



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

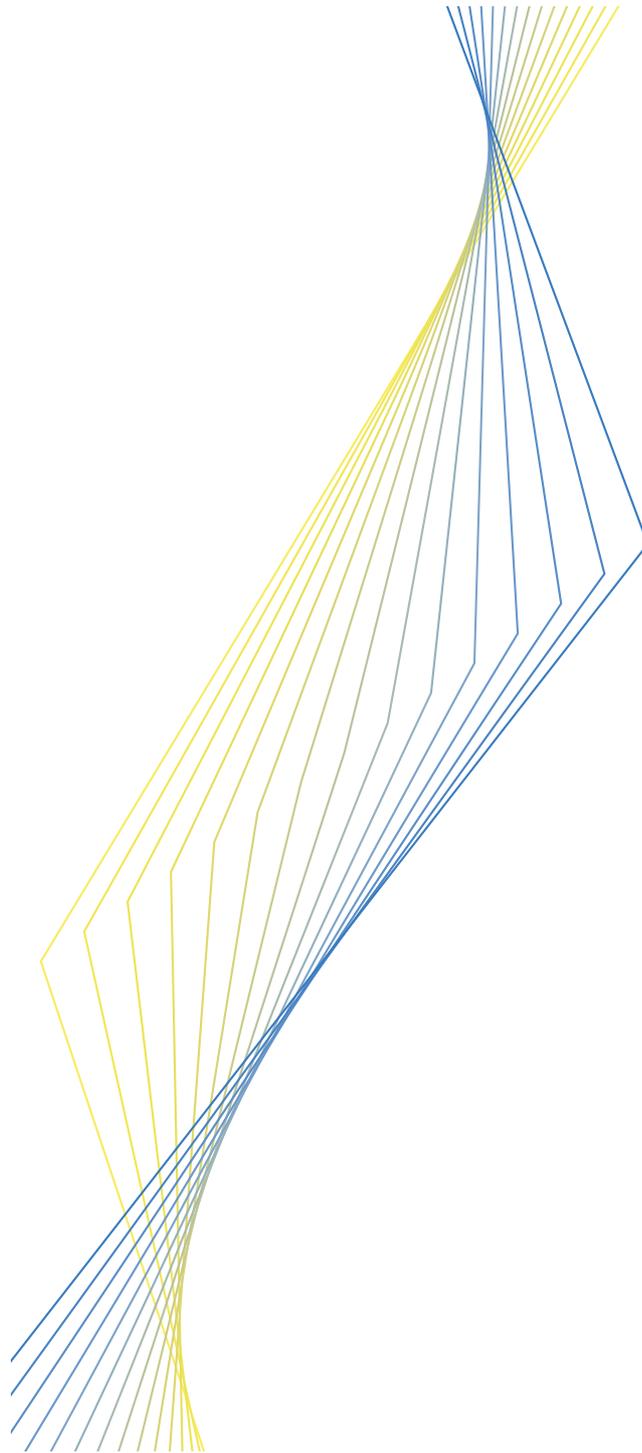
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

März 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

März 2003

© **Europäische Zentralbank, 2003**

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. März 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	38
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	48
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	60
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	67
Kästen	
1 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis zum dritten Quartal 2002	11
2 Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet	17
3 Jüngste Entwicklungen bei der Aktienemission im Euro-Währungsgebiet	25
4 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Februar 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	28
5 Direkte Auswirkungen von Veränderungen der administrierten Preise und der indirekten Steuern auf den HVPI für das Euro-Währungsgebiet	41
6 Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten in den Hauptsektoren des Euro-Währungsgebiets	45
7 Gründe für die Investitionsschwäche bei den einzelnen Gütergruppen	49
8 Der Informationsgehalt von Daten zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden in der Industrie	58
9 Kodex bewährter Vorgehensweisen für die Erhebung und Übermittlung von Daten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit	63
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	101*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	105*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 6. März 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die als Zinstender durchgeführt werden, um 25 Basispunkte auf 2,50 % zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um 25 Basispunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % gesenkt.

Der Beschluss zur Senkung der Leitzinsen spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass sich die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht in den letzten Monaten verbessert haben, was vor allem auf das verhaltene Wirtschaftswachstum und den Kursanstieg des Euro zurückzuführen ist. Diese Einschätzung stützte sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklung im Rahmen der zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule betrifft, so erhöhte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 im Zeitraum von November 2002 bis Januar 2003 auf 7,1 %, gegenüber 6,9 % in der Zeit von Oktober bis Dezember 2002. Das anhaltend starke Geldmengenwachstum spiegelt eine nach wie vor ausgeprägte Präferenz für liquide Anlageformen in einem Umfeld großer finanzieller, ökonomischer und geopolitischer Unsicherheit sowie niedriger Zinssätze wider. Zwar ist Liquidität weiterhin reichlich vorhanden; vor dem Hintergrund des schwachen Wirtschaftswachstums und der Erwartung, dass die vorgenommenen Portfolioumschichtungen nach Abklingen der Unsicherheit an den Finanzmärkten zum Teil wieder rückgängig gemacht werden, ist es derzeit allerdings unwahrscheinlich, dass dies zu Inflationsdruck führen wird. Die jüngsten Daten zur Buchkreditvergabe an den privaten Sektor und insbesondere das Ende 2002 verzeichnete geringe Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bestätigen diese Einschätzung.

Im Hinblick auf die Analyse im Rahmen der zweiten Säule deuten die vorliegenden Infor-

mationen darauf hin, dass die Konjunkturerwicklung im Euroraum zum Jahreswechsel 2002/2003 verhalten blieb. Das reale BIP-Wachstum betrug laut einer Schätzung von Eurostat im vierten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal 0,2 %, nach einem Anstieg um zwischen 0,3 % und 0,4 % in jedem der ersten drei Quartale 2002. Dem schwächeren Wachstum des realen BIP im Schlussquartal 2002 lag in erster Linie ein geringerer Außenbeitrag zugrunde, der insbesondere einen starken Rückgang des Exportwachstums widerspiegelte. Gleichzeitig blieb das Wachstum des Verbrauchs relativ robust, während sich die Investitionstätigkeit weiterhin schwach entwickelte. Im Hinblick auf die ersten Monate des Jahres 2003 weisen eine Reihe von Vorlaufindikatoren und Umfrageergebnissen auf eine nach wie vor verhaltene Konjunkturerwicklung hin.

Angesichts der jüngsten Entwicklungen haben sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euroraum im laufenden Jahr gegenüber früheren Erwartungen verschlechtert; dies ist vor allem auf die geopolitischen Spannungen und den damit verbundenen Anstieg der Ölpreise zurückzuführen.

Was die Preisentwicklung angeht, so wird die jährliche HVPI-Inflationsrate für Februar 2003 laut Eurostat auf 2,3 % geschätzt – ein geringfügiger Anstieg gegenüber der Rate von 2,2 % im Januar. Der Hauptgrund für diese Veränderung ist offenbar die Erhöhung der Ölpreise. Darüber hinaus könnten Basiseffekte im Zusammenhang mit den Nahrungsmittelpreisen zu dem neuerlichen Anstieg der Jahresteuersatzrate im Februar beigetragen haben.

Die anhaltenden Spannungen an den Ölmärkten erschweren eine Prognose der kurzfristigen Inflationsentwicklung. Doch sobald diese Spannungen nachgelassen haben, dürfte die Preisentwicklung von grundlegenderen Faktoren bestimmt werden. Zum einen ist damit zu rechnen, dass die im vergangenen Jahr beobachtete deutliche Aufwertung des nominalen effektiven Euro-Wechselkurses weiterhin über die Import- und Erzeugerpreise auf die

Verbraucherpreise durchschlägt. Zum anderen dürfte auch das verhaltene Wirtschaftswachstum durch seinen Einfluss auf das Preis- und Lohnsetzungsverhalten den Preisauftrieb dämpfen. Wenn die Entwicklung der Ölpreise, wie derzeit am Markt erwartet, künftig moderater verläuft, werden die Teuerungsraten im Jahresverlauf 2003 aller Wahrscheinlichkeit nach unter die 2%-Marke sinken und anschließend auf einem Niveau verharren, das eindeutig mit Preisstabilität vereinbar ist.

Dieses grundlegende Szenario basiert auf der Annahme, dass sich vor allem angesichts des gedämpften Wirtschaftswachstums Lohnzurückhaltung durchsetzen wird. In jüngster Zeit gibt es Anzeichen für eine moderatere Lohnentwicklung gegen Ende des vergangenen Jahres; diese Tendenz muss aber noch bestätigt werden.

Insgesamt haben die EZB-Leitzinsen nun ein sehr niedriges Niveau erreicht. Ausgehend von den derzeit verfügbaren Informationen trägt dieser geldpolitische Kurs zur Wahrung der Preisstabilität auf mittlere Sicht bei und bildet ein gewisses Gegengewicht zu den verschiedenen Faktoren, die zurzeit die Konjunktur beeinträchtigen.

Mit Blick auf die Zukunft wird das Wachstum des realen BIP aller Wahrscheinlichkeit nach allmählich ansteigen, sobald die momentan vorherrschende Unsicherheit schwindet. Zwar lässt die erwartete schwache Konjunktur zu Beginn dieses Jahres auf ein geringes durchschnittliches reales BIP-Wachstum für das Jahr 2003 schließen, doch sollte im Jahresverlauf ein Anstieg der vierteljährlichen Zuwachsraten einsetzen. Mit der Zeit dürfte die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets von einer weltweiten Konjunkturerholung – was die Nachfrage nach Ausfuhren aus dem Eurogebiet ankurbeln dürfte – wie auch von dem aktuellen niedrigen Zinsniveau profitieren. Darüber hinaus sollte der erwartete Rückgang der Inflation das verfügbare Realeinkommen stützen und das Wachstum des privaten Verbrauchs stärken.

Allerdings wird jede Beurteilung künftiger Entwicklungen derzeit von den geopolitischen Spannungen und ihrer potenziellen Auflösung überschattet. Dieser Art von Unsicherheit kann die Geldpolitik nicht begegnen. Abhängig von der weiteren Entwicklung, die die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität in jede Richtung verändern kann, ist der EZB-Rat bereit, entschlossen und frühzeitig zu handeln.

Die wirtschaftlichen Aussichten für das Euro-Währungsgebiet hängen sehr stark von den Maßnahmen ab, die auf anderen Politikfeldern ergriffen werden. Im Bereich der Finanzpolitik fördert die Einhaltung der im EG-Vertrag sowie im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerten Rahmenbedingungen durch alle Länder eine solide und nachhaltige öffentliche Finanzlage und leistet damit einen entscheidenden Beitrag sowohl zum Vertrauen als auch zu günstigen Finanzierungsbedingungen für den privaten Sektor. Die in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen festgeschriebene fiskalische Ausrichtung sorgt zumeist für ein ausgewogenes Verhältnis zwischen dem Wirkenlassen der automatischen Stabilisatoren und, sofern erforderlich, dem Streben nach weiterer Konsolidierung. In einigen Fällen sind die derzeitigen Bemühungen um Konsolidierung zu wenig ehrgeizig. Um das Vertrauen in die fiskalischen Rahmenbedingungen und das wirtschaftliche Umfeld weiter zu stärken, ist es unerlässlich, dass alle Länder mit noch bestehenden Haushaltsungleichgewichten geeignete Konsolidierungsvorhaben umsetzen. Daher müssen die in den Stabilitätsprogrammen eingegangenen Verpflichtungen und die Forderungen nach einer weiteren Verbesserung der Haushaltslage – wie anschließend im ECOFIN-Rat vereinbart – vollständig umgesetzt werden. In dieser Hinsicht sollten die Maßnahmen in eine umfassende und wachstumsorientierte Strategie eingebettet werden. Für die meisten Länder bedeutet dies, dass sie sich gleichermaßen darauf konzentrieren müssen, die öffentlichen Ausgaben zu reduzieren und deren Struktur zu reformieren.

Schließlich könnten die Aussichten für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets deutlich verbessert werden, wenn die Regierungen ihre Anstrengungen zur Umsetzung von Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten verstärkten. Solche Reformen sind wichtig, um letztendlich das Produktionspotenzial des Euroraums zu erhöhen, die Flexibilität der Wirtschaft zu verbessern und das Eurogebiet gegenüber externen Schocks

widerstandsfähiger zu machen. Gegenwärtig wird das Vertrauen dadurch belastet, dass bei der Umsetzung von Strukturreformen keine deutlichen und entscheidenden Fortschritte erkennbar sind. Insbesondere angesichts der gegenwärtig verhaltenen Konjunkturentwicklung können Maßnahmen, die den Euroraum für Anleger attraktiver machen sollen, entscheidend zu einer Stärkung des Vertrauens beitragen.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

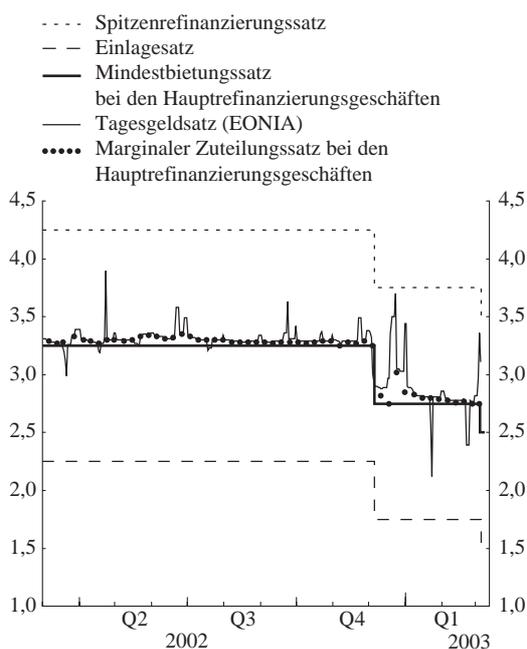
Auf seiner Sitzung am 6. März 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, um 25 Basispunkte auf 2,50 % zu senken; dies galt erstmals für das am 12. März 2003 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um 25 Basispunkte gesenkt und belaufen sich mit Wirkung vom 7. März 2003 auf 3,50 % bzw. 1,50 % (siehe Abbildung 1).

Im Januar weiterhin kräftiges M3-Wachstum

Im Januar 2003 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von M3 auf 7,4 %, verglichen mit 6,8 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 stieg im Zeitraum von November

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

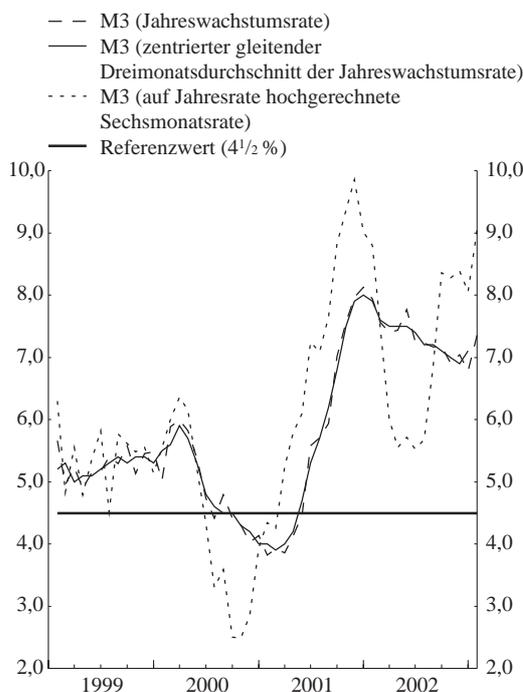


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

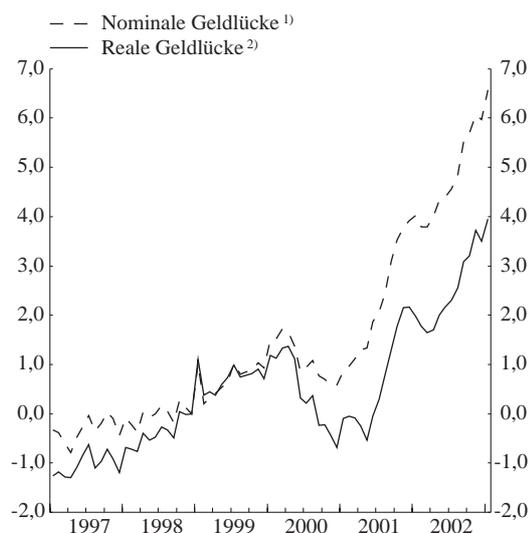
2002 bis Januar 2003 auf 7,1 %, gegenüber 6,9 % in der Zeit von Oktober bis Dezember 2002 (siehe Abbildung 2). Das kurzfristige Wachstum der Geldmenge M3 war in den vergangenen Monaten nach wie vor kräftig. Die hohe Jahreswachstumsrate von M3 ist noch immer im Zusammenhang mit der großen wirtschaftlichen und geopolitischen Ungewissheit sowie mit der Unsicherheit an den Finanzmärkten zu sehen, die zu einer starken Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen geführt hat. Darüber hinaus dürften auch die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung von in M3 enthaltenen Instrumenten zum dynamischen Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats beigetragen haben.

Die anhaltende Periode raschen Geldmengenwachstums hat zu einer reichlicheren Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet geführt, als zur Finanzierung eines nachhaltigen inflationsfreien Wirtschafts-

wachstums benötigt würde. 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 (4½ % p. a.) entsprechenden monetären Wachstum seit Dezember 1998 als Basismonat 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. Die Entwicklung der beiden Messgrößen deutet auf einen anhaltenden Aufbau von Überschussliquidität hin, wobei sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke ihren höchsten Stand seit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion erreicht haben.

Abbildung 3
Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



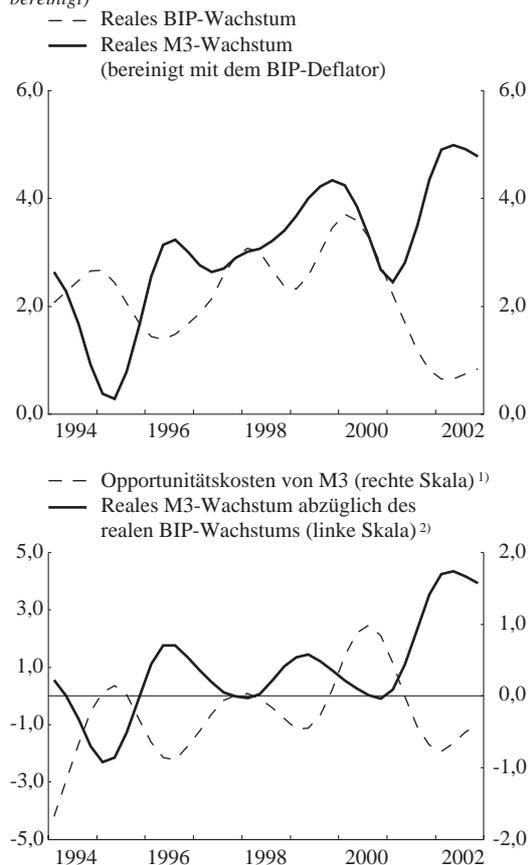
Quelle: EZB.

- 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 Dezember 1998 gewählt.

Die Ausweitung des M3-Wachstums im Schlussquartal 2002 lag weiterhin über dem Niveau, das mit den fundamentalen Bestimmungsgrößen von M3 vereinbar gewesen wäre. Dies lässt auch die beträchtliche Differenz zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum erkennen (siehe Abbildung 4). Die in den vergangenen Monaten niedrigen Opportunitätskosten von M3 können die Dynamik des M3-Wachstums zwar bis zu einem gewissen Grad erklären, doch lässt sich diese Diskrepanz nicht ihnen allein zuschreiben (siehe

Abbildung 4
Reales M3- und BIP-Wachstum und Opportunitätskosten

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr und Prozentpunkte; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsraten des BIP und des BIP-Deflators im vierten Quartal 2002 gegenüber dem dritten Quartal 2002 unverändert waren.

- 1) 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.

Kasten I

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet bis zum dritten Quartal 2002

Das Wachstum der gesamten Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren (d. h. der privaten Haushalte, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und öffentlichen Haushalte) blieb zwischen dem Schlussquartal 2001 und dem dritten Vierteljahr 2002 mit Jahresraten von rund 5 % relativ stabil (siehe Tabelle). Im gleichen Zeitraum verlor das Geldvermögen dieser Sektoren aufgrund des weiteren Verfalls der Aktienkurse erheblich an Wert.

Infolge der Finanzmarktunsicherheit und des weiteren Rückgangs der Börsenkurse präferierten die Anleger zur Geldvermögensbildung nach wie vor Investitionen in relativ sichere Vermögenswerte wie etwa kurzfristige Anlagen, Anleihen sowie Versicherungs- und Pensionsprodukte. Vor diesem Hintergrund stieg die Vorjahrsrate der kurzfristigen Geldvermögensbildung im dritten Quartal 2002 auf 5,5 %. Dies war in erster Linie auf eine Belebung der Investitionen in kurzfristige Schuldverschreibungen zurückzuführen. Auch Einlagen und Geldmarktfondsanteile waren weiterhin recht beliebt. Neben den kurzfristigen Anlageformen bevorzugten die Anleger sichere langfristige Vermögenswerte. Das Jahreswachstum der Investitionen in langfristige Schuldverschreibungen war mit 7,1 % leicht rückläufig, wofür vermutlich die niedrigeren Anleihenrenditen und die im dritten Quartal gestiegene Volatilität am Rentenmarkt den Ausschlag gaben. Ferner hat die Vermögensbildung in Form von Versicherungs- und Pensionsprodukten seit einigen Quartalen mit Vorjahrsraten von gut 7 % weiter recht stark zugenommen (siehe Kasten 2).

Dagegen investierten die nichtfinanziellen Sektoren im dritten Vierteljahr kaum in börsennotierte Aktien. Die entsprechende Jahreswachstumsrate betrug lediglich rund 1 %. Dies dürfte mit den gesunkenen Börsenkursen

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Bestand in % der Geldvermögensbildung ¹⁾	Jahreswachstumsrate											
		2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4		
Geldvermögensbildung	100	6,0	6,3	7,4	7,3	6,5	5,2	5,1	5,0	5,2	.		
<i>darunter: Kurzfristige Geldvermögensbildung</i> ²⁾	43,0	4,9	3,8	5,4	5,5	5,8	6,0	4,7	5,0	5,5	.		
<i>darunter: Langfristige Geldvermögensbildung</i> ³⁾	56,0	6,5	7,6	8,6	8,3	7,2	5,1	5,3	5,1	5,2	.		
Bargeld und Einlagen	37,7	3,6	3,3	3,5	4,3	4,3	4,4	4,7	4,8	4,9	.		
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	14,5	14,9	10,0	17,8	14,4	11,1	9,3	5,7	5,7	6,2	.		
<i>darunter: Kurzfristig</i>	1,9	88,5	34,4	65,9	39,3	23,7	11,5	-8,4	-10,4	0,3	.		
<i>darunter: Langfristig</i>	12,6	8,9	7,2	11,3	11,1	9,4	8,9	8,5	8,3	7,1	.		
Investmentzertifikate	11,8	2,3	6,0	5,7	5,0	6,0	5,5	5,4	6,0	6,5	.		
<i>darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile</i>	9,7	3,1	6,7	6,0	4,4	4,7	3,6	3,3	4,3	4,9	.		
<i>darunter: Geldmarktfondsanteile</i>	2,1	-3,7	-0,1	3,8	9,3	16,8	21,1	20,7	17,7	16,1	.		
Börsennotierte Aktien	12,2	3,7	7,1	9,3	9,5	7,1	1,7	2,1	1,1	1,1	.		
Versicherungstechnische Rückstellungen	22,8	9,5	8,5	7,6	7,5	7,2	7,4	7,6	7,3	7,3	.		
M3 ⁴⁾		4,4	4,1	3,9	5,6	7,0	8,1	7,4	7,3	7,2	6,8		

Quelle: EZB.

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

1) Stand am Ende des dritten Quartals 2002.

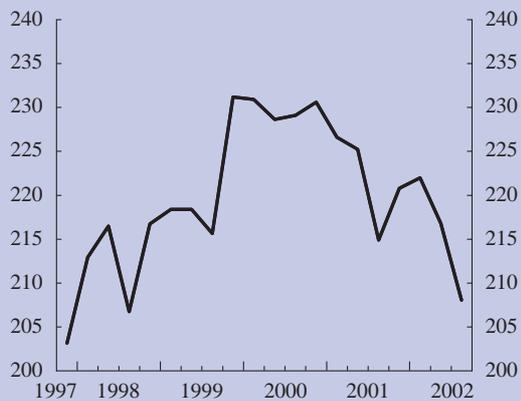
2) Die kurzfristige Geldvermögensbildung umfasst Bargeld und Einlagen (ohne Einlagen von Zentralstaaten), kurzfristige Schuldverschreibungen und Geldmarktfondsanteile. Da die Einlagen von Zentralbanken nicht berücksichtigt werden, ergeben die kurzfristige und langfristige Geldvermögensbildung nicht 100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

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

4) Quartalsendstand. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst monetäre Instrumente, die von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (d. h. vom nichtfinanziellen Sektor und von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Entwicklung des Geldvermögens der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Die durch die gefallenen Aktienkurse bedingten Bewertungsverluste haben das Geldvermögen der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet gemindert. Dies wird auch an dem seit Anfang 2000 gesunkenen Anteil des Geldvermögens dieser Sektoren am BIP deutlich (siehe Abbildung). Dieser Anteil war im dritten Vierteljahr 2002 vergleichbar mit dem Stand von Ende 1997. Die negativen Vermögenseffekte haben – ceteris paribus – seit dem Jahr 2000 zu einer Verschlechterung der finanziellen Lage der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum geführt. Der gesunkene Wert des Geldvermögens wurde allerdings teilweise durch die gestiegenen Immobilienpreise ausgeglichen, die ihrerseits in einigen Euro-Ländern zu einer Zunahme des Wohnimmobilienvermögens geführt haben. Zwar lassen sich die gesamtwirtschaftlichen Folgen des Verlustes an Geldvermögen nur schwer abschätzen, doch gibt es bei einigen Wirtschaftszweigen des Euro-Währungsgebiets Grund zu der Annahme, dass der weltweite Kursverfall und die relativ hohe Verschuldung (siehe Abbildung 12) in den letzten beiden Jahren zu einer Dämpfung der Anlageinvestitionen beigetragen haben.

und der erneut gestiegenen impliziten Kursvolatilität sowie mit der geringeren Aktienemission in diesem Zeitraum zusammenhängen. Wie aus der Zahlungsbilanz hervorgeht, verlagerten die Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal 2002 ihre in ausländische Dividendenwerte angelegten Gelder per saldo ins Inland zurück, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen – wenn auch in geringerem Umfang – weiterhin ausländische Dividendenwerte gekauft hatten. Dagegen war bei den Ansässigen außerhalb des Euroraums im Berichtsquartal wie auch schon in den Vorquartalen ein Nettoerwerb von Dividendenpapieren, die von Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, zu beobachten. Der Erlös der Nicht-MFIs im Euroraum aus dem Verkauf von Dividendenwerten (an Gebietsfremde oder an im Euro-Währungsgebiet ansässige MFIs) trug zur dynamischen Entwicklung des Geldmengenwachstums im Eurogebiet in diesem Zeitraum bei.

insbesondere die untere Grafik in Abbildung 4). Dies zeigt, dass Portfolioumschichtungen zu Lasten der Kapitalmärkte wohl auch in den vergangenen Monaten wesentlich zum Geldmengenwachstum beigetragen haben (siehe auch Kasten 1).

Stärkeres Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1

Die ausgeprägte Dynamik des M3-Wachstums in jüngster Zeit war überwiegend durch die Entwicklung der Geldmenge M1 und der marktfähigen Finanzinstrumente bedingt (siehe Tabelle 1). Das jährliche Wachstum von M1 erhöhte sich im Verlauf der vier Quartale

des Jahres 2002 erheblich und erreichte im Januar 2003 einen Wert von 9,8 %. Dieser Anstieg spiegelt offenbar vorwiegend die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung von Bargeld und täglich fälligen Einlagen wider. Zudem dürften die Turbulenzen an den Finanzmärkten zu einer stärkeren Nachfrage nach sehr liquiden Anlageformen geführt haben.

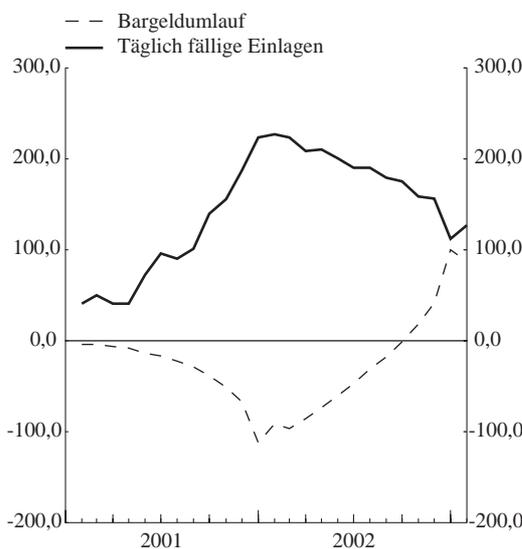
Innerhalb der Geldmenge M1 wurde ab dem vierten Quartal 2002 wieder ein positives jährliches Wachstum des Bargeldumlaufs verzeichnet, das sich im Januar 2003 mit 34,6 % auf einem sehr hohen Niveau bewegte. Diese Entwicklung ist auf den Wiederaufbau von Bargeldbeständen im Laufe des Jahres 2002

nach der Euro-Bargeldumstellung zurückzuführen. Die Erholung des Bargeldumlaufs resultiert offensichtlich aus einer Umkehr vorangegangener Umschichtungen von Bargeld zu täglich fälligen Einlagen und sonstigen kurzfristigen, in M3 enthaltenen Einlagen sowie aus einer Belebung der Nachfrage nach Euro-Banknoten durch Ansässige außerhalb des Euroraums, wie Zahlungsbilanzdaten für das Eurogebiet nahelegen.

Umgekehrt dürfte der im vergangenen Jahr verzeichnete anhaltende Rückgang der Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen vor allem mit dem Wiederaufbau von Bargeldbeständen zusammenhängen (siehe Abbildung 5). Aktuelleren Daten zufolge stieg die Jahresrate der täglich fälligen Einlagen im Januar 2003 auf 6,6 %, nach 5,8 % im Vormonat. Parallel dazu hat die kurzfristige Dynamik der täglich fälligen Einlagen in den letzten Monaten deutlich zugenommen, wobei sich die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate im Januar 2003 auf 10,0 % belief. Dieses kräftige Wachstum der täglich fälligen Einlagen geht vermutlich auf das niedrige Zinsniveau und die anhaltend große Unsicherheit zurück.

Abbildung 5 Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB.

Die Jahresrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen verringerte sich im Januar 2003 auf 4,0 % (nach 4,9 % im Schlussquartal 2002) und setzte damit ihren seit dem ersten Quar-

Tabelle I

Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Jan.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
M1	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
darunter: Bargeldumlauf	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
darunter: Täglich fällige Einlagen	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
M2	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
M3	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Täglich fällige Einlagen	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Repogeschäfte	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Geldmarktfondsanteile	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Quelle: EZB.

tal 2002 zu beobachtenden Abwärtstrend fort. Innerhalb dieses Postens verzeichneten die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Januar weiterhin ein verhaltenes jährliches Wachstum von 0,6 % (nicht saisonbereinigt), gegenüber -0,3 % im Monat davor. Im gleichen Zeitraum stieg die (nicht saisonbereinigte) Jahresrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten auf 6,9 %, verglichen mit 6,6 % im Vormonat. Diese gegenläufige Entwicklung dürfte den in den letzten Monaten verringerten Abstand zwischen den Zinssätzen im Kundengeschäft für diese Einlageformen widerspiegeln, was dazu führte, dass Termineinlagen gegenüber den Spareinlagen an Attraktivität verloren.

Die klare Bevorzugung von sicheren und liquiden, in M3 enthaltenen Finanzinstrumenten seitens der Nicht-MFIs im Euroraum zeigt sich auch in der wieder stärkeren Zunahme der marktfähigen Finanzinstrumente, deren Jahresrate im Januar auf 11,0 % stieg, nachdem sie im vierten Quartal 2002 8,4 % betragen hatte. Diese kräftige Zunahme ist weitgehend dem schnellen Wachstum der Geldmarktfondsanteile zuzuschreiben, die ebenso wie täglich fällige Einlagen in Zeiten großer Unsicherheit häufig bevorzugt werden, um Gelder zu „parken“.

Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im Januar stabilisiert

Die jährliche Zuwachsrate der gesamten Kreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum liegt seit dem dritten Quartal 2002 stabil bei etwa 4,2 % (siehe Tabelle 2). Dahinter verbergen sich allerdings unterschiedliche sektorale Entwicklungen; so stieg das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte in diesem Zeitraum, während das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor leicht rückläufig war.

Die Jahresrate der Kredite an die öffentlichen Haushalte lag im Januar geringfügig unter 2 %. Aufgeschlüsselt nach Finanz-

instrumenten blieb die Jahresänderungsrate der MFI-Buchkredite an die öffentliche Hand zwar negativ, doch wurde dies durch das positive Wachstum der von MFIs gehaltenen Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte mehr als ausgeglichen.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor ließ zwischen Anfang 2001 und dem vierten Quartal 2002 einen ausgeprägten und anhaltenden Abwärtstrend erkennen. Wenngleich die Daten für Dezember 2002 und Januar 2003 einen leichten Anstieg der jährlichen Zuwachsraten ausweisen, ist es noch zu früh für ein abschließendes Urteil, ob der Rückgang des Wachstums der Buchkreditvergabe zum Stillstand gekommen ist. Gründe für die verhalten wachsende Kreditvergabe dürften vor allem die schwache Konjunktur im Euro-Währungsgebiet, die große wirtschaftliche Unsicherheit, eine merkliche Verringerung der Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie möglicherweise die Notwendigkeit von Bilanzrestrukturierungen im privaten Sektor sein. Diese Faktoren scheinen die von den niedrigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken ausgehenden positiven Impulse zu überwiegen. Dessen ungeachtet liegt das jährliche Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor in realer Betrachtung derzeit nur geringfügig unter dem langfristigen Durchschnitt, und auch die Wachstumsdynamik ist nicht schwächer als in anderen Phasen mit geringem Wirtschaftswachstum.

Die vierteljährliche Aufschlüsselung der Buchkreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor liegt nunmehr auch für das vierte Quartal 2002 vor. Sie zeigt, dass der Rückgang der jährlichen Zuwachsrate der Buchkredite an den privaten Sektor im vierten Quartal 2002 vor allem auf eine deutliche Abnahme der Jahresrate der Kreditgewährung an nichtmonetäre Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) zurückzuführen war. Unter ihnen befinden sich verschiedene Arten von Finanzintermediären, die überwiegend auf dem Gebiet der langfristigen Finanzierung tätig sind (z. B. Leasing-, Zweck- oder Factoring-

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

	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Jan.
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Wertpapiere ohne Aktien	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Buchkredite	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Wertpapiere ohne Aktien	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Buchkredite	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

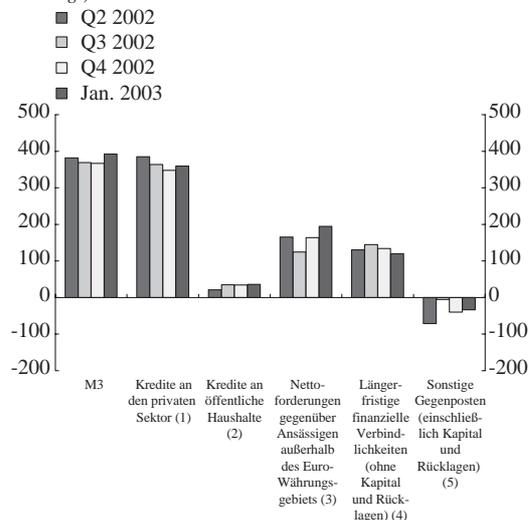
Quelle: EZB.

gesellschaften). Das jährliche Wachstum der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte blieb dagegen weitgehend unverändert. Wie schon im dritten Quartal war das Jahreswachstum der Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verhalten, während es bei den privaten Haushalten verhältnismäßig kräftig war. Die sektorale Entwicklung der Kreditvergabe wird nachstehend in dem Abschnitt über die gesamte Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors genauer analysiert.

Die Jahresrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) lag im dritten und vierten Quartal 2002 weitgehend unverändert bei rund 5,2 % und stieg im Januar 2003 auf 5,7 % an. Bei diesem Gegenposten zu M3 beschleunigte sich das Wachstum der längerfristigen Einlagen weiterhin nur geringfügig und steht damit im Gegensatz zu dem kräftigen Wachstum der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren.

Die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets stiegen im Januar 2003 in

absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 16 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Januar erhöhten sich diese Forderungen um 194 Mrd €, gegenüber 164 Mrd € in den zwölf Monaten bis Dezember (siehe Abbil-

Abbildung 6**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).

dung 6). Dieser signifikante Anstieg war sowohl durch eine beträchtliche Verbesserung der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets als auch durch Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen bedingt.

Inflationäre Spannungen als Folge der reichlichen Liquiditätsausstattung unwahrscheinlich

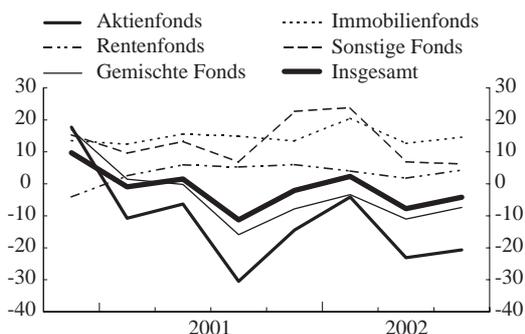
Das rasche Wachstum der Geldmenge M3 setzte sich auch im vierten Quartal 2002 und im Januar 2003 weiter fort, sodass im Euroraum weiterhin ein hoher Liquiditätsüberschuss vorhanden war. Die Tatsache, dass diese Entwicklung offenbar maßgeblich durch die allgemeinen wirtschaftlichen und geopolitischen Unwägbarkeiten und die Unsicherheit an den Finanzmärkten bestimmt wird, impliziert jedoch, dass die Überschussliquidität nicht unbedingt auf höhere Ausgaben hindeutet; sie könnte vielmehr auf eine aus Vorsichtsgründen vorübergehend gestiegene Nachfrage zurückzuführen sein. Zudem erscheint es im gegenwärtigen Kontext eines schwachen Wirtschaftswachstums unwahrscheinlich, dass die Überschussliquidität inflationäre Spannungen hervorruft. Diese Einschätzung wird auch durch das moderate Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor untermauert.

Im dritten Quartal 2002 Rückgang der Bilanzsumme der Investmentfonds

Die Bilanzdaten der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet liegen jetzt bis zum dritten Quartal 2002 vor (siehe Tabellen 2.9 bis 2.11 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese ergänzen die Daten zu den Bilanzen von MFIs sowie von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Angaben über deren Geldvermögensbildung und Finanzierung werden erstmals in dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht (siehe Kas-

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

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



Quelle: EZB.

ten 2). Daten über Bestände am Ende eines Quartals wurden für Investmentfonds in der Januarausgabe des Monatsberichts erstmals veröffentlicht. Jahreswachstumsraten für Investmentfonds können nur anhand von Bestandsveränderungen ermittelt werden, da bisher keine Angaben über Ströme (Transaktionen) vorliegen.

Ende des dritten Quartals 2002 lag die Bilanzsumme der Investmentfonds im Euroraum bei 2 853 Mrd € und damit 4 % unter dem Vorjahrsstand (siehe Abbildung 7). Dieser Rückgang des Gesamtvermögens der Investmentfonds war auf unterschiedliche Trends bei den Aktiva – in Abhängigkeit von der jeweiligen Investmentpolitik – zurückzuführen, wobei diese Trends wiederum zum großen Teil von der Entwicklung der Preise für Finanzaktiva bestimmt wurden. Die Jahreswachstumsrate der von Investmentfonds gehaltenen Aktien ging Ende des dritten Quartals 2002 um 21 % zurück, während der Dow Jones Euro STOXX im gleichen Zeitraum im Vergleich zum Vorjahr 30 % verlor. Gleichzeitig erhöhte sich der Wert der Anleihebestände aufgrund des Anstiegs der Kurse für Staatsanleihen in diesem Zeitraum.

Kasten 2

Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

In dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht die EZB erstmals Angaben über die Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euroraum (siehe die neue Tabelle 6.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese Daten ergänzen die vierteljährliche Statistik über die Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum sowie die Informationen über die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute und sonstigen Finanzinstitute, die in den Tabellen 6.1 bzw. 2.1 bis 2.11 im Statistikeil des Monatsberichts enthalten sind.

In der Abgrenzung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) zählen zu den Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen diejenigen finanziellen Kapitalgesellschaften, die als Folge der Zusammenfassung von Versicherungsrisiken finanzielle Mitteltätigkeiten ausüben. Die Pensionskassen umfassen nur Kassen, die Entscheidungsfreiheit haben und über eine vollständige Rechnungsführung verfügen. Pensionskassen ohne Entscheidungsfreiheit werden dagegen weiterhin als Teil ihrer Gründungsgesellschaften (z. B. nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) geführt. Ferner werden staatliche Einheiten, die kapitalgedeckte oder umlagefinanzierte Sozialversicherungssysteme einrichten, kontrollieren oder finanzieren, nicht erfasst.

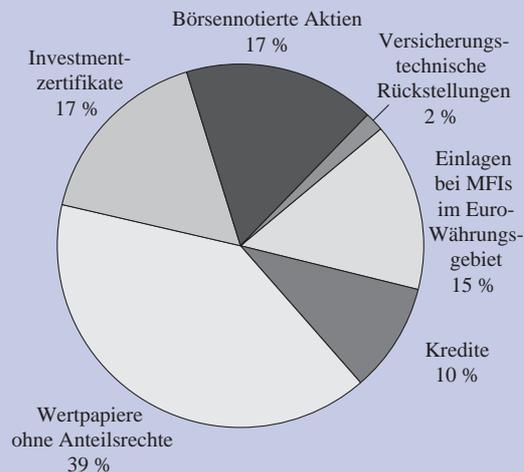
Vierteljährliche Statistik über Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen finanzieren sich im Wesentlichen über versicherungstechnische Rückstellungen und Pensionsrückstellungen. Dazu gehören die Ansprüche privater Haushalte auf Rückstellungen, die gebildet werden, damit die vorgesehenen Leistungen erbracht werden können, wenn die Bedingungen erfüllt sind. In geringerem Umfang umfassen diese Rücklagen auch Prämienüberträge durch die Versicherungsnehmer und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle. Die restlichen Finanzierungsformen, zum Beispiel über Kredite, Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien, fallen kaum ins Gewicht.

Die Geldvermögensbildung umfasst unter anderem Einlagen, Schuldverschreibungen, börsennotierte Aktien und Investmentzertifikate. Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen investieren entsprechend ihrer langfristigen Anlagepolitik überwiegend in langfristige Schuldverschreibungen sowie in börsennotierte Aktien und Investmentzertifikate (siehe Abbildung A). Dabei müssen sie verschiedene Beschränkungen beachten, denen sie hinsichtlich ihres Risikoprofils unterworfen sind. In Bezug auf die nichtfinanziellen Sektoren konzentrieren sich die kurzfristigen Investitionen der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen auf monetäre Aktiva.

Abbildung A: Geldvermögen der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

(Bestände, in % der wichtigsten Forderungen, Stand am Ende des dritten Quartals 2002)



Quelle: EZB.

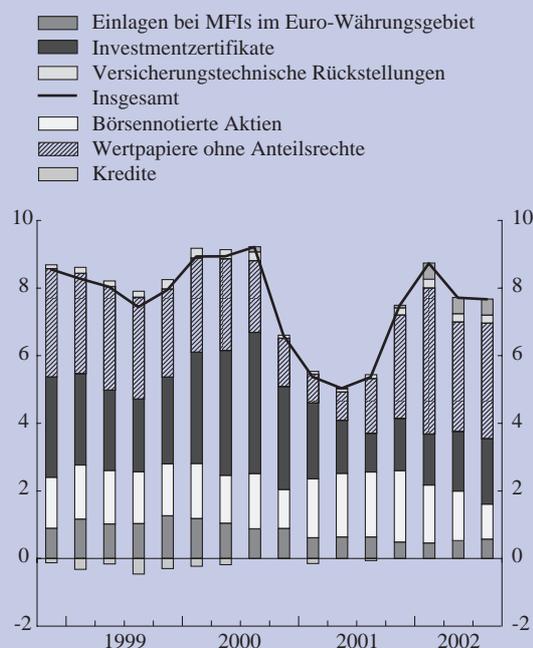
Entwicklung der Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen seit Ende 1997

Die nunmehr vorliegenden Daten erstrecken sich auf die Entwicklung in der Zeit von Ende 1997 bis zum dritten Quartal 2002. Anhand dieser Daten können die Transaktionen von anderen Änderungen in der Bilanz, wie etwa

Bewertungsänderungen, abgegrenzt werden. Im Berichtszeitraum erfolgte die Mittelaufnahme der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen den Transaktionsstatistiken zufolge fast ausschließlich über Lebensversicherungs- und Pensionsrückstellungen. Die Jahreswachstumsrate dieser Rückstellungen fiel in den letzten Jahren relativ hoch aus, da die Zunahme der Ansprüche privater Haushalte auf Rückstellungen aus Lebensversicherungen und Pensions-einrichtungen den Anstieg der Investitionen in viele andere Anlageformen übertraf (siehe Kasten 1). Die jährliche Wachstumsrate ist jedoch von 9 ½ % Ende 1998 auf 7 ¾ % am Ende des dritten Quartals 2002 gesunken (siehe Tabelle).

Die Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen investierten vorwiegend in langfristige Schuldverschreibungen und Aktien (siehe Abbildung B). Bei den langfristigen Schuldverschreibungen lag die Vorjahrsrate in den Jahren 1998 und 1999 zwischen 7 % und 8 ½ %. Im zweiten Quartal 2001 ging sie auf 3,6 % zurück. Seither wurden die Investitionen in diese Papiere wieder merklich ausgeweitet und erreichten jährliche Wachstumsraten zwischen 9 % und 12 %. Bei der Anlage in börsennotierte Aktien war im Zeitraum bis Ende 2001 eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Im Jahr 2002 brach die entsprechende Jahreswachstumsrate allerdings ein, während sie bei den Investitionen in langfristige Schuldverschreibungen im selben Zeitraum recht hoch blieb. Bei der Anlage in Invest-

Abbildung B: Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet
(Jahreswachstumsraten; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Finanzierung und Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

	Anteil an den Beständen	Jahreswachstumsraten									
		2002 Q3	1998 Q4	1999 Q4	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2
Finanzierung	100,0	9,4	9,0	8,3	7,2	7,0	7,0	7,3	7,5	7,4	7,5
Kredite	1,9	23,5	5,7	7,2	-2,2	-5,6	7,0	2,7	6,7	15,2	18,1
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	0,4	-46,4	161,2	83,7	64,7	73,1	19,1	9,9	10,1	6,4	5,4
Börsennotierte Aktien	3,7	4,4	0,1	0,9	0,7	0,2	1,3	1,5	1,5	1,6	0,5
Versicherungstechnische Rückstellungen	94,0	9,7	10,1	9,1	8,0	7,9	7,7	8,0	8,2	7,8	7,8
Geldvermögen	100,0	8,6	7,9	6,6	5,4	5,0	5,4	7,5	8,7	7,7	7,7
Einlagen bei MFIs im Euro-Währungsgebiet	15,0	5,4	8,2	6,2	4,4	4,6	4,6	3,3	3,1	3,6	3,8
Kredite	9,6	-0,9	-2,5	0,0	-1,6	0,2	-0,7	0,8	5,1	5,1	4,9
Kurzfristig	1,8	10,6	-0,9	22,3	11,9	15,0	12,2	10,5	11,7	15,3	19,6
Langfristig	7,8	-2,4	-2,7	-3,4	-3,8	-2,3	-3,0	-1,0	3,9	3,0	1,9
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	40,0	8,4	6,9	4,3	2,6	2,5	5,0	9,2	12,7	9,6	9,6
Kurzfristig	1,4	4,9	6,4	4,5	-23,3	-20,7	-19,5	-7,5	37,0	-0,1	22,8
Langfristig	38,6	8,5	6,9	4,3	3,7	3,6	6,1	9,9	11,9	9,9	9,1
Investmentzertifikate	16,9	25,4	18,9	18,3	12,8	8,7	6,2	8,4	8,4	9,8	11,2
Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile	15,4	24,5	18,7	18,7	12,2	8,3	5,2	7,3	8,7	10,0	11,7
Geldmarktfondsanteile	1,4	37,5	20,6	12,4	21,6	14,5	22,2	24,0	4,7	7,1	5,6
Börsennotierte Aktien	16,7	9,0	8,3	4,9	7,3	8,0	8,1	9,5	7,8	6,6	5,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	1,8	4,5	12,4	4,7	4,7	4,9	6,3	11,2	13,7	13,4	12,2

Quelle: EZB.

mentzertifikate war das Wachstum gegenüber dem Vorjahr bis Ende 2000 außerordentlich hoch (zwischen 18 % und 25 %). Seit Anfang 2001 fiel es mit Jahresraten zwischen 6 % und 13 % moderater aus.

Infolge dieser Entwicklungen bei den Transaktionen und insbesondere auch aufgrund des seit Anfang 2000 beobachteten Aktienkursverfalls stieg der Anteil der Schuldverschreibungen im Bestand der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen von rund 32 ½ % im Jahr 2001 auf einen Rekordwert von 40 % im dritten Quartal 2002. Dagegen sank der Anteil der börsennotierten Aktien im dritten Quartal 2002 geringfügig, und zwar auf knapp 17 % gegenüber 24 % im dritten Vierteljahr 2000. Der Anteil der Investmentzertifikate am Finanzportfolio der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen blieb zwischen dem dritten Quartal 2000 und dem dritten Vierteljahr 2002 relativ unverändert. Am Ende dieses Zeitraums betrug er rund 17 %, nachdem er sich Ende der Neunzigerjahre deutlich erhöht hatte.

Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen im vierten Quartal weitgehend stabil

Im vierten Quartal 2002 betrug die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen 7,1 % und war damit im Vergleich zum dritten Quartal weitgehend unverändert (siehe Abbildung 8). Allerdings verdecken die jüngsten Daten die

Tatsache, dass die Jahreswachstumsrate im Dezember 2002 auf 6,4 % zurückgegangen war. Die Aufgliederung nach Laufzeiten zeigt, dass die Begebung von Schuldverschreibungen insgesamt und die Begebung langfristiger Papiere (welche 90 % der Gesamtheit ausmachen) eine weitgehend ähnliche Entwicklung aufweisen. Gleichwohl kam es in den letzten Monaten bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen zu einer deutlichen Erholung.

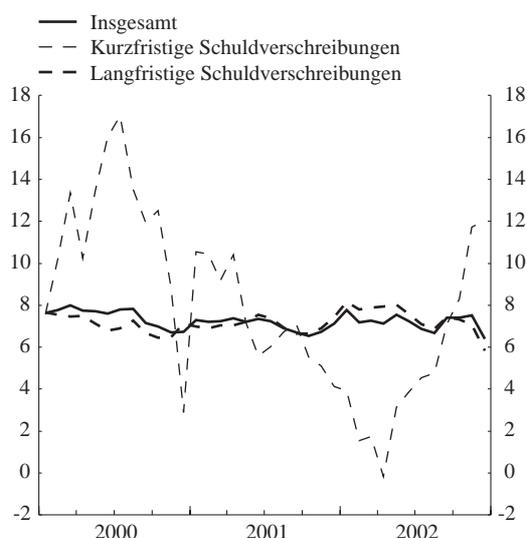
Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im vierten Quartal um 0,1 Prozentpunkte auf 6,5 % zunahm. Gleichzeitig ging das jährliche Wachstum der von Ansässigen im Euroraum begebenen nicht auf Euro lautenden Schuldverschreibungen um 0,7 Prozentpunkte auf 13,2 % zurück.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen von 4,9 % im dritten Quartal auf 5,0 % im vierten Quartal erhöhte (siehe Abbildung 9). Die Finanzierung der MFIs in Form von Schuldverschreibungen war im historischen Vergleich insgesamt gering. Darin kam das starke Wachstum der Einlagen von MFIs und die schwache Nachfrage nach MFI-Krediten zum Ausdruck.

Im vierten Quartal 2002 betrug das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs

Abbildung 8
Jährliches Wachstum der Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

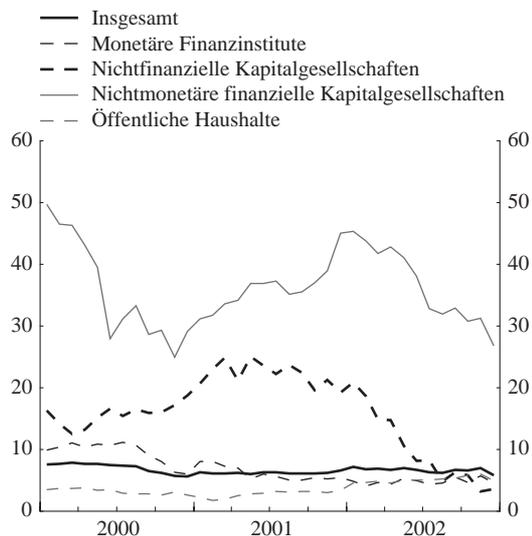
(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

Abbildung 9
Jährliches Wachstum der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen 4,2 %. Das bedeutet gegenüber dem Vorquartal einen Rückgang um 1,3 Prozentpunkte. Dieser dürfte teilweise auf die trotz sinkender Renditen der Unternehmensanleihen in fast allen Ratingkategorien geringere Kreditnachfrage zurückzuführen sein. Bei einer Reihe von Unternehmen – insbesondere im Telekommunikationssektor – kommt in dem Rückgang das Bemühen um eine Reduzierung der Verschuldung und eine Bilanzsanierung zum Ausdruck. Im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften standen das starke Wachstum der Begebung langfristiger und das schwache Wachstum der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen in deutlichem Gegensatz zueinander. Allerdings hat sich der Unterschied zwischen den beiden Änderungsraten vom dritten zum vierten Quartal 2002 offenbar etwas vermindert. Das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an An-

leihen ging von 14,3 % im dritten Quartal auf 10,5 % im vierten Quartal zurück. Die Jahresänderungsrate des Umlaufs an kurzfristigen Papieren war im vierten Quartal immer noch negativ, aber der Rückgang war geringer als im Vormonat.

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen blieb hoch, auch wenn vom dritten zum vierten Quartal 2002 ein Rückgang von 32,6 % auf 29,6 % zu verzeichnen war. Eine wichtige Triebfeder für das Wachstum in diesem Sektor im vierten Quartal war der starke Anstieg der Begebung von Asset Backed Securities (ABS) in einigen Ländern des Euroraums. Die intensive Emissionstätigkeit im Sektor der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ist auch auf eine Verlagerung von der direkten Emission von Anleihen durch Kapitalgesellschaften auf die indirekte Emission, z. B. durch Zweckgesellschaften (SPV), zurückzuführen. Insbesondere Unternehmen im Automobil-, Öl- und Telekommunikationssektor begaben im vierten Quartal 2002 ein großes Volumen an Schuldverschreibungen über ihre Finanztöchter, die dem nichtmonetären Finanzsektor zugerechnet werden.

Was den Sektor der öffentlichen Haushalte betrifft, so nahm das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 4,3 % im dritten Quartal auf 4,8 % im vierten Quartal zu. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen erhöhte sich im vierten Quartal letzten Jahres deutlich auf 18,1 %. Dies könnte auf Anreize zurückzuführen sein, das derzeit niedrige Niveau der kurzfristigen Zinsen auszunutzen.

Gleichzeitig ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen von 33,6 % im dritten Quartal auf 28,0 % im vierten Quartal zurück.

Schwaches Wirtschaftswachstum dämpft weiterhin Gesamtentwicklung der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

Die Jahresrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet ist Schätzungen zufolge im vierten Quartal 2002 weiter leicht zurückgegangen, und zwar auf rund 4¼ % gegenüber 4,7 % im dritten Quartal (siehe Tabelle 3). Dies war auf einen Rückgang der Jahresrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und der öffentlichen Haushalte zurückzuführen, wohingegen die Jahresrate der

Fremdfinanzierung der privaten Haushalte stabil blieb. Betrachtet man die Aufschlüsselung nach Fälligkeiten, so stabilisierte sich das jährliche Wachstum der kurzfristigen Fremdfinanzierung im vierten Quartal etwas, blieb allerdings auf sehr niedrigem Niveau, während das Jahreswachstum der langfristigen Fremdfinanzierung Schätzungen zufolge abnahm. Dieses erneute Absinken des Jahreswachstums der Fremdfinanzierung ist vor dem Hintergrund der gedämpften Bruttoanlageinvestitionen und des schwachen Vertrauens in der Wirtschaft zu sehen. Diese Faktoren dürften die positiven Effekte mehr als wett-

Tabelle 3
Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % ¹⁾	Jahreswachstumsrate									
		2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4 ²⁾
Nichtfinanzielle Sektoren	100	6,7	6,3	6,1	6,2	5,5	4,7	4,5	4,1	3,9	.
darunter: langfristige Finanzierung ³⁾	84,8	5,8	5,6	5,4	5,6	5,2	4,6	4,8	4,5	4,5	.
Fremdfinanzierung ⁴⁾	85,0	7,1	7,2	6,8	6,6	6,1	5,4	5,4	5,1	4,7	4¼
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	15,2	12,4	11,0	11,4	9,7	7,1	5,4	3,0	1,6	0,8	1½
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	69,9	5,9	6,4	5,8	5,9	5,9	5,4	5,9	5,9	5,6	5
Private Haushalte ^{4),5)}	23,0	8,1	7,4	6,5	6,5	5,9	5,7	5,7	5,9	6,1	6
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	8,1	7,9	6,3	3,7	2,2	0,7	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2¼
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	91,9	8,1	7,5	6,8	6,9	6,4	6,3	6,3	6,4	6,6	6¼
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	43,3	9,6	8,7	8,7	8,5	7,1	5,5	4,3	3,4	2,7	.
darunter: langfristige Finanzierung	80,0	7,2	6,8	7,1	7,4	6,9	5,6	4,9	4,7	4,2	.
Fremdfinanzierung ⁴⁾	65,4	13,5	14,3	14,1	12,6	10,8	8,3	6,4	5,6	4,2	3¼
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	20,0	22,1	20,2	18,7	14,3	8,6	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2¼
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	45,4	9,6	11,7	12,0	11,8	12,0	9,9	9,2	10,0	8,0	6¼
darunter: Kredite	53,7	14,4	15,0	13,5	11,4	9,5	6,8	5,5	5,4	3,9	4
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	8,0	13,2	16,0	25,6	27,4	24,9	23,0	15,1	8,7	6,8	3¼
darunter: Pensionsrückstellungen	3,7	3,5	3,3	3,4	3,5	3,6	2,6	2,7	2,7	2,8	4
Börsennotierte Aktien	34,6	5,3	4,1	4,5	5,0	3,8	2,8	1,9	0,8	0,7	.
Öffentliche Haushalte ⁴⁾	33,7	1,9	1,8	1,4	2,1	2,4	2,9	4,3	4,0	4,2	3½
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	13,8	-1,6	-2,8	1,5	4,2	7,1	9,2	8,9	11,6	9,7	9
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	86,2	2,4	2,5	1,4	1,7	1,7	2,0	3,6	2,8	3,3	2¾
darunter: Kredite	16,8	-1,5	-1,3	-0,8	-2,2	-1,1	0,0	0,8	-0,2	-1,0	-2¼
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	79,7	2,5	2,5	1,9	3,0	3,1	3,4	4,7	4,6	4,9	4¾
darunter: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,4	7,0	2,6	4,9	5,1	5,5	7,7	12,9	13,5	14,0	12

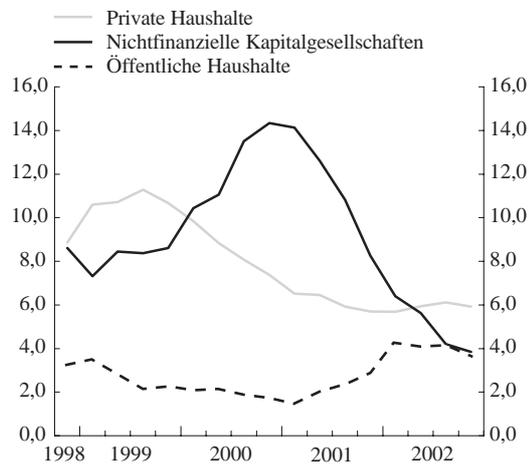
Quelle: EZB.

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

- Stand am Ende des dritten Quartals 2002. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung der Sektoren und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- Die Angaben für das jüngste Quartal wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.
- Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige Fremdfinanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit bis zu einem Jahr) umfasst kurzfristige Kredite, begebene kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die langfristige Fremdfinanzierung entspricht der langfristigen Finanzierung ohne begebene börsennotierte Aktien.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Abbildung 10 Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

gemacht haben, die von dem Rückgang der Fremdfinanzierungskosten – der sich in den rückläufigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken und den rückläufigen Renditen der Staats- und Unternehmensanleihen in den letzten Monaten zeigt – ausgingen.

Die Jahresrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte blieb im vierten Quartal 2002

robust und belief sich auf rund 6 % (siehe Abbildung 10). Dies war hauptsächlich auf das weitgehend stabile jährliche Wachstum der langfristigen Fremdfinanzierung zurückzuführen, auf die mehr als 90 % der gesamten Verschuldung der privaten Haushalte entfallen und die vor allem aus Wohnungsbaukrediten besteht. Der Rückgang der Kreditzinsen der Banken für Wohnungsbaukredite auf historisch niedrige Niveaus sowie der andauernde relativ starke Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in einigen Ländern des Euroraums heizen die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiterhin an (siehe Tabelle 4 und Abbildung 11). Die Jahresrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung, auf die etwas weniger als 10 % der gesamten Fremdfinanzierung an den Sektor der privaten Haushalte entfallen, hat sich Schätzungen zufolge von den zuvor verzeichneten sehr niedrigen Ständen leicht erholt. Infolge des weiterhin relativ starken jährlichen Wachstums der Fremdfinanzierung stieg die Schuldenquote der privaten Haushalte leicht an (siehe Abbildung 12).

Das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ging dagegen Schätzungen zufolge im vierten Quartal 2002 weiter zurück, wenn auch in langsamerem Tempo, und zwar auf knapp 4 %

Tabelle 4 MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4
Nichtfinanzielle							
Kapitalgesellschaften	47,5	7,6	6,2	5,0	4,4	3,5	3,5
Bis zu 1 Jahr	33,2	5,2	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
Mehr als 1 Jahr	66,8	9,0	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3
<i>Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren</i>	17,3	9,9	12,8	12,3	12,2	8,5	6,0
<i>Mehr als 5 Jahre</i>	49,5	8,6	7,2	7,7	7,6	6,3	6,5
Private Haushalte²⁾	52,5	5,9	5,2	5,4	5,7	5,9	5,8
Konsumentenkredite ³⁾	15,8	3,6	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Wohnungsbaukredite ³⁾	66,4	7,6	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Sonstige Kredite	17,8	2,1	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5

Quelle: Geld- und Bankenstatistiken der EZB.

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

1) Stand am Ende des vierten Quartals 2002. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor (ausschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck); Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

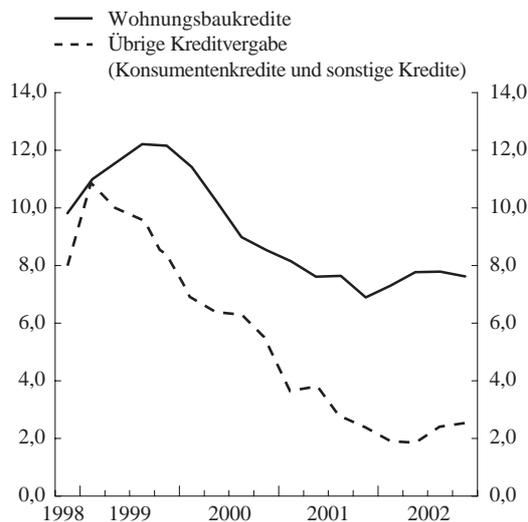
2) Entspricht der Definition nach dem ESVG 95.

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

Abbildung 11

Aufschlüsselung der Kreditvergabe an private Haushalte nach Verwendungszweck

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

im Vergleich zu 4,2 % im dritten Quartal. Während sich das Jahreswachstum der Buchkredite im vierten Quartal stabilisierte, nahm die Begebung von Schuldverschreibungen erheblich ab. Neben dem niedrigen Finanzierungsbedarf für Bruttoanlageinvestitionen aufgrund der schwachen Nachfrage dürfte auch eine Rolle gespielt haben, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften offenbar ihre Schuldenkonsolidierung fortgesetzt haben, was zu einer weitgehend stabilen Schuldenquote führte (siehe Abbildung 12). Dies muss im Zusammenhang mit den Auswirkungen der Bewertungsverluste der Finanzaktiva auf die Unternehmensbilanzen im Laufe des Jahres 2002 gesehen werden, die im Durchschnitt zu einem höheren Verschuldungsgrad geführt haben (gemessen anhand der Relation zwischen Verschuldung und Finanzaktiva) (siehe Kasten 1). Es ist nicht auszuschließen, dass die Kreditgeber ihre vorsichtige Haltung aufgrund ihrer Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit einiger Kreditnehmer beibehalten haben. Dies könnte sich auf besonders hoch verschuldete Kreditnehmer in einigen Sektoren der Volkswirtschaft ausgewirkt haben. Die aktuellen Entwicklungen deuten allerdings nicht auf Kreditbeschränkungen im Euro-Währungsgebiet insgesamt hin.

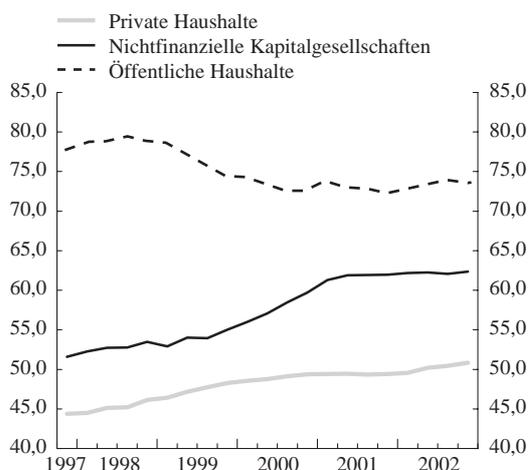
Obgleich die Schuldenkonsolidierung zunächst insgesamt eine Verschiebung von Investitionsplänen nach sich ziehen mag, wird sie im Laufe der Zeit zu einer Verbesserung der Bilanzpositionen der Unternehmen führen. Die Bemühungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, ihre Verschuldung zu reduzieren, dürften sich bereits in den letzten Monaten positiv auf die Einschätzung der Kreditrisikoprämien für Unternehmensanleihen an den Finanzmärkten durch die Marktteilnehmer ausgewirkt haben. Dies legt der Rückgang der Rendite-Spreads zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen nahe (siehe Abbildung 24).

Angaben zur Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften über die Begebung börsennotierter Aktien liegen nur bis zum dritten Quartal 2002 vor. Wie im zweiten Quartal war ihr jährliches Wachstum im dritten Quartal mit 0,7 % sehr gedämpft, was auf das schwache Wirtschaftswachstum und die hohen Kosten der Aktienfinanzierung zurückzuführen war (siehe Abbildung 13). Wie

Abbildung 12

Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren

(in %)

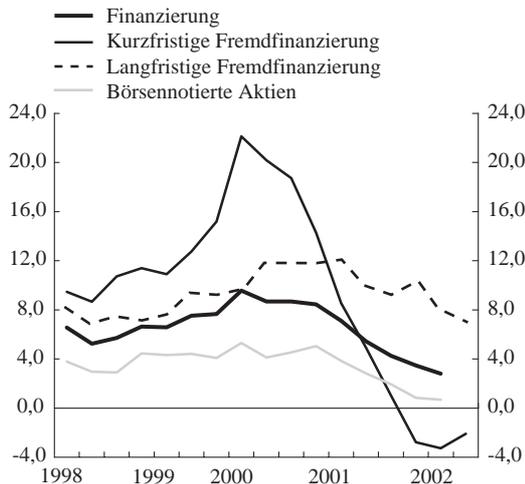


Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3. Die Schuldenquote fällt auf der Grundlage der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen etwas niedriger aus als anhand der jährlichen Berechnungen. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite von nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht erfasst werden.

Abbildung 13
Kurzfristige und langfristige
Finanzierung der nichtfinanziellen
Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

in Kasten 3 gezeigt wird, blieben sowohl die neuen Börsengänge als auch die Zweitplatzierungen im Jahr 2002, einschließlich des vierten Quartals, sehr gering.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken
im Januar 2003 weiter rückläufig

Nachdem die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken in den ersten fünf Monaten des letzten Jahres weitgehend stabil geblieben waren, begannen sie ab Mai 2002 zu sinken (siehe Abbildung 14). Dieser rückläufige Trend, der durch die Senkung der EZB-Leitzinsen Anfang Dezember noch verstärkt wurde, setzte sich im Januar 2003 fort. Der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel zwischen Mai 2002 und Januar 2003 um 50 Basispunkte. Dies stand weitgehend mit der Abnahme der Geldmarktsätze im gleichen Zeitraum um 65 Basispunkte in Einklang. Gleichzeitig gingen die Durchschnittssätze im Kundengeschäft der Banken für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten um

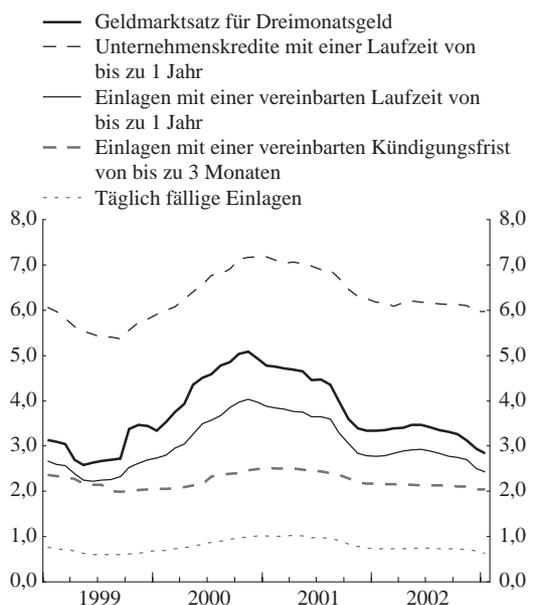
nur 10 Basispunkte zurück, was der üblichen Verzögerung bei der Anpassung dieser Sätze entspricht.

Auch die kurzfristigen Kreditzinsen fielen. Zwischen Mai 2002 und Januar 2003 ging der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um etwa 20 Basispunkte zurück. Die Anpassung der Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken für Unternehmenskredite an die Geldmarktsätze verlief jedoch etwas schleppender, als es die bisherigen Erfahrungen hätten erwarten lassen. Dies deutet darauf hin, dass die Banken ihre Risikoprämien für Buchkredite leicht erhöht haben könnten, um das gestiegene Kreditrisiko zu kompensieren.

Die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren im Januar ebenfalls rückläufig und folgten damit dem seit Mai 2002 beobachteten allgemeinen Trend (siehe Abbil-

Abbildung 14
Kurzfristzinsen im Kundengeschäft
der Banken und vergleichbarer
Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

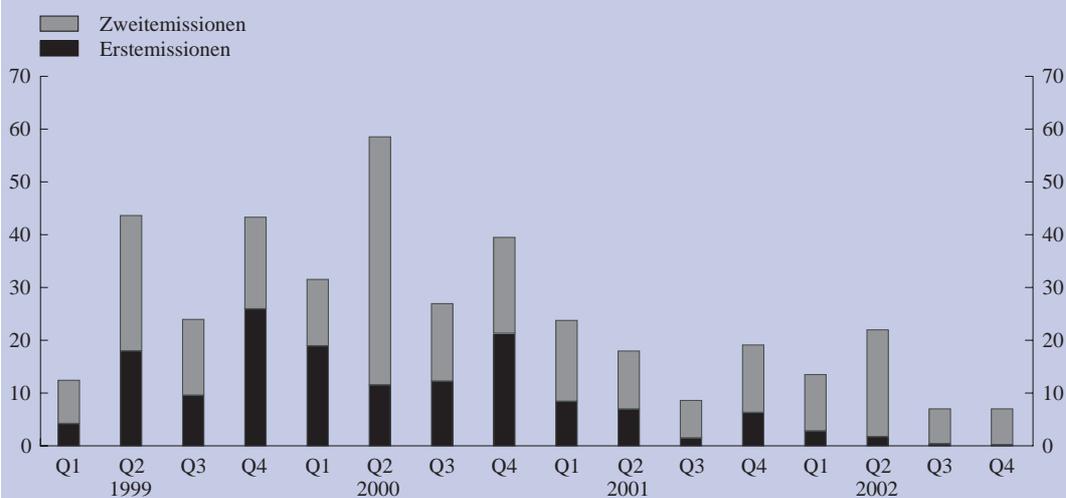
Kasten 3

Jüngste Entwicklungen bei der Aktienemission im Euro-Währungsgebiet

Während des Booms an den Aktienmärkten Ende der Neunzigerjahre und Anfang 2000 nahmen Kapitalgesellschaften im Euroraum bei Erst- und Zweitmissionen in großem Umfang Aktienkapital auf. Seit dieser Zeit sind sie sehr viel zögerlicher bei der Begebung von Aktien geworden, oder sie mussten feststellen, dass es deutlich schwieriger geworden ist, Aktien an Börsen zu emittieren (siehe Abbildung A). In diesem Kasten werden einige Faktoren, die für den Aktienmarkt im Eurogebiet charakteristisch sind, untersucht; außerdem liefert er einige Erklärungen für die derzeit niedrige Emissionstätigkeit.

Abbildung A: Bruttoabsatz von Aktien im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €)



Quellen: Bondware.

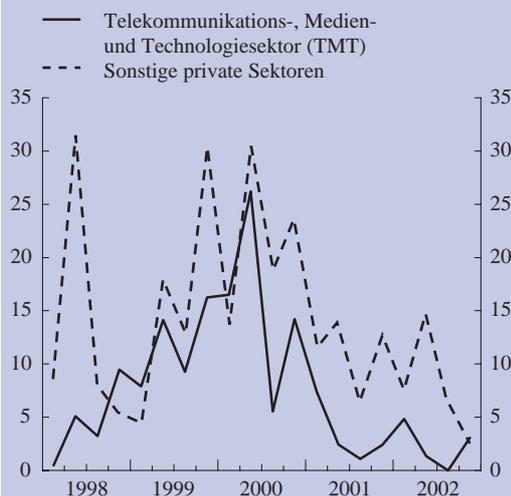
Bondware, einem privaten Anbieter von Finanzdaten, zufolge erreichte der Gesamtwert des Bruttoabsatzes von Aktien im Jahr 2002 den niedrigsten Stand seit 1996 und belief sich auf lediglich rund 45 % des Jahresdurchschnitts der vorangegangenen vier Jahre. Besonders ausgeprägt war dieser Rückgang bei den Erstmissionen; sie kamen im zweiten Halbjahr 2002 förmlich zum Erliegen und machten im ganzen vergangenen Jahr nicht mehr als 13 % des seit 1999 verzeichneten Jahresdurchschnitts aus. Im vierten Quartal 2002 gab es im gesamten Euroraum nur acht Erstmissionen im Gesamtwert von lediglich 170 Mio €. Im Vergleich dazu lag der Quartalsdurchschnitt in den letzten vier Jahren bei 49 Erstmissionen im Wert von 9,4 Mrd €. Vorhandene Hinweise, die sich jedoch auf anekdotische Evidenz stützen, lassen darauf schließen, dass die niedrige Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten sich Anfang 2003 fortgesetzt hat und sogar noch weiter zurückgegangen sein könnte.

Wie stark Unternehmen zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit auf die Aktienmärkte zurückgreifen, hängt vom Zusammentreffen verschiedener Faktoren ab. Erstens steht der Kapitalbedarf von Firmen in engem Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Entwicklung. Floriert die Wirtschaft, gibt es zahlreiche Investitionsmöglichkeiten und damit auch eine größere Notwendigkeit, über die Emission von Aktien oder sonstige Finanzierungsquellen Kapital aufzunehmen. Unter diesem Gesichtspunkt dürfte das relativ gedämpfte Wirtschaftswachstum in den Jahren 2001 und 2002 dazu beigetragen haben, die Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten zu verringern. Zweitens spielen die Kosten des Aktienkapitals, also die von den Investoren geforderte Rendite für das Risiko eines Aktienengagements, eine wichtige Rolle bei den Schwankungen der Emissionstätigkeit.¹ Sind die Kosten für die Beschaffung von Aktienkapital hoch, ist die Anzahl der begebenen Aktien wahrscheinlich niedrig. Der starke Verfall der Aktienkurse und die niedrigen Zinsen in den letzten drei Jahren, die die Kosten des Aktienkapi-

¹ Siehe auch den Kasten „Entwicklung des Markts für Börseneinführungen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht von Dezember 2002, S. 37 f.

Abbildung B: Bruttoabsatz von Aktien im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Mrd €)



Quellen: Bondware.

Unternehmens (TMT) beherrscht wurde, auf die zeitweise mehr als die Hälfte des Werts aller begebenen börsennotierten Aktien entfiel (siehe Abbildung B). Der TMT-Sektor war von der Korrektur der Aktienmärkte, die im Jahr 2000 einsetzte, besonders stark betroffen, was unter anderem dazu beitrug, dass der Bruttoabsatz von Aktien aus diesem Bereich in den Jahren 2001 und 2002 spürbar zurückging. Der TMT-Sektor mag zwar die treibende Kraft sowohl hinter dem Boom als auch dem darauf folgenden Rückgang der neuen Börsengänge gewesen sein, doch auch die Emission börsennotierter Aktien durch andere Sektoren war in den letzten Jahren stark rückläufig. Im Schlussquartal 2002 belief sich der Wert des Bruttoabsatzes der nicht zum TMT-Bereich gehörenden Sektoren auf nur 20 % des Quartalsdurchschnitts der letzten vier Jahre.

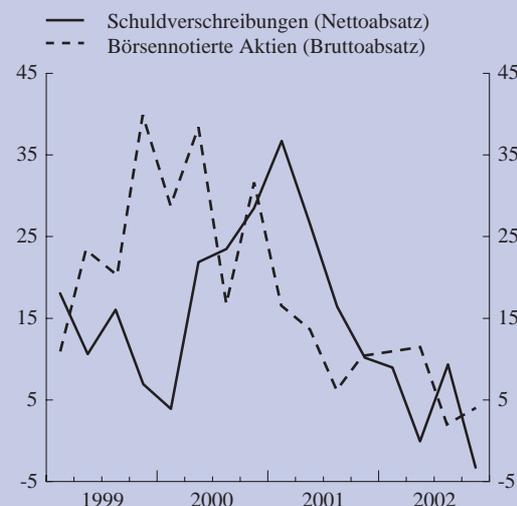
Was die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften betrifft, so ging die Abnahme der Aktienemissionen in den Jahren 2001 und 2002 mit einem ähnlich starken Rückgang bei der Begebung von Schuldverschreibungen einher (siehe Abbildung C). Im vierten Quartal 2002 belief sich der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf -3,3 Mrd € gegenüber +14,7 Mrd € im Quartalsdurchschnitt der vorangegangenen vier Jahre. Gleichzeitig ging die Bruttoemission börsennotierter Aktien durch diesen Sektor im Schlussquartal 2002 auf 4 Mrd € zurück und lag damit weit unter dem Quartalsdurchschnitt der vergangenen vier Jahre von 18 Mrd €. Diese geringere Finanzierung durch Wertpapieremissionen deutet unter anderem auf eine gesunkene Kapitalnachfrage infolge der konjunkturellen Abkühlung hin. Auch die sich in den letzten Jahren eintrübende Stimmung an den Kapitalmärkten dürfte die Unternehmen dazu veranlasst haben, vermehrt andere Finanzierungsquellen wie etwa privates Beteiligungskapital oder die Innenfinanzierung zu nutzen. Darüber hinaus

tals in die Höhe getrieben haben, dürften daher das Interesse vieler Unternehmen geschmälert haben, sich über die Aktienmärkte zu finanzieren. Drittens können Informationsasymmetrien in Bezug auf den „wahren Wert“ von Firmen die Schwankungen bei Erst- wie auch Zeitemissionen noch verstärken. In Zeiten weit reichender Unsicherheit über die korrekte Bewertung von Unternehmen könnten Investoren zögern, Aktien zu kaufen. 2002 war ein Jahr hoher Unsicherheit an den Aktienmärkten, was unter anderem auf die anhaltenden Bedenken hinsichtlich der Rechnungslegungsgrundsätze und Erfolgsbilanzen von Unternehmen zurückzuführen ist. Dies dürfte dazu geführt haben, dass weniger Anleger bereit waren, in Aktien zu investieren.

Die Aufschlüsselung nach Sektoren ergibt, dass die Emissionstätigkeit im Euro-Währungsgebiet in den späten Neunzigerjahren und Anfang 2000 stark von den Telekommunikations-, Medien- und Technologieun-

Abbildung C: Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebene Wertpapiere

(Mrd €)



Quellen: Bondware und EZB.

Anmerkung: Bei der Begebung von Schuldverschreibungen handelt es sich um den Nettoabsatz, bei der Begebung von börsennotierten Aktien um den Bruttoabsatz.

dürfte für die Beschaffung zusätzlicher Finanzierungsmittel auch auf Zweckgesellschaften und sonstige nicht-monetäre Finanzinstitute zurückgegriffen worden sein. Anders als die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begaben nichtmonetäre Finanzinstitute über das gesamte Jahr 2002 hinweg weiterhin in großem Umfang Schuldverschreibungen; darin könnte sich zum Teil widerspiegeln, dass viele Unternehmen zunehmend dazu tendieren, Schuldverschreibungen über Zweckgesellschaften zu begeben.

dung 15). Zwischen Mai 2002 und Januar 2003 fielen die durchschnittlichen Zinsen im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um rund 85 Basispunkte und die Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr um rund 70 Basispunkte. Im gleichen Zeitraum ging die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um rund 150 Basispunkte zurück.

Insgesamt entsprach die Entwicklung der meisten langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken in den letzten Monaten weitgehend der in der Vergangenheit beob-

achteten Entwicklung. Die langfristigen Zinsen für Unternehmenskredite wurden jedoch nicht nur von den rückläufigen Kapitalmarktsätzen, sondern auch von Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit der Unternehmen beeinflusst. Vor diesem Hintergrund blieben die Renditeabstände von Unternehmensanleihen Anfang 2003 im historischen Vergleich weiterhin relativ groß, obgleich sie seit letztem Sommer stark zurückgegangen sind (siehe Abbildung 24).

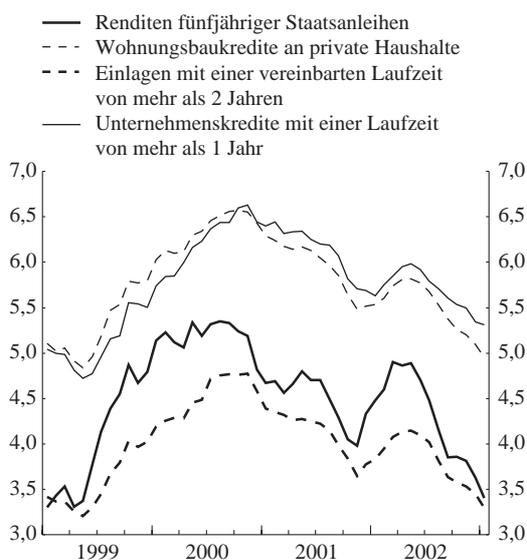
Geldmarktzinsen in den vergangenen Monaten gesunken

In den vergangenen Monaten setzten die Geldmarktzinsen den seit Mitte Mai letzten Jahres zu verzeichnenden rückläufigen Trend fort. Der Rückgang dieser Zinssätze war bei den längeren Laufzeiten am ausgeprägtesten (siehe Abbildung 16). Infolgedessen hat sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) seit Anfang Dezember, als sie einen fast flachen Verlauf aufwies, ins Negative gekehrt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich der zukünftigen Kurzfristzinsen allmählich nach unten korrigiert haben.

Nach den relativ hohen Ständen im Dezember 2002 ging der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz Anfang 2003 allmählich auf ein Niveau zurück, das nahe an dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz lag. Zwischen Ende Januar und dem 5. März bewegte sich der EONIA abgesehen von einigen zeitweiligen Ausnahmen zwischen 2,75 % und 2,82 %. Der zweiwöchige EONIA-Swapsatz lag im Februar weiterhin nahe am

Abbildung 15 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Kasten 4

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

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

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	29.01.2003	12.02.2003	114,9	83,0	1,38	272	2,75	2,79	2,81
HRG	05.02.2003	19.02.2003	115,8	86,0	1,35	279	2,75	2,78	2,79
HRG	12.02.2003	26.02.2003	100,5	75,0	1,34	269	2,75	2,76	2,78
HRG	19.02.2003	04.03.2003	125,1	95,0	1,32	283	2,75	2,77	2,78
LRG	30.01.2003	30.03.2003	31,7	15,0	2,11	156	2,75	2,78	2,80

Quelle: EZB.

Während des genannten Zeitraums ging der gewichtete Durchschnittssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte schrittweise von 2,81 % auf 2,78 % zurück, wobei der marginale Zuteilungssatz bei allen Refinanzierungsgeschäften zwischen 1 und 2 Basispunkten darunter lag. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen und die Teilnehmerzahl waren bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bemerkenswert stabil.

Der EONIA bewegte sich außer an zwei Geschäftstagen durchweg zwischen 2,77 % und 2,81 %. Am 31. Januar stieg er aufgrund des üblichen Kalendereffekts am Monatsende auf 2,86 %, und am letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode fiel er aufgrund recht günstiger Liquiditätsbedingungen auf 2,39 %. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete insgesamt mit einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 3,9 Mrd € (darin schlug sich eine Nettoinanspruchnahme in Höhe von 1,3 Mrd € am Freitag, dem 21. Februar,

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Januar bis 23. Februar 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	213,9	0,3	+213,6
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	168,6	-	+168,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,3	0,3	0,0
Sonstige Geschäfte	0,0	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	356,4	438,9	-82,5
Banknotenumlauf	-	340,7	-340,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	50,2	-50,2
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	356,4	-	+356,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	48,0	-48,0
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,1
(d) Mindestreserve-Soll			130,4

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

nieder, die sich am Samstag, dem 22. Februar, und am Sonntag, dem 23. Februar, automatisch kumulierte). Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,71 Mrd €.

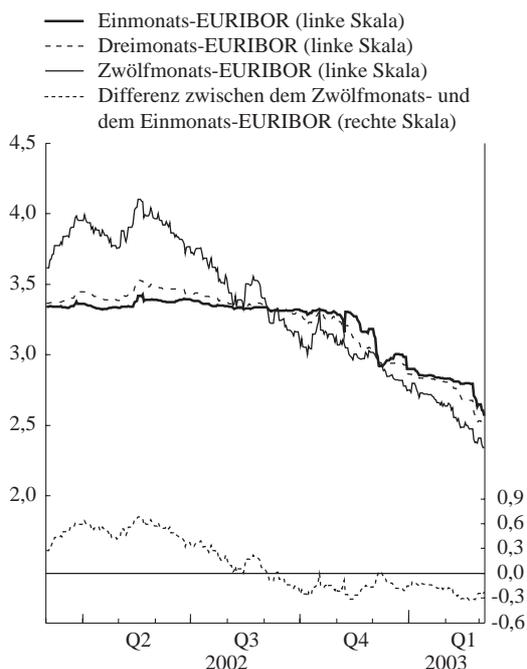
Der liquiditätsabschöpfende Nettoeffekt der autonomen Faktoren, d. h. der nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der vorstehenden Tabelle), betrug durchschnittlich 82,5 Mrd €. Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 76,7 Mrd € und 89,0 Mrd €. Die größte Abweichung zwischen der veröffentlichten Schätzung und den Ist-Zahlen trat in den ersten Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf und betrug 1,5 Mrd €.

Mindestbietungssatz. Bei den in diesem Jahr bereits abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 3 bzw. 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz (siehe Kasten 2).

Zwischen Ende Januar und dem 5. März fielen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR um 26 bzw. 33 Basispunkte auf

Abbildung 16 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

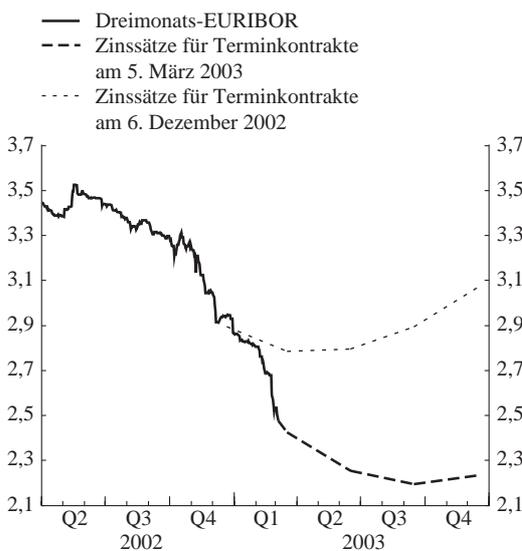
(in % p.a.; Prozentpunkte; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Abbildung 17 Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

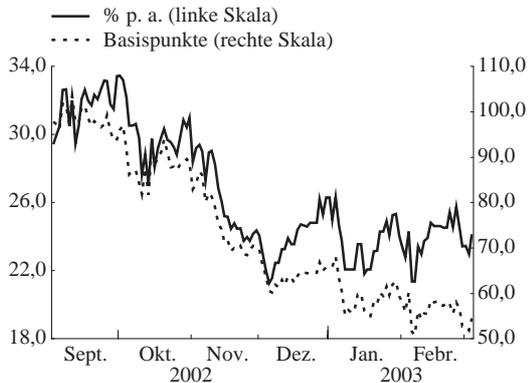


Quelle: Reuters.

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

2,57 % bzw. 2,48 %. 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 27. Februar abgewickelten Refinanzierungsgeschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,48 % bzw. 2,51 %. Sie lagen damit 30 bzw. 29 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 30. Januar abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts und 45

Abbildung 18
Implizite Volatilität aus Optionen
auf Dreimonats-EURIBOR-Termin-
kontrakte mit Fälligkeit im Juni 2003
(Tageswerte)



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

bzw. 44 Basispunkte unter den Sätzen des am 23. Dezember 2002 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Der in den letzten Monaten verzeichnete Renditerückgang war am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt am ausgeprägtesten. Zwischen Ende Januar und dem 5. März gingen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 32 bzw. 30 Basispunkte zurück und lagen am 5. März bei 2,40 % bzw. 2,34 %. An diesem Tag war die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) mit -23 Basispunkten etwas steiler als Ende Januar.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2003 zum Ausdruck kommen, gingen in den letzten Monaten ebenfalls zurück. Im Vergleich zu Anfang Dezember 2002 gingen die Marktteilnehmer am 5. März 2003 von deutlich niedrigeren Kurzfristzinsen in diesem Jahr aus (siehe Abbildung 17). Zwischen Ende Januar und dem 5. März fielen die Zinssätze, die in

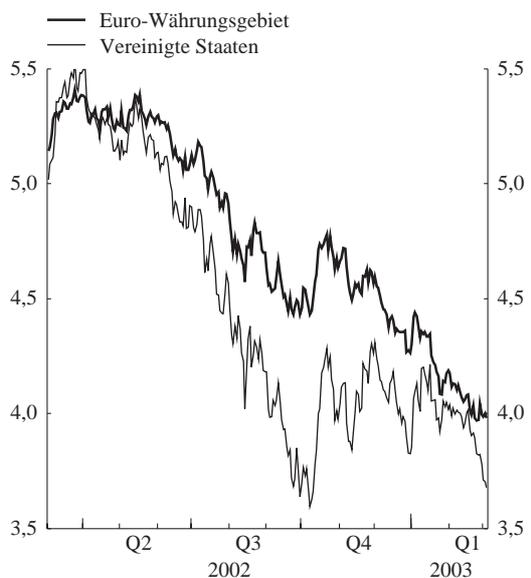
den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni, September und Dezember 2003 zum Ausdruck kommen, um 22, 23, 27 bzw. 33 Basispunkte auf 2,25 %, 2,20 %, 2,24 % bzw. 2,32 %.

In der Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni 2003 abgeleitet wird, schlägt sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR bis Mitte Juni 2003 nieder. Die Volatilität ging im Schlussquartal 2002 zurück und verharrte Anfang 2003 auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau (siehe Abbildung 18).

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum im Februar weiter rückläufig

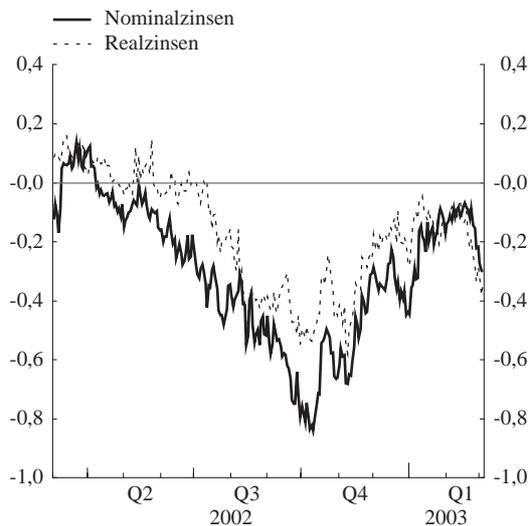
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum gingen im Februar und Anfang März weiter zurück, was mit der Entwicklung der

Abbildung 19
Renditen langfristiger Staatsanleihen
im Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten
(in % p.a.; Tageswerte)



*Quelle: Reuters.
 Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.*

Abbildung 20
Differenz zehnjähriger Nominal- und Realzinsen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die realen zehnjährigen Anleiherenditen leiten sich aus den Marktkursen von inflationsindexierten Anleihen mit Fälligkeit 2012 ab.

US-Staatsanleiherenditen in Einklang stand. Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Januar und dem 5. März um 20 bzw. 30 Basispunkte auf 4,0 % bzw. 3,7 % (siehe Abbildung 19). Infolgedessen vergrößerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum im Februar leicht und lag am 5. März 2003 bei -30 Basispunkten (siehe Abbildung 20).

Im Vergleich zu Anfang Oktober 2002 verringerte sich jedoch die Differenz der nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen bis Anfang März deutlich; dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anleiherenditen im Euroraum in diesem Zeitraum stark zurückgingen, wohingegen die Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten weitgehend unverändert blieben. Gleichzeitig verringerte sich auch der Abstand der Realzinsen im Zehnjahresbereich (gemessen an den Renditen indexgebundener Staatsanleihen) zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet (siehe Abbildung 20). In einem Umfeld allgemein

rückläufiger Realrenditen in beiden Wirtschaftsräumen scheint die Tatsache, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums im Euroraum stärker nach unten korrigiert haben, eine der Hauptursachen für den Rückgang der Differenz der Nominal- und Realzinsen in den vergangenen Monaten zu sein.

In den Vereinigten Staaten dürfte die jüngste Entwicklung an den Anleihemärkten von der sich verändernden Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich der makroökonomischen Fundamentaldaten sowie dem immer noch deutlich spürbaren Einfluss der unsicheren Stimmung an den Börsen dominiert worden sein. In den letzten Monaten haben die Anleger an den Anleihemärkten ihre langfristigen Erwartungen im Hinblick auf die Wachstumsaussichten für die US-Wirtschaft offenbar kontinuierlich nach unten korrigiert. Diese pessimistischere Marktstimmung resultierte aus der sich eintrübenden Stimmung in der Wirtschaft, die in engem Zusammenhang mit den gestiegenen geopolitischen Spannungen und der negativen Markteinschätzung von veröffentlichten Wirtschaftsdaten steht. Die sinkenden Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer spiegeln sich auch im starken Rückgang der realen Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten wider. Zwischen Ende September 2002 und dem 5. März 2003 verringerte sich die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf ein neues Rekordtief von 1,6 %. Gleichzeitig haben die steigenden Inflationserwartungen, die aus dem Anziehen der Rohstoffpreise und der Abwertung des US-Dollar in den vergangenen Monaten resultieren, einen entgegengerichteten Aufwärtsdruck auf die nominalen Anleiherenditen ausgeübt. Dies kommt in dem relativ starken Anstieg der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate zum Ausdruck, die sich aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen errechnet. Zwischen Ende September 2002 und dem 5. März 2003 stieg die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate in den USA um rund 50 Basispunkte.

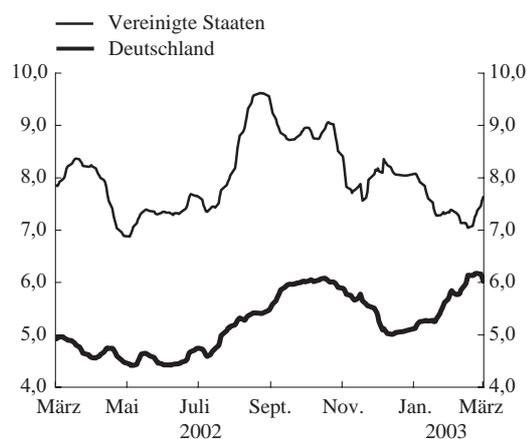
Die auf kurze Sicht hohe positive Korrelation zwischen Aktienkursen und langfristigen Anleiherenditen während der letzten Monate deutet darauf hin, dass die Entwicklung an den Anleihemärkten auch durch die recht volatilen Bedingungen an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten beeinflusst wurde. Die anhaltenden Portfolioumschichtungen von risikoreicheren Vermögenswerten wie Aktien in andere Anlageformen, in denen sich die allgemein erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer widerspiegelt, dürften dazu beigetragen haben, dass die langfristigen Staatsanleiherenditen in den USA in der jüngsten Zeit die niedrigsten Stände seit Anfang der Sechzigerjahre erreicht haben. Die größere Unsicherheit der Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung der Anleiherenditen zeigt sich auch darin, dass die implizite Volatilität der Terminkontrakte auf zehnjährige US-Staatsanleihen im Februar diesen Jahres leicht anstieg (siehe Abbildung 21). Trotz dieses jüngsten Anstiegs lag die implizite Volatilität der Anleihen Ende Februar 2003

noch immer deutlich unter den Höchstständen, die im Sommer letzten Jahres verzeichnet wurden.

In Japan entwickelten sich die Staatsanleiherenditen auch in den vergangenen Monaten mehr oder weniger losgelöst von den Entwicklungen auf den internationalen Anleihemärkten. Nachdem zehnjährige Anleiherenditen während des gesamten letzten Jahres und im Januar 2003 rückläufig gewesen waren, blieben sie im Februar weitgehend unverändert. Am 5. März 2003 lagen sie bei 0,8 % und erreichten damit fast ihren im September 1998 verzeichneten historischen Tiefstand. Vor dem Hintergrund der gedämpften Erwartungen für eine globale Konjunkturbelebung und der Aufwertung des Yen insbesondere gegenüber dem US-Dollar deuten die insgesamt rückläufigen Renditen in den vergangenen Monaten darauf hin, dass sich die Aussichten für eine Erholung der japanischen Wirtschaft nach Auffassung der Marktteilnehmer eingetrübt haben.

Abbildung 21
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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

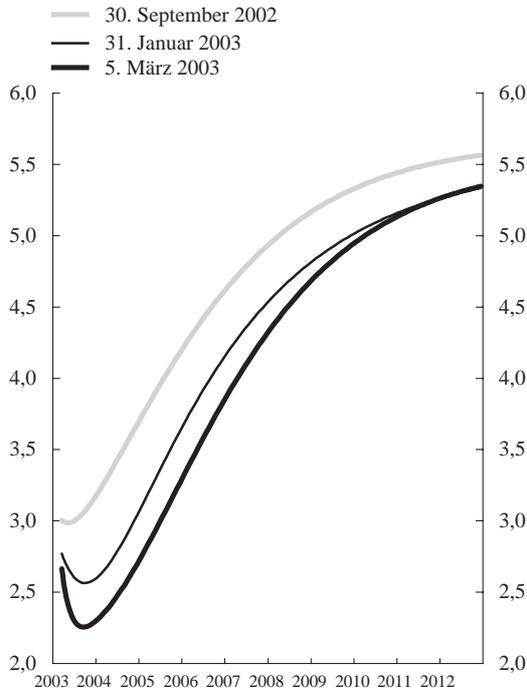


Quelle: Bloomberg.
 Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen stellen die implizite Volatilität aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf verlängert wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in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

Im Euroraum gaben die Staatsanleiherenditen in den vergangenen Monaten über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg nach; dies entspricht dem allgemeinen Trend, der im Mai 2002 eingesetzt hat. Neben den aus Sicherheitserwägungen getätigten Portfolioumschichtungen zu Lasten der Aktienmärkte lag ein Hauptgrund für diese Entwicklung in den pessimistischeren Markteinschätzungen bezüglich der kurz- bis mittelfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet in Reaktion auf die jüngst veröffentlichte Wirtschaftsdaten, die gestiegenen Ölpreise sowie die verstärkten geopolitischen Spannungen. Diese Sichtweise wird auch durch die Veränderungen der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld gestützt (siehe Abbildung 22), welche nahe legt, dass der mehr oder minder parallele Abwärtstrend der Zinsstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, dass die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen für den kurz- bis mittelfristigen Horizont stark nach unten korrigiert haben. Im Gegensatz dazu veränderte sich der implizite Terminzins für Tagesgeld im

Abbildung 22
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.

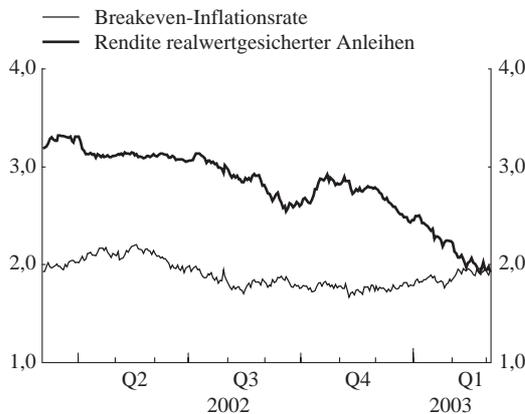
langfristigen Bereich nur geringfügig, was darauf schließen lässt, dass sich die Einschätzung der Anleger bezüglich der langfristigen Wachstumsaussichten nicht geändert hat. Die pessimistischeren kurz- bis mittelfristigen Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer spiegelten sich auch im spürbaren Rückgang der realen Langfristzinsen im Euroraum wider, der im Oktober vergangenen Jahres einsetzte (siehe Abbildung 23). Zwischen Ende Januar und dem 5. März 2003 fiel die reale Rendite indexgebundener französischer, an den HVPI des Eurogebiets (ohne Tabakwaren) gekoppelter Staatsanleihen im Zehnjahresbereich um 30 Basispunkte auf 1,9 % und lag somit rund 0,7 Prozentpunkte unter ihrem Stand von Ende September 2002.

Gleichzeitig sind die Markterwartungen hinsichtlich der längerfristigen Inflationsaussichten für das Euro-Währungsgebiet in den letzten Monaten offenbar leicht gestiegen. Zwischen Ende Januar und dem 5. März 2003 erhöhte sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, um 10 Basispunkte auf rund 1,9 % (siehe Abbildung 23).

Die Unsicherheit am Anleihemarkt im Euroraum – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf deutsche langfristige Staatsanleihen – hat in den vergangenen Monaten leicht zugenommen, was wohl auf die höheren geopolitischen Risiken zurückzuführen ist. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität im Eurogebiet belief sich am 5. März auf 5,9 % und lag damit fast 1 Prozentpunkt über dem Durchschnittswert der letzten beiden Jahre (siehe Abbildung 21).

Abbildung 23
Realzins und Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet

(in %; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Die Renditen der Unternehmensanleihen folgten dem Trend der Staatsanleihen und gaben in den vergangenen Monaten ebenfalls nach. Darüber hinaus gingen die relativen Kosten der Finanzierung über Unternehmensanleihen, gemessen am Renditeabstand zu vergleichbaren Staatsanleihen, seit Anfang Oktober 2002 deutlich zurück. Am 5. März 2003 lagen die Renditeabstände zwischen den von Unternehmen mit BBB-Rating begebenen Anleihen und den Staatsanleihen im Euroraum rund 40 Basispunkte unter dem Stand von Ende September 2002, wobei allein auf die Entwicklungen seit Ende Januar 10 Basispunkte entfallen (siehe Abbildung 24). Allerdings ist ein Teil dieses seit Oktober 2002 beobachteten Rückgangs technischer Natur: Die Zusammensetzung der für den entsprechenden Renditeindex verwendeten Gruppe von Unternehmen wurde Ende 2002 verändert, was zu einem einmaligen Rückgang des gemessenen Zinsspreads führte. Dennoch sind die verringerten Unternehmensanleihe-spreads auch auf die allgemeinen Anstrengungen der emittierenden Unternehmen zurückzuführen, ih-

ren relativen Verschuldungsgrad zu senken (Verringerung des Fremdkapitalanteils), was die Einschätzung der Marktteilnehmer im Hinblick auf das Kreditrisiko positiv beeinflusst haben dürfte.

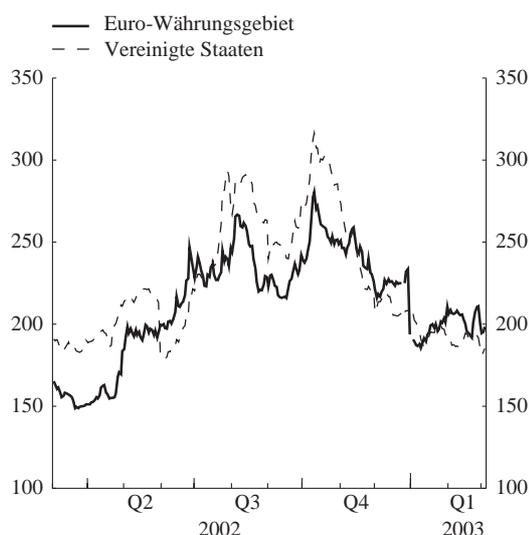
Aktienkurse angesichts gestiegener Unsicherheit im Februar weiter rückläufig

Die Börsen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten verzeichneten im Dezember einen erneuten Kursrutsch und erreichten Anfang März 2003 wieder die Tiefstände von Anfang Oktober 2002 (siehe Abbildung 25). Damit erwies sich die Erholung, die im Oktober und November vor dem Hintergrund von Meldungen über besser als erwartet ausgefallene Unternehmensgewinne und einem steigenden Optimismus der Investoren zu beobachten war, als kurzes Zwischenspiel. Die Aktienkurse sanken in den ersten Monaten dieses Jahres vor dem Hintergrund uneinheitlicher Datenveröffentlichungen über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und einiger nach unten korrigierter Gewinnprognosen. Die steigende Nervosität der Marktteilnehmer in Bezug auf die zunehmenden geopolitischen Spannungen und die Aussichten auf einen Krieg im Irak scheinen in den vergangenen Monaten die Stimmung an den Aktienmärkten weltweit maßgeblich beeinflusst zu haben. Hinzu kommt, dass die steigende Zahl unzureichend finanzierter betrieblicher Altersvorsorgepläne die Bedenken hinsichtlich der Unternehmensbilanzen geschürt und zu einem weiteren Abwärtsdruck auf die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und teilweise auch im Euroraum geführt haben könnte.

Zwischen Ende Januar und dem 5. März büßten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, insgesamt 7 % ein (siehe Abbildung 25). In den Vereinigten Staaten gaben die Aktienkurse, gemessen am Standard-& Poor's-500-Index, um rund 3 % nach, während der Nikkei 225 in Japan im gleichen Zeitraum weitgehend unverändert blieb. Einhergehend mit den fallenden Aktienkursen

Abbildung 24
Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)

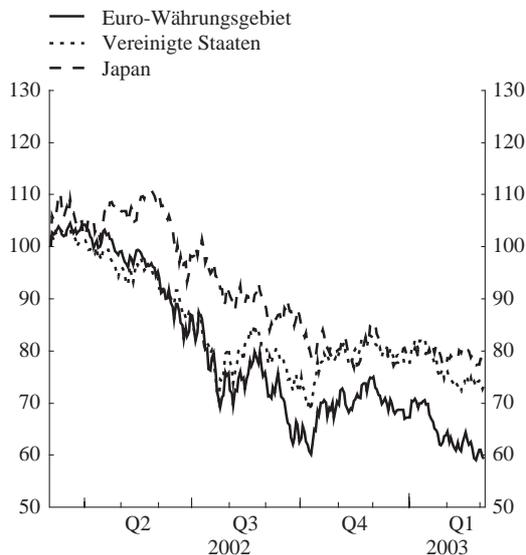


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

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

(Index: 1. März 2002 = 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.

stieg die Unsicherheit, gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität, im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in den letzten Wochen spürbar an und erreichte ein Niveau, das über den in den vergangenen zwei Jahren verzeichneten Durchschnittswerten lag (siehe Abbildung 26).

Trotz einer kurzfristigen Erholung Anfang dieses Jahres, die wohl mit der Ankündigung von Plänen zusammenhing, die Dividendenbesteuerung zu senken, gaben die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten seit Anfang Dezember nach. Dieser Rückgang erfolgte vor dem Hintergrund der Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten, die offenbar etwas ungünstiger ausgefallen waren, als von den Marktteilnehmern erwartet. Wenngleich die Meldungen zu den Unternehmensgewinnen von US-amerikanischen Firmen im vierten Quartal vielfach besser als erhofft waren, schraubten viele Unternehmen ihre Prognosen für das erste und zweite Quartal 2003 zurück. Die Tatsache, dass die mit einer festen Leistungszusage verbundenen Pensionspläne vieler größerer US-Firmen aufgrund der

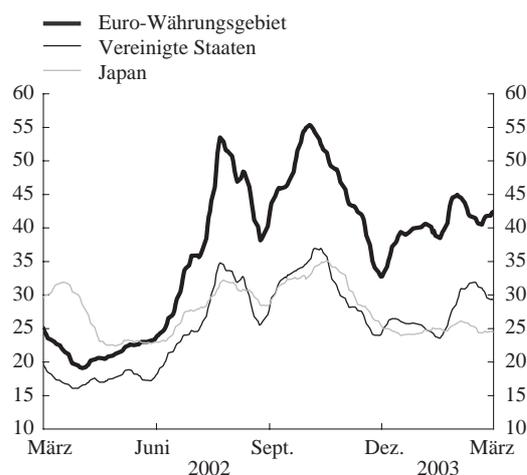
fallenden Aktienkurse und Anleiherenditen immer stärker unterfinanziert sind (wodurch sich der Diskontierungsfaktor zukünftiger Verbindlichkeiten verringert), dürfte die Gewinnerwartungen der Unternehmen zusätzlich gedämpft haben.

Die Unsicherheit an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten, gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität, erhöhte sich im Februar um rund 2 Prozentpunkte und lag am 5. März ungefähr 5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

In Japan blieben die Aktienkurse in den ersten beiden Monaten dieses Jahres weitgehend unverändert, nachdem sie Ende 2002 gefallen waren. Zwar wurden einige positive Wirtschaftsdaten veröffentlicht, die die Aktienkurse stützten, doch hegten die Marktteilnehmer weiterhin Bedenken hinsichtlich

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

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



Quelle: Bloomberg.

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

Tabelle 5**Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes***(Kursveränderungen gegenüber dem Stand am Ende des Berichtszeitraums in %; historische Volatilität in % p.a.)*

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Branchenanteil an der Marktkapitalisierung <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>	5,0	13,2	6,9	13,2	27,0	4,4	6,3	8,6	9,1	6,3	100,0
Kursveränderung <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
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
2002 Q2	-6,4	-17,1	-7,6	-8,5	-13,8	-14,4	-11,4	-36,3	-33,9	-7,8	-16,5
2002 Q3	-28,8	-29,3	-18,0	-21,0	-36,7	-22,7	-27,8	-35,6	-11,7	-23,8	-28,2
2002 Q4	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
Januar	-10,5	-3,8	-7,8	-7,0	-6,8	-7,5	-3,9	-4,8	3,6	5,2	-4,8
Februar	-7,4	-5,7	-9,6	-3,1	-1,6	-6,8	-3,1	-4,7	-5,1	-9,0	-4,6
Ende Dez. bis 5. März 2003	-19,7	-13,4	-17,9	-10,7	-11,3	-15,8	-8,8	-12,1	-5,5	-6,1	-11,8
Volatilität <i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
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
2002 Q2	16,4	24,9	14,5	23,6	22,2	27,5	14,5	44,3	36,3	17,2	20,9
2002 Q3	38,4	46,0	32,2	46,5	51,2	49,5	28,0	59,7	48,0	39,7	43,4
2002 Q4	34,2	40,7	20,8	31,1	44,3	30,6	28,8	61,1	35,7	29,8	34,9
Januar	32,7	30,8	20,2	27,6	31,0	30,2	22,9	45,2	27,9	26,9	27,3
Februar	28,5	32,7	31,8	26,7	38,0	32,7	23,1	40,7	34,0	31,5	30,6
Ende Dez. bis 5. März 2003	30,3	32,3	25,3	26,0	33,3	30,1	21,8	41,2	30,2	28,2	27,8

*Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate hochgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexveränderungen innerhalb des Berichtszeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.*

der notleidenden Kredite im japanischen Bankensektor, was die Kurse wiederum drückte. Die Ankündigung einiger Großbanken, in großem Stil Aktien zu veräußern und Anleihen (einschließlich Wandelschuldverschreibungen) zu begeben, um ihre Bilanzen zu restrukturieren, verstärkte den Negativtrend der Börsenkurse. Überdies wirkte sich die Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar nachteilig auf die Aktienkurse exportorientierter Unternehmen aus. Im Gegensatz zu den Entwicklungen an den übrigen wichtigen Aktienmärkten veränderte sich die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität) im Februar kaum und lag etwas unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

Im Euroraum gaben die Aktienkurse im Februar weiter nach und setzten damit den Trend der vergangenen Monate fort. Die jüngsten makroökonomischen Indikatoren und die unter den Erwartungen liegende Ertragslage der Unternehmen scheinen die Marktteilnehmer in der Meinung bestärkt zu haben, dass die Konjunkturerholung vorerst auf sich warten lässt. Darüber hinaus wurde befürchtet, dass sich die Aufwertung des Euro nachteilig auf die Rentabilität von Exportunternehmen im Euroraum auswirken könnte. Wie in den Vereinigten Staaten auch haben die gestiegenen geopolitischen Spannungen und ein möglicher Irak-Krieg offenbar die Unsicherheit über die kurzfristigen Aussichten für die Unternehmenserträge im Euroraum erhöht. So nahm die Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow

Jones Euro STOXX 50 abgeleiteten impliziten Volatilität – in den letzten Monaten deutlich zu und lag am 5. März 10 Prozentpunkte über dem Zweijahresdurchschnitt.

Der Rückgang der Börsenkurse im Euroraum Anfang dieses Jahres fand auf breiter Front statt und erstreckte sich auf alle Branchen (siehe Tabelle 5). Während im vergangenen Jahr vor allem die Bereiche Telekommunikation, Technologie und Finanzwirtschaft für die Entwicklung an den Aktienmärkten im

Eurogebiet verantwortlich waren, verzeichneten in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres auch andere Sektoren, insbesondere sowohl die konjunkturabhängigen als auch die konjunkturunabhängigen Konsumgüter, Gesundheit und Grundstoffe, Kurseinbrüche. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich Faktoren wie die Unsicherheit über die Konjunkturerholung und die geopolitischen Spannungen, die Anfang 2003 die Aktienkurse beeinflussten, auf fast alle Wirtschaftsbereiche auswirken.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im Februar 2003 schätzungsweise leicht gestiegen

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge stieg die am HVPI gemessene Teuerungsrate des Eurogebiets im Februar 2003 um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3 % (siehe Tabelle 6). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegen zwar noch keine detaillierten Angaben für Februar vor, aber der jüngste Anstieg der Inflationsrate liegt wohl hauptsächlich in den Energiepreisen begründet, die den jüngsten Anstieg der Ölpreise widerspiegeln. Allerdings wirkte dem teilweise die Aufwertung des Euro entgegen. Darüber hinaus dürften Basiseffekte im Zusammenhang mit den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel eine Rolle gespielt haben.

Im Januar 2003, dem letzten Monat, für den aufgeschlüsselte Angaben zum HVPI verfügbar sind, ging die Teuerungsrate auf 2,2 % zurück, verglichen mit 2,3 % im Dezember 2002. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie sank von 2,2 % im Dezember 2002 auf 2,0 % im Januar 2003. Der Rückgang der Gesamtinflation ist also im Wesentlichen der Entwicklung der weniger volatilen Komponenten des HVPI zuzuschreiben.

Mit der Veröffentlichung der Zahlen für Januar 2003 erfolgte auch eine Korrektur der vergangenen HVPI-Daten für das Euro-Währungsgebiet, die auf Revisionen des deutschen HVPI wegen einer Umstellung des Basisjahrs zurückzuführen ist. Den neuen Angaben zufolge belief sich der durchschnittliche jährliche

Tabelle 6

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2003	2003
				Q1	Q2	Q3	Q4	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamindex ¹⁾	2,1	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,4	1,7	1,8	1,9	1,6	.
Nahrungsmittel	1,4	4,4	3,1	4,9	2,9	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	1,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,8	3,1	3,5	3,2	3,0	2,7	2,9	2,7	2,6	2,7	2,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	7,0	2,4	1,4	1,7	1,8	1,6	1,9	1,4	-0,6	.
Industrieerzeugnisse	3,0	1,2	0,9	0,8	0,7	0,8	1,5	0,9	1,5	1,5	1,7	1,8	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,4	1,7	1,6	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	0,6	.
Energie	13,1	2,3	-0,6	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	-0,2	2,5	2,3	3,8	6,0	.
Dienstleistungen	1,5	2,7	3,1	3,1	3,1	3,3	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	2,8	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise	5,5	2,2	-0,1	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	0,1	0,9	1,1	1,5	2,0	.
Lohnstückkosten	1,2	2,7	.	3,5	2,5	2,0	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,0	.	-0,4	0,1	0,6	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,7	.	3,0	2,6	2,6	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,3	3,4	.	3,9	3,5	3,6	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	24,6	27,8	27,2	26,5	28,9	27,9	24,2	27,1	28,3	29,8
Rohstoffpreise (€)	16,7	-7,6	-1,7	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	4,7	7,8	3,4	2,1	-2,3	-4,5

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

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

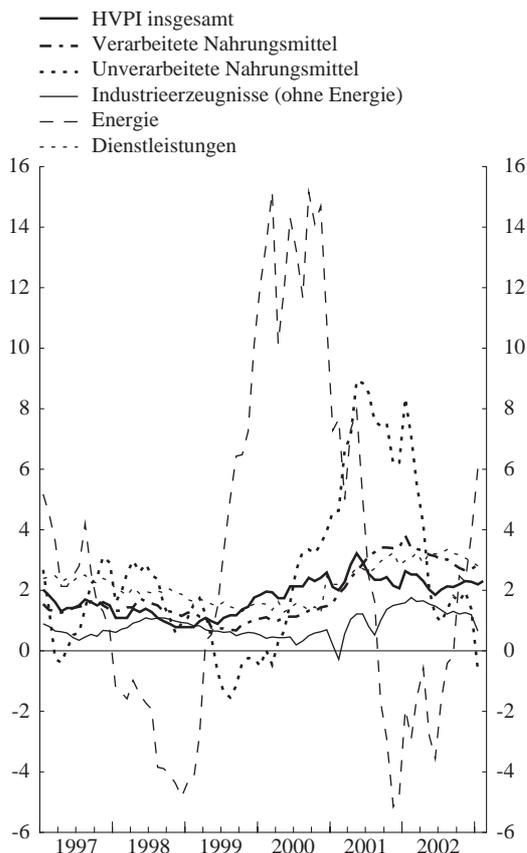
che Anstieg der Teuerungsrate gemessen am HVPI für das Euro-Währungsgebiet 2000 auf 2,1 % und 2001 auf 2,4 %, was einer Korrektur nach unten um 0,2 Prozentpunkte bzw. 0,1 Prozentpunkte entspricht. Der durchschnittliche Anstieg im Jahr 2002 wurde durch die Korrekturen nicht berührt und liegt unverändert bei 2,2 %. Wie in jedem Jahr wurden mit der Veröffentlichung der Januar-Angaben die Komponenten- und Ländergewichte für die Berechnung des HVPI für den Euroraum revidiert. Dadurch soll der repräsentative Charakter des Index in Bezug auf die Konsumausgaben und die Länderanteile gewahrt bleiben. Die größte Änderung ergab sich bei den Dienstleistungspreisen, deren Gewicht im HVPI für das Eurogebiet von 40,3 % im Jahr 2002 auf 40,9 % im Jahr 2003 nach oben korrigiert wurde.

Die Jahresänderungsrate der Energiepreise erhöhte sich von 3,8 % im Dezember 2002 auf 6,0 % im Januar 2003 (siehe Abbildung 27). Diese Entwicklung gründet sich hauptsächlich auf die gestiegenen Ölpreise (in Euro), aber auch auf die in einigen Ländern des Euroraums vorgenommenen Erhöhungen der Energiesteuern. Unterdessen lag die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Januar 2003 bei -0,6 %, verglichen mit 1,4 % im Vormonat. Dies war vor allem einem Basiseffekt zuzuschreiben, da der Anfang 2002 verzeichnete starke Anstieg der Obst- und Gemüsepreise aus der Berechnung des Index herausfiel.

Bei den Komponenten des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie stieg die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel um 0,1 Prozentpunkte auf 2,8 %, was in erster Linie auf den Preisanstieg bei Tabakwaren aufgrund von Steuererhöhungen zurückzuführen ist. Tabakwaren verteuerten sich im Januar 2003 um 4,2 % im Vergleich zum Vormonat. Dies war der stärkste Anstieg gegenüber dem jeweiligen Vormonat, der für diese Komponente seit 1995 verzeichnet wurde. In Kasten 5 wird der direkte Beitrag der Veränderungen administrierter Preise und indirekter Steuern zur HVPI-Inflation genauer beleuchtet.

Abbildung 27 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

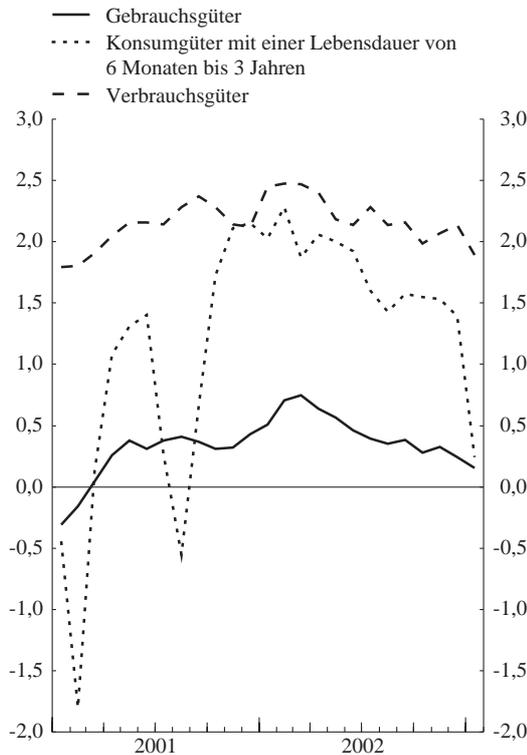
Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie ging im Januar 2003 auf 0,6 % zurück gegenüber 1,2 % im Vormonat. Dieser relativ starke Rückgang lässt sich vor allem durch die im Vergleich zum Vorjahr deutlichere Senkung der Verkaufspreise für Bekleidung – wohl aufgrund der schwachen Konsumausgaben – erklären. Die Jahresrate der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie, die im Februar 2002 einen Höchststand von 1,8 % erreicht hatte, geht seither langsam zurück. Eine Aufschlüsselung dieser Komponente zeigt, dass der Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Gebrauchsgüter, Konsumgüter mit einer Lebensdauer von 6 Monaten bis 3 Jahren und

Abbildung 28

Entwicklung der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

Verbrauchsgüter im vergangenen Jahr relativ ähnlich verlaufen sind (siehe Abbildung 28). Dies spricht dafür, dass die jüngsten Abnahmen der Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie weitgehend auf das Nachlassen vergangener Preisschocks zurückzuführen ist. Darüber hinaus dürfte auch die Aufwertung des Euro dank niedrigerer Importpreise einen Abwärtsdruck auf die Warenpreise ausüben.

Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise ging im Januar auf 2,8 % zurück, verglichen mit 3,0 % im Vormonat. Diese Entwicklung lässt sich vor allem durch Basiseffekte aufgrund von Preiserhöhungen im Januar 2002 erklären, die wiederum mit der Euro-Bargeldumstellung zusammenhängen dürften. Beispielsweise betrug bei den Gastronomiepreisen der Anstieg der Änderungsrate gegen-

über dem Vormonat im Januar 2003 lediglich ein Drittel des im Januar 2002 verzeichneten Anstiegs. Eine ähnliche Entwicklung war im Januar 2003 bei den Preisen für Friseurdienstleistungen und chemische Reinigung festzustellen; bei diesen Komponenten waren die Preise im Januar 2002 ebenfalls stärker als üblich gestiegen.

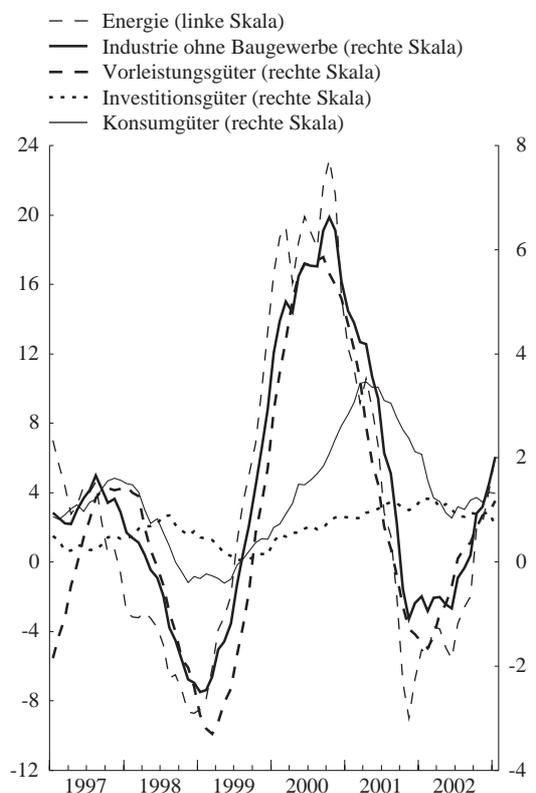
Im Januar 2003 weiterer Anstieg der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise

Die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euroraum stieg im Januar 2003 weiter an und lag bei 2,0 %, verglichen mit 1,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 29). Diese Zunahme spiegelt hauptsächlich die Entwicklung der Energiepreiskomponente wider.

Abbildung 29

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.

Kasten 5

Direkte Auswirkungen von Veränderungen der administrierten Preise und der indirekten Steuern auf den HVPI für das Euro-Währungsgebiet

Regierungen beeinflussen die Preise für Konsumgüter und Dienstleistungen in unterschiedlichem Maße und auf unterschiedlichen Wegen. Dies kann durch eine direkte Preisfestlegung geschehen, durch verschiedene Markt- oder Produktregelungen oder durch indirekte Steuern und Subventionen. Die Auswirkungen auf den HVPI für das Euro-Währungsgebiet sind in der Regel weniger deutlich als auf Länderebene, treten aber mit gesteigerter Häufigkeit auf. Dies spiegelt den zeitlichen Unterschied bei der Umsetzung dieser verschiedenen Maßnahmen in den einzelnen Ländern und die Tatsache wider, dass einige der von den Ländern getroffenen Maßnahmen gegenläufige Effekte auf die Preise haben. Für die Untersuchung der Inflationsentwicklung sind genaue Schätzungen der Auswirkungen dieser staatlichen Maßnahmen auf die Preise gleichwohl von wesentlicher Bedeutung. Derzeit existieren für das Eurogebiet allerdings keine verlässlichen Schätzungen der Auswirkungen von Veränderungen der administrierten Preise und der indirekten Steuern auf den HVPI. Der Hauptgrund dafür ist, dass nur wenige Länder des Eurogebiets regelmäßig derartige Schätzungen erstellen, und dann auch nur auf der Basis nationaler Verbraucherpreisindizes.

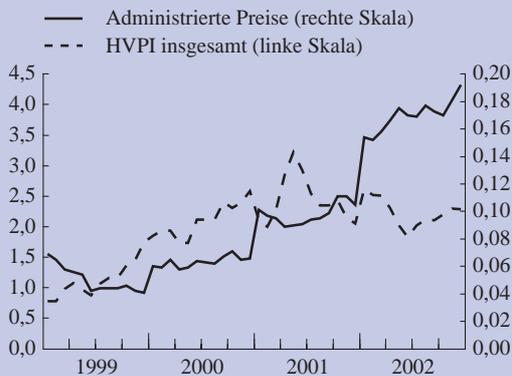
In diesem Kasten werden zwei grobe Schätzungen der Veränderungen der administrierten Preise und der indirekten Steuern und deren direkter Auswirkungen auf die Inflation dargestellt. Insbesondere wird untersucht, inwieweit diese Veränderungen in den letzten Jahren zur jährlichen am HVPI gemessenen Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet beitragen. Indirekte Auswirkungen wie beispielsweise Zweittrundeneffekte, die von Änderungen der staatlichen Maßnahmen ausgelöst wurden, bleiben hier unberücksichtigt.

Administrierte Preise

Die Messung administrierter Preise ist keineswegs einfach. Beispielsweise werden einige Maßnahmen nur regional oder lokal umgesetzt und andere hängen vom Einkommen oder von bestimmten sozio-ökonomischen Merkmalen der Verbraucher ab. Darüber hinaus gibt es bei Preisänderungen Grenzfälle, in denen administrierte Preise nur schwer von Marktpreisen abgegrenzt werden können (z. B. Telefongebühren, Grundnahrungsmittel, die der Gemeinsamen Agrarpolitik der EU unterliegen). Allerdings kann eine sehr grobe und unvollständige Messgröße, die die Auswirkungen administrierter Preise auf die HVPI-Teuerung abbildet, erstellt werden, indem die HVPI-Komponenten identifiziert werden (und zwar auf dem niedrigsten verfügbaren Aggregationsniveau), die von der Festsetzung administrierter Preise stark beeinflusst werden. In der nachstehenden Unter-

Abbildung A: Veränderungen der administrierten Preise und im HVPI insgesamt

(jährlicher Beitrag zur Teuerung nach dem HVPI in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

suchung fließen folgende einzelne Teilkomponenten für das Eurogebiet in die Messgröße ein: Müllabfuhr (Gewicht im HVPI 2003: 0,5 %), Abwasserbeseitigung (0,5 %), medizinische und paramedizinische Dienstleistungen (0,9 %), zahnmedizinische Dienstleistungen (0,6 %), Krankenhausdienstleistungen (0,7 %), Schienenpersonenverkehr (0,4 %), Postdienste (0,2 %), Erziehung und Unterricht (0,9 %) und Sozialschutz (0,9 %). Das aggregierte Gewicht dieser Teilkomponenten im HVPI beträgt 5,6 %, aber sie machen 13,6 % der Dienstleistungskomponente aus.

Zwar werden nicht in allen Ländern des Euroraums sämtliche dieser Komponenten direkt von der Regierung administriert, aber sie dürften in den meisten Ländern in irgendeiner Weise einer spezifischen Re-

gulierung unterliegen. Die obige Aufstellung ist allerdings nicht erschöpfend, da sie nicht alle Bereiche, die auf nationaler Ebene administriert werden könnten, enthält (z. B. Mieten). Außerdem wird diese Messgröße administrierter Preise zwar auf der Grundlage des höchstmöglichen Niveaus der Aufgliederung des HVPI für das Euro-Währungsgebiet erstellt, aber eine weitere Aufschlüsselung ist erforderlich, um eine präzisere und verlässlichere Messgröße zu bilden. Beispielsweise können TV-Lizenzen nicht separat ermittelt werden, da sie derzeit in der breiter gefassten Kategorie der kulturellen Dienstleistungen erfasst werden.

In Abbildung A wird der Beitrag dieses synthetisch erstellten Index administrierter Preise zur Jahresänderungsrate des HVPI insgesamt zusammen mit der tatsächlichen HVPI-Teuerung dargestellt. Aus ihr geht hervor, dass sich die von Veränderungen der administrierten Preise ausgehenden Auswirkungen auf die HVPI-Teuerung in den Jahren 2001 und 2002 leicht verstärkt haben. Diese Entwicklung ist auf Preissteigerungen bei den meisten der oben genannten Komponenten zurückzuführen. Für 2002 gilt das insbesondere für zahnmedizinische Dienstleistungen. Der Beitrag von Veränderungen der administrierten Preise zur Jahresänderungsrate des HVPI insgesamt liegt derzeit bei rund 0,2 Prozentpunkten. Es ist zu beachten, dass die starken Aufwärtsbewegungen im Januar 2001 und 2002 vor allem eine Erweiterung des Erfassungsbereichs des HVPI (in den Bereichen Dienstleistungen in der Gesundheitspflege, im Sozialschutz und in Erziehung und Unterricht) widerspiegeln und nicht nur auf eine geänderte Regierungspolitik zurückzuführen sind. Daher blieb trotz dieses Kurvenverlaufs der Inflationsbeitrag der Änderungen administrierter Preise im Zeitraum vor 2002 weitgehend unverändert.

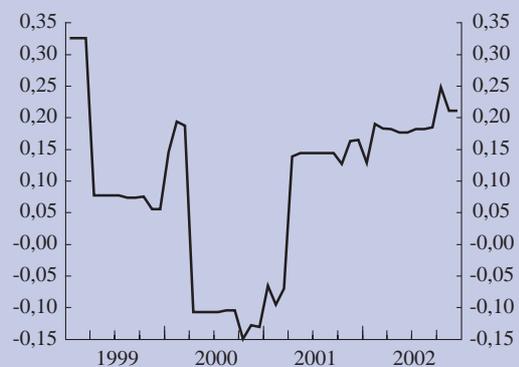
Indirekte Besteuerung

Für die indirekten Steuern kann ebenfalls durch Aggregation verschiedener Steuern eine synthetische Messgröße konstruiert werden. Diese Messgröße wird durch die Aggregation von Länderangaben über die Mehrwertsteuer und Verbrauchsteuern auf Energie und Tabakwaren ermittelt. Allerdings ist dies nur eine sehr grobe Größe, da sie auf einer Reihe vereinfachender Annahmen beruht. Es wird beispielsweise angenommen, dass 50 % der Preiskomponenten Energie und Tabakwaren steuerlich bedingt sind. Darüber hinaus wird angenommen, dass jede steuerliche Änderung umgehend und vollständig an die Verbraucher weitergegeben wird. Diese Annahme einer vollständigen Weitergabe ist angesichts der Tatsache, dass der Einzelhandel eine Steuererhöhung zumindest teilweise durch niedrigere Gewinnspannen absorbieren kann, in einigen Fällen unbefriedigend.

Abbildung B zeigt, dass der von Veränderungen der indirekten Steuern ausgehende Beitrag zur HVPI-Teuerung innerhalb der letzten zwei Jahre weitgehend stabil blieb. Von 1999 bis Anfang 2001 verlief die Entwicklung dieser Messgröße allerdings leicht volatil. Der 2000 in fast allen Monaten und Anfang 2001 verzeichnete vorübergehende Rückgang lässt sich hauptsächlich durch Änderungen der durchschnittlichen Mehrwertsteuersätze in einigen Ländern des Euroraums erklären. Der von Änderungen der indirekten Besteuerung ausgehende Beitrag zur HVPI-Inflation für das Euro-Währungsgebiet insgesamt liegt derzeit auf einer ähnlichen Höhe wie derjenige von Änderungen der administrierter Preise Ende 2002, d. h. bei rund 0,2 Prozentpunkten.

Abbildung B: Veränderungen der indirekten Steuern

(jährlicher Beitrag zur Teuerung nach dem HVPI in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Die Jahressteigerungsrate der Erzeugerpreise ohne Energie lag unverändert bei 1,1 %.

Aufgrund der Ölpreisentwicklung erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Energiepreise von 4,2 % im Dezember 2002 weiter auf 6,1 % im Januar 2003. Darüber hinaus bewegte sich auch die Jahresänderungsrate der Vorleistungsgüterpreise weiterhin nach oben, und zwar von 1,0 % im Dezember auf 1,2 % im Berichtsmonat. Betrachtet man die weitere Produktionskette, so blieb der Druck auf die Erzeugerpreise relativ begrenzt. Die Jahressteigerungsrate der Preise für Investitionsgüter ging von Dezember 2002 bis Januar 2003 um 0,2 Prozentpunkte auf 0,7 % zurück, während die Jahresänderungsrate der Konsumgüter

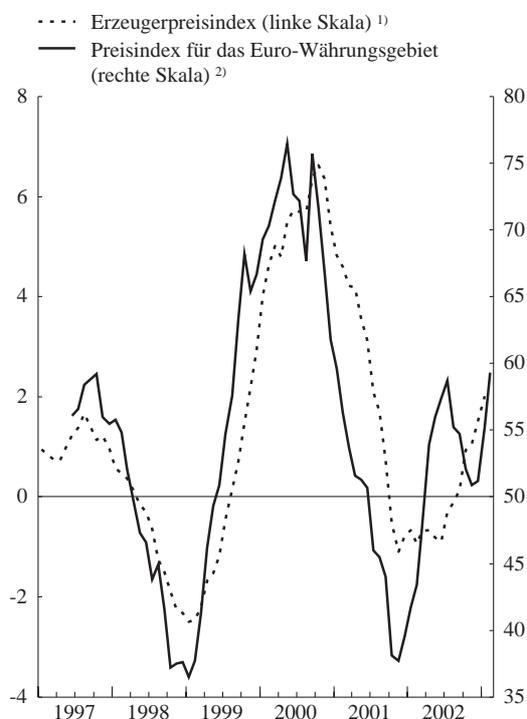
terpreise in diesem Zeitraum mit 1,3 % unverändert blieb. Letztere bewegt sich seit Juni 2002 sukzessive nach oben, was darauf schließen lässt, dass das Nachlassen vergangener Preisschocks zum Stillstand gekommen ist.

Der Umfrage zum Purchasing Managers' Index zufolge erhöhte sich der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet weiter, und zwar von 55,2 im Januar auf 59,3 im Februar 2003. Dies ist der stärkste Anstieg der Vorleistungsgüterpreise seit Januar 2001 (siehe Abbildung 30). Die Umfrageteilnehmer nannten erneut die steigenden Kraftstoffpreise als Hauptgrund für diese Erhöhung. Im Februar 2003 lagen die (in Euro gerechneten) Ölpreise 5,4 % über den Preisen im Vormonat und etwa 23 % über den Preisen im November 2002, als der jüngste Anstieg der Ölpreise einsetzte. Im Gegensatz zu den letzten Monaten dürften Basiseffekte bei der Erklärung der im Februar 2003 verzeichneten Entwicklung der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt keine besondere Rolle mehr spielen. Im März und April 2003 dürften sich Basiseffekte jedoch dämpfend auf die jährliche Teuerungsrate der Erzeugerpreise auswirken.

Abbildung 30

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.

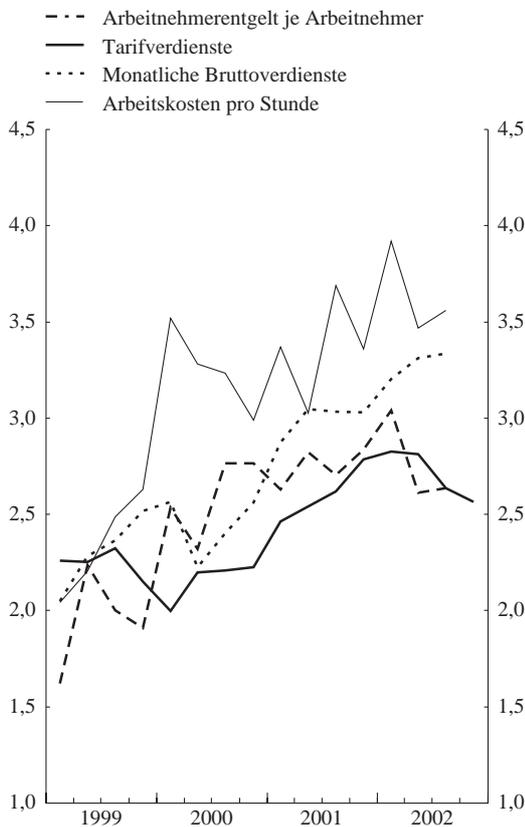
Jährliches Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im dritten Quartal 2002 unverändert

Die Jahreswachstumsraten der meisten Arbeitskostenindikatoren bewegen sich seit 1999 nach oben. Dies war auch 2001 und Anfang 2002 trotz der Konjunkturschwäche der Fall. Für das zweite und dritte Quartal 2002 liefern die verfügbaren Arbeitskostenindikatoren jedoch ein uneinheitliches Bild.

Die Jahresrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im dritten Quartal 2002 unverändert bei 2,6 %, während sie im zweiten Quartal zurückgegangen war (siehe Abbildung 31). Dies spiegelt gegenläufige Entwicklungen innerhalb der Hauptsektoren dieser Komponente wider, für die Eurostat kürzlich Angaben zur Verfügung gestellt hat (Kasten 6 enthält eine detaillierte Darstellung dieser neuen Angaben). Mit 3,3 % blieb

Abbildung 3 I
Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren
für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2002 ebenfalls unverändert. Die Jahresrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde (im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe) stieg in diesem Zeitraum um 0,1 Prozentpunkte auf 3,6 %, während sich die Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste von 2,8 % auf 2,6 % ermäßigte. Angaben zu den Tarifverdiensten weisen für das vierte Quartal eine unveränderte Steigerungsrate auf. Damit beläuft sich das Jahreswachstum 2002 auf 2,7 % und liegt etwas höher als im Vorjahr. Die jüngste Entwicklung der Tarifverdienste muss jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, da sie eine geringere Anzahl von im vierten Quartal 2002 abgeschlossenen Tarifabschlüssen widerspiegelt und dem-

zufolge den Trend für den Lohnbildungsprozess im Eurogebiet insgesamt möglicherweise nur unvollständig wiedergibt.

Die konjunkturelle Beschleunigung des Wachstums der Arbeitsproduktivität schlug sich in der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten nieder. Diese Rate ging im dritten Quartal 2002 auf 2,0 % zurück, was im Vergleich zum ersten Quartal des Jahres, als sie bei 3,5 % gelegen hatte, eine deutliche Verlangsamung darstellt. Besonders die Verringerung des Wachstums der Lohnstückkosten war im Verlauf des Jahres 2002 sektorenübergreifend breit gestreut.

Teuerung im Euro-Währungsgebiet dürfte sich 2003 weiter abschwächen

Die Teuerungsrate gemessen am HVPI für das Euro-Währungsgebiet insgesamt dürfte im Lauf des Jahres 2003 auf unter 2 % zurückgehen und anschließend eindeutig auf einem Niveau verharren, das mit Preisstabilität vereinbar ist. In den kommenden Monaten wird aber mit einem gewissen Preisauftrieb aufgrund des jüngsten Anstiegs der Ölpreise im Zusammenwirken mit der Erhöhung einiger indirekter Steuern und administrierter Preise gerechnet. Zugleich werden Basiseffekte zu niedrigeren jährlichen Inflationsraten beitragen, da der in den ersten Monaten des Jahres 2002 verzeichnete Preisanstieg aus den jährlichen Wachstumsraten herausfällt. Wann genau der erwartete Rückgang der Teuerung auf ein Niveau unterhalb von 2 % eintritt, hängt in hohem Maße von der künftigen Ölpreisentwicklung ab, die derzeit aufgrund der geopolitischen Spannungen mit besonders hoher Unsicherheit behaftet ist.

Über die sehr kurze Sicht hinaus dürften die erwarteten niedrigeren jährlichen Inflationsraten von der Aufwertung des Euro, die sich dämpfend auf die Importpreise auswirkt, begünstigt werden. Auch die schwache Nachfrage dürfte in diese Richtung wirken. In diesem Zusammenhang ist eine moderate Lohnentwicklung von entscheidender Bedeutung.

Kasten 6

Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten in den Hauptsektoren des Euro-Währungsgebiets

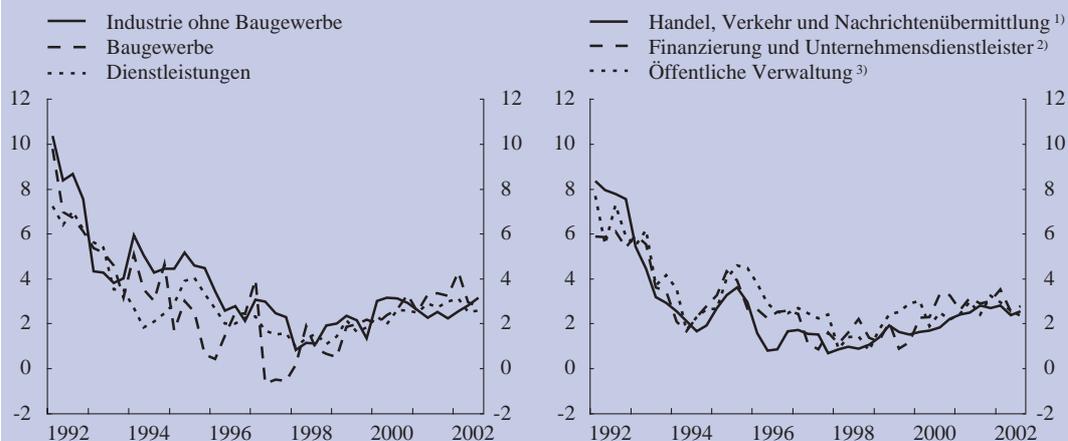
Mit der jüngsten Veröffentlichung der gemäß ESVG 95 berechneten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Februar 2003 wies Eurostat erstmals das gesamte Arbeitnehmerentgelt für das Euro-Währungsgebiet aus. Dieses wurde nach den wichtigsten Sektoren der Wirtschaft aufgeschlüsselt, die in der Statistik auch als Wirtschaftszweige bezeichnet werden. Diese Daten, die in Tabelle 5.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dargestellt sind, ermöglichen es der EZB, auf sektoraler Ebene sowohl das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch – in Verbindung mit den Schätzungen zur Arbeitsproduktivität – die nominalen Lohnstückkosten in vierteljährlichen Abständen zu errechnen. Der vorliegende Kasten zeigt, dass sich das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in den einzelnen Sektoren in den vergangenen zehn Jahren recht ähnlich entwickelt hat. Ferner belegt er, dass die Zunahme der Lohnstückkosten in der Industrie ein ausgeprägt konjunkturelles Verlaufsmuster aufwies und im Berichtszeitraum im Durchschnitt niedriger war als im Dienstleistungssektor.

Die neuen Zahlen zum Arbeitnehmerentgelt im Euroraum erlauben die Berechnung des durchschnittlichen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für jeden Sektor. Zu diesem Entgelt zählen alle Vergütungen der Beschäftigten einschließlich der von Arbeitnehmern und Arbeitgebern geleisteten Sozialbeiträge. Gleichzeitig lässt sich nunmehr die Arbeitsproduktivität schätzen, indem man die Wertschöpfung (zu konstanten Preisen) durch die Gesamtzahl der Beschäftigten eines Sektors teilt. Als Ergebnis erhält man die Lohnstückkosten als Verhältnis des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zur Arbeitsproduktivität.

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer hat sich in allen Wirtschaftsbereichen des Euroraums weitgehend parallel entwickelt. Vor allem im Dienstleistungsleistungssektor und in der Industrie war diese Entwicklung seit Anfang der Neunzigerjahre von einer deutlichen Verlangsamung und seit 1999 von einem leichten Aufwärtstrend geprägt (siehe Abbildung A). Die Zeitreihen aller Wirtschaftssektoren zeigen einen hohen Grad an Gleichlauf auf, der darauf hindeutet, dass kein Hauptsektor eine Vorreiterrolle beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer übernommen hat.

Abbildung A: Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet

(Änderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Umfasst auch Reparaturarbeiten sowie das Gastgewerbe.

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

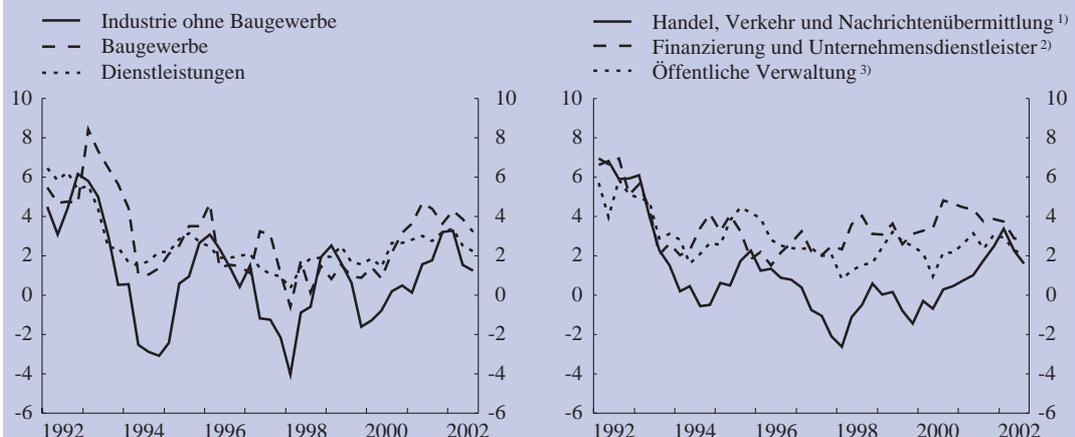
3) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen im Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen.

Das durchschnittliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Dienstleistungssektor blieb über weite Strecken der Neunzigerjahre hinter dem in der Industrie zurück. Dies lässt sich teilweise durch die Entwicklung bei den Teilzeitstellen erklären, die zwischen 1992 und 2001 von weniger als 15 % auf über 20 % der Stellen im Dienstleistungsbereich zunahm (verglichen mit einem Anstieg von 5 % auf 7 % im gesamten Industriesektor im gleichen Zeitraum). Teilzeitangestellte arbeiten kürzer als Vollzeitbeschäftigte und erhalten daher auch weniger Lohn. Seit 1998 hat sich die Lücke zwischen dem Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Dienstleistungsbereich und dem in der Industrie jedoch geschlossen, während gleichzeitig die Teilzeitstellen weniger stark zugenommen haben. Überdies könnte das hohe Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor zu Problemen bei der Anwerbung neuer Arbeitskräfte und damit auch zu einem gewissen Lohndruck geführt haben. Insgesamt war während der Neunzigerjahre in den verschiedenen Sektoren eine allmähliche Annäherung der Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zu beobachten.

Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Lohnstückkosten in den verschiedenen Sektoren weniger einheitlich (siehe Abbildung B). Zwischen 1992 und 1994 verlangsamte sich deren Wachstum in allen Wirtschaftsbereichen im Einklang mit den rückläufigen Zuwachsraten beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer spürbar. Seit 1994 weisen die Lohnstückkosten ein zyklisches Verlaufsmuster um eine horizontale Linie herum auf. Darüber hinaus war die Zunahme der Lohnstückkosten im Dienstleistungssektor mit 2,6 % durchschnittlich höher als in der Industrie ohne Baugewerbe (1 %). Die zyklischen Schwankungen des Wachstums der Lohnstückkosten sind in der Industrie etwa doppelt so groß wie im Dienstleistungsbereich. Dieser Unterschied rührt vor allem von den gegenläufigen Entwicklungen beim Produktivitätszuwachs in den verschiedenen Sektoren her. In der Industrie hängen sowohl das Beschäftigungswachstum als auch die Produktion stark vom wirtschaftlichen Umfeld ab. Da sich das Produktionswachstum zeitlich verzögert auf das Beschäftigungswachstum auswirkt, wird auch der daraus resultierende Produktivitätszuwachs stark von konjunkturellen Entwicklungen beeinflusst. Dagegen ist die Produktion im Dienstleistungssektor weniger anfällig für konjunkturelle Schwankungen. Dies ist vor allem bei nicht marktbestimmten Dienstleistungssektoren wie etwa in den Bereichen Erziehung und Unterricht oder im Gesundheitswesen der Fall. Außerdem kann die Schätzung der Produktion im Dienstleistungsbereich und damit auch der Produktivität in einigen Untersektoren auf Näherungswerten (z. B. der Beschäftigung) beruhen, wodurch konjunkturelle Schwankungen weiter verringert werden.

Abbildung B: Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Umfasst auch Reparaturarbeiten sowie das Gastgewerbe.

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

3) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen im Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen.

Hauptmotor des in den Jahren 2001 und 2002 beobachteten Anstiegs der Lohnstückkosten im gesamten Euroraum waren die Entwicklungen in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) und in den Sektoren Handel, Verkehr und Nachrichtenübermittlung. Diese Zunahme ist zwar zum Teil auf eine höhere Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zurückzuführen, die größte Rolle spielte dabei jedoch die konjunkturbedingte Abschwächung des Produktivitätswachstums.

Für eine eingehendere Analyse der Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts und der Lohnstückkosten im Euro-Währungsgebiet wären statistische Daten über die Anzahl der in jedem Sektor geleisteten Arbeitsstunden erforderlich, um so eine Bereinigung um Änderungen der durchschnittlichen Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden und der Teilzeitbeschäftigung durchführen zu können. Solche Schätzungen werden derzeit nur in wenigen Euro-Ländern veröffentlicht, sollen jedoch dank einer bevorstehenden Änderung der Verordnung zum ESVG 95 bis zum Jahr 2004 für das gesamte Euro-Währungsgebiet verfügbar sein.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Etwas niedrigeres BIP-Wachstum im vierten Quartal 2002

Eurostat hat am 6. März erste Schätzergebnisse zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Schlussquartal 2002 bekannt gegeben. Demzufolge dürfte das vierteljährliche Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im Euro-Währungsgebiet leicht gesunken sein, und zwar auf 0,2 % gegenüber 0,3 % bis 0,4 % in den drei Quartalen zuvor (siehe Tabelle 7). Im Gesamtjahr 2002 stieg das reale BIP um 0,8 %.

Das langsamere reale BIP-Wachstum im Schlussquartal 2002 war in erster Linie auf den geringeren Wachstumsimpuls des Außenbeitrags zurückzuführen. Gleichzeitig nahm der Wachstumsbeitrag der inländischen Nach-

frage verglichen mit dem Vorquartal zu. Dabei war insbesondere eine recht kräftige Zunahme der privaten Konsumausgaben zu beobachten, obwohl angesichts des Ende letzten Jahres gesunkenen Verbrauchervertrauens eine merkliche Abschwächung befürchtet worden war. Die Investitionstätigkeit stagnierte im Schlussquartal 2002. Kasten 7 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Investitionen seit Beginn des Konjunkturabschwungs im Jahr 2001. Die Analyse beruht dabei auf nach Gütergruppen aufgeschlüsselten Angaben über die Investitionen. Sie zeigt, dass die derzeit herrschende große Unsicherheit die Investitionstätigkeit in allen Bereichen gedämpft haben dürfte. Bei den Bauinvestitionen wurde die Entwicklung zusätzlich durch strukturelle Faktoren beeinträchtigt.

Tabelle 7

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

Kasten 7

Gründe für die Investitionsschwäche bei den einzelnen Gütergruppen

Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der Investitionen in einer Aufschlüsselung nach Gütergruppen beleuchtet, um Aufschluss über die verschiedenen Determinanten der Investitionstätigkeit insgesamt zu geben (Erläuterungen zur Aufschlüsselung der Investitionen sind Kasten 6 des Monatsberichts vom September 2002 zu entnehmen). Die entsprechenden Angaben liegen nur bis zum dritten Quartal 2002 vor. Es scheint, dass die seit Anfang 2001 zu beobachtende Investitionsschwäche über die verschiedenen Komponenten breit gestreut ist. Die Bestimmungsfaktoren dieser Schwäche unterscheiden sich jedoch je nach Gütergruppe. So dürften sowohl strukturelle als auch konjunkturelle Faktoren für den jüngsten Rückgang der Bauinvestitionen verantwortlich sein. Die geringen Wachstumsraten bei den Ausrüstungsinvestitionen scheinen hingegen die Folge des aktuellen Umfelds mit schwachem BIP-Wachstum und unsicheren Perspektiven zu sein.

Schwache Bauinvestitionen infolge struktureller und konjunktureller Faktoren

Die Wohnungsbauinvestitionen (die rund die Hälfte aller Bauinvestitionen und 25 % der Investitionen insgesamt ausmachen) sanken im dritten Quartal 2002 weiter, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Sie setzten damit ihren seit zwei Jahren zu beobachtenden Abwärtstrend fort (siehe Abbildung A). Im dritten Quartal lagen die Wohnungsbauinvestitionen 6 % unter ihrem Höchststand vom zweiten Quartal 2000. Strukturelle Faktoren, insbesondere die anhaltenden Anpassungen nach dem vereinigungsbedingten Bauboom in Deutschland, haben das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum in den letzten Jahren gedämpft. In jüngerer Zeit dürfte die Unsicherheit hinsichtlich der Konjunkturaussichten und damit auch im Hinblick auf die Beschäftigungs- und Einkommensperspektiven die privaten Haushalte und Immobilienanleger dazu veranlasst haben, ihre Investitionsentscheidungen in diesem Bereich zurückzustellen.

Die sonstigen Bauten (ohne Wohnungsbau) umfassen Bürogebäude, öffentliche und gewerbliche Gebäude sowie den Tiefbau. Auch hier zeigt sich seit Mitte der Neunzigerjahre eine anhaltende Investitionsschwäche, die vergleichbar ist mit der Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen. Das Wachstum der Investitionen in Bauten (ohne Wohnungsbau) ist in den letzten Jahren durch Überkapazitäten bei Bürogebäuden in einigen Teilen des Euro-Währungsgebiets tendenziell gedämpft worden. In jüngster Zeit waren diese Investitionen rückläufig. Sie verringerten sich vom zweiten Quartal 2001 bis zum dritten Quartal 2002 um insgesamt 2 %. Neben strukturellen Faktoren haben wohl auch die schwache Konjunktur und die ungewissen Perspektiven die Unternehmen in den vergangenen Quartalen davon abgehalten, neue Bürogebäude und Produktionsstätten nachzufragen. Überdies dürften in einigen Euro-Ländern die öffentlichen Investitionen aufgrund der angespannten Haushaltslage begrenzt worden sein.

Unsicherheit über Konjunkturaussichten und Gewinne dämpften Ausrüstungsinvestitionen

Bei den sonstigen Investitionen (die auch als „Ausrüstungsinvestitionen“ bezeichnet werden) ist nach den jüngsten verfügbaren Daten davon auszugehen, dass sich das seit 2001 zu beobachtende geringe Wachstum – wenn auch wohl in abgeschwächter Form – fortgesetzt hat (siehe Abbildung A). Darin spiegelt sich eine Reihe von Faktoren wider, insbesondere das schwache Wachstum der Nachfrage und die wirtschaftliche Unsicherheit. Die Geschäftserwartungen im verarbeitenden Gewerbe sind in den vergangenen beiden Jahren auf relativ niedrigem Niveau geblieben. Zudem hat die anhaltende Konjunkturschwäche die Unternehmensgewinne und damit die Innenfinanzierung in Mitleidenschaft gezogen. Die Probleme der Unternehmen bei der Finanzierung ihrer Investitionsvorhaben sind möglicherweise durch zwei weitere Faktoren verschärft worden. Erstens dürfte die Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten und die Kreditbeschaffung bei Finanzintermediären für einige Firmen in den letzten Quartalen schwieriger geworden sein. Zweitens haben sich hoch verschuldete Unternehmen wohl für einen Aufschub von Investitionen entschieden, um ihre Bilanzen zu verbessern.

Abbildung A: Investitionen in Wohnbauten, Nichtwohnbauten und sonstige Investitionen (ohne Bauten)

(Veränderung gegen Vorquartal; Quartalswerte)

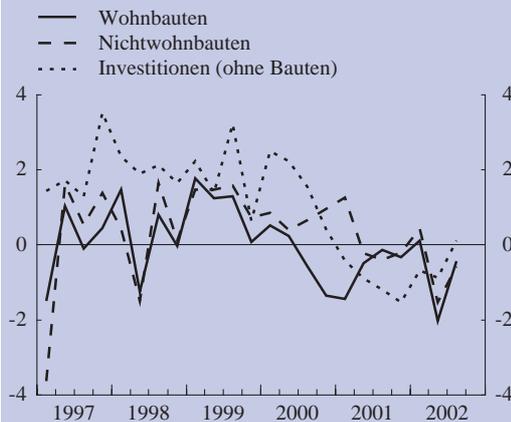
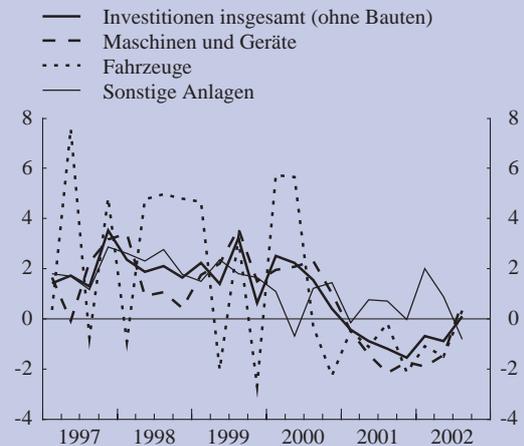


Abbildung B: Aufschlüsselung der Investitionen (ohne Bauten)

(Veränderung gegen Vorquartal; Quartalswerte)



Quelle: Eurostat.

Was die Investitionen bei den wichtigsten Gruppen der sonstigen Erzeugnisse (ohne Bauten) angeht, haben sich diese im Bereich „Metallerzeugnisse und Maschinen“ (die 30 % der Investitionen insgesamt ausmachen) nach sechs rückläufigen Quartalen in Folge im dritten Vierteljahr 2002 wieder erhöht (siehe Abbildung B). Bei der Interpretation dieser Ergebnisse ist jedoch Vorsicht geboten. So haben fiskalische Anreize in Italien in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres zu einem Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen geführt, der das Gesamtaggregate für den Euroraum entscheidend prägte. Nimmt man Italien aus, waren die Investitionen in Metallerzeugnisse und Maschinen im Eurogebiet weiter leicht rückläufig. Auch der Anstieg der euroraumweiten Investitionen in Fahrzeuge (auf die 10 % der Investitionen insgesamt entfallen) im dritten Quartal 2002 war weitgehend auf die Entwicklung in Italien zurückzuführen. Wie aus Abbildung B ersichtlich ist, handelt es sich hierbei um einen sehr volatilen Bereich, was die Interpretation der jüngsten Daten zusätzlich erschwert. Die Investitionen in „sonstige Erzeugnisse“ (mit einem Anteil von 10 % an den Gesamtinvestitionen), die vor allem Software umfassen, stagnierten im dritten Quartal des vergangenen Jahres.¹ Im Gegensatz zu den beiden anderen Hauptkomponenten der Ausrüstungsinvestitionen hat sich diese Komponente während der gesamten Abschwungphase als relativ robust erwiesen. Dies lässt darauf schließen, dass hier die Ersatzinvestitionen aufgrund der relativ raschen Überalterung von IT-Produkten auch während der Konjunkturabschwächung stabil geblieben sind.

Aus den verfügbaren Daten zu den Bauinvestitionen für das vierte Quartal 2002 geht hervor, dass die Investitionen Ende des vergangenen Jahres weiter gesunken sein dürften. Damit sich die Investitionstätigkeit hier in Zukunft wieder belebt, müsste die derzeit herrschende große Unsicherheit schwinden. Gleichwohl dürfte die Entwicklung der Bauinvestitionen weiter schwach ausfallen, solange die wachstumsdämpfenden strukturellen Faktoren nicht beseitigt sind. Die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen dürfte in der nahen Zukunft weiter durch die wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit negativ beeinflusst werden. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt es jedoch keine Anzeichen für nennenswerte Überkapazitäten in diesem Bereich. Somit dürften auch angesichts der derzeit äußerst günstigen Zinssätze bei wieder anziehender Konjunktur und schwindender Unsicherheit die Voraussetzungen für Unternehmensinvestitionen gegeben sein.

¹ Die Aufschlüsselung der Investitionen nach Gütergruppen umfasst noch eine weitere Komponente, nämlich die Investitionen in Erzeugnisse der Land- und Forstwirtschaft, Fischerei und Aquakultur (z. B. Tiere und Bäume, sofern sie nicht zum Zwecke der Schlachtung bzw. der Gewinnung von Bauholz gezüchtet werden). Auf diese Gütergruppe entfällt nur ein geringer, mitunter negativer, Anteil und ihre Entwicklung ist sehr schwankungsanfällig. Sie wird daher in diesem Kasten nicht weiter kommentiert.

Tabelle 8**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
			Okt.	Nov.	Dez.	Okt.	Nov.	Dez.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	0,4	-0,8	0,7	2,8	-1,0	0,0	0,6	-1,7	0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie	0,2	-1,0	0,2	3,4	-0,3	-0,4	1,4	-2,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2
Vorleistungsgüter	-0,8	0,3	1,2	4,3	1,1	-0,9	1,4	-2,5	0,2	0,2	0,3	-0,2	-0,9
Investitionsgüter	1,3	-2,6	-0,5	3,8	-0,4	0,3	1,5	-1,8	1,0	0,2	0,1	0,1	0,3
Konsumgüter	0,4	-1,0	-0,5	1,6	-1,7	-0,3	1,2	-1,9	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2
Gebrauchsgüter	-2,5	-4,9	-2,2	0,8	-8,3	-2,1	2,1	-4,9	1,3	0,5	-0,9	-1,1	-2,5
Verbrauchsgüter	1,0	-0,2	-0,2	1,7	-0,3	0,0	1,0	-1,3	-0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,3
Energie	1,2	0,7	4,0	-1,0	-5,4	1,2	-2,0	0,6	0,5	-0,5	-0,2	-0,1	0,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,2	-1,0	0,3	3,3	-0,4	-0,3	1,1	-2,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,3

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.***Anhaltende Schwäche in der Industrie trug zur gedämpften Gesamtkonjunktur Ende 2002 bei**

Zu dem verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Wachstum im Euro-Währungsgebiet Ende letzten Jahres trug unter anderem die Schwäche in der Industrie bei. Im Vergleich zum Vorquartal fiel das Wachstum der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Schlussquartal insgesamt leicht negativ aus (siehe Tabelle 8). Dabei war die Erzeugung im Vorleistungs- und Gebrauchsgütersektor rückläufig, was jedoch durch eine Zunahme in der Investitions- und in der Verbrauchsgüterbranche teilweise wettgemacht wurde. Der Rückgang der Vorleistungsgüterproduktion steht im Einklang mit den Anzeichen für einen zum Jahresende 2002 anhaltenden Lagerabbau im Euroraum, die sich aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und aus Umfrageergebnissen ablesen lassen. Dieser weitere Vorratsabbau dürfte auf die abwartende Haltung der Unternehmen vor dem Hintergrund der derzeit großen Unsicherheit zurückzuführen sein.

Während des vierten Quartals 2002 kam es insbesondere aufgrund von Kalendereffekten zu starken monatlichen Produktionsschwän-

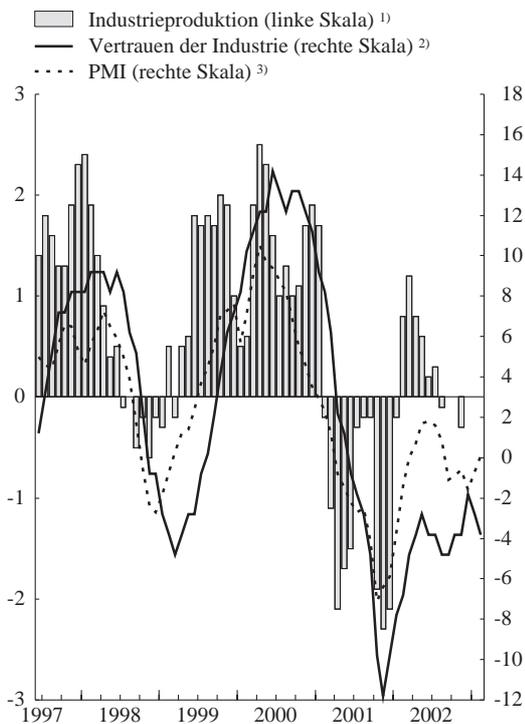
kungen. Ferner kann bezüglich der Dezemberergebnisse nicht ausgeschlossen werden, dass der deutliche Rückgang der Industrieproduktion (um 1,7 % gegenüber dem Vormonat) zum Teil darauf zurückzuführen war, dass die Produktion in der Weihnachtszeit länger unterbrochen wurde als sonst üblich. Vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur und der Unsicherheit könnten sich einige Unternehmen dazu entschlossen haben, die Betriebsferien in dieser Zeit über das übliche Maß hinaus zu verlängern, wodurch auch die Produktionszahlen für Januar 2003 in Mitleidenschaft gezogen worden sein dürften.

Uneinheitliche Umfrageergebnisse deuten auf kaum veränderte Konjunktur-entwicklung zum Jahresbeginn hin

Ungeachtet dieser potenziellen Einmaleffekte im Zusammenhang mit der Produktionsplanung in der Weihnachtszeit, die noch nicht abgeschätzt werden können, geben Umfrageergebnisse Hinweise auf die Konjunktur-entwicklung in der Industrie zu Beginn des laufenden Jahres. Im Februar 2003 erhöhte sich der Purchasing Managers' Index (PMI), während der von der Europäischen Kommission

Abbildung 32
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet

(Monatswerte)



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

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; arbeitstäglich bereinigt und saisonbereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie rückläufig war. Im Vormonat war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten gewesen (siehe Abbildung 32). Allerdings weisen beide Indikatoren in den letzten Monaten übereinstimmend auf ein weitgehend unverändertes Geschäftsklima hin. Dies deutet einerseits auf eine weiterhin gedämpfte Entwicklung in der Industrie zu Jahresbeginn und damit auf eine Fortsetzung der in der zweiten Jahreshälfte 2002 vorherrschenden Schwäche hin. Andererseits lassen die Umfrageergebnisse bisher nicht erkennen, dass die zunehmenden geopolitischen Spannungen weit reichende negative Folgen für das Wachstum in der Industrie des Euroraums haben.

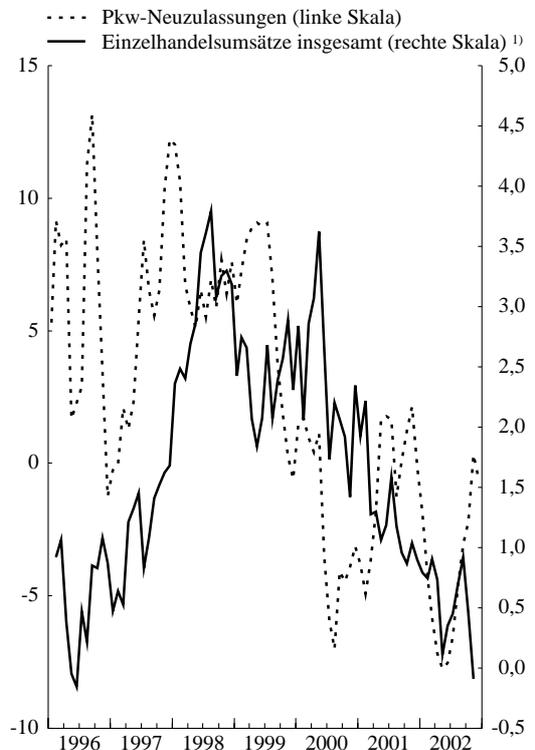
Auch die Ergebnisse der Erhebungen im Dienstleistungssektor in den letzten Monaten deuten auf eine kaum veränderte Lage hin. Im Februar 2003 war aus der Umfrage der Europäischen Kommission in diesem Sektor eine Stimmungsaufhellung abzulesen (siehe Tabelle 9), während der Einkaufsmanager-Index weiter sank. Insgesamt lassen beide Umfragen auf eine anhaltende Schwäche im Dienstleistungssektor zu Beginn dieses Jahres schließen.

Anzeichen für schwachen Konsum
Anfang 2003

Im Gegensatz zum Unternehmervertrauen ist die Zuversicht der Verbraucher in den letzten Monaten deutlich gesunken, und die jünger-

Abbildung 33
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandels-
umsätze im Euro-Währungsgebiet

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



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

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Tabelle 9**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	2000	2001	2002	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-2,8	-1,8	0,4	0,3	-0,4	-0,3	0,3	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	0,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	1	3	1	-3	2	-1	-3	-5	-7	-8
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-1	-5	-7	-4	-5	-3	-5	-4	-4	-2	-3	-4
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	5	3	-2	-3	-2	-2	-4	-2	-1	0
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-9	-11	-10	-8	-10	-9	-7	-9	-12	-7
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	10	-5	-19	-17	-15	-21	-24	-20	-24	-24	-25	-24	-23
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,4	-0,1	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	84,4	83,1	81,2	81,1	81,1	81,3	81,3	-	81,5	-	-	81,1	-

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 darauffolgenden Quartals. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.

ten Angaben für Februar 2003 zeigen einen weiteren Rückgang (siehe Tabelle 9). Zu den Hauptgründen für den zunehmenden Pessimismus der privaten Haushalte dürfte die steigende Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet in Verbindung mit der großen Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und weltweit zählen. So ergab insbesondere die Umfrage der Europäischen Kommission, dass immer mehr Menschen mit einer weiteren Zunahme der Arbeitslosigkeit rechnen. Der jüngste Verlauf des Vertrauensindikators für die Verbraucher deutet auf das Risiko eines sich abschwächenden Konsumwachstums in den ersten Monaten 2003 hin.

Ob dies tatsächlich eingetreten ist, kann aus den nur sehr begrenzt vorliegenden Informationen über die Entwicklung der privaten Konsumausgaben zu Jahresbeginn noch nicht abgelesen werden. Der einzige bisher verfügbare Indikator sind Angaben über die Pkw-Neuzulassungen. Sie weisen für Januar einen drastischen Rückgang gegenüber dem Vor-

monat aus, der jedoch dem Wegfall von steuerlichen Anreizen in Italien im Dezember 2002 zuzuschreiben ist, was sich auch im weiteren Verlauf ungünstig auf die Pkw-Zulassungen im Euroraum auswirken dürfte. Unbeschadet der Entwicklung beim Verbrauchervertrauen können diese Daten – für sich genommen – nicht als Hinweis auf eine umfassende Konsumschwäche im Euro-Währungsgebiet gedeutet werden. Der andere monatlich verfügbare Verbrauchsindikator, nämlich die Einzelhandelsstatistik, reicht nur bis Dezember 2002. In diesem Monat gingen die Einzelhandelsumsätze weiter zurück. Im Schlussquartal insgesamt wurde ein Rückgang um 0,5 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor verzeichnet (siehe Abbildung 33).

Abklingen der Unsicherheit unabdingbar für beschleunigte Erholung

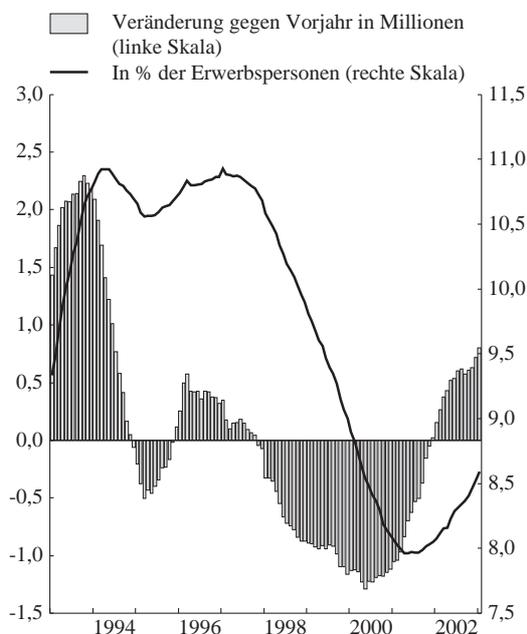
Alles in allem deuten auch die jüngsten Ergebnisse auf eine anhaltende Konjunktur-

schwäche im Euro-Währungsgebiet zu Beginn dieses Jahres hin. Für die Industrie weisen die verfügbaren Daten verglichen mit dem Jahresende 2002 kaum Veränderungen aus. Dies könnte bedeuten, dass das Wachstum in dieser Branche nach wie vor sehr gedämpft war. Informationen über die tatsächliche Entwicklung der Konsumausgaben liegen derzeit noch nicht vor, doch birgt das in den letzten Monaten gesunkene Verbrauchervertrauen das Risiko eines schwächeren Konsumwachstums zu Jahresbeginn. Endgültige Schlussfolgerungen können diesbezüglich jedoch noch nicht gezogen werden, da die Entwicklung der privaten Konsumausgaben in der Vergangenheit mitunter vom Verlaufsmuster des Verbrauchervertrauens abgewichen ist.

Insgesamt herrscht weiterhin große Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten, vor allem im Zusammenhang mit den gestiegenen geopolitischen Spannungen. Dies dürfte die Investitions- und Konsumententscheidungen im Euro-Währungsgebiet und in der Weltwirtschaft beeinflussen. Solange die Unsicherheit anhält, bleibt eine deutliche Wachstumsbelebung im Euroraum unwahrscheinlich. Sobald sich die Lage jedoch entspannt, können mehrere bereits jetzt gegebene Faktoren, die einer Erholung des realen BIP-Wachstums förderlich sind, zum Tragen kommen. Dazu zählen insbesondere die positiven Auswirkungen des erwarteten Teuerungsrückgangs auf das Einkommen und den Verbrauch der privaten Haushalte, die äußerst niedrigen Zinsen, die die seit längerem rückläufigen Investitionen stützen sollten, sowie eine weltweite Konjunkturbelebung, die eine höhere Nachfrage

Abbildung 34 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

nach Exporten aus dem Euroraum mit sich bringen dürfte.

Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Januar 2003 gestiegen

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich Anfang 2003 weiter verschlechtert. Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet stieg im Januar des laufenden Jah-

Tabelle 10

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.	2002 Dez.	2003 Jan.
Insgesamt	8,5	8,0	8,3	8,1	8,2	8,3	8,5	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5	8,6
Unter 25 Jahren ¹⁾	16,6	15,6	16,1	15,8	16,1	16,2	16,3	16,2	16,1	16,2	16,3	16,4	16,5
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,3	7,1	7,2	7,3	7,4	7,3	7,4	7,4	7,4	7,5	7,6

Quelle: Eurostat.

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

1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,4 % der Arbeitslosen insgesamt.

res auf 8,6 % der Erwerbspersonen, nach 8,5 % im Dezember 2002 (siehe Abbildung 34). Während sich die Zahl der Arbeitslosen im dritten und vierten Quartal letzten Jahres monatsdurchschnittlich um rund 40 000 bzw. 80 000 erhöht hatte, belief sich der Anstieg im Januar auf 104 000 gegenüber dem Vormonat; dies war die größte Zunahme, seit die Arbeitslosigkeit im Mai 2001 zu steigen begann.

Der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Januar 2003 betraf alle Altersgruppen (siehe Tabelle 10). Sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen erhöhte sich die Quote um 0,1 Prozentpunkte auf 16,5 % bzw. 7,6 %.

Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2002 voraussichtlich leicht rückläufig

Für das Schlussquartal 2002 liegen noch keine Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet vor. Den verfügbaren nationalen Daten zufolge dürfte die Beschäftigung

nach einem Rückgang um 0,1 % im dritten Quartal nahezu unverändert geblieben sein. Die Zahl der Beschäftigten könnte allerdings im Einklang mit der am Jahresende verzeichneten stärkeren Zunahme der Arbeitslosigkeit im vierten Quartal wie schon im Vierteljahr davor leicht rückläufig gewesen sein. Ein Rückgang würde darauf hindeuten, dass in der zweiten Jahreshälfte 2002 infolge des geringeren BIP-Wachstums und der Unsicherheit über die Konjunkturperspektiven mehr Arbeitsplätze vernichtet als geschaffen wurden (siehe Tabelle 11).

Im Allgemeinen entwickelte sich die Beschäftigung im Verhältnis zur schleppenden Konjunktur weiter robust, wie der geringe Zuwachs der Arbeitsproduktivität in der Gesamtwirtschaft im Jahr 2001 und Anfang 2002 zeigt. Darin spiegeln sich zum Teil die üblichen Wirkungsverzögerungen zwischen dem Konjunkturverlauf und der Beschäftigungsentwicklung wider. Ein weiterer Grund könnte darin liegen, dass die Unternehmen trotz der schwachen Konjunktur nicht geneigt waren, Arbeitsplätze abzubauen, da sie mit einer stärkeren Erholung in der nahen Zukunft rechneten. Vor dem Hintergrund einer verzögerten

Tabelle 11
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2002	2002	2002	2001	2001	2002	2002	2002
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,8	2,1	1,4	1,2	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-2,4	-1,6	-0,8	-1,1	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	-0,9	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9
Industrie	0,3	0,9	0,3	0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4
Ohne Baugewerbe	-0,2	0,6	0,3	0,0	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4
Baugewerbe	2,0	1,7	0,3	0,2	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7
Dienstleistungen	2,7	2,9	2,0	1,8	1,6	1,6	1,3	1,0	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2
Handel und Verkehr ³⁾	2,3	3,0	1,5	1,3	1,2	1,6	1,0	0,5	0,6	0,3	0,3	-0,2	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,6	5,9	3,8	3,4	2,9	1,8	1,7	1,1	0,6	0,6	-0,1	0,6	0,0
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	1,5	0,3	0,4	0,6	0,2	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.

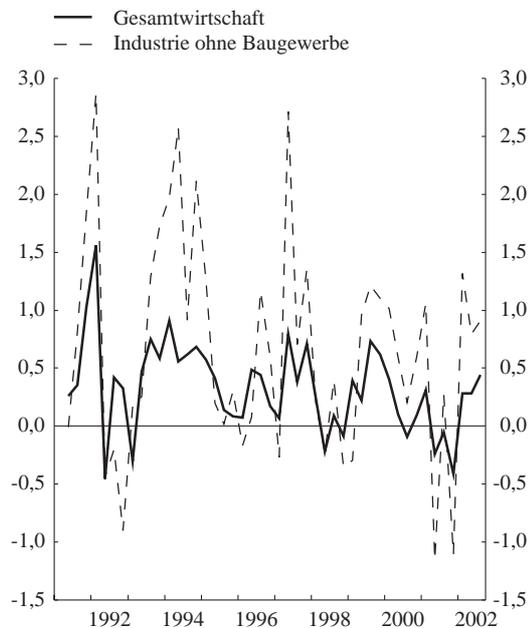
3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

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

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

Abbildung 35 Arbeitsproduktivität im Euro- Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Wirtschaftsbelebung und der in der Vergangenheit kräftig gestiegenen Lohnstückkosten dürften sich jedoch immer mehr Unternehmen zu einem Personalabbau entschlossen haben. So ist bei der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität nach Rückgängen in drei aufeinander folgenden Quartalen seit dem ersten Vierteljahr 2002 wieder ein Anstieg zu verzeichnen (siehe Abbildung 35). Dabei lassen die Angaben zu den geleisteten Arbeitsstunden in der Industrie darauf schließen, dass die Firmen bei der Anpassung ihres Personaleinsatzes wohl auch von der Möglichkeit Gebrauch gemacht haben, die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten vorübergehend zu verringern (siehe Kasten 8 „Der Informationsgehalt von Daten zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden in der Industrie“).

Eine Aufschlüsselung der Beschäftigung nach Sektoren ist nur bis zum dritten Quartal 2002 verfügbar. Der Beschäftigungsrückgang in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) beschleunigte sich im dritten Vierteljahr im Quartalsvergleich weiter auf -0,4 %. Gleich-

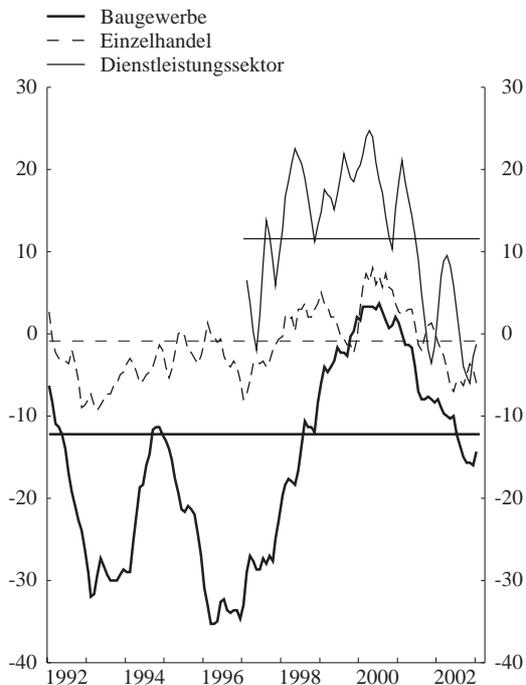
zeitig wuchs die Beschäftigung im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen (Handel, Verkehr, Finanzierung und Unternehmensdienstleister) mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal nur sehr geringfügig. Bemerkenswert ist, dass bei der Beschäftigung im Bereich „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ eine der niedrigsten vierteljährlichen Wachstumsraten seit 1991 verzeichnet wurde, während dieser Sektor zwischen 1997 und 2001 noch am stärksten zum Nettozuwachs an Arbeitsplätzen beigetragen hatte. Die Beschäftigung in der öffentlichen Verwaltung hingegen stieg im dritten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und leistete einen positiven Beitrag zur Beschäftigungsentwicklung.

Beschäftigungserwartungen weiterhin gering

Den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge scheinen die Beschäftigungserwartungen in allen ausgewiesenen Sektoren (verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Einzelhandel und Dienstleistungssektor) zur Jahreswende die Talsohle hinter sich gelassen zu haben (siehe Abbildung 36 und 37). Da sie jedoch nach wie vor sehr verhalten sind und in der Vergangenheit eine erhebliche Volatilität aufgewiesen haben, sind hier weitere Verbesserungen erforderlich, um daraus auf eine Erholung der Beschäftigung schließen zu können. Die aktuellen Daten sind nämlich uneinheitlich. Im verarbeitenden Gewerbe, Baugewerbe und Einzelhandel sind die Beschäftigungserwartungen im Februar dieses Jahres gegenüber dem Vormonat leicht gestiegen, im Dienstleistungssektor hingegen etwas gesunken. Auch der PMI-Teilindex für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe stieg im Februar im zweiten Monat in Folge an, nachdem er im Dezember 2002 einen Tiefstand erreicht hatte. Beim PMI-Teilindex für den Dienstleistungssektor war im Februar 2003 ebenfalls eine – wenn auch weniger ausgeprägte – Verbesserung festzustellen, nachdem er im Monat davor seinen niedrigsten Stand seit Beginn der Zeitreihen im Jahr 1998 erreicht hatte.

Abbildung 36**Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet**

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

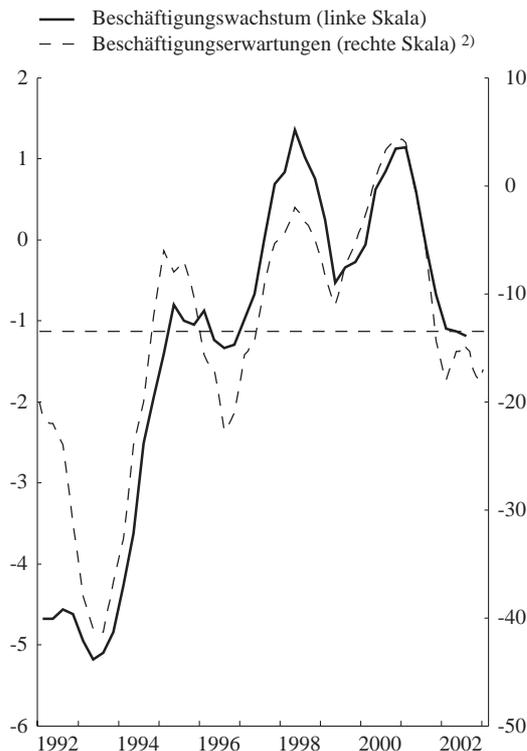
Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985, im Einzelhandel seit April 1985 und im Dienstleistungssektor seit Januar 1997 dar.

Kurzfristige Aussichten deuten auf anhaltende Flaute am Arbeitsmarkt hin

Alles in allem bleiben die kurzfristigen Aussichten für den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet gedämpft. Die Beschäftigung dürfte in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres rückläufig gewesen sein, während sich der Anstieg der Arbeitslosigkeit beschleunigte. Angesichts der zurzeit herrschenden großen Unsicherheit könnte die Beschäftigung auf kurze Sicht weiter abnehmen. Hierfür spricht auch die im dritten Quartal 2002 weiter gesunkene Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet, die als Indikator für die Beschäftigungsentwicklung mit einem zeitlichen Vorlauf von ein bis zwei Quartalen angesehen werden kann.¹ Darüber hinaus deuten die bis zum dritten Quartal 2002 verfügbaren Daten darauf hin, dass sich der Anstieg der Erwerbs-

Abbildung 37**Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets¹⁾**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte der Salden in %)



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

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

1) Ohne Baugewerbe.

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

personenzahl wohl aufgrund der ungünstigeren Konjunkturlage und der schlechteren Aussichten, einen Arbeitsplatz zu finden, seit Ende 2000 verlangsamt hat.

Angesichts der zeitlich verzögerten Reaktion der Beschäftigung auf das BIP-Wachstum und der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euroraum ist vor der zweiten Jahreshälfte 2003 keine signifikante Verbesserung am Arbeitsmarkt zu erwarten. Eine beschäftigungsfördernde Lohnentwicklung bleibt für eine Ver-

1 Ein Indikator der offenen Stellen im Euro-Währungsgebiet auf Basis von Länderinformationen wurde im Monatsbericht vom Februar 2002 in dem Kasten „Der Informationsgehalt offener Stellen im Euro-Währungsgebiet“ erörtert.

Kasten 8

Der Informationsgehalt von Daten zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden in der Industrie

Eurostat hat kürzlich Daten zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden in der Industrie (ohne Baugewerbe) für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht und damit einen weiteren Beitrag zur Umsetzung der Ratsverordnung über Konjunkturstatistiken¹ geliefert. Die Angaben für den Euroraum werden anhand monatlicher und vierteljährlicher nationaler Statistiken geschätzt und sind für den Zeitraum ab 1995 monatlich verfügbar. Da für Griechenland, Spanien und Irland noch keine Angaben vorliegen, sind in der Schätzung knapp 90 % des Euro-Währungsgebiets erfasst. Diese Daten können nützliche Zusatzinformationen für die Analyse der Konjunktur-, Produktivitäts- und Lohnkostenentwicklung liefern. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sich die Angaben nur auf die Industrie beziehen und daher für die Gesamtwirtschaft nicht unbedingt repräsentativ sind.

Der Begriff der geleisteten Arbeitsstunden

Mit dem Begriff „geleistete Gesamtarbeitsstunden“ wird die Gesamtzahl der von den Beschäftigten tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden bezeichnet. In der Entwicklung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden spiegeln sich somit sowohl Veränderungen der Beschäftigtenzahl als auch der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten wider. Bei Letzteren sind Abwesenheiten etwa aufgrund von Jahresurlaub, Krankheit oder Feiertagen sowie Fehlstunden infolge eines Produktionsstillstands, z. B. wegen geringer Nachfrage oder Streiks, herausgerechnet. Einbezogen sind bezahlte und unbezahlte Überstunden. Wenn keine Angaben zu den tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden vorliegen, können sie in der Praxis beispielsweise anhand der tariflichen Arbeitszeiten und der durchschnittlichen Fehlzeiten geschätzt werden.

Die Daten zu den geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten spiegeln die durchschnittliche Zahl der Stunden, die die Arbeitnehmer an ihrem Arbeitsplatz verbringen, wider. Die zunehmende Teilzeitbeschäftigung in der Industrie in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre führte somit zu einer Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Insofern bilden diese Angaben eine sinnvolle Ergänzung zu den Beschäftigungsdaten.

Geleistete Arbeitsstunden als Indikator für Konjunktur, Produktivität und Kosten

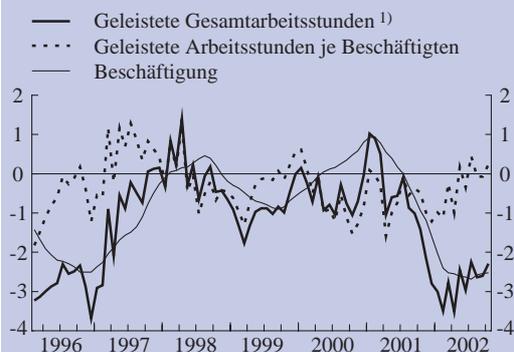
Die Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten in der Industrie ist deutlich volatiler als die Beschäftigungsentwicklung (siehe Abbildung). Da diese Angaben erst seit relativ kurzer Zeit verfügbar sind, ist es schwierig, eine klare Unterscheidung zwischen eher kurzfristigen Schwankungen (einschließlich Saison- und Kalendereffekten) und grundlegenden Trends vorzunehmen. Seit entsprechende Daten zur Verfügung stehen, sind die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten in der Industrie jährlich um gut ½ % zurückgegangen. Am stärksten war der Rückgang in den Jahren 2000 und 2001, was vor allem auf die Verkürzung der durchschnittlichen Arbeitszeiten in einigen Euro-Ländern zurückzuführen war. Verringerungen der geleisteten Arbeitsstunden infolge konjunktureller Faktoren dürften dabei jedoch auch eine Rolle gespielt haben. Im Jahr 2002 scheint der Abwärtstrend bei den geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten zum Stillstand gekommen zu sein.

Die Daten zu den geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten können nützliche Informationen zur Konjunktur-, Produktivitäts- und Lohnkostenentwicklung liefern. So ist beispielsweise davon auszugehen, dass die Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten zeitlich enger an den Konjunkturzyklus gekoppelt ist als die Beschäftigung, insbesondere dann, wenn durch strenge Kündigungsschutzgesetze Entlassungen erschwert werden und Neueinstellungen unattraktiv erscheinen. Darüber hinaus sind in den letzten Jahren auch die Tarifverträge etwas flexibler gestaltet worden, sodass die Unternehmen die Arbeitszeiten stärker an

¹ Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 (Amtsblatt Nr. L 162 vom 05.06.1998).

Geleistete Arbeitsstunden und Beschäftigung in der Industrie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB.

1) Arbeitstäglich bereinigt.

trendmäßige Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten dazu, dass die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde im Schnitt etwas höher ausfiel als je Beschäftigten. Auf die Bedeutung dieser Unterschiede, insbesondere im Hinblick auf die internationale Vergleichbarkeit, wurde bereits in Kasten 3 „Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum“ des Monatsberichts vom August 2002 hingewiesen. Analog hierzu führt – in dem Maße, wie die Unternehmen ihren Beschäftigten feste Monatsgehälter zahlen – ein konjunkturbedingter Rückgang der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten zu einem Aufwärtsdruck auf die Lohnkosten pro Stunde, der höher ist als angesichts der Lohnzahlungen je Beschäftigten zu erwarten wäre.

Veränderungen der Nachfrage anpassen können. Dies lässt darauf schließen, dass die geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten als Vorlaufindikator der Beschäftigung dienen können, sofern die Unternehmen zunächst einmal den Hebel an dieser Stelle ansetzen, bevor sie eine Anpassung des Personalbestands in Betracht ziehen. Die Abbildung liefert einige Belege für die Vorlaufeigenschaften der geleisteten Gesamtarbeitsstunden in Bezug auf die Beschäftigung in der Industrie, wobei jedoch zu beachten ist, dass diese Daten erst seit kurzer Zeit verfügbar sind.

Informationen zu den geleisteten Arbeitsstunden tragen auch zu einem besseren Verständnis der Entwicklung von Arbeitsproduktivität und Lohnkosten in der Industrie bei. So führte zum Beispiel der seit Erhebung der entsprechenden Daten zu beobachtende

besserung der Arbeitsmarktperspektiven unabdingbar. Auch die Fortsetzung der Reformen an den Güter- und Arbeitsmärkten, die in jüngster Zeit offenbar an Schwung ver-

loren haben, ist für eine rasche Erholung der Beschäftigungsentwicklung und eine Steigerung des Potenzialwachstums im Eurogebiet von entscheidender Bedeutung.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Haushaltsentwicklung im Euro-Währungsgebiet 2002 deutlich ungünstiger als ursprüngliche Ziele

Zum Jahresende 2002 beziehungsweise zum Jahresbeginn 2003 legten alle Länder des Euro-Währungsgebiets mit Ausnahme Österreichs dem Rat der EU und der Europäischen Kommission ihre neuen aktualisierten Stabilitätsprogramme vor. Den in den vorliegenden Programmen enthaltenen Schätzungen zufolge erhöhte sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte (bezogen auf das BIP) im Euroraum von 1,5 % im Jahr 2001 auf 2,2 % im Jahr 2002 (siehe Tabelle 12). Die Defizitquote läge somit im Jahr 2002 um mehr als einen Prozentpunkt höher als in den Stabilitätsprogrammen vom Jahresende 2001 vorgesehen. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die in den ursprünglichen Plänen enthaltenen moderaten Konsolidierungsziele nicht erreicht wurden. Jüngste Ergebnisse, die inzwischen für verschiedene Länder veröffentlicht wurden, bestätigen weitgehend dieses Bild für das Eurogebiet.

Die Entwicklungen im Euroraum insgesamt sind auf eine weit verbreitete Verschlechterung der staatlichen Finanzierungssalden zurückzuführen. Hatte im Jahr 2001 noch die Hälfte der Länder Überschüsse ausgewiesen, so meldeten im vergangenen Jahr nahezu alle Staaten Defizite. Drei Länder (Frankreich, Italien und Portugal) wiesen beträchtliche Defizitquoten von 2 % bis 3 % aus, und ein Land (Deutschland) meldete sogar eine Defizitquote von über 3 %. In zwei Ländern lag die Quote jeweils bei rund 1 %. Die 2002 beobachtete Verschlechterung der öffentlichen Finanzen im Euroraum insgesamt ist hauptsächlich dem Wirken der automatischen Stabilisatoren in einem wirtschaftlichen Umfeld, das schwächer war als erwartet, zuzuschreiben. Hinzu kamen Faktoren wie die (verzögerten) Auswirkungen der konjunkturellen Abkühlung im Jahr 2001 auf die Steuereinnahmen sowie des In-Kraft-Tretens von Steuersenkungen im Jahresverlauf 2001 und die Steuerausfälle aufgrund des Kursverfalls

an den Aktienmärkten. Darüber hinaus schlugen sich in einigen Ländern auch nachträgliche Revisionen der Haushaltsergebnisse der Vorjahre negativ in den Haushaltssalden des Jahres 2002 nieder.

Die staatliche Schuldenquote (bezogen auf das BIP) im Euroraum blieb im vergangenen Jahr mit 69,7 % weitgehend unverändert. Dieses Ergebnis ist deutlich ungünstiger als erwartet. Hierzu trug neben der Verschlechterung der Haushaltssalden und der hinter den Erwartungen zurückgebliebenen konjunkturellen Entwicklung auch bei, dass die Ergebnisse der Vorjahre nach oben korrigiert wurden. In Deutschland überschritt die öffentliche Verschuldung wieder den Referenzwert des Maastricht-Vertrags von 60 % des BIP, nachdem sie im Jahr 2001 unter diesen Wert gefallen war. Die gesunkene Schuldenquote in Italien war in erster Linie das Ergebnis einer finanziellen Transaktion, die als Einmaleffekt eine beträchtliche Reduktion des Schuldenstandes bewirkte.

Mittelfristige Pläne sehen ausgaben- seitige Konsolidierung vor

Angesichts der ungünstigeren Wirtschaftsentwicklung kam die Eurogruppe am 7. Oktober 2002 überein, dass sich Länder mit noch verbleibenden Haushaltsungleichgewichten in ihren zukünftigen Stabilitätsprogrammen auf einen glaubwürdigen Konsolidierungspfad verpflichten sollten. Mit Ausnahme eines Ministers war man sich einig, dass es angemessen sei, die notwendige Konsolidierung über eine kontinuierliche Rückführung des strukturellen Defizits um mindestens 0,5 % des BIP pro Jahr – beginnend mit dem Jahr 2003 – zu erreichen, wobei realistische Annahmen bezüglich der Konjunkturaussichten sowie konkrete Maßnahmen zugrunde zu legen seien.

Die aktualisierten Stabilitätsprogramme enthalten die Finanzplanungen der Länder des Euroraums für den Zeitraum von 2003 bis 2005/06. Aus ihnen geht hervor, dass die

Tabelle 12**Die aktualisierten Stabilitätsprogramme der Länder des Euro-Währungsgebiets**

	Wachstumsrate des realen BIP (in %)					Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)					Schuldenstand (in % des BIP)				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Belgien															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,3	3,0	2,5	2,4		0,0	0,5	0,6	0,7		103,3	97,7	93,0	88,6	
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	0,7	2,1	2,5	2,5		0,0	0,0	0,3	0,5		106,1	102,3	97,9	93,6	
Deutschland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	1¼	2½	2½	2½		-2,0	-1,0	0,0	0,0		60,0	59,0	57,0	55½	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	0,5	1,5	2¼	2¼	2¼	-3,75	-2,75	-1,5	-1,0	0,0	61,0	61,5	60,5	59,5	57,5
Griechenland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	3,8	4,0	4,0			0,8	1,0	1,2			97,3	94,4	90,0		
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	3,8	3,8	4,0	3,7	3,6	-1,1	-0,9	-0,4	0,2	0,6	105,3	100,2	96,1	92,1	87,9
Spanien															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	2,4	3,0	3,0	3,0		0,0	0,0	0,1	0,2		55,7	53,8	51,9	50,0	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	55,2	53,1	51,0	49,0	46,9
Frankreich															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	2,5		3,0			-1,4	-1,0	0,0	0,3		56,3	55,3	53,6	51,8	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	1,2	2,5	2,5	2,5	2,5	-2,8	-2,6	-2,1	-1,6	-1,0	58,7	59,1	58,9	58,3	57,0
Irland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	3,9	5,8	5,3			0,7	-0,5	-0,6			33,7	33,8	34,1		
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	4,5	3,5	4,1	5,0		-0,3	-0,7	-1,2	-1,2		34,1	34,0	34,5	34,9	
Italien															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	2,3	3,0	3,0	3,1		-0,5	0,0	0,0	0,2		104,3	101,0	98,0	95,4	
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	0,6	2,3	2,9	3,0	3,0	-2,1	-1,5	-0,6	-0,2	0,1	109,4	105,0	100,4	98,4	96,4
Luxemburg															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	5,3	5,7	5,6			2,8	3,1	3,4			4,6	4,2	3,9		
Aktualisiertes Programm (Jan. 2003)	0,5	1,2	2,4	3,1		-0,3	-0,3	-0,7	-0,1		5,1	4,1	3,8	2,9	
Niederlande															
Aktualisiertes Programm (Okt. 2001)	2,0	2¼	2¼			1,0	1,0	1,0			47,7	45,0	42,0		
Nachtrag (Dez. 2001)	1¼	2½	2½	2½	2½	0,4	0,2	0,5	1,0	1,2	48,0	45,0	42,0		
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	0,25	0,75	2,75	2,75	2,75	-0,7	-1,0	-0,7	-0,4	0,1	51,9	51,2	49,0	47,4	45,3
Österreich															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,3	2,4	2,8	2,8		0,0	0,0	0,2	0,5		59,6	57,2	54,7	52,1	
Portugal															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2001)	1,75	2,5	3,0	3,0		-1,8	-1,0	0,0	0,4		55,7	55,5	54,0	53,2	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	0,7	1,3	2,7	3,1	3,5	-2,8	-2,4	-1,9	-1,1	-0,5	58,8	58,7	57,5	55,3	52,6
Finnland															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2001)	1,6	2,7	3,0			2,6	2,1	2,6			42,9	43,0	41,8		
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	1,6	2,8	2,6	2,5	2,4	3,8	2,7	2,1	2,6	2,8	42,5	41,9	41,9	41,4	40,7
Euro-Währungsgebiet															
Aktualisierte Programme 2001	2,0	2,9	2,9			-0,9	-0,4	0,1			67,2	65,3	63,0		
Aktualisierte Programme 2002/03	1,0	2,1	2,6	2,7		-2,2	-1,8	-1,1	-0,7		69,7	68,6	66,8	65,4	

Quellen: Aktualisierte Stabilitätsprogramme 2001 und 2002/03, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die öffentlichen Finanzierungssalden 2002 enthalten ggf. die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen. Diese waren jedoch sehr gering und wirken sich nicht auf die in der Tabelle angegebenen Zahlen für das Euro-Währungsgebiet insgesamt aus.

meisten Staaten ihre Wachstumsannahmen nach unten korrigiert haben und nun für 2003 eine Zunahme des realen BIP im Euroraum von durchschnittlich rund 2 % erwartet wird. Dieser Wert bleibt zwar deutlich hinter den Prognosen der vorhergehenden Stabilitätsprogramme zurück, liegt aber immer noch über den jüngst veröffentlichten aktuelleren Prognosen.

Die durchschnittliche Defizitquote im Euro-Raum wird den Programmen zufolge 2003 um 0,4 Prozentpunkte auf 1,8 % zurückgehen. Dies ist größtenteils auf geplante Einschnitte bei den laufenden Primärausgaben (d. h. den Ausgaben ohne die Zinsausgaben) zurückzuführen. Allerdings wird sich das konjunkturelle Umfeld weiterhin dämpfend auf das Wachstum der Staatseinnahmen auswirken, und einige Länder haben weitere Steuersenkungen angekündigt. Insgesamt wird im laufenden Jahr

noch eine Reihe von Ländern Haushaltsungleichgewichte aufweisen. In Deutschland, Frankreich und Portugal liegen die geplanten Defizitquoten nahe beim Referenzwert von 3 %, was durch beträchtliche strukturelle Ungleichgewichte und nicht allein durch die Auswirkungen der konjunkturellen Entwicklung bedingt ist.

Die jüngsten Stabilitätsprogramme enthalten für 2003 eine etwas restriktivere Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum. Länder, die eine solide Haushaltslage aufweisen, werden weitgehend die automatischen Stabilisatoren wirken lassen. Der Konsolidierungsfortschritt wäre in erster Linie auf Länder, die noch Haushaltsungleichgewichte verzeichnen, zurückzuführen. Nur Deutschland und Portugal planen eine Konsolidierung entsprechend der Übereinkunft der Eurogruppe vom 7. Oktober 2002. Die übrigen Länder mit verbleibenden Ungleichgewichten – Griechenland, Frankreich und Italien – dürften dagegen die verlangten Fortschritte nicht erzielen. Darüber hinaus ist es im Falle Italiens und Portugals ungewiss, welche Wirkung die angekündigten temporären Maßnahmen letztlich haben werden. Schließlich stellen optimistische Annahmen bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Umfelds und die Unsicherheit hinsichtlich der Konkretisierung, Umsetzung und Auswirkungen der avisierten Anpassungsmaßnahmen in einer Reihe von Ländern einen weiteren Risikofaktor in Bezug auf das Erreichen der Haushaltsziele im Jahr 2003 dar.

Im Zeitraum nach 2003 wird sich die Defizitquote im Euroraum den Schätzungen zufolge weiter verringern und im Jahr 2004 bei 1,1 % liegen. Im Jahr 2006 – und damit zwei Jahre später als in der vorhergehenden Aktualisierung der Stabilitätsprogramme vorgesehen – würde dann ein weitgehend ausgeglichener Haushalt erreicht werden. Mit Ausnahme Frankreichs rechnen alle Länder, für die Schätzungen für den Zeitraum bis 2006 vorliegen, damit, dass sie am Ende des Prognosezeitraums nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushalte erreicht haben werden. Die Programme enthalten

insgesamt eine gewisse, kontinuierliche Straffung der Finanzpolitik im Eurogebiet bis zum Ende des Prognosezeitraums, da den Planungen der noch defizitären Länder eine zurückhaltende Ausgabenpolitik zugrunde liegt. Die Zielerreichung hängt allerdings davon ab, dass die Wachstumsannahmen, die den Basis-szenarien zugrunde liegen und die nicht immer realistisch sind, auch tatsächlich eintreten. Ferner steht im Falle einiger Länder die Konkretisierung der zur Erzielung der angestrebten Konsolidierung erforderlichen haushaltspolitischen Maßnahmen noch aus.

Mittelfristige Ziele meist angemessen, doch Bedenken bleiben bestehen

Der finanzpolitische Rahmen der EU, wie er im EG-Vertrag festgelegt und im Stabilitäts- und Wachstumspakt weiter ausgebaut wurde, unterstützt die gesamtwirtschaftliche Stabilität, indem er die Haushaltsdisziplin fördert und gleichzeitig Flexibilität auf kurze Sicht ermöglicht. Durch die Vermeidung übermäßiger Defizite und hoher Schuldenquoten wird die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewahrt. Gleichzeitig bietet ein über den Konjunkturzyklus hinweg nahezu ausgeglichener oder einen Überschuss aufweisender Haushalt grundsätzlich einen ausreichenden Sicherheitsabstand für das Wirken automatischer Stabilisatoren, ohne dass die Defizitobergrenze von 3 % verletzt wird. Die in den jüngsten Stabilitätsprogrammen enthaltene Verpflichtung, mittelfristig annähernd ausgeglichene oder Überschüsse aufweisende Staatshaushalte zu erzielen bzw. beizubehalten, und der sich daraus für das Eurogebiet insgesamt ergebende finanzpolitische Kurs sind daher weitgehend angemessen.

Allerdings sind nicht alle neuen Programme vollkommen zufrieden stellend. Optimistische Wachstumsannahmen, nicht konkretisierte Maßnahmen und mögliche Schwierigkeiten bei der Umsetzung dieser Maßnahmen könnten das Erreichen der Ziele in manchen Ländern verzögern und in einigen Fällen sogar eine Überschreitung der 3 %-Defizitgrenze zur Folge haben. Hierdurch würden die Glaub-

Kasten 9

Kodex bewährter Vorgehensweisen für die Erhebung und Übermittlung von Daten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit

Am 18. Februar 2003 verabschiedete und veröffentlichte der ECOFIN-Rat im Nachgang zu einer Mitteilung der Kommission zum selben Thema einen „Kodex bewährter Vorgehensweisen für die Erhebung und Übermittlung von Daten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit“. Damit reagierten die Kommission und der ECOFIN-Rat auf mehrere umfangreiche Revisionen der Daten zu den staatlichen Defiziten und Schuldenständen einzelner Mitgliedstaaten im Jahresverlauf 2002 sowie auf einige Schwachpunkte bei der Bereitstellung von Jahresstatistiken zur Finanzlage des Staates im Allgemeinen.

Darüber hinaus ersuchten die Kommission und der ECOFIN-Rat den Europäischen Rat nachdrücklich, eine rigorose Überwachung der Umsetzung in Bezug auf die Statistiken für das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (VÜD) und für den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu unterstützen. Er solle sicherstellen, dass alle erforderlichen Maßnahmen ergriffen werden, um zuverlässige offizielle Statistiken zu fördern und zu schützen – einschließlich der wissenschaftlichen Unabhängigkeit von Eurostat und den nationalen statistischen Ämtern.

Mit dem Kodex sollen die in den einschlägigen geltenden Rechtsakten dargelegten Verfahren erläutert und vereinfacht werden; ferner liefert er sowohl auf Ebene der Mitgliedstaaten als auch der Kommission einen Leitfaden über die Erhebung, Übermittlung und Veröffentlichung von Haushaltsdaten für die vergangenen Jahre (Ist-Daten) und für das laufende Jahr (Soll-Daten) im Rahmen des VÜD.

1. Erhebung von Haushaltsdaten durch die Mitgliedstaaten

Die Ist-Daten werden von den nationalen statistischen Ämtern und gegebenenfalls – hauptsächlich im Fall von finanziellen Transaktionen und finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten einschließlich der öffentlichen Verschuldung – von den NZBen erhoben. Die nationalen statistischen Ämter und die NZBen haben dabei in völliger wissenschaftlicher Unabhängigkeit auf die strikte Befolgung der Buchungsregeln zu achten, die in erster Linie im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) enthalten sind. Die Aufgabe der Regierungen – vor allem der Finanzministerien – besteht darin, sicherzustellen, dass die Basisdaten sowie andere notwendige Informationen fristgerecht und mit der nötigen Ausführlichkeit für die Erhebung verlässlicher Statistiken zu den Staatsfinanzen zur Verfügung gestellt werden.

Anders als die Ist-Daten werden die Soll-Daten in der Regel von den Finanzministerien erstellt, wobei auch hier das ESGV 95 zugrunde zu legen ist, damit die Ist- und Soll-Daten eine kohärente Zeitreihe bilden.

2. Übermittlung von Haushaltsdaten durch die Mitgliedstaaten an die Kommission

Die für die Übermittlung innerhalb eines Mitgliedstaates zuständigen Stellen – für die Ist-Daten die nationalen statistischen Ämter in Zusammenarbeit mit den NZBen und für die Soll-Daten die Finanzministerien – sollten die Verantwortung für den Inhalt, die fristgerechte Erstellung und Übermittlung ihres jeweiligen Teils des Berichts an die Kommission (gegenwärtig vor dem 1. März und vor dem 1. September jedes Jahres) übernehmen. Ausführlichere Tabellen und Zusatzinformationen werden ab Februar 2004 übermittelt und beruhen auf den geltenden Rechtsakten, wie dem Lieferprogramm des ESGV 95 und den Verordnungen über die Quartalsstatistiken zu den Staatsfinanzen.

Vor dem Hintergrund der Erfahrung des Jahres 2002 sollen die Mitgliedstaaten die Kommission über Änderungen der Ist-Daten und über erhebliche Änderungen der Soll-Daten unterrichten, sobald diese Daten ihnen vorliegen.

3. Gewährleistung der Qualität der Haushalts-Ist-Daten

Im Jahr 2004 erstellen die nationalen statistischen Ämter in Zusammenarbeit mit den NZBen und den Finanzministerien ein Verzeichnis der Methoden, Verfahren und Quellen, die zur Erstellung des Staatskontos in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eingesetzt bzw. genutzt werden. Dieses Verzeichnis wird Eurostat bei der Beurteilung, ob die Haushaltsdaten im Einklang mit den Buchungsregeln stehen, hilfreich sein. Eurostat ist nötigenfalls befugt, die auf dem ESVG 95 beruhenden Staatskonten jedes Mitgliedstaats gründlich zu prüfen und die EZB, die nationalen statistischen Ämter und die NZBen anderer Mitgliedstaaten zu bitten, an diesen Prüfungen mitzuwirken.

Der Kodex befasst sich eingehend mit der Lösung methodischer Probleme. Zwar werden die im Rahmen des VÜD geprüften Haushalts-Ist-Daten letztendlich von Eurostat bereitgestellt, aber der ECOFIN-Rat hat die zentrale Rolle des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken (AWFZ), dem Vertreter von Eurostat, der EZB, den nationalen statistischen Ämtern und den NZBen der Mitgliedstaaten angehören, bekräftigt. In schwierigen Fällen oder Fällen von allgemeinem Interesse ist der AWFZ zurate zu ziehen. Ferner veröffentlicht Eurostat seine Entscheidungen über methodische Probleme zusammen mit den Stellungnahmen des AWFZ gemäß dem in den AWFZ-Verfahrensregeln für Konsultationen zu VÜD-Statistiken festgelegten Zeitplan (siehe www.cmf.org).

4. Veröffentlichung der Haushaltsdaten durch die Kommission

Eurostat beurteilt und veröffentlicht jeweils Mitte März und Mitte September für jeden Mitgliedstaat die im Rahmen des VÜD untersuchten Ist-Daten für das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand. Im Fall von Änderungen zwischen diesen Terminen – entweder aufgrund der Lösung methodischer Probleme oder wegen Revisionen der zugrunde liegenden Statistiken eines Mitgliedstaats – veröffentlicht Eurostat innerhalb von zwei Wochen auf seiner Website die aktualisierten Ist-Daten und die Auswirkungen der Änderungen auf das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand. Die von den Finanzministerien übermittelten Haushalts-Soll-Daten werden nicht veröffentlicht, da die Kommission ihre eigenen Vorausschätzungen veröffentlicht.

Die Rolle der EZB und der NZBen gemäß dem Kodex

Der Kodex trägt der Zuständigkeit und der fachlichen Unabhängigkeit der EZB und der NZBen auf dem Gebiet der Statistiken zur Finanzlage der öffentlichen Haushalte Rechnung. Während es auf nationaler Ebene in erster Linie den nationalen statistischen Ämtern obliegt, diese Statistiken zu erstellen, tragen die NZBen vor allem zur Berechnung der finanziellen Transaktionen sowie der finanziellen Aktiva und Passiva des Staats – insbesondere der staatlichen Verschuldung – bei. Der Kodex sollte in allen Mitgliedstaaten sowie in den Beitrittsländern strikt befolgt werden.

würdigkeit des finanzpolitischen Rahmens der EU untergraben und die Aussichten für ein mittelfristig günstiges gesamtwirtschaftliches Umfeld stark eingetrübt.

Die Perspektiven für die öffentlichen Finanzen könnten auch durch die geopolitischen Spannungen in Mitleidenschaft gezogen werden. Die wirtschaftlichen Auswirkungen eines Kriegs im Irak und die potenziellen Folgen für die öffentlichen Haushalte könnten –

wenngleich sie sich nur schwerlich vorhersehen lassen – eine weitere Herausforderung darstellen. Auf alle Fälle sollte diese Situation den Ländern jetzt nicht als Vorwand dafür dienen, ihrer Verpflichtung zur Sanierung ihrer Staatsfinanzen nicht nachzukommen.

Die aktuelle Entwicklung hat gezeigt, wie wichtig eine zeitnahe und genaue Berichterstattung über die öffentlichen Finanzen ist. Unzuverlässige oder überholte Angaben kön-

nen zu einer falschen politischen Reaktion oder einer verzögerten Umsetzung geeigneter politischer Maßnahmen führen und damit die multilateralen Überwachungsverfahren behindern. Um hier Abhilfe zu schaffen, verabschiedete der ECOFIN-Rat am 18. Februar 2003 einen „Kodex bewährter Vorgehensweisen für die Erhebung und Übermittlung von Daten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit“ (siehe Kasten 9).

Umfassende, mittelfristig ausgerichtete Reformstrategie erforderlich

Aus den letzten Jahren lässt sich in erster Linie die Lehre ziehen, dass ad hoc und nur punktuell vorgenommene Politikmaßnahmen nicht geeignet waren, solide öffentliche Finanzen und kräftiges Wirtschaftswachstum zu erzielen. Daher besteht die zentrale finanzpolitische Herausforderung für viele Regierungen nun darin, Ad-hoc-Maßnahmen durch eine umfassende mittelfristig ausgerichtete Reformstrategie zu ersetzen. Diese muss der Anforderung gerecht werden, sowohl gesunde Haushaltspositionen zu erreichen (oder beizubehalten) als auch das Wachstum und die Nachhaltigkeit zu fördern. Die Hauptelemente einer derartigen Reformstrategie wurden bereits in den „Grundzügen der Wirtschaftspolitik“ (in Entsprechung mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und der Lissabon-Strategie) dargelegt.

Im Einzelnen bedarf es umfassender finanzpolitischer Reformen, um annähernd ausgeglichene oder Überschüsse aufweisende Haushaltspositionen zu gewährleisten, die öffentliche Verschuldung und die sich aus der Alterung der Bevölkerung ergebenden impliziten Verbindlichkeiten zu vermindern sowie das Wirtschaftswachstum zu stützen. Allerdings wird dem Umstand nicht immer hinreichend Rechnung getragen, dass eine erfolgreiche Strategie zur Erreichung all dieser Ziele auf einer Reform der Staatsausgaben beruhen muss. So ist mittlerweile weithin anerkannt, dass eine Verlagerung von weniger zu stärker produktiven Ausgaben das Wirtschaftswachstum unterstützen kann.

Werden etwa unproduktive Subventionen durch produktive Investitionen im Bereich von Infrastruktur oder Erziehung und Unterricht ersetzt, würde hierdurch der Bestand an Humankapital gefördert und die Arbeitsproduktivität gesteigert. Dies hat ein mittelfristig stärkeres Wirtschaftswachstum zur Folge, das seinerseits ein höheres Steueraufkommen und niedrigere Defizite mit sich bringt. Dadurch entsteht eine breitere wirtschaftliche Basis, mit deren Hilfe beispielsweise auf lange Sicht die alterungsbedingten Kosten finanziert werden können.

Darüber hinaus scheuen Regierungen häufig vor mutigen Ausgabenkürzungen (z. B. in Form von Einschnitten bei den staatlichen Transferzahlungen) zurück, da sie unmittelbare negative Folgen für Einkommen und Nachfrage befürchten. Allerdings vernachlässigen sie dabei den sich mittelfristig ergebenden Nutzen, der die kurzfristigen Kosten bei weitem übersteigen dürfte, oder lassen ihn gar völlig außer Acht. So würde eine Reform der Sozialsysteme und Vorruhestandsregelungen die Beschäftigung im privaten Sektor und das Angebot an qualifizierten Arbeitskräften, die anderenfalls in Ruhestand gehen würden, erhöhen. Gehen derartige Reformen mit einem Abbau bürokratischer Hemmnisse einher, ist davon auszugehen, dass der private Sektor sein Beschäftigungsangebot und die Investitionsausgaben steigern wird. Schließlich tragen niedrigere öffentliche Ausgaben zu geringeren öffentlichen Defiziten und Schuldenständen bei. Dadurch werden die Erwartungen von Preisstabilität und günstigen Finanzierungsbedingungen gestärkt, was wiederum Investitionen und Wachstum stützt.

Da die „Selbstfinanzierung“ von Steuerreformen nicht ausreicht, machen Steuerensenkungen Ausgabenzurückhaltung erforderlich, wenn eine Verschlechterung der Haushaltslage vermieden werden soll. Durch Steuerreformen können die Arbeitskosten verringert, die Nettoerwerbseinkommen erhöht und die Gewinnaussichten verbessert werden. Dies wiederum schafft einen Anreiz, Beschäftigung anzubieten oder aufzunehmen, zu investieren oder sich selbständig zu ma-

chen und damit das Wirtschaftswachstum neu zu beleben.

Eine umfassende, ausgabenseitige Reformstrategie könnte auch kurzfristig Früchte tragen. Die Ankündigung derartiger Reformen würde die Erwartungen bezüglich einer höheren Beschäftigung und einem günstigeren Investitionsklima in der Zukunft steigern. Hierdurch würde wiederum die Nachfrage stimuliert, da die Wirtschaftsakteure angesichts verbesserter Perspektiven mehr investieren und konsumieren.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass heute davon ausgegangen wird, dass eine glaubwürdige, mittelfristige finanzpolitische Stra-

ategie, die Strukturreformen mit Konsolidierung verbindet, Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen, die zukünftigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen schafft. Positive Erwartungseffekte würden dabei die negativen kurzfristigen Auswirkungen von Haushaltskürzungen und Reformen mildern. Allerdings klafft noch eine beträchtliche Lücke zwischen Theorie und Praxis. Zu wenige Länder sind bisher (insbesondere auf der Ausgabenseite) über punktuell durchgeführte Reformen hinausgegangen, sodass nur in begrenztem Maße positive Reaktionen auf der Angebotsseite, die eine Konsolidierung und Steuersenkungen erleichtern, zu verzeichnen sind.

5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Ausblick für die Weltwirtschaft nach wie vor sehr unsicher

Trotz der schweren Schocks und der hohen Unsicherheit entwickelte sich das globale wirtschaftliche Wachstum im vergangenen Jahr recht günstig. Das weltweite reale BIP-Wachstum erhöhte sich im Jahr 2002 auf schätzungsweise 3,1 % nach 2,2 % im Jahr 2001.

Zu Beginn des laufenden Jahres wird mit sinkenden BIP-Wachstumsraten in den meisten Regionen der Welt gerechnet. Diese Wachstumsabschwächung hängt nicht nur mit der großen Ungewissheit, sondern auch mit einer Normalisierung der im Jahr 2002 etwas höher als erwartet ausgefallenen Wachstumsraten zusammen. Die derzeitige moderate Erholung der Weltwirtschaft wird den Prognosen zufolge im Jahresverlauf weiter an Fahrt gewinnen, wobei hauptsächlich die Vereinigten Staaten und Asien (ohne Japan) die Rolle der Wachstumslokomotive übernehmen. Allerdings sind die Risiken für die Weltkonjunktur überwiegend nach unten gerichtet und beträchtlich. Hierzu zählen insbesondere geopolitische Spannungen und eine mögliche rasche Korrektur der US-Ungleichgewichte sowie ein weiterer Rückgang der Preise für Vermögenswerte. Die potenziellen Auswirkungen dieser Risiken könnten sich aber angesichts der Tatsache, dass sich die Weltwirtschaft im vergangenen Jahr als widerstandsfähiger gegen negative Schocks erwies als zuvor angenommen, in Grenzen halten.

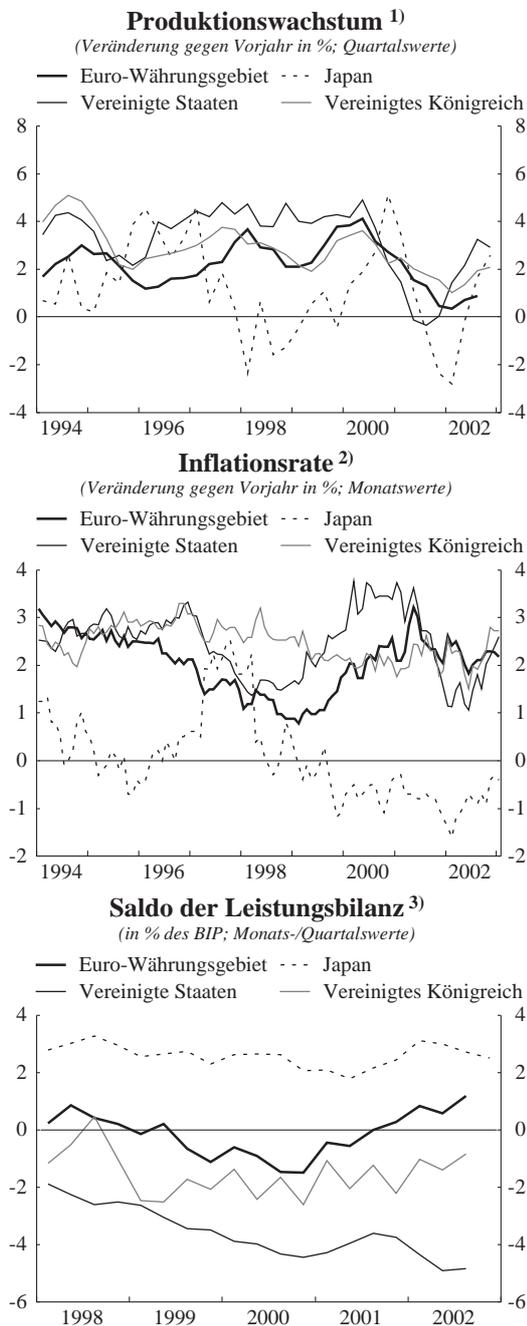
Betrachtet man die einzelnen Länder, so ist das reale BIP in den Vereinigten Staaten nach vorläufigen Daten im Jahr 2002 um 2,4 % gewachsen, wobei die wirtschaftliche Dynamik allerdings am Jahresende etwas nachließ. Im vierten Quartal betrug das Wachstum des realen BIP zum Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet 1,4 % (siehe Abbildung 38). Zum Anstieg des realen BIP im Schlussquartal trugen vor allem die privaten Konsumaus-

gaben, die Staatsausgaben, die Ausrüstungs- und Software-, die privaten Vorrats- und die Wohnungsbauinvestitionen bei. Diese wurden aber teilweise durch negative Wachstumsimpulse, die von den Investitionen in Nichtwohngebäude und dem Außenbeitrag ausgingen, ausgeglichen.

Das gegenwärtig verhaltene Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten dürfte vor dem Hintergrund der hohen Unsicherheit vorläufig anhalten. Die Ausgaben der privaten Haushalte – im vergangenen Jahr eine verlässliche Stütze der Konjunkturerholung – sind anscheinend zu Beginn dieses Jahres etwas mäßiger als zuvor gestiegen. Während das Konsumentenvertrauen auf Rekordtiefständen verharrt, könnte die Schwäche am Arbeitsmarkt kurzfristig betrachtet auch zu einem leichten Anstieg der Ersparnis führen und zugleich das Wachstum des Konsums bremsen. Die Unternehmen dürften sich zudem – teilweise angesichts der erheblichen Überkapazitäten – mit Ausgaben und Einstellungen in nächster Zeit weiter zurückhalten. In den Wohnungsbau wird dagegen vermutlich weiterhin sehr kräftig investiert. Das Handelsdefizit wird sich zwar immer noch auf Rekordhöhen bewegen, doch dürfte in Anbetracht der mit dem Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar verbundenen Wettbewerbsgewinne über kurz oder lang vom Außenbeitrag ein positiver Wachstumsimpuls zu erwarten sein.

Aufgrund der deutlich gestiegenen Energiekosten hat sich die jährliche Teuerung – gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) – von 2,4 % im Dezember 2002 auf 2,6 % im Januar 2003 erhöht. Ohne Nahrungsmittel und Energie lag die VPI-Inflation im Januar unverändert bei 1,9 %. Zwar haben sich die gestiegenen Ölpreise bereits in einer höheren Verbraucherpreis-inflation niedergeschlagen, aber die geringe Kapazitätsauslastung und das anhaltend kräftige Produktivitätswachstum dürften den Preisdruck im Inland zunächst begrenzen. In seiner Sitzung am 28./29. Januar

Abbildung 38
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte. Für das Vereinigte Königreich wird der RPIX-Index verwendet.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten. Bei allen Ländern beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben.

2003 beschloss der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 1,25 %, seinem Niveau seit November 2002, zu belassen. Ferner beurteilte er die Risiken für die Preisstabilität und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum als ausgewogen.

Was die Finanzpolitik angeht, so sehen die im Haushaltsentwurf der US-Regierung enthaltenen expansiven Maßnahmen mit einem Entlastungsvolumen von rund 1 000 Mrd USD über den Zeitraum von 2004 bis 2008 insbesondere ein Vorziehen der bereits für die Fiskaljahre 2004 und 2006 gesetzlich beschlossenen Steuersenkungen sowie die Freistellung der privaten Haushalte von der Dividendenbesteuerung vor. Nach den Berechnungen des Weißen Hauses wird sich das Defizit des Bundeshaushalts unter Berücksichtigung aller vorgeschlagenen diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen in den Fiskaljahren 2003 und 2004 auf 2,75 % des BIP erhöhen (nach einem Defizit von 1,5 % des BIP im Fiskaljahr 2002) und der Haushalt bis zum Ende des Fiskaljahrs 2008 defizitär bleiben.

In Japan hat die konjunkturelle Erholung offenbar etwas an Schwung verloren, während der Deflationsdruck in letzter Zeit etwas nachlässt. Im letzten Jahresviertel 2002 nahm das Wachstum des realen BIP zum Vorquartal weiter von 0,7 % im dritten Quartal auf 0,5 % ab. Maßgeblich hierfür war ein deutlich geringerer Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage, der vor allem wegen der schwächeren Konsumausgaben von 0,9 Prozentpunkten im dritten Quartal auf 0,2 Prozentpunkte gesunken ist. Gleichzeitig haben sich die Ausfuhren im vierten Quartal kräftig erholt, nachdem sie im Vorquartal praktisch stagniert hatten. Die Auslandsnachfrage trug somit 0,3 Prozentpunkte zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei (siehe Abbildung 38).

Auch in nächster Zeit dürfte die japanische Wirtschaft in moderatem Tempo wachsen. Angesichts der anhaltenden strukturellen Probleme – vor allem des großen Volumens der notleidenden Kredite im Bankensektor –

hängt die konjunkturelle Erholung entscheidend von einem kräftigen Wachstum der Exporte ab. Der jüngste Anstieg der privaten Auftragseingänge im Maschinenbau – ein wichtiger Frühindikator für Investitionen – könnte auf verbesserte Investitionsperspektiven hindeuten. Die privaten Konsumausgaben dürften aber zunächst durch die nach wie vor gedämpfte Entwicklung der verfügbaren Einkommen und die anhaltende Schwäche des Arbeitsmarkts gebremst werden; dabei dürfte sich die Arbeitslosenquote wie bisher in der Nähe historischer Höchstwerte bewegen.

Die Deflationstendenzen in Japan haben sich in den letzten Monaten etwas abgeschwächt. Der VPI lag im Januar 2003 um 0,4 % unter seinem Vorjahrswert. Dieser Rückgang entsprach in etwa dem Ergebnis in den beiden vorherigen Monaten, war aber geringer als im Oktober (-0,9 %). Im Gesamtjahr 2002 sank der VPI um 0,9 %, verglichen mit einem Minus von 0,7 % im Jahr 2001. Am 5. März 2003 beschloss die Bank von Japan, ihren geldpolitischen Kurs praktisch unverändert beizubehalten. Allerdings erhöhte sie das Ziel für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken auf 17 bis 22 Billionen JPY, um der Gründung der japanischen Postgesellschaft Rechnung zu tragen.

In Großbritannien verlangsamte sich das Quartalswachstum des realen BIP von 0,9 % im dritten Quartal auf 0,4 % im vierten Vierteljahr 2002, wodurch sich für das vierte Quartal eine Jahresrate von 2,1 % ergab. Die Quartalswerte des Wachstums wurden im Jahr 2002 durch die Feiertage zum Kronjubiläum der Königin im Juni beeinflusst, sodass eine Interpretation dieser Zahlen relativ schwierig ist. Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im letzten Jahresviertel auf eine Quartalsrate von 1,0 %. Dies lässt darauf schließen, dass die anhaltende Wertsteigerung von Wohnimmobilien trotz des gedämpfteren Wachstums der Geldvermögen und verfügbaren Realeinkommen weiter eine starke Stütze der Ausgaben der privaten Haushalte bildete. Es gibt jedoch erste An-

haltspunkte dafür, dass am Wohnungsmarkt eine Abkühlung einsetzen könnte. Die gesamten Investitionen verminderten sich im vierten Quartal um 0,6 %, gingen aber weniger stark als im Vorquartal zurück. Der Exportrückgang hat sich dagegen im vierten Quartal beschleunigt (auf -3,4 % nach -0,9 % im dritten Quartal). Die hiervon ausgehende Dämpfung des realen BIP-Wachstums wurde jedoch zum Teil durch die gleichzeitig geringeren Einfuhren im dritten Quartal ausgeglichen (siehe Abbildung 38).

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich insgesamt kaum verändert. In den drei Monaten bis Ende Dezember 2002 betrug die Arbeitslosenquote 5,1 %. Die jährliche Wachstumsrate der Verdienste bewegt sich seit Mitte vorigen Jahres knapp unter 4 % und spiegelt damit das insgesamt stabile Wachstum der Verdienste im privaten Sektor wider. Aufgrund eines rascheren Produktivitätswachstums schwächte sich die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten im dritten Quartal auf 1,5 % ab. Die Teuerung nach dem Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX), die im Jahresverlauf zumeist unterhalb des Inflationsziels von 2,5 % gelegen hatte, überschritt diese Marke im November 2002 und belief sich im Januar dieses Jahres auf 2,7 %. Maßgebend für diesen Anstieg war vor allem ein höherer Anteil der Benzin- und Wohnungskosten an der Preissteigerung.

Vor dem Hintergrund der eingetrübten Aussichten für die globale und inländische Nachfrage senkte der geldpolitische Ausschuss der Bank von England am 6. Februar 2003 seinen Reposatz um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 %. Dies war die erste Zinsänderung seit November 2001. Gleichzeitig ging der Ausschuss davon aus, dass sich die RPIX-Inflation mit dem erwarteten Abklingen des vorübergehend durch die Ölpreise und Wohnungskosten ausgelösten Preisauftriebs wieder abschwächen wird. Binnenwirtschaftlich stellen die künftige Entwicklung der Hauspreise und ihre potenziellen Auswirkungen auf den privaten Konsum ein besonderes Risiko für das Produktionswachstum dar.

In Dänemark sank die Quartalsrate des realen BIP im dritten Quartal 2002 auf -0,7 %, verglichen mit einer Beschleunigung um 1,5 % im zweiten Vierteljahr 2002. Somit wuchs das reale BIP im Jahr 2002 mit einer Jahresrate von 1,1 %. Für dieses geringere Wachstum war hauptsächlich eine Abnahme der Vorräte und der Exporte verantwortlich. Die Teuerung nach dem HVPI, die im Schlussquartal 2002 durchschnittlich 2,7 % betragen hatte, belief sich im Januar 2003 auf eine Jahresrate von 2,6 %.

In Schweden erhöhte sich das reale BIP im dritten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal um 0,4 %, nach 0,6 % im zweiten Quartal. Somit ergab sich für das reale BIP-Wachstum eine Jahresrate von 2,0 %. Die Hauptantriebskräfte des Produktionswachstums waren der öffentliche und private Konsum, während der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum abnahm. Die zuletzt veröffentlichten Daten deuten auf einen relativ kräftigen Konsum der privaten Haushalte hin, auch wenn das Verbrauchervertrauen anscheinend leicht sinkt. Die jährliche HVPI-Inflation stieg im Januar 2003 vor allem aufgrund von Strompreiserhöhungen auf 2,6 %, verglichen mit einem Durchschnitt von 1,6 % im letzten Quartal 2002.

In der Schweiz hat sich der Anstieg des realen BIP im vierten Quartal 2002 leicht verringert (auf 1,4 % gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet, verglichen mit 1,7 % im dritten Quartal). Damit ergibt sich im Jahresdurchschnitt 2002 eine Rate von 0,1 %. Während die Inlandsnachfrage im letzten Jahr insgesamt gering ausfiel, leistete der Außenhandel trotz einer leichten Exportverlangsamung gegen Jahresende einen positiven Beitrag zum Produktionswachstum. Einige Frühindikatoren haben sich zwar etwas verbessert, aber nach wie vor trüben der starke Schweizer Franken und die verhaltene weltwirtschaftliche Erholung die kurzfristigen Aussichten. Der Preisauftrieb hielt sich trotz des jüngsten Ölpreisanstiegs in Grenzen. Im Januar 2003 betrug die Jahresrate der Verbraucherpreis-inflation 0,8 % gegenüber 0,9 % im Dezember 2002.

In den größeren EU-Beitrittsländern ist angesichts eines recht dynamisch wachsenden Inlandssektors, der von expansiven diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen profitiert, mit einem weiterhin robusten Wirtschaftswachstum zu rechnen. In Ungarn setzte sich das wirtschaftliche Wachstum fort und legte im dritten Quartal 2002 leicht zu. Der private Konsum dürfte von Lohn-erhöhungen und der Wirkung des finanzpolitischen Impulses getragen werden und der wichtigste Wachstumsmotor bleiben. In der Tschechischen Republik werden wahrscheinlich ein steigendes Haushaltsdefizit und eine günstiger als erwartet ausfallende Entwicklung der Ausfuhren das Produktionswachstum unterstützen. Die Jahresteuersatzrate wies im Januar 2003 ein negatives Vorzeichen auf. In Polen hellen sich die Aussichten etwas auf. Dies bestätigt der Anstieg der jährlichen Zuwachsrates des BIP im dritten Quartal 2002. Insbesondere im verarbeitenden Gewerbe ist eine stetige Erholung im Gange.

In der Türkei festigt sich die Erholung, und in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres wies das reale BIP positive Wachstumsraten auf. Nach den vorliegenden Daten nehmen die Vorräte und der öffentliche Konsum kräftig zu, während der private Verbrauch etwas moderater steigt. Zwar ist die monatliche Inflation noch immer hoch, aber die Jahresteuersatzrate schwächte sich weiter ab und ging von 33 % im Oktober 2002 auf 27 % im Februar 2003 zurück.

Gestützt auf den privaten Konsum beschleunigte sich das Wachstum des realen BIP in Russland im vergangenen Jahr um 4,3 %. Auch die Industrieproduktion nahm weiter zu, wenngleich der Zuwachs im vierten Quartal etwas niedriger ausfiel. Insgesamt sind die wirtschaftlichen Aussichten nach wie vor günstig. Die Inflation war zwar hoch, ging im vierten Quartal aber leicht zurück.

In den asiatischen Ländern (ohne Japan) deuten die jüngsten Informationen auf eine Fortsetzung des robusten, von den Ausfuhren und der Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe angetriebenen Wirtschaftswachstums hin.

Darüber hinaus bildet die Binnennachfrage in den meisten Ländern dank stabiler Haushaltseinkommen nach wie vor eine wichtige Stütze der Konjunktur. Allerdings mehren sich die Anzeichen, dass die inländische Nachfrage in manchen Ländern infolge einer Kombination verschiedener Faktoren, darunter auch die geopolitischen Spannungen, die sich belastend auf die Ausgabeentscheidungen sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen auswirken, an Dynamik verloren hat.

Innerhalb der Region kann China mit einem realen BIP-Wachstum von 8 % im Jahr 2002 nach wie vor größere Erfolge als seine Nachbarn vorweisen, wobei es keine Hinweise auf ein langsames Wachstum im vierten Quartal gibt. Ein kräftiger Exportzuwachs und gestiegene Anlageinvestitionen haben zu dieser Entwicklung beigetragen. Auch von den Konsumausgaben gehen weiterhin – wie die Zunahme der Einzelhandelsumsätze um 8,8 % im Jahr 2002 belegt – konjunkturstützende Impulse aus. Die deflationären Tendenzen haben in letzter Zeit etwas nachgelassen, nachdem der Verbraucherpreisindex im Dezember gegenüber dem Vorjahr nur um 0,4 % gesunken ist.

Korea weist weiterhin eine rege Wirtschaftstätigkeit auf. Schätzungen zufolge dürfte das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2002 eine Rate von 5,7 % (im Vorjahresvergleich) erreicht und seinen Rekordstand von 6,4 % im zweiten Quartal damit leicht unterschritten haben, was bestätigen würde, dass sich das Tempo des Wirtschaftsaufschwungs etwas verlangsamt hat. Vom Exportgeschäft gehen mit einem Jahreswachstum von über 25 % weiterhin expansive Impulse aus. Dagegen haben sich die Konsumausgaben weiter abgeschwächt, was auf strengere Regelungen bei Wohnungs- und Verbraucherkrediten sowie auf die geopolitischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit Nordkorea und dem Irak, die ebenfalls eine starke Belastung für die Investitionsausgaben darstellen, zurückzuführen ist. Trotz dieser Abschwächung stieg die jährliche Teuerungsrate der Verbraucherpreise im dritten Monat in Folge und lag im Januar 2003 bei 3,8 %. In Singapur und Taiwan

dürfte sich das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2002 auf 2,6 % bzw. 3,6 % (gegenüber dem Vorjahr) verlangsamt haben. Ein gemeinsamer Faktor, der dieser Entwicklung in beiden Ländern zugrunde liegt, war die relative Abschwächung des Exportwachstums. Der Deflationsdruck hat offenbar etwas nachgelassen, nachdem sich die jährliche Verbraucherpreis-inflation gegen Ende des Jahres 2002 in beiden Ländern leicht ins Positive kehrte.

In Lateinamerika liefern die jüngsten Datenveröffentlichungen Hinweise darauf, dass sich die Aussichten in der Region etwas aufgehellt haben. Gleichzeitig besteht aber hinsichtlich der Wirtschaftsleistung noch eine Diskrepanz zwischen den größten Ländern. Dem anhaltend niedrigen Niveau der Wirtschaftsaktivität in Argentinien stehen deutlichere Anzeichen einer Erholung in Mexiko und Brasilien gegenüber. In Mexiko war die Jahreswachstumsrate des realen BIP mit 1,9 % im vierten Quartal 2002 zum dritten Mal in Folge positiv. Darin spiegeln sich nicht nur die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten, sondern auch die anhaltend hohen Ölpreise und der schwache mexikanische Peso wider. Es zeigt aber auch, dass sich die Wirtschaft von dem kräftigen Rückschlag im Jahr 2001 erholt hat. In Brasilien haben sich die Finanzturbulenzen, die Anfang 2002 besonders ausgeprägt waren, weiter beruhigt. Die Warenausfuhr und die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wiesen im vierten Quartal 2002, gestützt durch die Abwertung des Real, hohe Zuwachsraten auf. Allerdings hat diese Abwertung seit Oktober 2002 zu einem Anstieg der Teuerungsrate der Verbraucherpreise beigetragen (14,5 % gegenüber dem Vorjahr im Januar 2003), während die kurzfristigen Zinssätze im gleichen Zeitraum um rund 5,5 Prozentpunkte gestiegen sind. Die Finanzkrise in Argentinien hat sich teilweise entschärft, nachdem das Land kürzlich mit dem IWF einen Aufschub der Schuldentrückzahlungen an multilaterale Kreditgeber im Betrag von 11,7 Mrd USD vereinbart hatte. Indizes der Industrieproduktion deuten darauf hin, dass die Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal 2002 trotz eines Exportanstiegs infolge der

kräftigen Abwertung des argentinischen Pesos auf einem relativ niedrigem Niveau verharrte. Die Erholung wird nach wie vor durch die erheblichen finanziellen Restriktionen mit ihren stark belastenden Wirkungen auf die Inlandsnachfrage gedämpft.

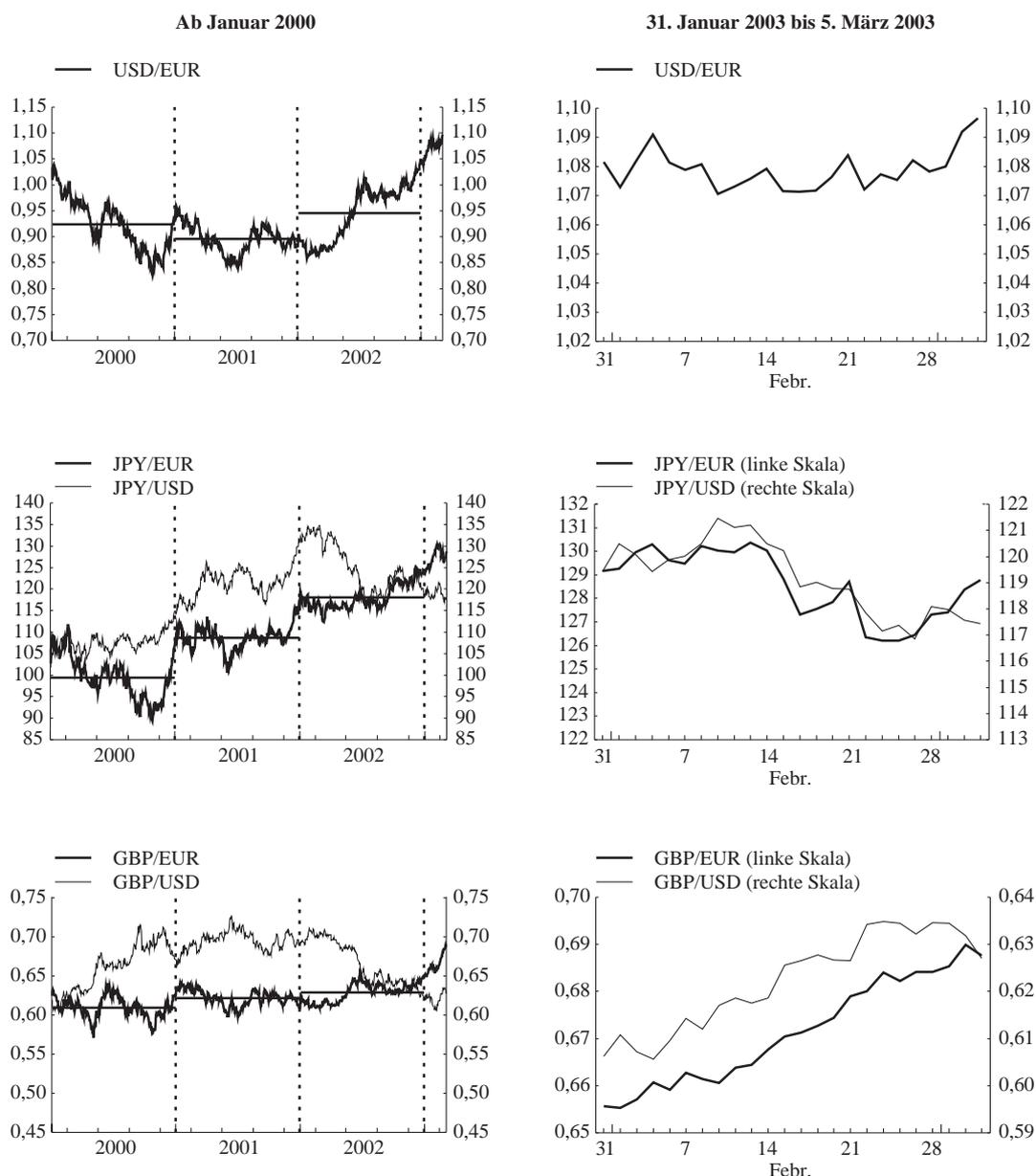
Kursanstieg des Euro von Februar bis Anfang März 2003

Nach einer Zeit der Stabilisierung auf breiter Front im Februar 2003 setzte der Euro Anfang März seine Dynamik in einem Umfeld

Abbildung 39

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

anhaltender wirtschaftlicher und politischer Unsicherheiten fort. Besonders ausgeprägt war seine Aufwertung gegenüber dem Pfund Sterling und – in etwas geringerem Maße – gegenüber dem US-Dollar.

Im Februar des laufenden Jahres blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar mit Notierungen zwischen 1,07 und 1,09 USD weitgehend stabil (siehe Abbildung 39). Diese Entwicklung fand vor dem Hintergrund der Bekanntgabe uneinheitlicher Konjunkturdaten in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet statt. Anfang März jedoch geriet die amerikanische Währung unter Abwertungsdruck, was Marktanalysten zufolge der zunehmenden Unsicherheit und den geopolitischen Spannungen zuzuschreiben war. Am 5. März 2003 notierte der Euro bei 1,10 USD; er lag damit fast 1,25 % über dem Stand von Ende Januar und 16 % höher als im Jahresdurchschnitt 2002.

Der japanische Yen entwickelte sich in der ersten Februarhälfte dieses Jahres sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar weiterhin recht stabil. In der dritten Woche des Monats allerdings verzeichnete er kräftige Kursgewinne gegenüber allen wichtigen Währungen, bevor er sich gegen Ende des Monats auf einem höheren Niveau stabilisierte (siehe Abbildung 39). Die allgemeine Befestigung des Yen dürfte mit der Bekanntgabe von Daten zum japanischen BIP für das vierte Quartal 2002, die günstiger als erwartet ausfielen, in Zusammenhang gestanden haben. Anfang März zog der Euro gegenüber der japanischen Währung wieder an und machte einen Teil seiner vorangegangenen Kursverluste wett. Am 5. März 2003 notierte der Euro mit 128,77 JPY rund 9 % über seinem Durchschnittsstand im Jahr 2002.

Das Pfund Sterling setzte seine Abwertungs-tendenz sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar im gesamten Berichtszeitraum fort (siehe Abbildung 39). Die allgemeine Schwäche des Pfund war im Wesentlichen auf die sinkende Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen im Vereinigten Königreich zurückzuführen, was Zweifel

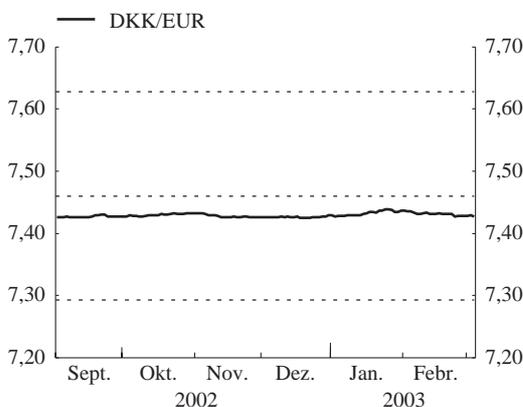
an den Aussichten der britischen Wirtschaft aufkommen ließ. Angesichts der eingetrübten Perspektiven hinsichtlich der internationalen und inländischen Nachfrageentwicklung nahm der geldpolitische Ausschuss der Bank von England am 6. Februar 2003 erstmals seit November 2001 eine Leitzinsänderung vor und senkte seinen Reposatz um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 %. Am 5. März 2003 wurde der Euro gegenüber der britischen Währung mit 0,69 GBP gehandelt; er lag damit 4,9 % über seinem Stand von Ende Januar 2003 und 9 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002.

Bei den anderen europäischen Währungen bewegte sich die dänische Krone nach wie vor in einem engen Band knapp unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 40). Der Euro verlor sowohl gegenüber der schwedischen Krone als auch gegenüber dem Schweizer Franken leicht an Wert. Am 5. März 2003 lag der Kurs des Euro mit 9,19 SEK gegenüber der schwedischen Krone und 1,46 CHF gegenüber dem Schweizer Franken ganz in der Nähe der entsprechenden Durchschnittsstände im Jahr 2002.

Angesichts der geschilderten Entwicklungen übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen zwölf wichtiger Handelspartner des Euro-

Abbildung 40
Wechselkursentwicklung im WKM II

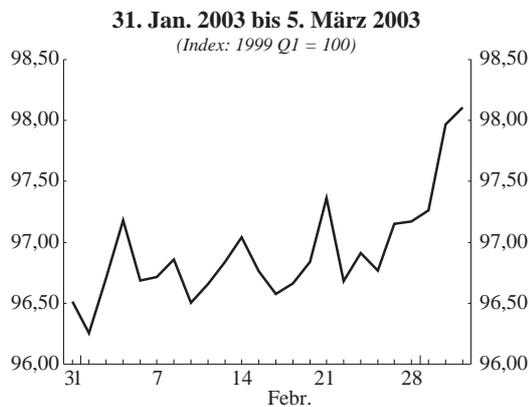
(Tageswerte)



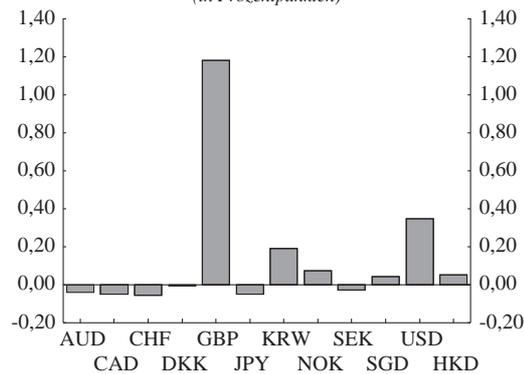
Quelle: EZB.

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

Abbildung 41
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾
 (Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen der effektiven Wechselkurse²⁾
 (in Prozentpunkten)

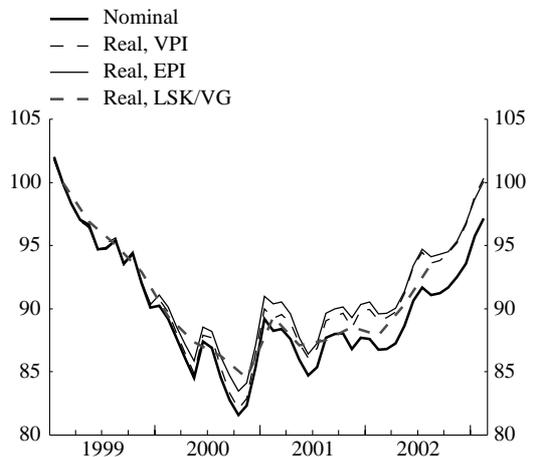


Quelle: EZB.

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

Währungsgebiets – am 5. März 2003 seinen Stand von Ende Januar 2003 um 1,7 % und sein Durchschnittsniveau vom vergangenen Jahr um 9,3 % (siehe Abbildung 41). Die Messgrößen für die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets, d. h. die realen effektiven Euro-Wechselkursindizes auf Basis der Verbraucher- und Erzeugerpreise sowie der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 42), spiegeln vorwiegend die kräftige nominale effektive Aufwertung der gemeinsamen Währung seit dem zweiten Quartal 2002 wider.

Abbildung 42
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 Februar 2003. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2002 und sind teilweise geschätzt.

Leistungsbilanzüberschuss im Dezember 2002 gestiegen

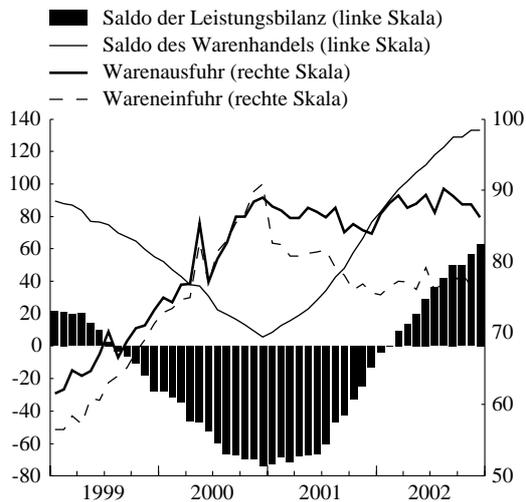
Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Dezember 2002 einen Überschuss in Höhe von 8,1 Mrd € aus, verglichen mit einem Überschuss von 2,3 Mrd € im Dezember des Vorjahres. Dieser Anstieg war in erster Linie auf einen Rückgang des Defizits bei den laufenden Übertragungen um 3,8 Mrd € sowie – in geringerem Maße – auf eine Umkehr beim Saldo der Dienstleistungen von einem Defizit in Höhe von 0,1 Mrd € in einen Überschuss von 1,7 Mrd € zurückzuführen. Der Saldo des Warenhandels und der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen blieben weitgehend unverändert (siehe Tabelle 13).

Im Gesamtjahr 2002 kehrte sich der Saldo der Leistungsbilanz von einem Defizit in Höhe von 13,8 Mrd € im Jahr 2001 in einen Überschuss von 62,0 Mrd € um (siehe Abbildung 43). Ausschlaggebend für diese Veränderung, die sich auf etwa 1 % des BIP im Euro-Währungsgebiet beläuft, war vor allem der

Abbildung 43

Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets

(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.

kräftige Anstieg des Warenhandelsüberschusses um 56,9 Mrd €, der auf einen Rückgang der Wareneinfuhren um 3,4 % in Verbindung mit einer Zunahme der Ausfuhren um 2,4 % zurückzuführen war. Was die anderen Posten betrifft, so erhöhte sich der Überschuss bei den Dienstleistungen um 12,4 Mrd €, während sich die Defizite bei den laufenden Übertragungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 6,0 Mrd € bzw. 0,5 Mrd € verringerten. Bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sind sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben im Jahr 2002 recht stark (um 16,4 % bzw. 14,5 %) gesunken; in dieser Entwicklung spiegeln sich die weltweit niedrigeren Zinssätze und die schwächeren Aktienmärkte wider.

Betrachtet man die Daten zu den Handelsvolumen und Preisen für den Zeitraum vor Oktober 2002, so zeigt sich, dass der Rückgang des kumulierten Werts der Wareneinfuhren offenbar mit den – angesichts der Euro-Aufwertung – niedrigeren Einfuhrpreisen im Eurogebiet sowie den seit Anfang 2002 rückläufigen Einfuhrvolumen des

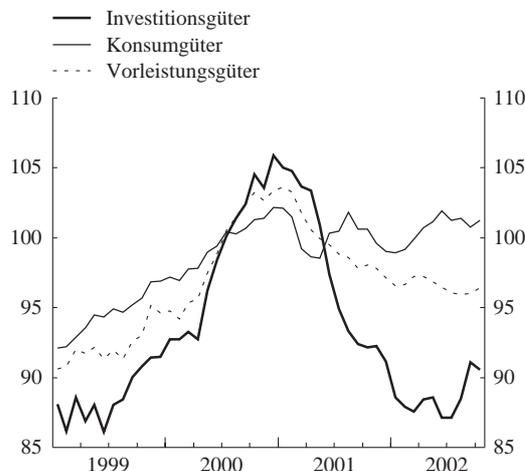
Eurogebiets aus Drittländern zusammenhängt. Das schwache Wachstum der Einfuhrvolumen ist zum Teil auf die schleppende Nachfrage im Eurogebiet im Jahr 2002 zurückzuführen. Letztere hängt mit einem Rückgang der inländischen Ausgaben insbesondere für einige importintensive Kategorien wie den Investitionen zusammen – eine Entwicklung, die mit der kräftigen Abnahme des Volumens der Investitionsgütereinfuhren in Einklang steht (siehe Abbildung 44).

Nach Warengruppen gegliedert, stiegen die Ausfuhren von Vorleistungs- und Konsumgütern aus dem Euroraum im Jahr 2002 dem Volumen nach beträchtlich an, während bei der Ausfuhr von Investitionsgütern ein relativ flacher Verlauf festzustellen war (siehe Abbildung 45). Was die Bestimmungsländer der Ausfuhren des Eurogebiets angeht, so ist die Erholung im Auslandsgeschäft des Euroraums mit Drittländern im Jahr 2002 offensichtlich in erster Linie dem steigenden Volumen der Ausfuhren nach Asien zu verdanken, während sich die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich seit Mitte letzten Jahres abgeschwächt haben (siehe Abbildung 46).

Abbildung 44

Volumen ausgewählter Warenimporte aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



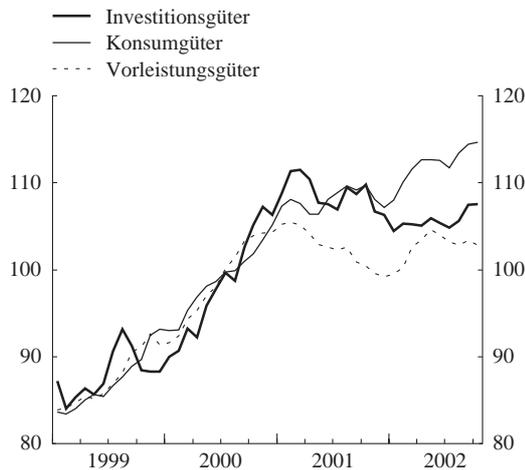
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2002.

Abbildung 45

Volumen ausgewählter Warenexporte in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



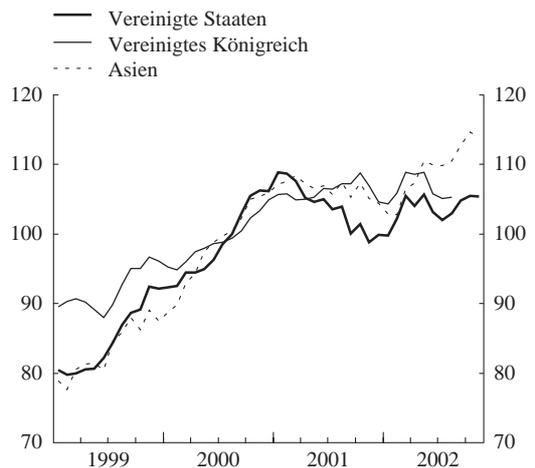
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2002.

Abbildung 46

Volumen der Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets in ausgewählte Partnerländer

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf November 2002.

Netto-Direktinvestitionen und -Wertpapieranlagen im Dezember 2002 weitgehend ausgeglichen

Die Bilanz der Netto-Direktinvestitionen und -Wertpapieranlagen zusammengenommen wies im Dezember 2002 mit einem Mittelabfluss von netto 4,3 Mrd € einen weitgehend ausgeglichenen Saldo auf. Diese Entwicklung geht auf Netto-Kapitalabflüsse von 13,9 Mrd € bei den Wertpapieranlagen zurück, während in der Bilanz der Direktinvestitionen des Eurogebiets Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 9,6 Mrd € verbucht werden konnten (siehe Tabelle 13).

Entscheidend für die Entwicklungen bei den Direktinvestitionen im Dezember waren die Netto-Kapitalzuflüsse beim Posten „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ in Höhe von 13,4 Mrd €, während beim Posten „Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne“ Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 3,8 Mrd € verzeichnet wurden.

Die Netto-Kapitalabflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen im Dezember spiegelten Nettoabflüsse sowohl bei den Anlagen in

Dividendenwerten (4,5 Mrd €) als auch bei den Schuldverschreibungen (9,4 Mrd €) wider. Bei letzteren waren die Netto-Kapitalabflüsse auf fast gleich hohe Mittelabflüsse bei den Anleihen und den Geldmarktpapieren zurückzuführen.

Betrachtet man die Ergebnisse für das Gesamtjahr 2002, so konnte das Eurogebiet erstmals seit Erstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets bei den Netto-Direktinvestitionen und -Wertpapieranlagen zusammengenommen Netto-Kapitalzuflüsse verzeichnen, und zwar in Höhe von 29,4 Mrd € (siehe Abbildung 45). Die Umkehr von Netto-Kapitalabflüssen im Jahr 2001 hin zu Netto-Kapitalzuflüssen im vergangenen Jahr spiegelte in erster Linie den kräftigen Rückgang der Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet durch Direktinvestitionen (von 101,5 Mrd € im Jahr 2001 auf 21,0 Mrd € im Jahr 2002) und – in geringerem Maße – den moderaten Anstieg der Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (von 38,1 Mrd € im Jahr 2001 auf 50,4 Mrd € im Jahr 2002) wider.

Eine weitere bedeutende Entwicklung im Jahr 2002 war die Veränderung in der Zusammen-

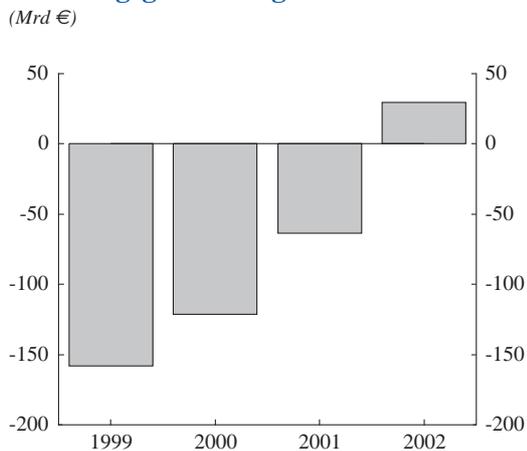
Tabelle 13**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	2001 Jan. - Dez.	2001 Dez.	2002 Jan. - Dez.	2002 Okt.	2002 Nov.	2002 Dez.
Saldo der Leistungsbilanz	-13,8	2,3	62,0	3,7	10,3	8,1
Einnahmen	1 712,2	145,4	1 704,5	150,2	141,6	143,8
Ausgaben	1 726,0	143,1	1 642,5	146,5	131,3	135,7
Saldo des Warenhandels	75,8	10,4	132,7	11,7	13,6	10,5
Ausfuhr	1 033,0	81,0	1 057,4	97,6	90,6	85,4
Einfuhr	957,1	70,5	924,8	85,9	77,0	74,8
Saldo der Dienstleistungen	0,9	-0,1	13,3	1,4	0,7	1,7
Einnahmen	321,6	28,8	326,3	28,7	25,0	28,2
Ausgaben	320,6	28,9	313,0	27,3	24,3	26,5
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-39,7	-1,9	-39,2	-3,1	-0,1	-1,8
Saldo der laufenden Übertragungen	-50,8	-6,1	-44,8	-6,3	-3,9	-2,3
Saldo der Vermögensübertragungen	8,9	0,7	11,9	1,5	0,4	1,1
Saldo der Kapitalbilanz	-40,5	-3,2	-171,3	-21,5	-28,6	-10,1
Direktinvestitionen	-101,5	0,8	-21,0	-5,0	3,9	9,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-255,8	-17,8	-151,0	-11,4	-10,5	0,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-164,1	-10,8	-129,6	-6,4	-5,9	-14,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-91,7	-6,9	-21,4	-5,0	-4,6	14,6
Im Euro-Währungsgebiet	154,3	18,6	129,9	6,4	14,4	9,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	103,2	12,0	82,6	5,4	7,2	10,4
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	51,2	6,6	47,3	1,0	7,1	-1,2
Wertpapieranlagen	38,1	-16,0	50,4	19,4	9,7	-13,9
Dividendenwerte	122,6	6,0	39,1	-3,5	16,1	-4,5
Aktiva	-108,6	-6,6	-37,1	0,6	1,6	-5,1
Passiva	231,1	12,6	76,2	-4,2	14,5	0,5
Schuldverschreibungen	-84,4	-22,0	11,3	23,0	-6,4	-9,4
Aktiva	-179,4	-6,8	-139,0	-3,0	-13,3	-13,4
Passiva	95,0	-15,1	150,3	26,0	6,8	4,0
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-63,4	-15,1	29,4	14,4	13,6	-4,3
Finanzderivate	-3,7	-1,1	-13,8	-0,0	-1,1	-1,2
Übriger Kapitalverkehr	8,8	7,2	-184,4	-38,0	-38,5	-3,3
Währungsreserven	17,8	5,9	-2,5	2,1	-2,6	-1,2
Restposten	45,4	0,2	97,5	16,3	17,9	0,8

Quelle: EZB.

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

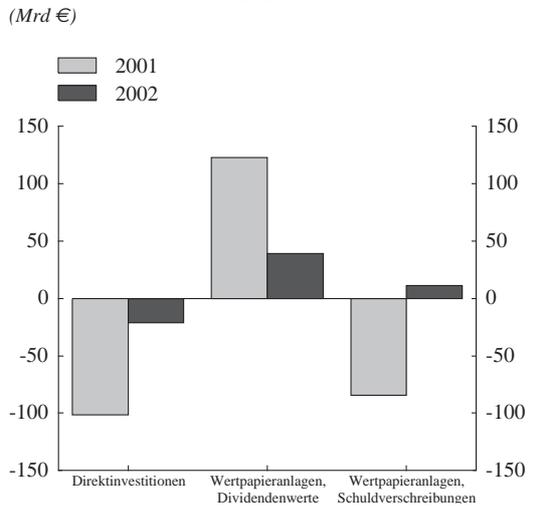
Abbildung 47
**Nettodirektinvestitions- und
-wertpapierströme des Euro-
Währungsgebiets insgesamt**



Quelle: EZB.
Anmerkung: Ein positives (negatives) Vorzeichen zeigt einen Netto-Kapitalzufluss (-abfluss) an.

setzung der Kapitalströme im Wertpapierverkehr des Eurogebiets. Die im Jahr 2002 bei den Dividendenwerten verzeichneten Netto-Kapitalzuflüsse fielen mit 39,1 Mrd € bedeutend geringer aus als im Jahr 2001, als sie sich auf 122,6 Mrd € belaufen hatten. Dagegen kehrten sich die Netto-Kapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets von 84,4 Mrd € im Jahr 2001 in Netto-Kapitalzuflüsse von 11,3 Mrd € im Jahr 2002 um (siehe Abbildungen 47 und 48).

Abbildung 48
**Zusammensetzung der Kapitalströme
des Euro-Währungsgebiets**



Quelle: EZB.
Anmerkung: Ein positives (negatives) Vorzeichen zeigt einen Netto-Kapitalzufluss (-abfluss) an.

Als maßgebliche Faktoren für den Rückgang und die Veränderung in der Zusammensetzung der internationalen Kapitalströme im Jahr 2002 dürften die weltweite Konjunkturlaute und das hohe Maß an Unsicherheit zu nennen sein. Insbesondere die schwache Entwicklung der Aktienmärkte und die Senkung der Zinssätze dürften bei der Verlagerung der Kapitalströme von Dividendenwerten zu Anlagen in Schuldverschreibungen im Jahr 2002 eine entscheidende Rolle gespielt haben.