vergleich zu 2001 abschwächen, dann aber im Jahr 2003 infolge der konjunkturellen Erholung wieder leicht anziehen.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Verbesserung der Haushaltssalden erst ab 2003

Den jüngsten Prognosen der Europäischen Kommission zufolge wird sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet (bezogen auf das BIP) weiterhin – wenngleich nur geringfügig – erhöhen, und zwar von 1,3 % im Jahr 2001 auf 1,4 % im laufenden Jahr (siehe Tabelle 10). Im Jahr 2003 dürfte sie sich leicht auf 1,2 % verbessern. Es wird erwartet, dass sich die Primärüberschussquote im Zeitraum von 2001 bis 2003 um 0,2 Prozentpunkte auf 2,4 % verringert, wobei sich der im laufenden Jahr zu verzeichnende Rückgang im Jahr 2003 nur teilweise umkehren wird. Diese Angaben entsprechen weitgehend den Prognosen der OECD; allerdings enthalten sie noch nicht die potenziellen Auswirkungen der Korrektur der Haushaltsergebnisse des Jahres 2001, mit denen sich Eurostat derzeit befasst.

Hinsichtlich der Durchschnittswerte für das Euro-Währungsgebiet gibt es erhebliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Kommission zum Haushaltssaldo und den optimistischeren Zielwerten in den aktualisier-

ten Stabilitätsprogrammen der Länder, die Ende 2001 vorgelegt wurden. Diese Abweichung beläuft sich für die Jahre 2002 und 2003 auf 0,5 bzw. 0,7 Prozent des BIP. Sie ist bei den meisten Mitgliedstaaten zu beobachten, allerdings ist sie bei den vier Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal), die erhebliche Haushaltsungleichgewichte verzeichnen, am ausgeprägtesten. Zum Teil lässt sich dies auf das Wirken automatischer Stabilisatoren zurückführen, doch ist die Ursache auch darin zu suchen, dass es einige Länder versäumt haben, konkrete und glaubhafte Maßnahmen zu ergreifen, um das den Zielwerten der aktualisierten Stabilitätsprogramme zugrunde liegende Ausmaß an Konsolidierung zu erreichen.

Werden die Haushaltssalden um die Auswirkungen der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Zinsausgaben bereinigt, deuten die Prognosen der Europäischen Kommission auf eine weitgehend unveränderte Ausrichtung der Finanzpolitik in den Jahren 2002/03 hin. Der prognostizierte konjunkturbereinigte Haushaltssaldo wird sich im laufenden Jahr um 0,3 Prozentpunkte auf -1,2 % des BIP verbessern und dürfte im Jahr 2003

Tabelle 10
Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet
(in % des BIP)

		2001	2002	2003
Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-1,3	-1,4	-1,2
	OECD ²⁾	-1,3	-1,5	-1,2
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-1,1	-0,9	-0,5
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-1,5	-1,2	-1,2
	OECD ^{2), 4)}	-1,1	-0,7	-0,7
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-1,2	-0,7	-0,4
Primärsaldo	Europäische Kommission ¹⁾	2,6	2,3	2,4
	Stabilitätsprogramme ³⁾	2,7	2,8	3,1
Bruttoverschuldung	Europäische Kommission ¹⁾	69,1	68,6	67,2
	Stabilitätsprogramme ³⁾	68,7	67,2	65,5

Anmerkung: Die Angaben für die Jahre 2001 und 2002 enthalten die Einnahmen aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Diese Einnahmen sind jedoch sehr begrenzt und wirken sich nicht auf die Angaben in der Tabelle aus.

1) Europäische Wirtschaft 2/2002, Frühjahrsprognose 2002.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, April 2002.

3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten, Stand Januar 2002.

4) Ohne Luxemburg.

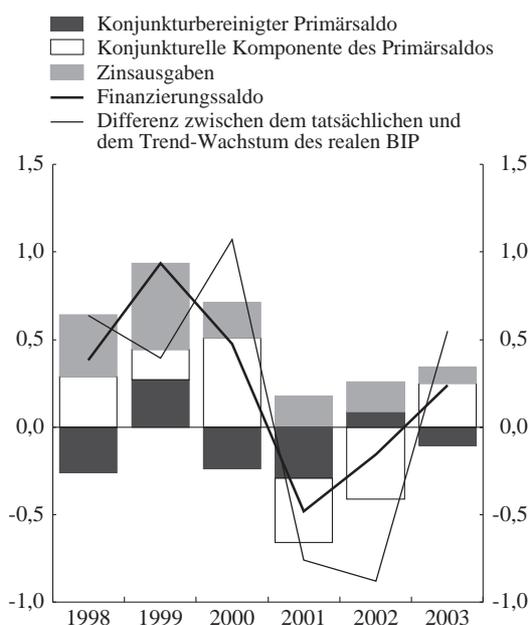
auf diesem Niveau verharren. Werden auch Veränderungen bei den Zinsausgaben unberücksichtigt gelassen, bleibt die konjunkturbereinigte Primärüberschussquote den Vorausschätzungen der Kommission zufolge allerdings weitgehend stabil. Dies geht auch aus Abbildung 32 hervor, in der die Ergebnisse der Konsolidierungsanstrengungen getrennt von konjunkturellen Einflüssen und Veränderungen der Zinsausgaben ausgewiesen werden. Sinkende Zinsausgaben und eine geringfügig restriktive Ausrichtung der Finanzpolitik werden im laufenden Jahr nicht ausreichen, um die den Haushalt belastenden konjunkturellen Einflüsse auszugleichen, sodass sich die Defizitquote leicht erhöhen wird. Im Jahr 2003 wird die Verbesserung der Haushaltslage hauptsächlich von konjunkturellen Faktoren getragen, während der finanzpolitische Kurs geringfügig gelockert wird. Ver-

gleicht man diese Ergebnisse hingegen mit den jüngsten aktualisierten Stabilitätsprogrammen, die von einer deutlichen Verbesserung der konjunkturbereinigten Primärüberschussquote im Zeitraum 2002/03 ausgehen, zeigt sich, dass die Finanzpolitik im Eurogebiet insgesamt expansiver ausgerichtet sein wird.

Der Rückgang der staatlichen Schuldenquote im Euroraum dürfte hinter den in den jüngsten aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthaltenen Prognosen zurückbleiben. So geht die Kommission davon aus, dass die durchschnittliche Schuldenquote im Eurogebiet (bezogen auf das BIP) langsam von 69,1 % im Jahr 2001 auf 68,6 % im laufenden Jahr zurückgehen und im Jahr 2003 weiter auf 67,2 % sinken wird. Für 2003 ergibt sich damit eine Abweichung von +1,7 Prozentpunkten gegenüber den jüngsten aktualisierten Stabilitätsprogrammen. Wie schon zuvor wird der Rückgang der Schuldenquote hauptsächlich vom Primärüberschuss getragen. „Deficit-debt adjustments“, d. h. Finanztransaktionen, die keine Auswirkung auf die Defizitquote haben, sich aber in den öffentlichen Schuldenständen niederschlagen (hierzu zählen auch Eigenkapitalzuführungen an öffentliche Unternehmen), werden das Tempo der Schuldenreduzierung weiter drosseln. Dies wird insbesondere in einem der drei Länder, deren Schuldenquote (gemessen am BIP) sich um die 100 % bewegt, der Fall sein. Ein weiteres Land wird sowohl 2002 als auch im kommenden Jahr eine Schuldenquote oberhalb des Referenzwerts von 60 % ausweisen, wohingegen diese Quote in einem anderen Land des Euroraums im Jahr 2003 unter diesen Grenzwert fallen wird.

Abbildung 32

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



Quellen: Europäische Kommission, Frühjahr 2002, und EZB-Berechnungen.

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

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Entwicklung des Finanzierungssaldos spiegelt gesamtwirtschaftliches Umfeld, moderate Steuersenkungen und eine gewisse Ausgabenzurückhaltung wider

Wird die Entwicklung des Finanzierungssaldos nach dem Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben aufgegliedert, zeigt sich, dass sie in den Jahren 2002/03 von der Konjunktur, moderaten Steuersenkungen und

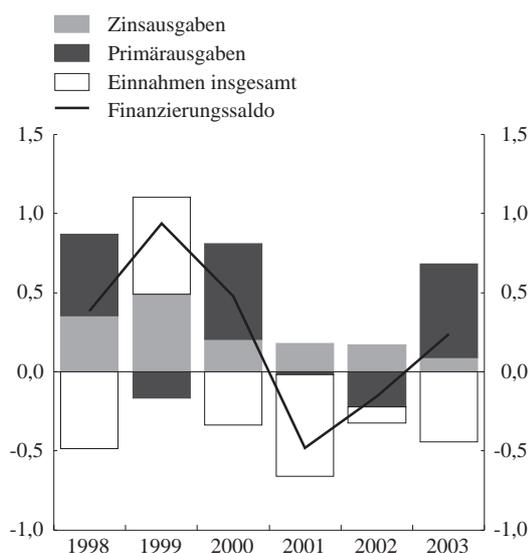
einer gewissen Ausgabenzurückhaltung bestimmt wird (siehe Abbildung 33). Im laufenden Jahr ist die leicht rückläufige Einnahmenquote auf einige negative Nachwirkungen der Konjunkturverlangsamung im Jahr 2001 und geringfügige Steuersenkungen zurückzuführen, während sich aus dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld eine Erhöhung der Ausgabenquote ergibt. Diese defizitsteigernden Faktoren werden teilweise durch einen Rückgang der Zinsausgaben kompensiert. Im Jahr 2003 werden weitere, etwas umfangreichere Steuersenkungen zu einer Verringerung der Einnahmenquote führen. Allerdings wird die daraus resultierende Belastung der Finanzierungssalden durch einen erneuten geringfügigen Rückgang der Zinsausgaben und eine deutliche Verbesserung der Primärausgabenquote mehr als ausgeglichen. Der Rückgang der Primärausgaben im kommenden Jahr wird auf ein stärkeres Wirtschaftswachstum sowie eine rest-

riktivere Ausgabenpolitik zurückzuführen sein. Allerdings ist zu beachten, dass die für 2002 und 2003 ausgewiesene Ausgabenzurückhaltung aufgrund von temporären Faktoren und Maßnahmen mit einmaliger Wirkung, die hauptsächlich in einem Land ergriffen werden, etwas überzeichnet sein dürfte.

Die Entwicklung der Einnahmen und Ausgaben verläuft jedoch nicht in allen Ländern des Euroraums gleich. Während in den meisten Ländern in den Jahren 2002 und 2003 Steuersenkungen vorgenommen werden (wenngleich in einem geringeren Umfang als noch 2001), planen drei Länder, darunter auch zwei Länder mit Haushaltsungleichgewichten, ihre Steuern zu erhöhen. In den meisten Staaten werden die Steuererleichterungen hauptsächlich die Senkung der tariflichen Einkommenssteuersätze und die Ausweitung von Steuerfreibeträgen und steuerlichen Abzugsmöglichkeiten betreffen. Da einige Staaten bereits in den letzten Jahren die Steuerlast deutlich verringert haben, werden sich die im Zeitraum von 2000 bis 2003 im Euroraum vorgenommenen Steuererleichterungen insgesamt auf mehr als 1,5 % des BIP belaufen. Bei den Primärausgaben (gemessen am BIP) dürfte sich in den meisten Ländern eine Eindämmung des Ausgabenwachstums in einer Verringerung dieser Quote im Jahr 2003 niederschlagen. Dennoch wird der 0,8 Prozentpunkte betragende Rückgang der Ausgabenquote insgesamt im Zeitraum von 2000 bis 2003 mit rund 0,4 Prozentpunkten zur Hälfte auf die sinkenden Zinsausgaben zurückzuführen sein, während in einigen Staaten sogar eine Erhöhung der Primärausgabenquote zu verzeichnen sein wird.

Abbildung 33
Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr – Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Frühjahr 2002, und EZB-Berechnungen.

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

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Verstärkte Anstrengungen in Ländern mit verbleibenden Ungleichgewichten zum Erreichen der mittelfristigen Ziele dringend geboten

Die Prognosen der Europäischen Kommission zeichnen ein recht uneinheitliches Bild der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet. Einerseits haben die meisten Länder

sichere (annähernd ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende) Haushaltssalden erreicht und werden diese auch beibehalten. Im Zeitraum 2002/03 werden sie Überschüsse oder schlimmstenfalls geringfügige Defizite erzielen. Andererseits steht jedoch der in vier Ländern bis zum Ende des Prognosezeitraums erwartete Fortbestand signifikanter Haushaltsungleichgewichte im Widerspruch zur Verpflichtung dieser Länder, bis 2003/04 sichere Haushaltspositionen zu erzielen. Den Prognosen der Kommission zufolge ist davon auszugehen, dass diese vier Länder die Zielsetzungen ihrer aktualisierten Stabilitätsprogramme verfehlen und im Jahr 2003 beträchtliche Defizitquoten melden werden. Drei dieser Länder werden wohl Defizite von annähernd 2 % des BIP oder darüber verzeichnen.

Das gegenwärtige gesamtwirtschaftliche Klima erscheint durchaus geeignet, annähernd ausgeglichene Haushaltspositionen bis 2003/04 anzustreben. Dies wird auch in den Stellungnahmen des EU-Rates zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen gefordert und wurde von den Mitgliedstaaten beim Europäischen Rat von Barcelona bekräftigt. Die Mitgliedstaaten müssen sich daher stärker dafür einsetzen, ihre Zusagen wie vorgesehen umzusetzen, denn sie haben noch nicht alle erforderlichen Anpassungsmaßnahmen ergriffen beziehungsweise angekündigt. Darüber hinaus sollten sämtliche fiskalischen Vorteile, die sich aus einem die Erwartungen übertreffenden Wirtschaftswachstum ergeben, dazu genutzt werden, die Realisierung der Ziele zu beschleunigen. Da das Erreichen sicherer Haushaltssalden bereits aufgeschoben wurde, würde jede weitere Verzögerung des Zeitplans infolge einer diskretionären Lockerung der Finanzpolitik die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts stark erschüttern. Nur die vollständige und zeitgerechte Umsetzung der mittelfristigen Ziele wird gewährleisten, dass die Gefahr übermäßiger Defizite hinreichend gebannt wird und glaubwürdige Konsolidierungsprogramme die vollständige Entfaltung der Vertrauenseffekte ermöglichen.

Effizienter als durch eine Erhöhung des Steueraufkommens dürften sich die mittelfristigen Ziele durch strukturelle Ausgabenreformen und Ausgabenzurückhaltung realisieren lassen. Dies würde einem Vertrauensverlust in die Reformbereitschaft der Regierungen vorbeugen, da erneute Steuererhöhungen als eine politische Kehrtwende verstanden werden könnten. Länder mit Haushaltsungleichgewichten müssen strukturelle Veränderungen des Steuersystems, die einen Rückgang der Staatseinnahmen zur Folge haben, vollständig durch Ausgabenzurückhaltung ausgleichen. Es ist ratsam, sich nicht auf die ungewisse Selbstfinanzierung von Steuersenkungen zu verlassen. Zudem können Maßnahmen mit einmaliger oder vorübergehender Wirkung nur eine kurzfristige kosmetische Verbesserung der Finanzierungssalden bewirken, nicht jedoch als solche zum Erreichen bzw. Erhalt solider Staatsfinanzen beitragen.

Weitere Konsolidierungsfortschritte sollten nicht nur in Ländern Vorrang haben, die Haushaltsungleichgewichte aufweisen, sondern auch in Ländern mit hohen staatlichen Schuldenquoten. Diese Mitgliedstaaten sollten sich hinreichend ehrgeizige Ziele setzen, um umfangreiche Überschusspositionen zu erzielen, die ihrerseits einen schnelleren Schuldenabbau erlauben.

Länder, die bereits annähernd ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltssalden erreicht haben, sollten finanzpolitischen Aktionismus vermeiden und im Normalfall einen neutralen finanzpolitischen Kurs verfolgen, um so das Auftreten erneuter Haushaltsungleichgewichte und eines übermäßigen Nachfragedrucks zu vermeiden. Erfreulicherweise ist festzustellen, dass die aktuellen Pläne weitgehend diesen politischen Anforderungen entsprechen.

Risiken für die öffentlichen Finanzen und den stabilitätsorientierten finanzpolitischen Rahmen

Im Zusammenhang mit dem Erreichen der finanzpolitischen Zielsetzungen und dem in-

stitutionellen finanzpolitischen Rahmen lassen sich mehrere Risiken für die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet ausmachen. Zunächst könnten die Umsetzung der Steuerreformen, die Preisanpassungen bei den Vermögenswerten sowie der Rückgang der Unternehmensgewinne im Jahre 2001 weitreichendere negative Auswirkungen auf die direkten Steuern der Jahre 2002 und 2003 haben als erwartet. Darüber hinaus sind neuerliche Überschreitungen der Ausgabenziele in den nächsten Jahren denkbar. Im Zeitraum von 1999 bis 2001 waren derartige Überschreitungen von Ausgabenbegrenzungen (insbesondere auf kommunaler Ebene und im Gesundheitswesen) bereits in einer Reihe von Ländern zu beobachten. Ein drittes Risiko ist darin zu sehen, dass Regierungen angesichts der in einigen Ländern in diesem bzw. im nächsten Jahr anstehenden Wahlen weitere Steuersenkungen beschließen und ihre Ausgabenzurückhaltung gegenüber den Annahmen, die den Prognosen der Kommission zugrunde liegen, lockern könnten. Besonders die Länder mit verbleibenden Ungleichgewichten müssen alles daran setzen, eine derartige Lockerung zu vermeiden. Außerdem ist zu erwähnen, dass der Grad der Unsicherheit in einigen Ländern aufgrund ausstehender Entscheidungen auf dem Gebiet der Rechnungslegung gestiegen ist. Was die haushaltswirksamen Effekte von Konjunkturschwankungen betrifft, so sollten die Länder die automatischen Stabilisatoren grundsätzlich symmetrisch wirken lassen, wobei übermäßige Defizite und ein Abweichen von einem hinreichend ehrgeizigen Konsolidierungskurs jedoch vermieden werden müssen.

Die Erfahrung sich verschlechternder Haushaltssalden im vergangenen Jahr hat deutlich gezeigt, dass Mitgliedstaaten, die noch keine annähernd ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushaltssalden erreicht haben, Gefahr laufen, in Phasen der konjunkturellen Abschwächung gegen die Verpflichtungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu verstoßen. Dies unterstreicht die Notwendigkeit einer strikten und zeitnahen Umsetzung aller Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. In diesem Zusammenhang ist die

Ankündigung der Kommission zu begrüßen, sie werde nicht zögern, abermals als Wächterin des Vertrags tätig zu werden.

Wie erfreulicherweise festzustellen war, stießen die jüngsten informellen Bestrebungen, die Umsetzung der mittelfristigen Konsolidierungsziele aufzuschieben, allgemein auf Ablehnung. Ein solcher Aufschub würde die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts untergraben, da er signalisieren würde, dass Ziele jederzeit neu definiert werden können und Zusagen nicht bindend sind. Zudem würde die Gefahr übermäßiger Defizite steigen, und es könnte zu weiteren Versuchen, das finanzpolitische Rahmenwerk zu schwächen, kommen.

Die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts könnte schließlich auch durch eine zunehmende Ausnutzung der Flexibilität und Lücken im Regelwerk der Rechnungslegung in Mitleidenschaft gezogen werden. Die derzeit von Eurostat durchgeführte Überprüfung der Angaben einiger Länder zu ihren Finanzierungssalden verdeutlicht das Bestreben, eine vollständige Transparenz der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten. Nur wenn der Stand der öffentlichen Finanzen transparent ist, lässt sich die Glaubwürdigkeit von Haushaltsplänen beurteilen, Gruppendruck ausüben und damit ein ordnungsgemäßes Funktionieren der Haushaltsüberwachungsmechanismen sicherstellen (siehe Kasten 6).

Schnellere Fortschritte bei den Strukturreformen von zentraler Bedeutung

Es herrscht inzwischen weitgehende Einigkeit darüber, dass die entscheidenden finanzpolitischen Ziele im Euro-Währungsgebiet darin bestehen müssen, für die Schaffung und Wahrung gesunder öffentlicher Finanzen zu sorgen, die Wachstumsaussichten zu verbessern und für die finanzpolitischen Herausforderungen, die aus der Alterung der Bevölkerung resultieren, gewappnet zu sein. Angesichts des möglichen Wohlfahrtsverlusts als

Folge verzögerter Reformen und der immer knapper werdenden Zeit zur Ergreifung geeigneter Maßnahmen, bevor die alterungsbedingten Kosten emporzuschnellen beginnen, tat der Europäische Rat von Barcelona gut daran, eine Beschleunigung der Struktur-reformen – vor allem in Bezug auf die Rentensysteme – als Teil einer umfassenden Reformstrategie zu fordern.

Integraler Bestandteil einer derartigen Strategie muss eine Reform der öffentlichen Finanzen und insbesondere der staatlichen Ausgaben sein. Ausgabenzurückhaltung und -reform erleichtern nicht nur die Konsolidierung, sondern können darüber hinaus zu Beschäftigungs- und Wirtschaftswachstum beitragen, indem sie stärkere Arbeitsanreize schaffen und die Bildung von Humankapital sowie einen effizienteren Einsatz von Ressourcen fördern. Verbesserte institutionelle Mechanismen, die die Einhaltung der Ausgabenziele unterstützen, wären zusätzliche

Elemente einer beherzten Reform der Ausgabenpolitik. Ausgabenzurückhaltung ist im Übrigen auch zur Finanzierung weiterer Steuersenkungen erforderlich. Angesichts der Tatsache, dass die meisten Länder des Euroraums noch eine sehr hohe Steuerbelastung aufweisen, würden weitere Steuersenkungen Verzerrungen mindern und zusätzliche Arbeitsanreize schaffen.

Zur Alterung der Bevölkerung ist festzustellen, dass eine umfassende Reform der Alterssicherungssysteme dazu beitragen könnte, eine engere Verbindung zwischen Beiträgen und Leistungen herzustellen, Anreize für den vorzeitigen Ruhestand abzubauen und die Abhängigkeit von der staatlichen Alterssicherung zu verringern. Allerdings lassen in den meisten Ländern die Reformen der bestehenden Rentensysteme sowie Gewichtsverlagerungen zugunsten kapitalgedeckter Systeme häufig noch an Ehrgeiz vermissen.

Kasten 6

Transparenz der öffentlichen Finanzen im Zusammenhang mit der multilateralen Überwachung der Haushaltspositionen

Die im Maastricht-Vertrag festgelegte multilaterale Überwachung der Haushaltspositionen in den Mitgliedstaaten der EU stellt ein wesentliches Element der Koordinierung der Wirtschaftspolitik dieser Staaten dar. Um die Finanzpolitik wirksam beurteilen und effektiv Druck zur vollständigen Umsetzung des finanzpolitischen Regelwerks ausüben zu können, bedarf es zum Zwecke einer solchen Überwachung eines regelmäßigen und transparenten Informationsflusses zwischen den Beteiligten, d. h. den nationalen Regierungen und den Institutionen der EU, und Informationen an die Öffentlichkeit. Der wirtschaftspolitische Handlungsrahmen der Gemeinschaft bietet verschiedene Instrumente und Verfahren, die zur Transparenz der öffentlichen Finanzen beitragen.

Stabilitätsprogramme und Meldungen der Mitgliedstaaten liefern Schlüsseldaten zu den öffentlichen Finanzen

Die Stabilitätsprogramme (wie auch die Konvergenzprogramme im Falle der EU-Staaten, die nicht der WWU angehören) sind die wichtigsten Übermittlungswege für Angaben zu den mittelfristigen nationalen Haushaltsplänen. Wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegt, müssen die Programme das mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses“, den Anpassungspfad, mit dem dieses Ziel erreicht werden soll, die wichtigsten makroökonomischen Annahmen, auf denen die Zielwerte der Programme beruhen, sowie die geplanten haushaltspolitischen Maßnahmen enthalten. Alle Staaten müssen dem ECOFIN-Rat und der Kommission jedes Jahr zwischen Mitte Oktober und Anfang Dezember eine Aktualisierung ihres Programms vorlegen und diese veröffentlichen. Die meisten Länder kommen dieser Forderung unmittelbar nach Vorlage des Haushaltsentwurfs im Parlament nach, sodass die Aktualität der in den Programmen enthaltenen Daten und Annahmen gewährleistet ist.

Die Beurteilung der Haushaltsergebnisse stützt sich hauptsächlich auf die im Rahmen des Verfahrens zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits erfolgende Meldung der finanzpolitischen Kennzahlen aller Mitgliedstaaten an die Kommission. Die gemeldeten Daten umfassen die amtlichen Prognosen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzierungssalden und Verschuldung im laufenden Jahr, die entsprechenden Kennzahlen für die vorangegangenen vier Jahre sowie Angaben zu den öffentlichen Zins- und Investitionsausgaben. Die Mitgliedstaaten melden der Kommission diese Daten zweimal jährlich, nämlich zum 1. März und 1. September.

Die Kommission erstellt halbjährlich Prognosen – Eurostat untersucht die Qualität der Daten

Jeweils im Frühjahr und im Herbst bereitet die Kommission im Rahmen ihrer Prognosen die Daten zur jüngsten Entwicklung und zu den Konjunkturaussichten auf und veröffentlicht sie. Darüber hinaus gibt die Kommission jährlich Berichte über die europäische Wirtschaft und über die öffentlichen Finanzen heraus.

Die zur multilateralen Überwachung herangezogenen Daten müssen vergleichbar und von hoher Qualität sein. Daher untersucht Eurostat die gemeldeten Daten zu den öffentlichen Finanzen, um sicherzustellen, dass sie den Rechnungslegungsvorschriften des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) entsprechen, und veröffentlicht die Daten nach erfolgter Bestätigung. Diese bestätigten Zahlen bilden die Grundlage für die Entscheidung des Rates, ob ein übermäßiges Defizit besteht. Sollte Eurostat die gemeldeten Zahlen aufgrund von Zweifeln an der vollständigen Einhaltung der Rechnungslegungsvorschriften nicht bestätigen, wird dies gleichfalls öffentlich gemacht. Nach weiteren Nachforschungen wird Eurostat seine im jeweiligen Fall getroffene Entscheidung veröffentlichen.

Stabilitätsprogramme und Grundzüge der Wirtschaftspolitik legen finanzpolitische Zielwerte fest

Die finanzpolitischen Zielwerte und Ergebnisse müssen anhand einer Reihe von Vorgaben beurteilt werden, die in den Stabilitätsprogrammen und den Empfehlungen für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik enthalten sind. Letztere stellen das zentrale Instrument zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik auf Gemeinschaftsebene dar und dienen dem ECOFIN-Rat als wichtigste Grundlage für die Formulierung seiner Empfehlungen an die Mitgliedstaaten hinsichtlich der verschiedenen Bereiche der Wirtschaftspolitik, so auch der Finanzpolitik. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik werden jährlich im Frühsommer verabschiedet, sodass sie von den Mitgliedstaaten bei der Erstellung ihrer Haushaltspläne für das Folgejahr und der Aktualisierung ihrer Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramme berücksichtigt werden können. Im Durchführungsbericht der Kommission, der jeweils im Frühjahr veröffentlicht wird, wird die Einhaltung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik überprüft.

Die in den Stabilitätsprogrammen enthaltenen Angaben werden anschließend einer Beurteilung durch die Institutionen der EU unterzogen. Dabei werden in erster Linie die in den Programmen formulierten mittelfristigen Ziele, die zur Erreichung dieser Ziele ergriffenen oder vorgeschlagenen Maßnahmen sowie die wichtigsten Annahmen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung untersucht. Anlässlich der Beurteilung der Programme werden auch die Durchführung der Finanzpolitik im Vorjahr geprüft und die Ergebnisse mit den Zielwerten des vorangegangenen Programms verglichen. Die Beurteilung wird mit der Stellungnahme des ECOFIN-Rats zu jedem Programm veröffentlicht.

Ein Rahmenwerk von Instrumenten und Verfahren ist der Schlüssel zur Gewährleistung von Transparenz

Wenngleich sich die oben beschriebenen Verfahren in formaler Hinsicht unterscheiden, sind sie doch miteinander verbunden und können nur in ihrer Gesamtheit ein hinreichend engmaschiges und glaubwürdiges Überwachungsnetz bilden. So dienen die halbjährliche Meldung der einzelstaatlichen Angaben und die Prognosen der Kommission als Grundlage für eine Überprüfung, ob die Staaten die in ihren Stabilitätsprogrammen formulierten Ziele erreicht haben und den in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik

enthaltenen Empfehlungen nachgekommen sind. Das Datenmaterial liefert der Kommission auch wichtige Angaben für die Erstellung ihrer Prognosen. Darüber hinaus beruhen die in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik enthaltenen Empfehlungen zur Finanzpolitik auf den Stellungnahmen des Rates zu den Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogrammen sowie auf den in den Prognosen der Kommission dargelegten Aussichten für die öffentlichen Finanzen.

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

Auf der Grundlage der bis Mitte Mai 2002 verfügbaren Daten haben Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden auf der Grundlage der bestehenden Verfahren gemeinsam von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt.¹ Sie gehen zweimal jährlich in die vom EZB-Rat vorgenommene Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB ein.

Die von Experten erstellten Projektionen basieren auf einer Reihe von Annahmen, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Dazu gehört insbesondere die technische Annahme, dass die kurzfristigen Marktzinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Dadurch sollen die Erörterungen im EZB-Rat vereinfacht werden, indem die möglichen Auswirkungen von über den Projektionshorizont hinweg unveränderten EZB-Leitzinsen auf die künftige Preisentwicklung aufgezeigt werden. Aus diesem Grund sind die Experten-Projektionen im Allgemeinen nicht die beste uneingeschränkte Voraussage der zukünftigen Entwicklungen, insbesondere nicht über längere Zeiträume, denn die Geldpolitik wird immer darauf hinwirken, die Preisstabilität zu gewährleisten. Zusätzlich zu der Annahme hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze wird die technische Annahme zugrunde gelegt, dass die bilateralen Euro-Wechselkurse unverändert bleiben. Die im Hinblick auf die langfris-

tigen Zinssätze gemachten technischen Annahmen basieren auf Einschätzungen der Märkte, die einen über den Projektionszeitraum hinweg leicht ansteigenden Verlauf anzeigen. Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den Haushaltsplänen für das Jahr 2002, den aktualisierten Stabilitätsprogrammen, die dem EU-Rat und der Europäischen Kommission Ende 2001 vorgelegt wurden, sowie auf sonstigen verfügbaren Informationen über die Entwicklung der öffentlichen Haushalte in den einzelnen Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebiets.

Um der Unsicherheit der Projektionen Rechnung zu tragen, werden bei der Darstellung der Ergebnisse der jeweiligen Variablen Bandbreiten verwendet. Sie basieren auf der Differenz zwischen den tatsächlichen Entwicklungen und früheren Projektionen, die von den Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets über eine Reihe von Jahren durchgeführt wurden. Die Bandbreiten entsprechen dem Doppelten des Durchschnitts der absoluten Werte dieser Differenz. Im Allgemeinen unterscheiden sich die Bandbreiten je nach Variable und betrachtetem Zeithorizont. Sie spiegeln sowohl den unterschiedlichen Schwierigkeitsgrad bei der Projektion einzelner Variablen über unterschiedliche Zeithorizonte wider als auch die Diskrepanzen zwischen den für Zinssätze, Wechselkurse usw. gemachten Annahmen und ihren tatsächlichen Werten. Die Tendenz der meisten Bandbreiten, sich im Verlauf des Projektions-

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

zeitraums auszuweiten, reflektiert die erhöhte Unsicherheit der Projektionen für spätere Jahre.

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

Die für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets gemachten Annahmen implizieren, dass die nach dem im Jahr 2001 schwachen Weltwirtschaftswachstum etwa Anfang 2002 einsetzende Erholung sich im Jahresverlauf allmählich festigen und im Jahr 2003 zu wieder höheren Jahreswachstumsraten führen wird. Die Auswirkungen der Terroranschläge vom 11. September 2001 auf die Konsumausgaben und das Anlageverhalten erwiesen sich im Allgemeinen als weniger gravierend und von kürzerer Dauer als befürchtet. Darüber hinaus gibt es Anzeichen für ein Ende des Produktionsrückgangs in den Vereinigten Staaten und in anderen Regionen der Welt, während sich der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen ins Positive verkehrt hat.

Die Projektionen gehen daher davon aus, dass sich das Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Jahresverlauf 2002 erholen wird. Infolge des schwachen Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2001 wird projiziert, dass sich das weltweite reale BIP-Wachstum im Jahr 2002 auf durch-

schnittlich rund 2,5 % belaufen wird und damit in etwa der im Jahr 2001 erzielten Wachstumsrate entspricht, ehe es im Jahr 2003 wieder auf 3,8 % steigen wird. In den Vereinigten Staaten dürfte sich das Wachstum in den Jahren 2002 und 2003 beschleunigen, jedoch unter den Ende der Neunzigerjahre verzeichneten Wachstumsraten bleiben. In Japan wird im Laufe dieses Jahres wieder mit Wirtschaftswachstum gerechnet, vor allem gestützt durch höhere Exporte. Gleichermaßen wird angenommen, dass das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich ab dem zweiten Quartal 2002 kräftiger ausfällt. Die Wirtschaftstätigkeit in anderen Teilen der Welt dürfte sich im Jahresverlauf 2002 ebenfalls erholen, wobei für die asiatischen Schwellenländer eine besonders kräftige konjunkturelle Belebung angenommen wird, während das Wachstum in Lateinamerika den Annahmen zufolge vor allem aufgrund der Rezession in Argentinien verhaltener bleibt.

Hinter der niedrigen durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des weltweiten realen BIP im Jahr 2002 verbirgt sich ein deutlicher Anstieg der vierteljährlichen Wachstumsraten im Jahresverlauf. Die geringe durchschnittliche Jahreswachstumsrate ist vor allem auf die Dynamik des Weltwirtschaftswachstums im Jahr 2001 zurückzuführen, da die niedrigen vierteljährlichen Wachstumsraten, die 2001 verzeichnet wurden, die durchschnittliche Jahreswachstumsrate für 2002

Tabelle 11

Makroökonomische Projektionen

(Durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

Anmerkung: Bei allen Variablen und Zeithorizonten basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen der Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets.

1) Die jährliche Zuwachsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2001 wurde aufgrund statistischer Veränderungen um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert (siehe Kasten 7).

mechanisch verringern. Ein solcher sehr geringfügiger statistischer Überhang wird auch das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP und seiner Nachfragekomponenten im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 mechanisch verringern.²

Das Welthandelwachstum wird den Annahmen zufolge einen ähnlichen Verlauf nehmen wie das weltweite reale BIP-Wachstum. Es wird eine relativ rasche Erholung der *Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets* im Jahresverlauf 2002 projiziert. Jedoch schlägt sich das im zweiten Halbjahr 2001 schwache Wachstum der Exportmärkte im Jahr 2002 in einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate der Exportmärkte außerhalb des Euroraums von rund 2,5 % nieder. Im Jahr 2003 dürfte das Wachstum der Exportmärkte auf 7,0 % steigen.

Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung wird angenommen, dass die *Weltölpreise* im Projektionszeitraum leicht zurückgehen. Es wird unterstellt, dass der Jahresdurchschnittspreis für Öl in US-Dollar im Jahr 2002 weitgehend dem Durchschnittspreis von 2001 entspricht, dann aber im Jahr 2003 um rund 5 % zurückgeht. Die für die Ölpreise gemachten Annahmen liegen nun deutlich höher als die Annahmen, die den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen zugrunde lagen, die im Monatsbericht vom Dezember 2001 veröffentlicht wurden. Des Weiteren wird unterstellt, dass die *Rohstoffpreise (ohne Energie)* mit der zunehmenden Weltnachfrage sowohl 2002 als auch 2003 anziehen werden, wodurch die 2001 verzeichnete Verringerung größtenteils rückgängig gemacht wird.

Die in den meisten Industrieländern im Verlauf des Jahres 2001 rückläufigen *Inflationsraten* spiegeln die Konjunkturschwäche und das Nachlassen der Auswirkungen vorangegangener Ölpreissteigerungen wider. Es wird angenommen, dass die Inflationsraten außerhalb des Eurogebiets im Jahr 2002 im Durchschnitt weitgehend unverändert bleiben, 2003 aber im Zuge der fortschreitenden Konjunkturerholung steigen werden.

Projektionen zum Wachstum des realen BIP

Das *Wachstum des realen BIP* im Euro-Währungsgebiet ging 2001 auf 1,5 % zurück und die vierteljährlichen Wachstumsraten blieben bis Jahresende schwach, was in erster Linie die beträchtliche Wachstumsverlangsamung bei den Exporten und Investitionen widerspiegelte. Im ersten Quartal 2002 hat sich das Wachstum nach Schätzungen jedoch wieder beschleunigt und dürfte sich den Projektionen zufolge im Jahresverlauf 2002 allmählich festigen, sodass das durchschnittliche jährliche reale BIP-Wachstum für das Jahr 2002 in einer Bandbreite von 0,9 % bis 1,5 % liegen, sich jedoch 2003 auf zwischen 2,1 % und 3,1 % erhöhen dürfte. Gestützt durch das verbesserte außenwirtschaftliche Umfeld dürfte sich die Erholung in allen Komponenten der inländischen Nachfrage widerspiegeln. Bei der inländischen Nachfrage im Euro-Währungsgebiet hat den Projektionen zufolge Anfang 2002 wieder ein Wachstum eingesetzt, das sich im späteren Jahresverlauf allmählich festigen dürfte. Den Projektionen zufolge werden ab der zweiten Jahreshälfte 2002 auch die Vorratsinvestitionen zur Erholung beitragen; damit wird sich der negative Wachstumsbeitrag von 2001 teilweise umkehren. Anzumerken ist, dass die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen BIP und seiner Nachfragekomponenten im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 durch die niedrigen Wachstumsraten, die in der zweiten Jahreshälfte 2001 verzeichnet wurden, mechanisch verringert werden.

Bei den Komponenten der inländischen Verwendung wird projiziert, dass das Wachstum der *privaten Konsumausgaben*, das sich 2001 auf 1,8 % belief, 2002 in einer Bandbreite von 1,0 % bis 1,4 % liegt und 2003 eine Erholung in einer Bandbreite von 1,7 %–3,0 % verzeichnen wird. Den Projektionen zufolge entwickeln sich die Konsumausgaben weitgehend im Einklang mit dem relativ robusten Wachstum des real verfügbaren Einkommens. Die

² Nähere Erläuterungen zum statistischen Überhang finden sich in Kasten 6 des Monatsberichts vom Dezember 2001.

Sparquote dürfte sich 2002 im Zusammenhang mit der Konjunkturerholung leicht erhöhen, um sich 2003 zu stabilisieren. Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass der Beitrag der *Konsumausgaben des Staats* zum realen BIP-Wachstum im Projektionszeitraum zurückgehen wird.

Nach einem geringfügigen Negativwachstum im Jahr 2001 wird für die *Anlageinvestitionen insgesamt* eine Erholung im Jahresverlauf 2002 projiziert. Demzufolge bleibt die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate im Jahr 2002 bei -1,2 % bis 1,0 %, wird sich aber 2003 wieder auf eine Bandbreite von 1,0 % bis 4,2 % erhöhen. Die Erholung der Investitionen insgesamt ist hauptsächlich auf Anlageinvestitionen der Unternehmen zurückzuführen, die durch die Verbesserung des weltweiten und des inländischen wirtschaftlichen Umfelds gestützt werden. Die Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen fällt den Projektionen zufolge bis 2003 aufgrund von Kürzungen steuerlicher Anreize und eines Überangebots an Wohneinheiten in einigen Ländern gering aus. Das Wachstum der *öffentlichen Investitionen* dürfte im Projektionszeitraum moderat bleiben.

Die Exporte und Importe (einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) haben den Schätzungen zufolge Anfang 2002 wieder positive vierteljährliche Wachstumsraten erreicht. Es wird projiziert, dass sich die durchschnittliche Wachstumsrate der Exporte 2002 auf 0,0 % bis 2,9 % beläuft und sich 2003 auf eine Bandbreite von 4,5 % bis 7,7 % erhöhen wird. Diese Projektion spiegelt die Annahme stärker wachsender Exportmärkte außerhalb des Eurogebiets wider, während für den Marktanteil des Euroraums aufgrund begrenzter Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit ein leichter Rückgang projiziert wird. Nachdem sich die jährliche Veränderungsrate der Importe aufgrund des geringen inländischen Nachfragewachstums im Jahr 2001 auf nur 0,9 % belief, wird projiziert, dass sich diese Rate 2002 in einer Bandbreite von -1,1 % bis 2,3 % bewegt und 2003 weiter auf eine Bandbreite von 4,4 % bis 7,8 % steigen wird, worin sich

weitgehend die Entwicklung der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet niederschlägt. Die Projektionen für das Export- und Importwachstum kommen zu dem Ergebnis, dass der Außenbeitrag, der 2001 deutlich positiv ausfiel, in den Jahren 2002 und 2003 leicht positiv bleiben wird.

Das *Beschäftigungswachstum insgesamt* im Euro-Währungsgebiet blieb 2001 mit einem Anstieg um 1,3 % relativ kräftig. Allerdings ergeben die Projektionen für das Beschäftigungswachstum eine Abschwächung im Jahr 2002 und einen leichten Anstieg im Jahr 2003. Dieser Verlauf spiegelt, wenn auch verzögert, vor allem die projizierte konjunkturelle Entwicklung wider. Das Angebot an Arbeitskräften dürfte infolge steigender Erwerbsquoten zunehmen, wenn auch nicht mehr so rasch wie in den letzten Jahren. Die Projektionen ergeben eine im Jahr 2002 weitgehend unveränderte Arbeitslosenquote, die im Jahresverlauf 2003 allerdings wieder sinkt, wobei sich das Wachstum sowohl der Beschäftigung als auch des Arbeitskräfteangebots beschleunigt.

Aussichten für Preise und Kosten

Auf der Basis der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen und weiteren verfügbaren Informationen dürfte sich die durchschnittliche Zuwachsrate des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)* insgesamt im Jahr 2002 in einer Bandbreite von 2,1 % bis 2,5 % bewegen, nach einer Steigerungsrate von 2,5 % im Jahr 2001.³ 2003 wird sie den Projektionen zufolge in einer Bandbreite von 1,3 % bis 2,5 % liegen. Die Bandbreiten für die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt sind im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems erstellten und im Monatsbericht vom Dezember 2001 veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen deutlich nach oben verschoben worden (siehe Kasten 7).

³ Die jährliche Zuwachsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2001 wurde aufgrund statistischer Veränderungen um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert.

Kasten 7

Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2001

Gegenüber den im Monatsbericht vom Dezember 2001 veröffentlichten, von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen stellen die nach oben korrigierten Annahmen über die Ölpreise die wesentlichste Änderung der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen dar. Die von Experten im Dezember 2001 erstellten Projektionen gingen von einem beträchtlichen Rückgang der Ölpreise von über 20 % im Jahr 2002 aus, die zum Zeitpunkt der Fertigstellung der Projektionen in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kamen. Da die Ölpreise derzeit deutlich höher liegen als in den Projektionen vom Dezember 2001 angenommen, beinhalten die aktuellen Annahmen einen geringfügigen Rückgang der Ölpreise von 5 % im Projektionszeitraum. Weitere wichtige Veränderungen der Annahmen betreffen eine Korrektur des Wachstums der Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002 um etwa 2 Prozentpunkte nach oben und einen Anstieg der Markterwartungen hinsichtlich der langfristigen Zinssätze um etwa 80 Basispunkte.

Die Bandbreiten der Projektionen für die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt sind für 2002 deutlich und für 2003 in geringerem Maße nach oben verschoben worden. Die Gründe für die Korrekturen für 2002 und 2003 unterscheiden sich. Für 2002 ist die Korrektur nach oben vor allem auf die Energiekomponente des HVPI zurückzuführen, die die direkten Auswirkungen der Annahmen höherer Ölpreise widerspiegelt. Was die Nicht-Energie-Komponenten des HVPI betrifft, so wurden die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen aufgrund von Anfang 2002 verzeichneten Entwicklungen geringfügig nach oben korrigiert. Für 2003 betrifft die Korrektur nach oben vor allem die Nicht-Energie-Komponenten des HVPI insgesamt und ist auf verschiedene inländische Faktoren einschließlich der höheren Nominallohnsteigerungen und der verzögerten indirekten Auswirkungen der Annahmen höherer Ölpreise zurückzuführen.

Die jährliche Zuwachsrate des HVPI insgesamt liegt 2001 laut der offiziellen Angabe von Eurostat außerhalb der im Dezember 2001 projizierten Bandbreite. Der Grund hierfür ist eine nachträgliche Korrektur der offiziellen HVPI-Angaben für 2001 in Zusammenhang mit der Anwendung zusätzlicher Harmonisierungsregeln für zwei große Länder und der Einbeziehung von Griechenland in die Basisperiode (siehe Kasten 4 im Monatsbericht vom März 2002). Insgesamt gesehen implizieren diese Veränderungen einen Bruch in den Zeitreihen des HVPI insgesamt, und sie haben zu einer Abwärtskorrektur der jährlichen Zuwachsrate des HVPI insgesamt um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2001 geführt.

Die Korrekturen der für das reale BIP-Wachstum projizierten Bandbreiten sind geringfügig und beschränken sich auf eine leichte Aufwärtskorrektur im Jahr 2003. Die Korrekturen bei den Nachfragekomponenten waren jedoch etwas umfangreicher. Den Projektionen zufolge ist der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum nun etwas höher, während der Beitrag der inländischen Nachfrage aufgrund einer Abwärtskorrektur des Investitionswachstums etwas geringer ist.

Vergleiche der makroökonomischen Projektionen

(durchschnittliche Veränderungen gegen Vorjahr in %)

	2001	2002	2003
HVPI – Juni 2002	2,5	2,1 – 2,5	1,3 – 2,5
HVPI – Dezember 2001	2,6 – 2,8	1,1 – 2,1	0,9 – 2,1
Reales BIP – Juni 2002	1,5	0,9 – 1,5	2,1 – 3,1
Reales BIP – Dezember 2001	1,3 – 1,7	0,7 – 1,7	2,0 – 3,0

Anmerkung: Die jährliche Zuwachsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2001 wurde aufgrund von statistischen Veränderungen um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert.

Nach einem beträchtlichen Rückgang im Jahresverlauf 2001 infolge der Rückbildung der vorangegangenen Ölpreissteigerungen und aufgrund des schwächeren Welthandels dürfte die Jahresänderungsrate der Importpreise im Verlauf des Jahres 2002 allmählich zunehmen. Es wird projiziert, dass die durchschnittliche Jahresänderungsrate der Importpreise 2002 niedrig bleibt, sich 2003 jedoch leicht erhöhen wird. Die für die Importpreise projizierte – im Vergleich zu den von Experten des Eurosystems im Dezember 2001 vorgelegten Projektionen höhere – Veränderungsrate spiegelt vor allem die Annahme höherer Ölpreise wider.

Die Projektion für die Steigerungsrate des HVPI insgesamt spiegelt einen weniger moderaten inländischen Kostendruck wider, insbesondere im späteren Verlauf des Projektionszeitraums, sowie einen nach wie vor weitgehend neutralen Beitrag seitens der Importpreise. Die Entwicklung der inländischen Kosten wird durch die projizierte konjunkturelle Erholung der Arbeitsproduktivität im Projektionszeitraum gedämpft, wodurch das höhere Lohnwachstum ausgeglichen wird. Die Gewinnmargen wiederum bleiben in der Projektion im Jahr 2002 begrenzt, weiten sich jedoch im späteren Verlauf des Projektionszeitraums aus. Der Beitrag der Importpreise zu der Teuerungsrate des HVPI insgesamt bleibt weitgehend neutral, da ihrem allmählichen Anstieg im Projektionszeitraum die verzögerten Auswirkungen der 2001 verzeichneten Rückgänge entgegenwirken, wobei die Preissenkungen über die Angebotskette weitergegeben werden. Die Steigerungsraten der Komponenten der verarbeiteten und unverarbeiteten Nahrungsmittel des HVPI waren 2001 außergewöhnlich hoch. Der projizierte Rückgang dieser Raten im Jahr 2002 stellt einen wesentlichen Faktor bei der für 2002 projizierten Zuwachsrate des HVPI insgesamt dar.

Trotz der konjunkturellen Abschwächung beschleunigte sich das Lohnwachstum im Jahresverlauf 2001; für das Gesamtjahr 2001 ergab sich eine durchschnittliche Zuwachsrate von 2,9 %. Für die Jahre 2002 und 2003 geht die Projektion von einem etwas höheren Lohnwachstum aus.

Die Projektionen für die *Lohnstückkosten* und die *Gewinnmargen* spiegeln größtenteils den konjunkturbedingten Wiederanstieg der Arbeitsproduktivität und die höheren Lohnsteigerungen wider. Im Jahr 2001 waren infolge einer konjunkturbedingt geringer zunehmenden Arbeitsproduktivität im Verbund mit einem stärkeren Lohnwachstum die Lohnstückkosten stark angestiegen. Für die Zukunft wird projiziert, dass sich die Arbeitsproduktivität in den Jahren 2002 und 2003 steigern und im Zuge des Konjunkturaufschwungs den langfristigen Durchschnitt wieder erreichen wird. Infolgedessen wird trotz höherer Lohnsteigerungen ein geringer Anstieg der Lohnstückkosten projiziert. Im Jahr 2001 schmälerten die höheren Kosten für Vorleistungsgüter und die schwache Konjunktur die Gewinnspannen. Im Lauf des Jahres 2002 bleiben die Gewinnspannen den Projektionen zufolge moderat, erhöhen sich aber im späteren Verlauf des Projektionszeitraums, wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt, wodurch sich die Einbußen der Jahre 2001 und 2002 umkehren.

Aufgrund der oben angeführten Faktoren wird projiziert, dass die Steigerungsrate des *BIP-Deflators zu Marktpreisen*, die per Definition die Entwicklung der Lohnstückkosten, Gewinnmargen und indirekten Steuern widerspiegelt, 2002 in einer Bandbreite von 2,0 % bis 2,3 % liegt, nachdem sie sich im Jahr 2001 auf 2,3 % belief. 2003 dürfte sie sich in einer Bandbreite von 1,4 % bis 2,3 % bewegen. *Indirekte Steuern* werden in den Jahren 2002 und 2003 einen geringen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben.

Es wird projiziert, dass die Entwicklung des HVPI (ohne Energie und Nahrungsmittel) weitgehend die allgemeine Entwicklung des BIP-Deflators nachvollzieht. Die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse (außer Energie) war im Jahr 2001 allmählich steigend und dürfte im weiteren Projektionszeitraum leicht zurückgehen, da die Auswirkungen vorangegangener Importpreissteigerungen weiter nachlassen und die Kapazitätsauslastung im Jahr 2002 relativ gering bleibt. Die Inflation bei den Dienstleistungspreisen hat im Jahr 2001

Kasten 8

Prognosen anderer Institutionen

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

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht bei den derzeit vorliegenden Prognosen anderer Institutionen eindeutig Übereinstimmung darüber, dass sich die Konjunktur im Jahresverlauf 2002 voraussichtlich beleben wird, obwohl das jährliche BIP-Wachstum leicht unter der für 2001 geschätzten Rate von 1,5 % bleiben wird. Was die den Konjunkturaufschwung unterstützenden Faktoren betrifft, so herrscht weitgehend Übereinstimmung darüber, dass die Lagerhaltung und die Verbesserung der weltwirtschaftlichen Aussichten

Tabelle A: Vergleich der Prognosen zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003
Europäische Kommission	April 2002	1,4	2,9
IWF	April 2002	1,4	2,9
OECD	April 2002	1,3	2,9
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2002	1,3	2,8
Survey of Professional Forecasters	Mai 2002	1,4	2,6

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2002; IMF World Economic Outlook April 2002; OECD Economic Outlook No 71 (vorläufige Fassung); Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

den Aufschwung auslösen, die Erholung aber von den robusten privaten Konsumausgaben getragen wird. Das reale BIP-Wachstum dürfte 2003 weiter an Schwung gewinnen. Die Europäische Kommission, der IWF und die OECD sagen für 2003 übereinstimmend ein reales BIP-Wachstum von 2,9 % voraus, während dem Survey

Tabelle B: Vergleich der Prognosen zum Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003
Europäische Kommission	April 2002	2,2	2,0
IWF	April 2002	2,0	1,8
OECD	April 2002	2,0	1,9
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2002	2,0	1,9
Survey of Professional Forecasters	Mai 2002	2,1	1,9

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2002; IMF World Economic Outlook April 2002; OECD Economic Outlook No 71 (vorläufige Fassung); Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

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

of Professional Forecasters und den Prognosen von Consensus Economics zufolge das Wachstum im Jahr 2003 mit 2,6 %–2,8 % leicht darunter liegen könnte.

Was die Inflationsaussichten betrifft, so zeigen alle Prognosen einen allmählichen Rückgang in diesem Jahr an, wobei die durchschnittliche jährliche Inflationsrate dem IWF zufolge auf 2,0 % und der OECD und der Europäischen Kommission zufolge auf 2,2 % fällt. Es wird erwartet, dass die Inflation 2003 leicht zurückgeht, und zwar laut IWF auf 1,8 %, nach Angaben der OECD, der Prognosen von Consensus Economics und des Survey of Professional Forecasters auf 1,9 % und der Europäischen Kommission zufolge auf 2,0 %.

infolge eines Anstiegs der administrierten Preise und der indirekten Steuern sowie höherer Lohnstückkosten zugenommen. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen wird

den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum im Zuge verlangsamt ansteigender Lohnstückkosten etwas nachlassen.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Klare Anzeichen für eine Erholung der Weltwirtschaft

In den letzten Monaten sind in fast allen Regionen der Welt klare Anzeichen einer beginnenden Erholung zu erkennen. Besonders in den Vereinigten Staaten trugen die privaten Vorratsinvestitionen sowie die privaten Verbrauchsausgaben zu einem relativ kräftigen Wachstum im ersten Quartal 2002 bei. Im gleichen Zeitraum verstärkten sich auch die vom Außenhandel ausgehenden Wachstumsimpulse, was insbesondere Asien und vor allem Japan zugute kam, wo die zuletzt veröffentlichten Angaben darauf hindeuten, dass die konjunkturelle Talfahrt den Tiefpunkt überwunden hat. Die jüngsten von der US-Wirtschaft ausgehenden Signale bestätigen offenbar, dass die im ersten Vierteljahr 2002 erreichte ungewöhnlich starke Aufschwungsdynamik im restlichen Verlauf des Jahres wohl nicht andauern wird, da die Inlandsnachfrage anscheinend nicht mehr so stark wächst. Die allgemeine Unsicherheit hat zwar seit Ende letzten Jahres abgenommen, doch bestehen unverändert Risiken für die künftigen weltwirtschaftlichen Aussichten, die in erster Linie von den nach wie vor bestehenden Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft, der Ölpreisentwicklung und einer

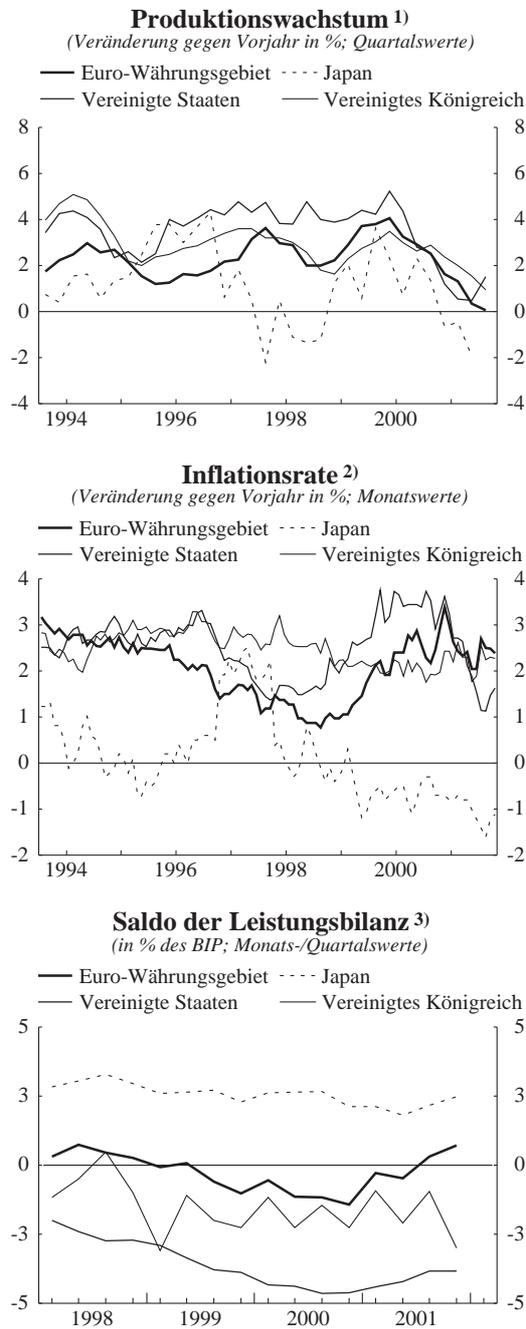
möglichen Verschärfung der Handelsstreitigkeiten ausgehen.

In den Vereinigten Staaten bestätigt das kräftige Wachstum im ersten Viertel dieses Jahres, dass die Wirtschaft in das Stadium einer konjunkturellen Erholung eingetreten ist. Gegenüber der Vorperiode und auf Jahresrate hochgerechnet hat sich das reale BIP nach vorläufigen Schätzungen im ersten Quartal 2002 um 5,6 % erhöht, verglichen mit 1,7 % im letzten Jahresviertel 2001 (siehe Abbildung 34). Diese außergewöhnlich starke Wachstumsbeschleunigung im ersten Quartal 2002 war hauptsächlich dem deutlich schwächeren Lagerabbau zu verdanken, was darauf schließen lässt, dass die Lageranpassung in den Vereinigten Staaten in Kürze abgeschlossen sein dürfte. Auch das robuste Wachstum des privaten Verbrauchs trug zu dem kräftigen BIP-Wachstum im ersten Quartal dieses Jahres bei, während die privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) und der Außenbeitrag das BIP-Wachstum nach wie vor bremsen. Der anhaltend kräftige private Verbrauch spiegelte die gestiegene Nachfrage nach Verbrauchsgütern und Dienstleistungen wider, während das sehr hohe Niveau der Gebrauchsgüternachfrage von Ende 2001 etwas zurückging. Die Wohnungsbauinvesti-

Abbildung 34

Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern

(Tageswerte)



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.

tionen nahmen nach einer Wachstumsdelle im letzten Jahresviertel 2001 wieder deutlich zu. Die Anlageinvestitionen ohne Wohnungsbau verringerten sich dagegen im ersten Quartal dieses Jahres weiter. Auch die Staatsausgaben, und insbesondere die Verteidigungsausgaben, trugen zum Wachstum bei. Der dämpfende Einfluss des Außenbeitrags ergab sich hauptsächlich aus dem starken Wachstum der Einfuhren.

Die gegenwärtige zyklische Aufwärtstendenz dürfte sich zunächst – wenn auch in langsamerem Tempo – fortsetzen. Besonders die Beseitigung der finanziellen Ungleichgewichte im Sektor der privaten Haushalte könnte den Anstieg der privaten Konsumausgaben hemmen. Die private Investitionsschwäche dürfte dagegen mit der Verbesserung der Gewinn-situation und dem Abbau von Überkapazitäten etwas nachlassen. Insgesamt besteht offenbar noch erhebliche Unsicherheit hinsichtlich der Stärke und Robustheit der derzeitigen wirtschaftlichen Erholung, wie die von den Vertrauensindikatoren ausgehenden gemischten Signale zeigen.

Im Bereich der öffentlichen Finanzen haben sich die Aussichten für die weitere Entwicklung der Haushaltslage zum einen wegen der Auswirkungen diskretionärer Maßnahmen und zum anderen wegen der Konjunkturschwäche deutlich eingetrübt. Im Januar 2002 schätzte das US Congressional Budget Office, das fiskalpolitische Beratungsorgan des amerikanischen Kongresses, dass sich der in der Haushaltsschätzung bis 2011 veranschlagte kumulierte Haushaltsüberschuss durch gesetzgeberische Maßnahmen, in erster Linie die im Juni 2001 beschlossenen Steuer-senkungen sowie zusätzliche diskretionäre Ausgaben, gegenüber dem Vorjahr um 2,4 Billionen USD verringert habe. Das am 9. März verabschiedete Paket fiskalpolitischer Maßnahmen dürfte zwar die Haushaltsposition in den kommenden Jahren weiter belasten, die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen seit Jahresbeginn ist aber wahrscheinlich weitgehend auf das schwache Steueraufkommen infolge der Konjunktorentwicklung im vergangenen Jahr zurückzuführen.

Die Entwicklung an der Preisfront verlief weiter in recht ruhigen Bahnen; der Verbraucherpreisindex stieg im April 2002 gegenüber dem Vorjahr um 1,6 %, verglichen mit 1,5 % im März (siehe Abbildung 34). Der Erzeugerpreisindex ging im April im Vergleich zum Vorjahr um 2,0 % zurück, nach einem Rückgang von 1,4 % im März. Angesichts der im historischen Vergleich noch immer nur mäßigen Kapazitätsauslastung und der günstigen Produktivitätsentwicklung wird auf kurze Sicht allgemein nicht mit einer Verstärkung der inflatorischen Tendenzen gerechnet.

Vor diesem Hintergrund beließ der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank in seiner Sitzung am 7. Mai 2002 seinen Zielzinssatz für Tagesgeld bei 1,75 %, dem seit dem 11. Dezember 2001 unveränderten Niveau. Darüber hinaus bezeichnete der Ausschuss die Risiken hinsichtlich der Aussichten für die Preisstabilität und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum als ausgewogen.

In Japan bestätigen die zuletzt veröffentlichten Daten, dass die Konjunktur die Talsohle verlassen hat. Eine maßgebliche Rolle spielt dabei die Verbesserung im Außenwirtschaftssektor. Dem steigenden Trend des Wachstums der Ausfuhren entsprechend scheint die Industrieproduktion nicht mehr weiter zu schrumpfen. Im April expandierte sie um 0,2 % gegenüber dem Vormonat – dies war der dritte Monat in Folge, in dem ein Anstieg zu verzeichnen war. Die Produktionsausweitung ging zudem mit einer spürbaren weiteren Verbesserung des Verhältnisses von Lagerbestand zu Auslieferungen einher. Dies könnte schließlich einer robusteren konjunkturellen Aufwärtsentwicklung den Weg ebnen, vorausgesetzt, dass sich die Situation des Exportsektors weiter wie erwartet verbessert.

Auf ein mögliches Ende der konjunkturellen Talfahrt der japanischen Wirtschaft wies auch das Umfrageergebnis für März im von der Bank von Japan veröffentlichten Tankan-Bericht hin. Danach blieb die Geschäftslage großer Unternehmen gegenüber der Tankan-Befragung vom Dezember insgesamt unverän-

dert. Die Situation kleiner Unternehmen hat sich allerdings weiter verschlechtert, und die befragten Unternehmen rechnen mit einem weiteren Geschäftsrückgang zumindest bis zur Jahresmitte. Folglich dürften sich die privaten Investitionsausgaben noch eine Zeitlang auf niedrigem Niveau bewegen, insbesondere die der kleinen Unternehmen. Dies unterstreicht erneut die Ungleichgewichtigkeit der gegenwärtigen konjunkturellen Belebung.

Was die Preisentwicklung betrifft, so halten die deflationären Tendenzen an, wobei sich der Preiserückgang aber möglicherweise abschwächt. Der inländische Großhandelspreisindex ging im April um 1,2 % gegenüber dem Vorjahr zurück, nach einem Rückgang von 1,3 % im März, während der Verbraucherpreisindex im April um 1,1 % unter seinem Stand vor Jahresfrist lag, verglichen mit einem Minus von 1,2 % im März (siehe Abbildung 34). Im Bereich der Geldpolitik beschloss die Bank von Japan am 21. Mai, Geldmarktgeschäfte mit dem Ziel durchzuführen, die Girokontoguthaben der Banken bei der Bank von Japan unverändert auf einem Niveau von 10 Billionen JPY bis 15 Billionen JPY zu halten. Gleichzeitig betonte sie, dass sie im Fall von Risiken für die Finanzmarktstabilität weitere Liquidität bereitstellen werde.

Die jüngsten amtlichen Zahlen für das Vereinigte Königreich zeigen, dass die Wirtschaft im ersten Quartal 2002 wie schon in der Vorperiode stagnierte. Auf Jahresrate umgerechnet sank die Wachstumsrate des realen BIP von 1,6 % im Schlussquartal 2001 auf 1,0 % im ersten Quartal dieses Jahres (siehe Abbildung 34). Vorausschauende Umfrageindikatoren lassen allerdings ein stärkeres BIP-Wachstum im zweiten Quartal dieses Jahres erwarten.

Die seit mehreren Jahren beobachteten Ungleichgewichte im Produktionswachstum nach Wirtschaftsbereichen haben zugenommen. In den ersten drei Monaten dieses Jahres lag die Produktion im verarbeitenden Gewerbe um 6,5 % unter ihrem Vorjahresniveau, während sie im Dienstleistungssektor

den Vorjahrsstand um 2,1 % übertraf. Die Nachfrageseite der Wirtschaft spiegelt dieses Ungleichgewicht ebenfalls wider. Das kräftige Wachstum des privaten Verbrauchs setzte sich fort, wenngleich es sich leicht von einer Jahresrate von 4,0 % im vierten Quartal 2001 auf 3,7 % im ersten Viertel dieses Jahres verringerte. Aus dem kräftigen Anstieg der Häuserpreise resultierende Vermögenseffekte und die anhaltende Kreditnachfrage der privaten Haushalte versprechen einen weiterhin lebhaften privaten Konsum. Die Verschlechterung der Unternehmensbilanzen und die Unsicherheit über die voraussichtliche Nachfrageentwicklung dürften dagegen die Bruttoanlageinvestitionen gedrosselt haben. In den zwölf Monaten bis zum Ende des ersten Quartals dieses Jahres sanken sie um 1,4 %. Im gleichen Zeitraum nahmen die Ausfuhren um 6,8 % ab. Die Teuerungsrate blieb in den letzten Monaten insgesamt unverändert. Der Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) stieg im April mit einer Jahresrate von 2,3 %, während diese Rate im ersten Quartal 2002 noch 2,4 % betragen hatte.

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten hängen davon ab, wie stark der private Verbrauch zunimmt, während die Aufhellung der globalen Konjunktur die Ausfuhren und Investitionen stützen dürfte. Kurzfristig gesehen sind die Aussichten für die Preisentwicklung relativ günstig. Mittelfristig ist jedoch ein gewisser Preisauftrieb im Gefolge des sich beschleunigenden Konjunkturaufschwungs nicht auszuschließen.

In Asien (ohne Japan) verweisen die jüngsten Daten auf sich mehrende Anzeichen, dass die Konjunktur allmählich wieder Fahrt aufnehmen könnte. Produktion und Ausfuhren nehmen seit Ende des vergangenen Jahres wieder zu, hauptsächlich aufgrund der Lageranpassungen in den Vereinigten Staaten und eines Anstiegs der Weltmarktpreise für Elektronikgüter und Computerausrüstungen. Nach den jüngsten monatlichen Angaben ist das Wachstum der Warenausfuhr im Vergleich zum Vorjahr in Korea, Malaysia, Singapur und Taiwan – nach teilweise recht lang anhaltenden negativen Wachstums-

zahlen – nun wieder in den positiven Bereich vorgestoßen. Die günstigeren Aussichten in der Region haben die Stimmung der Verbraucher beflügelt, und der Einzelhandel in China, Korea und Taiwan kann steigende Umsätze verzeichnen. Die Ausfuhren und insgesamt die Wirtschaftstätigkeit der Region dürften aber auch im Rest des Jahres von der globalen Konjunkturerholung und insbesondere wieder zunehmenden Anlageinvestitionen der Unternehmen in den Vereinigten Staaten abhängen. In China war das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2002 gegenüber dem Vorjahr sehr kräftig. Ausschlaggebend hierfür waren die starke Ausweitung der Anlageinvestitionen und der Industrieproduktion. Die zu beobachtenden Anzeichen für einen Deflationsdruck dürften vorübergehender Natur sein, und der Konjunkturausblick für China ist nach wie vor günstig.

Die größeren EU-Beitrittskandidaten weisen ein weiterhin relativ nachhaltiges Wachstum auf. Im Einklang mit dem bisherigen Trend blieb die Inlandsnachfrage vergleichsweise robust und glich damit die anhaltende Schwäche der Auslandsnachfrage teilweise aus. Die Inlandsnachfrage wurde in manchen Fällen allerdings durch höhere Haushaltsdefizite, die durch konjunkturelle Faktoren allein nicht vollständig erklärbar sind, gestützt.

Was die einzelnen Länder anbelangt, so zeichnet sich in der Tschechischen Republik eine konjunkturelle Besserung ab, wie etwa das kräftige Wachstum der Einzelhandelsumsätze im März und die besser als erwartet ausgefallenen Zahlen für die Industrieproduktion signalisieren. In Ungarn glichen verhältnismäßig hohe Konsum- und staatliche Investitionsausgaben den negativen Einfluss der weltweiten Konjunkturabkühlung zum Teil aus, während die Inflation weiter von 6,8 % im Dezember 2001 auf 6,1 % im April zurückgegangen ist. In Polen verlangsamte sich das Produktionswachstum im ersten Viertel dieses Jahres weiter, und es gibt kaum Hinweise darauf, dass die Konjunktur in den kommenden Monaten wieder merklich anziehen könnte. Vor diesem Hintergrund niedrigen Wachstums konnte die Inflation auf der Ver-

braucherstufe im April 2002 auf 3,0 % zurückgeführt werden, womit sich ihr Rückgang seit Jahresbeginn fortsetzte. In der Türkei lässt eine Reihe positiver Signale darauf schließen, dass die Wirtschaft das Konjunkturtal im ersten Quartal dieses Jahres nach einer starken Schrumpfung im vergangenen Jahr nunmehr durchschritten haben könnte. Zudem ging die monatliche Inflation von über 5 % im Januar dieses Jahres auf knapp 1 % im Mai zurück.

In Russland wird nach einem kräftigen, aber rückläufigen Wachstum im vergangenen Jahr mit einer weiteren Abschwächung der Konjunktur im Verlauf dieses Jahres gerechnet. Ab Ende 2001 ergaben sich aus der sinkenden Auslandsnachfrage und den verhältnismäßig niedrigen Ölpreisen deutliche Zweirundeneffekte für die Binnenkonjunktur. Von dem anschließenden Ölpreisanstieg und der sich abzeichnenden Belebung der Auslandsnachfrage sowie den weiteren Fortschritten bei der Umsetzung struktureller Reformen sind jedoch Wachstumsimpulse zu erwarten.

In Lateinamerika verläuft die konjunkturelle Entwicklung in den größten Ländern derzeit unterschiedlich. In Brasilien ist nach den jüngst veröffentlichten Daten mit einem Konjunkturanstieg zu rechnen, zu dem wachsende Exporte und das Auslaufen des Energieerweiterungsprogramms beitragen dürften, wobei die beginnende wirtschaftliche Erholung allerdings zunächst noch verhalten bleiben wird. Argentinien ist dagegen nach dem Eintritt in das vierte Jahr einer Rezession in einer besonders schwierigen Lage, weil sich die Wirtschaftstätigkeit abschwächt, während sich das Bankensystem gleichzeitig in einer tiefen Krise befindet. Die mexikanische Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal dieses Jahres um 2 % gegenüber dem Vorjahr, was anzeigt, dass sich die Wirtschaft trotz ihrer engen Verflechtung mit den Vereinigten Staaten bisher noch nicht eindeutig erholt hat. Neuere Informationen sprechen aber dafür, dass die Konjunktur in Mexiko offenbar wieder in Fahrt kommt.

Euro wertet sich im Mai und Anfang Juni 2002 auf

Im Mai und Anfang Juni 2002 war die Entwicklung an den Devisenmärkten von einer Abwertung des US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen geprägt. Die recht breit angelegte Schwäche des US-Dollar scheint vor allem damit im Zusammenhang gestanden zu haben, dass sich die konjunkturelle Erholung in den Vereinigten Staaten als nicht so kräftig erwies, wie es die Marktteilnehmer Anfang des Jahres noch erwartet hatten. Im gleichen Zeitraum gewann der Euro gegenüber dem Pfund Sterling an Wert und blieb gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken weitgehend stabil, wertete sich jedoch gegenüber der schwedischen Krone geringfügig ab. Diese Entwicklungen führten in nominaler effektiver Rechnung zu einer Aufwertung des Euro, die sich seit Ende April auf rund 2 % beläuft.

Im Mai und Anfang Juni 2002 setzte der US-Dollar den bereits in der zweiten Aprilhälfte begonnenen Abwärtstrend weiter fort, und zwar nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken (siehe Abbildung 35). Eine Fülle von Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten ließ erkennen, dass die Wirtschaftsaktivität weiter gewachsen ist, allerdings langsamer als ursprünglich von den Märkten erwartet. Weitere Faktoren, die die Entwicklung des US-Dollar belastet haben dürften, sind das für 2002 erwartete Haushaltsdefizit in den Vereinigten Staaten sowie das bestehende hohe US-Leistungsbilanzdefizit. Am 5. Juni notierte der Euro bei 0,94 USD und damit 4 % höher als Ende April und gut 4,5 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2001.

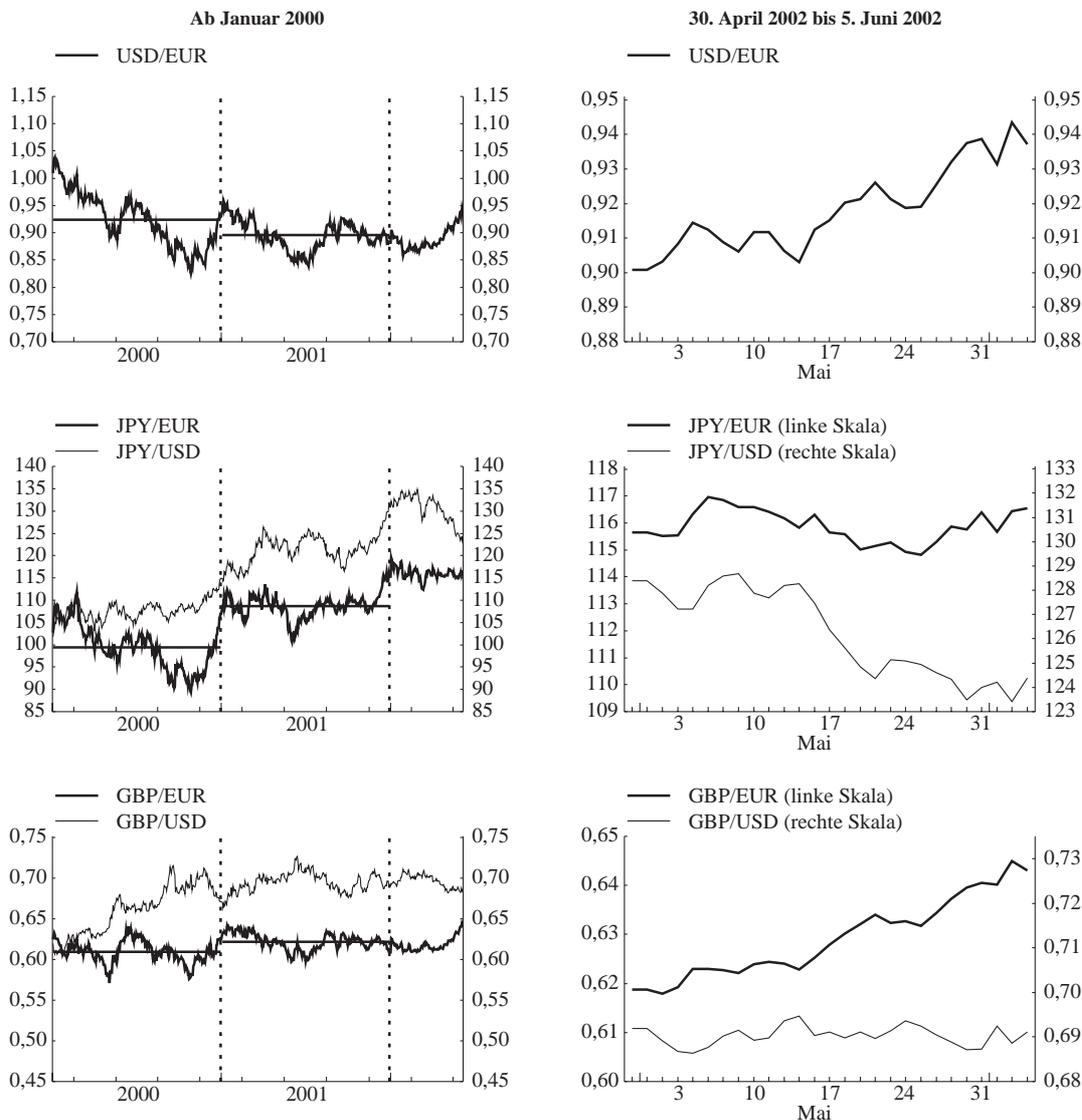
Der japanische Yen blieb gegenüber dem Euro – mit Notierungen zwischen 115 JPY und 117 JPY im Berichtszeitraum – weitgehend stabil (siehe Abbildung 35). Jüngste Datenveröffentlichungen, die darauf hindeuten, dass die Wirtschaft ihren Tiefpunkt durchschritten hat, stärkten die japanische Währung gegenüber dem US-Dollar. Der be-

trächtliche Aufwertungsdruck auf die japanische Währung zum US-Dollar – inmitten eines Klimas, das von der weitverbreiteten Dollarschwäche geprägt war – veranlasste die Bank von Japan in der zweiten Maihälfte und Anfang Juni, am Devisenmarkt zu intervenieren, um eine weitere Stärkung des Yen zu verhindern. Am 5. Juni notierte der Euro mit 116,55 JPY fast auf dem gleichen Stand wie Ende April und rund 7 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Das Pfund Sterling wertete gegenüber dem Euro im Berichtszeitraum recht kräftig ab, während es gegenüber dem US-Dollar relativ stabil blieb (siehe Abbildung 35). Ein Faktor, der die Marktmeinungen laufend beeinflusst, ist die Frage des Zeitpunkts, zu dem im Vereinigten Königreich ein Volksentscheid über den Beitritt zur Währungsunion abgehalten wird. Am 9. Mai sprach sich der geldpolitische Ausschuss der Bank von England für eine Beibehaltung des Repo-Satzes von 4 % aus. Am

Abbildung 35
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)

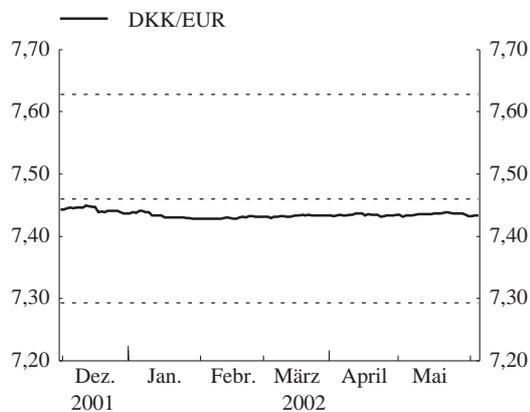


Quelle: EZB.

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

Abbildung 36
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.

5. Juni lag der Kurs des Euro zum Pfund Sterling bei 0,64 GBP, d. h. rund 4 % höher als Ende April und 3,4 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2001.

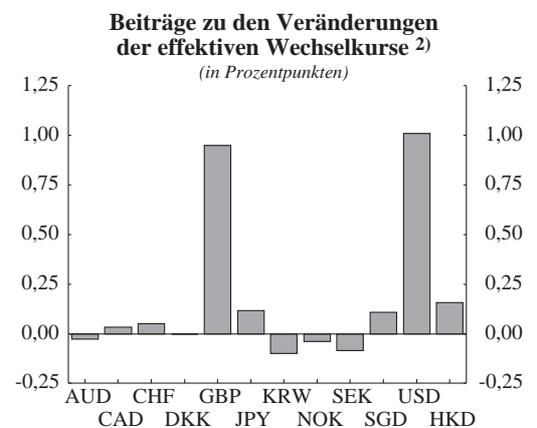
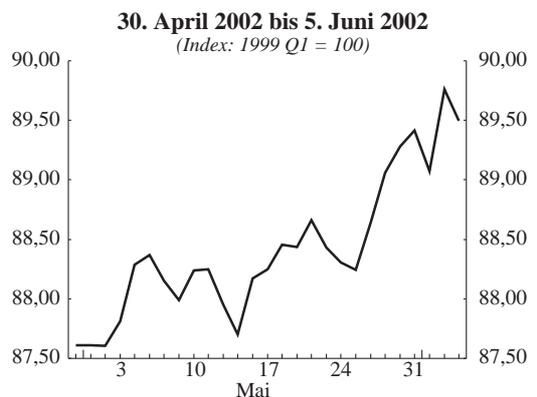
Was andere europäische Währungen betrifft, so blieb die dänische Krone weiterhin stabil und bewegte sich leicht unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 36). Die schwedische Krone wertete sich gegenüber dem Euro auf und setzte damit die trendmäßige Erholung, die bereits im September 2001 eingesetzt hatte, fort. Angesichts der Risiken eines binnenwirtschaftlichen Preisauftriebs wurde der Repo-Satz in Schweden nach dem am 25. April vom Vorstand der Sveriges Riksbank getroffenen Beschluss mit Wirkung vom 2. Mai um 25 Basispunkte auf 4,25 % heraufgesetzt. Der Kurs des Schweizer Franken zum Euro war im Mai und Anfang Juni stabil, lag aber immer noch 2,7 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2001. Darüber hinaus gab die Schweizerische Nationalbank am 2. Mai die Senkung ihres Zins-Zielbandes um 50 Basispunkte auf 0,75 % bis 1,75 % bekannt.

Angesichts der vorgenannten Entwicklungen bei den wichtigsten bilateralen Wechselkursen des Euro übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den

Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, am 5. Juni seinen Stand von Ende April um 2,2 % und sein Durchschnittsniveau im Jahr 2001 um fast 3 % (siehe Abbildung 37). Betrachtet man die realen effektiven Euro-Wechselkurse für dieselbe Gruppe von Handelspartnern, d. h. den Maßstab für die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets, so folgten die mit dem Verbraucherindex und dem Erzeugerpreisindex deflationierten Indizes des effektiven Wechselkurses bis zum Jahresende 2000 sehr nahe dem Verlauf des nominalen effektiven Wechselkursindex. Danach deuten diese Indizes im Vergleich zum Index des nominalen effektiven Wechselkurses des

Abbildung 37
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)

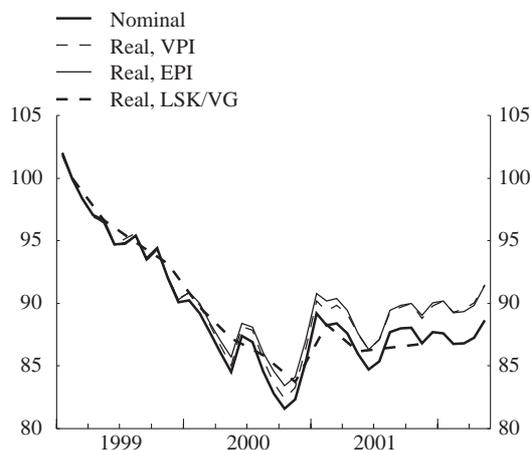


Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.
- 2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Abbildung 38 Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro¹⁾

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



Quelle: EZB.

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

Euro auf einen etwas geringeren Anstieg der Preiswettbewerbsfähigkeit, gemessen an der Basisperiode, d. h. dem ersten Quartal 1999, hin (siehe Abbildung 38). Dagegen ist die Entwicklung des effektiven Wechselkursindex auf Basis der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe seit Einführung der Einheitswährung auch weiterhin fast analog zur Entwicklung des nominalen Index verlaufen. Der Verhaltensunterschied zwischen den Indizes auf Basis der Verbraucher- und Erzeugerpreise und dem Index auf Basis der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe gegenüber dem nominalen Index ist auf die unterschiedlichen Preis- und Lohnstückkostenentwicklungen im Euro-Währungsgebiet und in einigen seiner wichtigsten Handelspartnerländer seit etwa Ende des Jahres 2000 zurückzuführen.

Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses im März 2002

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets verzeichnete im März 2002 einen Überschuss in Höhe von 3,7 Mrd €, vergli-

chen mit einem Defizit von 0,6 Mrd € im März 2001 (siehe Tabelle 12). Ausschlaggebend für diese Entwicklung war insbesondere ein Anstieg des Warenhandelsüberschusses von 6,0 Mrd € im März 2001 auf 10,8 Mrd € im März 2002; dagegen blieben die Defizite bei den Dienstleistungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen praktisch unverändert, und das Defizit bei den laufenden Übertragungen nahm im gleichen Zeitraum geringfügig zu.

Im ersten Quartal 2002 belief sich der Leistungsbilanzüberschuss auf 4,3 Mrd €, verglichen mit einem Defizit in Höhe von 10,5 Mrd € im ersten Quartal 2001. Entscheidend für diese Umkehr von einem Defizit in einen Überschuss in der Leistungsbilanz des Eurogebiets war ein Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 5,5 Mrd € im ersten Quartal 2001 auf 21,1 Mrd € im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres) sowie ein Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von 9,1 Mrd € auf 7,9 Mrd € im gleichen Zeitraum). Der Anstieg der Defizite bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen zwischen dem ersten Quartal 2001 und dem ersten Quartal 2002 (um 1,3 Mrd € bzw. 0,7 Mrd €) glich die Entwicklungen im Bereich des Warenhandels und der Erwerbs- und Vermögenseinkommen nur teilweise aus. Der Anstieg des Warenhandelsüberschusses war darauf zurückzuführen, dass die Wareneinfuhren im ersten Quartal 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum stärker abnahmen (um 9,7 %) als die Warenausfuhren (um 3,3 %). Die kräftigere Abnahme der Wareneinfuhren dürfte größtenteils mit dem beträchtlichen Rückgang der Ölpreise in diesem Zeitraum zusammenhängen.

Betrachtet man die Entwicklung im Vormonatsvergleich in saisonbereinigter Rechnung, so nahmen die Warenausfuhren und -einfuhren (dem Wert nach) im März dieses Jahres gegenüber Februar weiter zu. Dies war bereits der zweite Monat in Folge, in dem ein Anstieg der Warenausfuhren und -einfuhren zu verzeichnen war (siehe Abbildung 39). Möglicherweise spiegelt diese Entwicklung

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

	2001 Jan. - März	2001 März	2002 Jan. - März	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März
Saldo der Leistungsbilanz	-10,5	-0,6	4,3	-1,5	2,1	3,7
Einnahmen	423,3	147,8	403,4	137,7	128,3	137,3
Ausgaben	433,9	148,5	399,0	139,2	126,2	133,6
Saldo des Warenhandels	5,5	6,0	21,1	2,1	8,2	10,8
Ausfuhr	254,5	92,4	246,0	76,3	80,6	89,1
Einfuhr	249,0	86,4	224,9	74,2	72,4	78,3
Saldo der Dienstleistungen	-5,0	-1,5	-6,3	-2,7	-2,4	-1,2
Einnahmen	68,7	23,9	69,2	23,6	21,6	24,0
Ausgaben	73,7	25,4	75,5	26,3	24,0	25,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-9,1	-1,0	-7,9	-6,7	-0,1	-1,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-1,9	-4,0	-2,6	5,8	-3,6	-4,8
Saldo der Vermögensübertragungen	2,9	0,1	2,9	2,5	0,2	0,2
Saldo der Kapitalbilanz	30,6	20,6	-12,3	-37,6	5,8	19,6
Direktinvestitionen	-40,6	-33,2	-11,5	4,3	-9,9	-5,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-65,4	-33,0	-38,0	-4,8	-20,0	-13,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-26,5	-13,0	-26,1	-6,3	-4,9	-14,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-38,9	-20,0	-11,9	1,5	-15,1	1,7
Im Euro-Währungsgebiet	24,7	-0,2	26,5	9,2	10,1	7,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	28,7	8,4	16,4	6,5	3,1	6,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-4,0	-8,5	10,1	2,6	6,9	0,5
Wertpapieranlagen	-38,5	6,6	-43,0	-41,3	-9,9	8,1
Dividendenwerte	-10,4	10,8	-0,3	-5,2	0,7	4,2
Aktiva	-29,1	4,3	-28,4	-14,0	-6,1	-8,3
Passiva	18,7	6,5	28,1	8,9	6,8	12,5
Schuldverschreibungen	-28,1	-4,2	-42,8	-36,1	-10,5	3,9
Aktiva	-53,8	-21,0	-33,9	-15,0	-5,1	-13,8
Passiva	25,7	16,8	-8,9	-21,2	-5,4	17,7
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und						
-wertpapieranlagen zusammengenommen	-79,1	-26,6	-54,5	36,9	-19,8	2,2
Finanzderivate	-2,0	3,3	-3,4	0,6	1,3	-5,4
Übriger Kapitalverkehr	102,2	41,2	48,7	4,0	21,7	22,9
Währungsreserven	9,5	2,7	-3,0	-5,3	2,5	-0,2
Restposten	-23,0	-20,1	5,0	36,5	-8,1	-23,5

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. In der Pressemitteilung zur Zahlungsbilanz für Februar 2002 werden Revisionen für das dritte und vierte Quartal 2001 ausgewiesen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

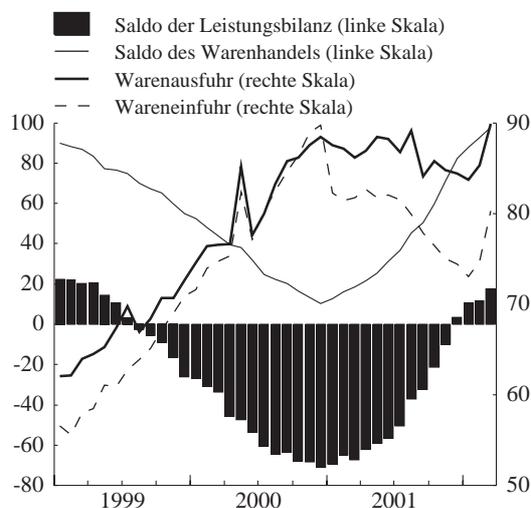
eine beginnende Erholung der Auslands- und Inlandsnachfrage im ersten Quartal des laufenden Jahres wider. Bei den Wareneinfuhren fiel der Zuwachs stärker aus als bei den Ausfuhren, was vor allem den höheren Ölpreisen (in Euro) zuzuschreiben ist, die im März um 18,9 % gegenüber Februar gestiegen sind.

Eine weitere nennenswerte Besonderheit der Daten im März ist der Rückgang sowohl der Einnahmen als auch der Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber dem Vormonat (siehe Abbildung 40). Dieser Rückgang, der offensichtlich bereits im Dezember 2001 eingesetzt hat, könnte mit den niedrigeren Zinssätzen im Zusammenhang stehen und auch ein Ausdruck der schlechteren Ertragslage infolge des schwächeren BIP-Wachstums sein, das letztes Jahr im Eurogebiet wie auch weltweit zu verzeichnen war.

Betrachtet man die – bis Dezember 2001 verfügbaren – Volumenangaben aus der Außenhandelsstatistik (siehe Tabelle 9 im

Abbildung 39 Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels und Ausfuhr und Einfuhr von Waren im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €; saisonbereinigt)



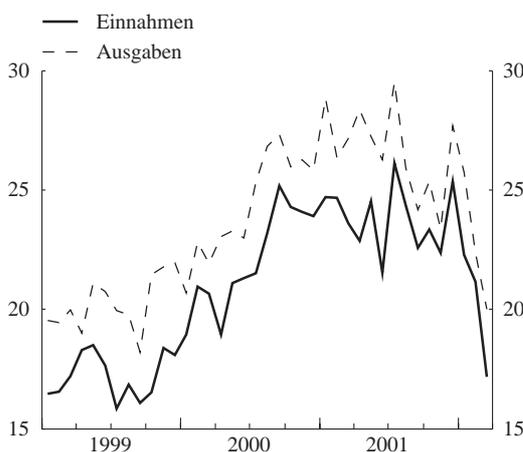
Quelle: EZB.

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 40

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

(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“), so scheint der Rückgang des Volumens der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und nach Asien im Dezember letzten Jahres aufgrund der steigenden Nachfrage zu einem Ende gekommen zu sein. Dagegen hat sich der Rückgang bei den Einfuhrvolumen des Eurogebiets weiter fortgesetzt.

Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im März 2002 weitgehend ausgeglichen

Die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Eurogebiets zusammengenommen wiesen im März 2002 einen weitgehend ausgeglichenen Saldo auf, nachdem hier nur ein geringer Netto-Kapitalzufluss von 2,2 Mrd € zu verzeichnen war. Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet beliefen sich auf lediglich 5,9 Mrd €, während es bei den Wertpapieranlagen zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 8,1 Mrd € kam (siehe Tabelle 12).

Am augenfälligsten bei der Entwicklung der Direktinvestitionen im März 2002 waren die erheblichen Nettoinvestitionen in Form von

Beteiligungskapital von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets im Ausland (14,9 Mrd €). Bei den Investitionen in Beteiligungskapital, die von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet getätigt wurden, waren hingegen Netto-Kapitalzuflüsse von 6,7 Mrd € zu verzeichnen.

Im Bereich der Wertpapieranlagen trugen sowohl die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten (4,2 Mrd €) als auch bei den Schuldverschreibungen (3,9 Mrd €) zu den insgesamt in dieser Bilanz verzeichneten Netto-Kapitalzuflüssen bei. Eine bemerkenswerte Entwicklung bei den Wertpapieranlagen im März 2002 waren die umfangreichen Netto-Kapitalzuflüsse aufgrund von Investitionen in Anleihen seitens Gebietsfremder (17,4 Mrd €). Eine weitere nennenswerte Entwicklung im März war, dass im Bereich des übrigen Kapitalverkehrs bei den Passiva der übrigen Sektoren beträchtliche Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 15,0 Mrd € zu verbuchen waren.

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen verringerten sich die Netto-Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum von 79,1 Mrd € auf 54,5 Mrd €. Diese Entwicklung lässt sich vor allem durch den Rückgang der Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen von 40,6 Mrd € im ersten Quartal 2001 auf 11,5 Mrd € im ersten Quartal dieses Jahres erklären. Dagegen waren die gesamten Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen im ersten Quartal 2002 ähnlich hoch wie im entsprechenden Vorjahrsquartal. Allerdings hat sich die Zusammensetzung dieser Netto-Kapitalabflüsse verändert, und zwar haben die Netto-Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten im ersten Quartal 2002 abgenommen (auf 0,3 Mrd €, verglichen mit 10,4 Mrd € im ersten Quartal 2001), während sie bei den Schuldverschreibungen gestiegen sind (auf 43,0 Mrd €, nach 38,5 Mrd € im ersten Quartal 2001).