



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

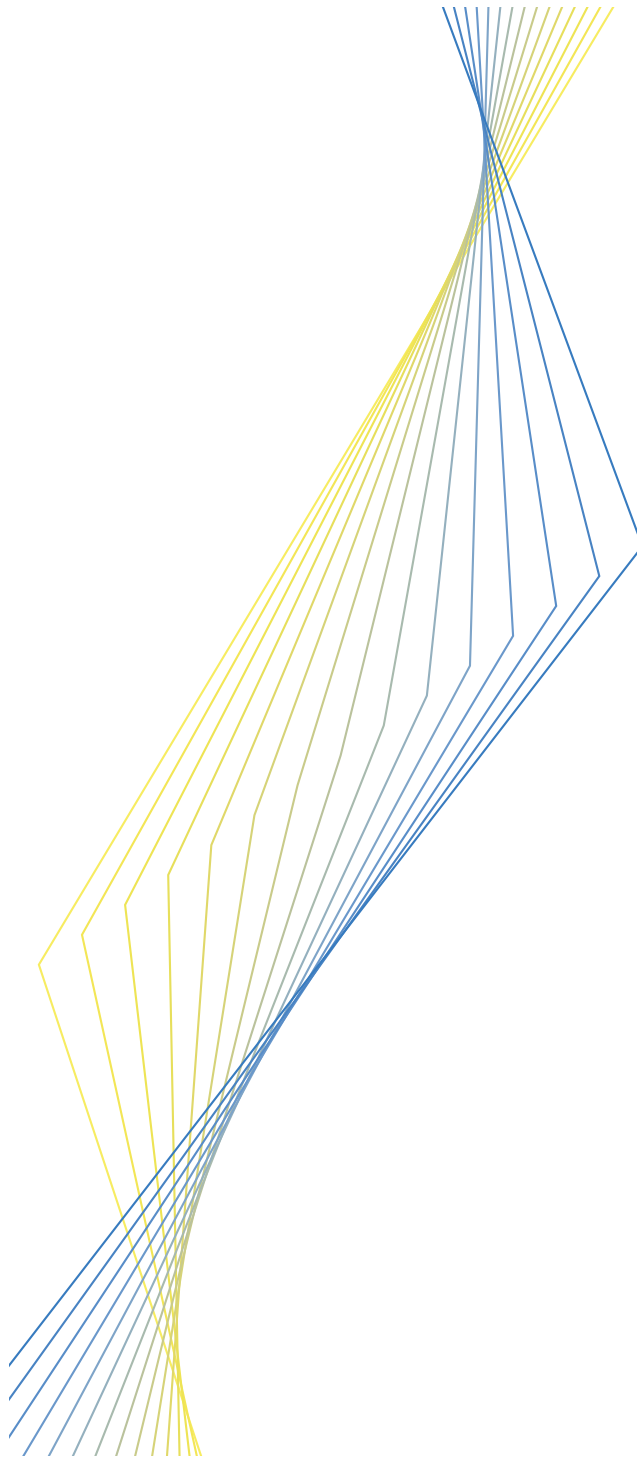
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Dezember 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Dezember 2002

© Europäische Zentralbank, 2002

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

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 4. Dezember 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	39
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	44
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	54
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	60
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	67
Kästen	
1 Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum	10
2 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2002	18
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	27
4 Informationsgehalt des Handelsvolumens von EURIBOR-Terminkontrakten	29
5 Entwicklung des Markts für Börseneinführungen im Euro-Währungsgebiet	37
6 Das Verhältnis zwischen Arbeitslosenquote und Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet	51
7 Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2002	65
8 Prognosen anderer Institutionen	66
9 Erweiterter Ausweis von Statistiken zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets für den Zeitraum von 1999 bis 2001	78
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	83*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	89*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	93*

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 5. Dezember 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die als Zinstender durchgeführt werden, um 50 Basispunkte auf 2,75 % zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 50 Basispunkte auf 3,75 % bzw. 1,75 % gesenkt.

Dieser Beschluss spiegelte die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass sich die Zeichen für ein Nachlassen des Inflationsdrucks gemehrt haben, was insbesondere auf die verhaltene konjunkturelle Entwicklung zurückzuführen ist. Zudem sind nach wie vor Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum vorhanden.

Auf seiner Sitzung hat der EZB-Rat auch den Referenzwert für das Geldmengenwachstum überprüft, der im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB eine wichtige Rolle spielt. Er beschloss, die Jahreswachstumsrate von 4½ % für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 unverändert beizubehalten. Der Hintergrund dieser Entscheidung wird in Kasten I des Abschnitts „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ dieser Ausgabe des Monatsberichts ausführlich erläutert.

Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate von M3 lag im Zeitraum von August bis Oktober 2002, wie auch schon im Zeitraum von Juli bis September, bei 7,1 %. Das M3-Wachstum wird bereits seit einiger Zeit von Portfolioumschichtungen vor dem Hintergrund der allgemeinen Unsicherheit und insbesondere der Finanzmarktspannungen beeinflusst. Zusätzlich spiegelt es das niedrige Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet wider, das das Halten liquider Mittel vergleichsweise attraktiv macht. Im Euroraum ist reichlich Liquidität vorhanden. Vor allem angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums ist es jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt unwahrscheinlich, dass dies zu Inflationsdruck führen wird. Das in letzter Zeit nachlassende Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor, insbesondere an

nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, untermauert diese Einschätzung.

Was die zweite Säule betrifft, so deuten die jüngsten Informationen verstärkt auf einen Rückgang des Preisdrucks hin.

Eine erste Schätzung von Eurostat besagt, dass sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal auf 0,3 % belief. Dieser Wert lag am unteren Ende der Erwartungen. Die neuesten Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die allgemeine Stimmung in der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet unverändert trübe ist, wobei sich das Unternehmervertrauen etwas verbessert hat, das Verbrauchervertrauen aber weiter sinkt. Es ist daher in den kommenden Monaten weiterhin mit einem verhaltenen Wirtschaftswachstum zu rechnen.

Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, die in dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht werden, gehen davon aus, dass sich das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet von einer Bandbreite zwischen 0,6 % und 1,0 % im Jahr 2002 auf eine Bandbreite zwischen 1,1 % und 2,1 % im Jahr 2003 erhöhen wird. Für 2004 wird projiziert, dass das reale BIP-Wachstum zwischen 1,9 % und 2,9 % liegen wird. Diese Projektionen hängen von einer Reihe technischer Annahmen ab, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse und Ölpreise, die auf Entwicklungen bis Mitte November 2002 basieren.

Wie andere verfügbare Prognosen wurden auch die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen seit dem Frühjahr 2002 nach unten korrigiert. Dieses enttäuschende Bild spiegelt vor allem die anhaltend hohe Unsicherheit wider. Geopolitische Spannungen mit möglichen Auswirkungen auf die Ölpreise, die Entwicklung an den Finanzmärkten, das geringe Wachstum der Weltwirtschaft und die anhaltenden globalen Ungleichgewichte belasten das Vertrauen. Diese Faktoren wirken sich auch negativ auf

den Konsum, die Investitionen und die Arbeitsmärkte im Eurogebiet aus. Da schwer abzusehen ist, wann es zu einem Nachlassen dieser Unsicherheit kommen wird, muss sie in den eher mittelfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum berücksichtigt werden.

Was die Preisentwicklung betrifft, so war die Inflation im Jahresverlauf 2002 trotz des konjunkturellen Abschwungs recht hartnäckig. Diese Hartnäckigkeit war zum Teil auf eine Reihe vorübergehender Entwicklungen zurückzuführen, wie z. B. die Auswirkungen zuvor gestiegener Öl- und Nahrungsmittelpreise und in begrenztem Maße auch der Euro-Bargeldumstellung. Jedoch hat auch der noch bis vor kurzem zu beobachtende Aufwärtstrend bei der Lohnentwicklung eine Rolle gespielt. Hier sind erst in jüngster Zeit Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen. Auch bei den Dienstleistungen ist weiterhin ein ausgeprägter Preisauftrieb feststellbar. All dies könnte darauf schließen lassen, dass strukturelle Verkrustungen eine angemessene Anpassung der Löhne und Preise erschwert haben. Im Ergebnis blieben die jährlichen Inflationsraten über weite Strecken des laufenden Jahres über 2 %; dies gilt einschließlich November, für den die Vorausschätzung von Eurostat von einer jährlichen HVPI-Steigerungsrate von 2,2 % ausgeht.

Für den Zeitraum von heute bis Anfang 2003 verbleiben einige Faktoren, aufgrund derer die jährlichen Inflationsraten für mehrere Monate weiterhin über 2 % liegen könnten, auch wenn die jüngste Ölpreisentwicklung den kurzfristigen Preisdruck abgeschwächt hat. Diese Kurzfristsperspektive steht jedoch hauptsächlich im Zusammenhang mit Basiseffekten und mit dem Anstieg von indirekten Steuern und administrierten Preisen, d. h. mit Einflussfaktoren von vorübergehender Natur.

Die verhaltene Wirtschaftsaktivität dürfte potenzielle Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität begrenzen und dazu beitragen, dass der Inflationsdruck nachlässt. Außerdem wird auch das gegenüber dem Jahresanfang gestiegene Niveau des Euro-Wechselkurses weiter zur Verringerung des Inflationsdrucks

beitragen. Überdies wird erwartet, dass die indirekten Effekte früherer Ölpreissteigerungen sowie die Auswirkungen sonstiger die Preisentwicklung beeinflussender Faktoren weiter nachlassen. Auch wenn lohnbezogene Risiken nach wie vor bestehen, gilt es als wenig wahrscheinlich, dass sie zum Tragen kommen, solange sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld nicht erheblich ändert.

Vor diesem Hintergrund gehen die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen davon aus, dass die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI, für die 2002 eine Bandbreite von 2,1 % bis 2,3 % angenommen wird, im Jahr 2003 im Durchschnitt auf eine Bandbreite zwischen 1,3 % und 2,3 % sinken wird. Für 2004 wird projiziert, dass die HVPI-Inflation zwischen 1,0 % und 2,2 % liegen wird. Andere vorliegende Prognosen deuten ebenfalls auf niedrigere Inflationsraten in den Jahren 2003 und 2004 hin.

Insgesamt lag der Senkung der EZB-Leitzinsen am 5. Dezember 2002 die Einschätzung zugrunde, dass sich die Aussichten verstärkt haben, dass die Inflation im Jahresverlauf 2003 auf unter 2 % fallen und anschließend auf einem Niveau verharren wird, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Diese Entscheidung sollte außerdem dazu beitragen, die konjunkturellen Aussichten für das Eurogebiet zu verbessern, indem ein Gegengewicht zu den Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum geschaffen und somit das Vertrauen gestärkt wird.

Das wahrscheinlichste Szenario ist in einer allmählichen Erholung des Wirtschaftswachstums im Lauf des Jahres 2003 in Richtung von Wachstumsraten, die näher am Potenzialwachstum liegen, zu sehen. Ein Rückgang der Inflation dürfte das real verfügbare Einkommen steigern und, zusammen mit einer Verringerung der gegenwärtig bestehenden Diskrepanz zwischen „gefühlter“ und tatsächlicher Inflation, den privaten Verbrauch stützen. Zudem wird im Zuge einer allmählichen Erholung der Auslandsnachfrage mit einer Steigerung der Exporte gerechnet. Dies

dürfte, zusammen mit dem niedrigen Zinsniveau, zu einer Stärkung der Investitionstätigkeit beitragen.

Die Leitzinsen der EZB haben nun ein im historischen Vergleich sehr niedriges Niveau erreicht. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Faktoren, die sich auf die Inflationsaussichten im Euroraum auswirken können, genau beobachten.

Die Aussichten für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets werden zudem sehr stark von erkennbaren Fortschritten in anderen Politikbereichen abhängen. Im Hinblick auf die Finanzpolitik hat der EZB-Rat nochmals betont, dass Haushaltsdisziplin die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum des BIP und der Beschäftigung verbessert. Die jüngste Mitteilung der Europäischen Kommission ist ein guter Ausgangspunkt, um das Vertrauen in die haushaltspolitischen Rahmenvorgaben zu stärken. Der EZB-Rat unterstützt, wie dies bereits in der Erklärung zum Stabilitäts- und Wachstumspakt vom 24. Oktober 2002 zum Ausdruck kam, in vollem Umfang das Hauptziel der Kommission, nämlich eine verbesserte Umsetzung des Pakts im Rahmen des bestehenden Regelwerks. Eine solide Haushaltslage, wie sie im EU-Vertrag verankert und im Stabilitäts- und Wachstumspakt weiter entwickelt worden ist, liegt nicht nur im Interesse der Währungsunion, sondern auch im Interesse aller Mitgliedstaaten. Angesichts der enttäuschenden Entwicklung

der öffentlichen Haushalte in einigen Ländern sowie der Herausforderungen, die sich in jüngster Vergangenheit für den finanzpolitischen Rahmen der EU ergeben haben, sind die Maßnahmen zur Korrektur oder Vermeidung übermäßiger Defizite, d. h. die Einleitung von Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Falle von Deutschland und Portugal sowie die Frühwarnung an Frankreich, von großer Bedeutung. Länder mit noch bestehenden Ungleichgewichten werden dringend aufgefordert, hinreichend ehrgeizige Konsolidierungspläne für ihre bevorstehenden Stabilitätsprogramme zu erstellen. Besonderes Augenmerk sollte dabei auf eine wachstumsorientierte Konsolidierungspolitik gelegt werden, die die Produktivkräfte der Volkswirtschaft stärkt.

Im Zusammenhang mit der Agenda für Strukturreformen hat der EZB-Rat mit einiger Besorgnis festgestellt, dass viele Länder des Euroraums nur langsam Fortschritte machen, und die Regierungen zu entschlossenem Handeln aufgerufen. Die mittelfristigen Auswirkungen dieser Reformen auf das wirtschaftliche Wachstumspotenzial im Euro-Währungsgebiet dürften erheblich sein. Eine zügige Umsetzung struktureller Reformen an den Arbeits-, Güter- und Finanzmärkten ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt von besonderer Bedeutung, da dies zu einer Stärkung des Vertrauens im Euroraum beitragen und damit auch auf kurze Sicht die wirtschaftliche Entwicklung stützen würde.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 5. Dezember beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, um 50 Basispunkte auf 2,75 % zu senken; dies galt erstmals für das am 11. Dezember 2002 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um 50 Basispunkte gesenkt und belaufen sich mit Wirkung vom 6. Dezember 2002 auf 3,75 % bzw. 1,75 % (siehe Abbildung 1).

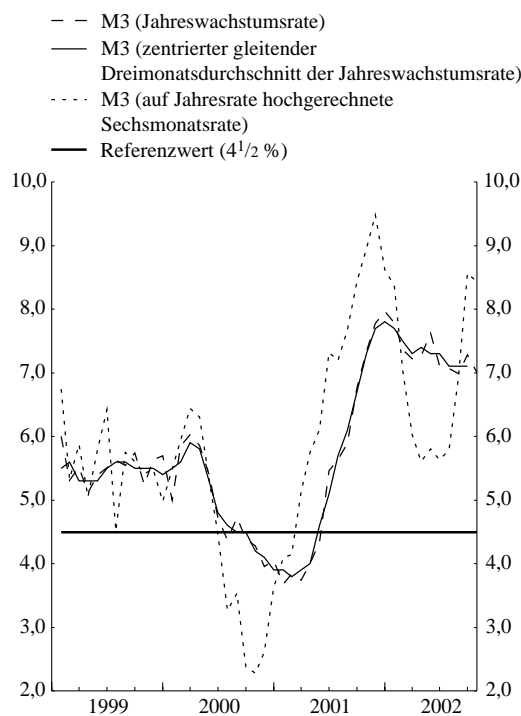
M3-Wachstum nach wie vor hoch

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 belief sich im Oktober 2002 auf 7,0 % und lag damit leicht unter der Rate vom Vormonat (7,3 %). Der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 belief sich im Zeitraum von August bis Oktober

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)

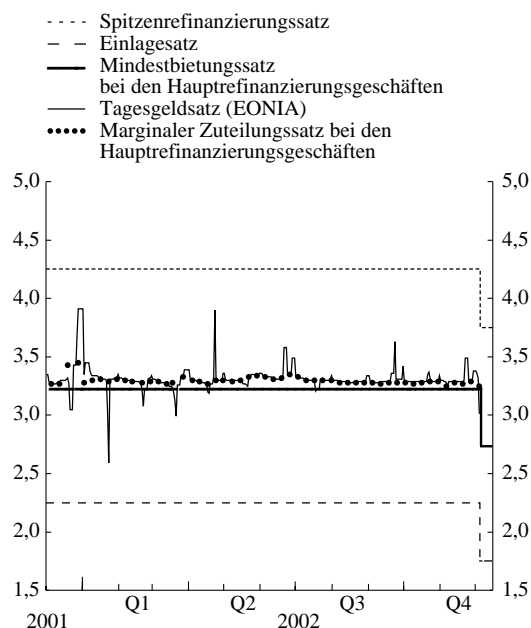


Quelle: EZB.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

2002 auf 7,1 %; damit blieb er gegenüber der Zeit von Juli bis September 2002 unverändert (siehe Abbildung 2) und lag weiterhin deutlich über dem Referenzwert für das M3-Wachstum von 4½ %. Der EZB-Rat bestätigte diesen Referenzwert auf seiner Sitzung am 5. Dezember 2002 (siehe Kasten I).

Die Jahreswachstumsrate von M3 war in den vergangenen Monaten verglichen mit dem ersten Halbjahr leicht rückläufig. Dahinter verbirgt sich allerdings eine deutliche Beschleunigung der kurzfristigen Dynamik, die sich an der merklichen Erhöhung der auf Jahresrate hochgerechneten Sechsmonatsrate von M3 im gleichen Zeitraum ablesen lässt (siehe Abbildung 2).

Aus Abbildung 3 geht hervor, dass sich das tatsächliche M3-Wachstum im dritten Quartal 2002 von der Entwicklung seiner fundamentalen Bestimmungsfaktoren, nämlich der Konjunktur und den Zinssätzen, weiter abge-

Kasten I

Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum

Auf seiner Sitzung am 5. Dezember 2002 überprüfte der EZB-Rat den Referenzwert für das Geldmengenwachstum. Er beschloss daraufhin, den bestehenden Referenzwert für das Geldmengenwachstum, nämlich eine Jahreswachstumsrate von 4½ % für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3, erneut zu bestätigen. Dieser Kasten enthält einige Hintergrundinformationen zu diesem Beschluss.

Im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB wird der Geldmenge eine herausragende Rolle zugewiesen, weil Inflation auf mittlere bis längere Sicht letztendlich monetäre Ursachen hat. Um der Öffentlichkeit diese wichtige Funktion der Geldmenge deutlich zu machen, beschloss der EZB-Rat im Oktober 1998, einen quantitativen Referenzwert für das Wachstum eines weit gefassten Geldmengenaggregats bekannt zu geben. Der Referenzwert bezieht sich auf die Wachstumsrate der Geldmenge, die mit dem Ziel der Preisstabilität auf mittlere Frist in Einklang steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Im Dezember 1998 gab der EZB-Rat den ersten Referenzwert bekannt, der auf eine Jahreswachstumsrate von 4½ % für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 festgesetzt wurde.

Damals bestätigten empirische Hinweise, dass die Bedingung für die Bekanntgabe eines Referenzwerts, nämlich die Stabilität der Geldnachfrage, für den Euroraum erfüllt war. Darüber hinaus hatten Studien gezeigt, dass die Geldmenge M3 gute Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der mittelfristigen Preisentwicklung aufweist. In den letzten Jahren belegten weitere Untersuchungen, dass M3 über die gewünschten empirischen Eigenschaften verfügt, die für die Bekanntgabe eines Referenzwerts erforderlich sind.¹

Die Ableitung des Referenzwerts stützt sich auf die EZB-Definition von Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Für die Übereinstimmung mit der mittelfristigen Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB beruht die Ableitung des Referenzwerts ferner auf Annahmen über die mittelfristige Entwicklung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 und des Potenzialwachstums.

Am 5. Dezember 2002 überprüfte der EZB-Rat diese mittelfristigen Annahmen über die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 und das Potenzialwachstum auf der Grundlage zusätzlicher Daten, die seit der letzten Überprüfung des Referenzwerts im Dezember 2001 verfügbar geworden sind. Der EZB-Rat bestätigte die Annahmen, dass sich die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 im Euro-Währungsgebiet trendmäßig um ½ % bis 1 % pro Jahr verringert und das Potenzialwachstum trendmäßig um 2 % bis 2 ½ % pro Jahr zunimmt.

Der EZB-Rat kündigte zudem an, dass er auch weiterhin die monetäre Entwicklung in Bezug auf den Referenzwert auf der Basis eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Jahreswachstumsraten beobachten wird. Ferner wird er sich bei seiner Beurteilung der Liquiditätsbedingungen im Euroraum weiter auf die Analyse der dauerhaften Abweichungen vom Referenzwert sowie der Ursachen für diese Abweichungen konzentrieren.

Hinsichtlich der Annahme über die trendmäßige Entwicklung des Potenzialwachstums ist der EZB-Rat der Ansicht, dass es keine klaren Hinweise auf strukturelle Veränderungen im Euroraum gibt, die eine Korrektur dieser Annahme erforderlich machen würden. Das Erreichen eines höheren Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet, das dringend geboten ist, hängt nach wie vor von weiteren Fortschritten bei Strukturreformen vor allem auf den Arbeits- und Gütermärkten ab. Der EZB-Rat wird die Angaben zur Entwicklung des Produktivitätswachstums im Euroraum auch weiterhin beobachten, und die EZB wird diese Daten bei ihrer Geldpolitik entsprechend berücksichtigen.

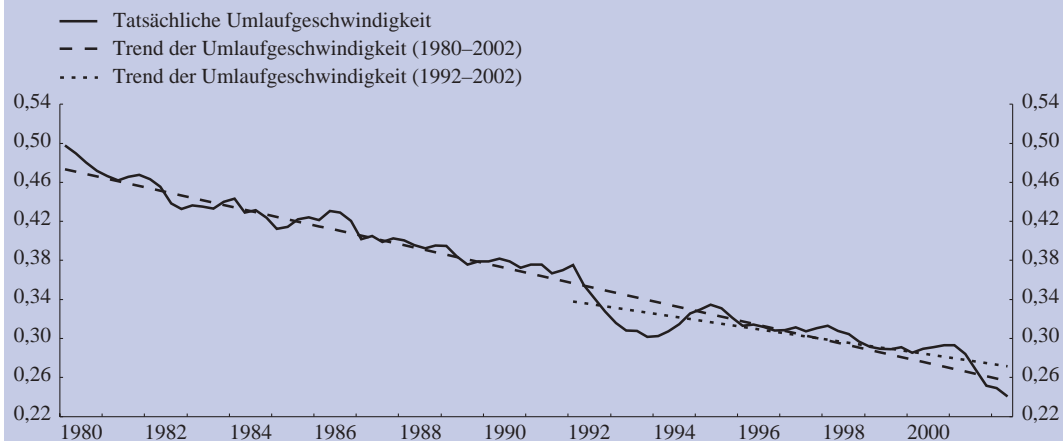
¹ Siehe auch Coenen und Vega, *The demand for M3 in the euro area*, Working Paper der EZB Nr. 6, 1999; Brand und Cassola, *A money demand system for euro area M3*, Working Paper der EZB Nr. 39, 2000; Calza, Gerdesmeier und Levy, *Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper des IWF Nr. 01/179, 2001; Nicoletti Altimari, *Does money lead inflation in the euro area?*, Working Paper der EZB Nr. 63, 2001.

Mit Blick auf die empirischen Daten zur Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 im Euroraum beruhte die Bestätigung einer trendmäßigen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit um $\frac{1}{2}$ % bis 1 % pro Jahr durch den EZB-Rat auf den folgenden Überlegungen: Eine einfache Trendschätzung im Beobachtungszeitraum von 1980 bis 2002 deutet darauf hin, dass sich der langfristige Rückgang jährlich auf nahezu 1 % beläuft. Betrachtet man einen kürzeren Zeitraum in der jüngeren Vergangenheit, so zeigt sich, dass der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit in den letzten zehn Jahren eher bei $\frac{1}{2}$ % lag (siehe Abbildung). Die einfache Trendschätzung mag allerdings nicht das beste Verfahren zur Ermittlung des künftigen Trends der Umlaufgeschwindigkeit darstellen, da sie möglicherweise der Tatsache nicht Rechnung trägt, dass der Rückgang der Inflation und der nominalen Zinssätze in den letzten zwei Jahrzehnten zu einer Zunahme der Nachfrage nach liquiden Mitteln und der beobachteten Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit geführt hat.

In einem von Preisstabilität gekennzeichneten Umfeld dürfte der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit weniger ausgeprägt sein als in einem von Disinflation und sinkenden Nominalzinsen geprägten Zeitraum. Die Verwendung von Geldnachfragemodellen, die diese zusätzlichen Informationen über die Entwicklung der Opportunitätskosten der Geldhaltung berücksichtigen, ermöglicht eine isolierte Betrachtung der Auswirkungen des Disinflationsprozesses während der Achtziger- und Neunzigerjahre auf den langfristigen trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3. Diesen Modellen zufolge beläuft sich der trendmäßige Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 ungefähr auf einen mittleren Wert zwischen $\frac{1}{2}$ % und 1 % pro Jahr. Dieses Ergebnis erweist sich bei Verwendung verschiedener Geldnachfragemodelle und unterschiedlicher Verfahren zur Aggregation von Daten des Euro-Währungsgebiets als recht robust.²

Trends der Umlaufgeschwindigkeit von M3 für das Euro-Währungsgebiet

(log. Maßstab)



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

Anmerkung: Die Umlaufgeschwindigkeit wird als Relation des nominalen BIP zu M3 gemessen. Die zugrunde liegenden Quartalsreihen sind saisonbereinigt und wurden durch Aggregation nationaler Daten erstellt, die zu den seit dem 1. Januar 1999 geltenden unwiderruflichen Wechselkursen (und im Falle Griechenlands zu dem seit dem 1. Januar 2001 geltenden Kurs) in Euro umgerechnet wurden. Die Datenreihe zu M3 basiert auf dem Headline-Index des bereinigten Bestands (weitere Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Bei den Quartalszahlen zu M3 handelt es sich um Durchschnitte am Monatsende.

Der Referenzwert für das Geldmengenwachstum beruht auf einem mittelfristigen Konzept. Kurzfristige Veränderungen der Geldmenge M3 sind unter Umständen schwer zu deuten. Sie können von einer Reihe vorübergehender Faktoren herrühren, die sich nicht zwingend auf die künftige Preisentwicklung auswirken müssen. Deshalb stellte der EZB-Rat bereits 1998 klar, dass die Bekanntgabe des Referenzwerts keine Verpflichtung seitens der EZB beinhaltet, Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert automatisch zu korrigieren. Der Referenzwert ist vielmehr ein Instrument der monetären Analyse, das angibt, welche Wachstumsrate der Geldmenge mit der Wahrung der Preisstabilität auf mittlere Sicht vereinbar ist. Er

² Weitere Einzelheiten siehe Brand, Gerdesmeier und Roffia, *Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth*, Occasional Paper der EZB Nr. 3, 2002.

dient der Geldpolitik als „Kompass“, der gewährleistet, dass die Zentralbank bei der Analyse der Risiken für die Preisstabilität nicht die Tatsache aus den Augen verliert, dass die Wachstumsrate der Geldmenge über einen hinreichend langen Zeitraum hinweg mit ihrem Ziel der Preisstabilität vereinbar sein muss.

Ferner ist die Analyse der Abweichungen der Jahreswachstumsraten von M3 vom Referenzwert zwar ein wichtiges Mittel zur Bewertung der monetären Entwicklungen und ihrer Auswirkungen auf die künftige Preisstabilität, doch beschränkt sich die monetäre Analyse nicht allein auf diese Bewertung. Erstens enthalten auch andere monetäre Indikatoren (z. B. Komponenten und Gegenposten von M3, insbesondere die Geldmenge M1 und Kredite an den privaten Sektor) aussagekräftige Informationen. Zweitens ist es wichtig, frühere Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert zu berücksichtigen, um zu einer fundierten Beurteilung der Liquiditätsausstattung im Euroraum zu gelangen. In diesem Zusammenhang kann auch die Überschussliquidität, die sich als Abweichung der realen Geldmenge von einem geschätzten Gleichgewichtsniveau errechnet, eine hilfreiche Messgröße sein (siehe Abbildung 4 im Haupttext). Drittens muss die Entwicklung von M3 in Verbindung mit anderen Indikatoren (z. B. dem realen BIP, Preisen, Zinssätzen und sonstigen Finanzmarktindikatoren) analysiert werden, um das Wesen der Schocks, die die monetäre Entwicklung beeinflussen, verstehen und Hinweise auf die künftige Preisentwicklung so gut wie möglich herausfiltern zu können.

Das seit Mitte 2001 zu beobachtende hohe M3-Wachstum muss in Zusammenhang mit der großen Unsicherheit und den Turbulenzen an den Finanzmärkten und insbesondere mit dem anhaltenden und beispiellosen Verfall der Aktienkurse in den letzten beiden Jahren gesehen werden. Diese außergewöhnlichen Entwicklungen haben Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet veranlasst, ihre Bestände an relativ risikoreichen Vermögenswerten wie Aktien abzubauen und ihre Nachfrage nach relativ liquiden und risikoärmeren, in M3 enthaltenen Vermögenswerten zu erhöhen. Diese Erklärung wird durch die Analyse der Finanzierungsströme (siehe Kasten 2) untermauert, aus der hervorgeht, dass es in diesem Zeitraum per saldo zu einem deutlichen Rückgang der Anlagen in Aktien und einem kräftigen Anstieg des Erwerbs von in M3 enthaltenen Vermögenswerten, insbesondere Geldmarktfondsanteilen, kam.

Natürlich ist es durch die anhaltende Phase der Unsicherheit an den Finanzmärkten schwieriger geworden, Informationen aus den Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert zu gewinnen. Angesichts der jüngsten Entwicklung verwundert es nicht, dass die Geldnachfragemodelle für das Euro-Währungsgebiet zeigen, dass es Hinweise auf eine Instabilität in der kurzfristigen Entwicklung der M3-Nachfrage seit Mitte 2001, also der Phase der weltweit erhöhten Finanzmarktunsicherheit, gibt.

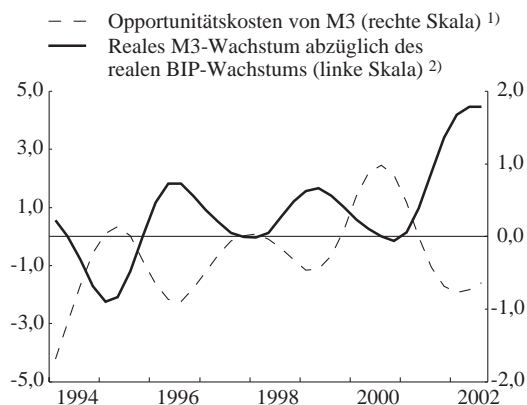
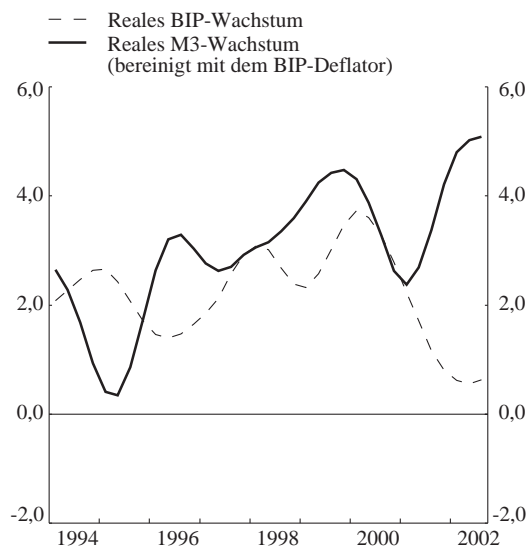
Allerdings sollten diese Hinweise auf eine kurzfristige Instabilität nicht überinterpretiert werden. Erstens gibt es derzeit keine Anzeichen für strukturelle Brüche oder Veränderungen in der *langfristigen* fundamentalen Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen im Euroraum, auf der die Ableitung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum beruht. Damit ist die Bedingung für die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das M3-Wachstum im Euroraum nach wie vor erfüllt. Zweitens sind diese Anzeichen der Instabilität gegen Ende des Beobachtungszeitraums aufgetreten. Daher ist Vorsicht geboten, wenn es um endgültige Schlussfolgerungen über die Parameterstabilität der betrachteten Modelle geht. Drittens ist zu beachten, dass es der monetären Analyse gelungen ist, die Folgen der außergewöhnlichen Finanzmarktentwicklungen in Echtzeit abzuschätzen und somit die grundlegenden monetären Trends grob herauszufiltern sowie ihre Konsequenzen für die Preisstabilitätsrisiken zu bewerten. Und schließlich ist angesichts des besonderen Charakters der jüngsten Entwicklung an den Aktienmärkten hinsichtlich Ausmaß und Dauer des Kursverfalls nicht damit zu rechnen, dass Ereignisse wie die der vergangenen zwei Jahre regelmäßig auftreten werden. Gleichwohl wird es erforderlich sein, die Stabilität der langfristigen Geldnachfragebeziehung im Euroraum auch weiterhin genau zu beobachten.

Die nächste Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum ist für Dezember 2003 geplant.

koppelt hat. Der obere Teil von Abbildung 3 zeigt, dass das reale M3-Wachstum im dritten Viertel des laufenden Jahres deutlich über dem Wachstum des realen BIP lag, was ein Zeichen dafür ist, dass der Anstieg des (realen) M3-Wachstums nicht einer höheren Nachfrage nach Transaktionskasse zugeschrieben werden kann. Aus dem unteren Teil

Abbildung 3 Reale Geldmenge M3, reales BIP und Opportunitätskosten

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



Quelle: EZB.

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

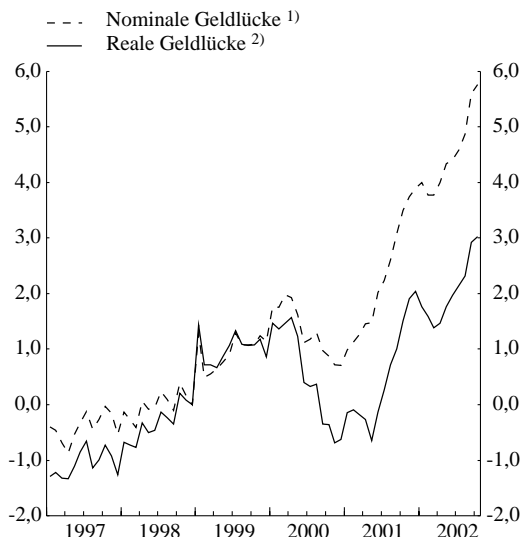
1) Die Opportunitätskosten von M3 werden definiert als die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3.

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

Abbildung 4

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



Quelle: EZB.

1) Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basismonat wurde Dezember 1998 gewählt.

2) Nominale Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von der Definition von Preisstabilität. Als Basismonat wurde ebenfalls Dezember 1998 gewählt.

der Abbildung lässt sich allerdings entnehmen, dass dieser Abstand teilweise auf die niedrigen Opportunitätskosten von M3 zurückzuführen ist. Der Abstand zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum war jedoch wesentlich größer als in der Vergangenheit, als die Opportunitätskosten von M3 weitgehend dem Stand des dritten Quartals 2002 entsprachen. Diese Entwicklung zeigt, dass das M3-Wachstum unter anderem weiterhin von Portfolioumschichtungen angesichts rückläufiger Aktienkurse und hoher Volatilität an den Finanzmärkten beeinflusst wurde (siehe Kasten 2).

Die starke Ausweitung der Geldmenge M3 über einen längeren Zeitraum hinweg hat zum Aufbau von Überschussliquidität im Euroraum geführt. Darauf deutet das weitere Ansteigen von Geldlücken-Indikatoren hin, die anhand der kumulierten Abweichungen der Geldmenge M3 bis Oktober 2002 von dem Stand, der

dem Referenzwert entsprochen hätte, berechnet werden (siehe Abbildung 4).¹

Starkes Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1

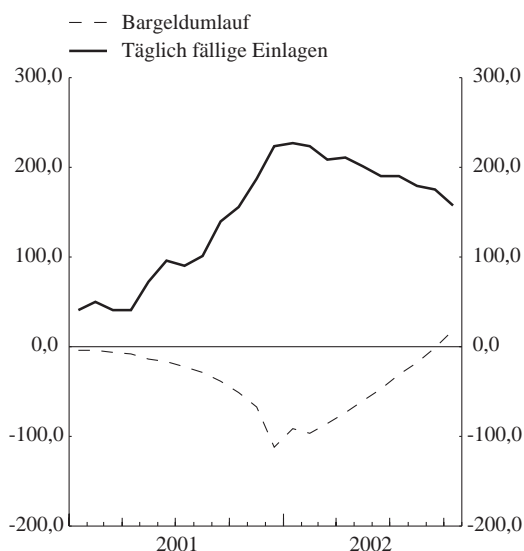
Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 erhöhte sich im dritten Vierteljahr 2002 auf 7,6 % gegenüber 6,6 % im Vorquartal (siehe Tabelle 1). Im Oktober belief sie sich auf 8,2 %. Dieser starke Zuwachs im Vorjahrsvergleich ist sowohl auf das kräftige Wachstum der täglich fälligen Einlagen als auch auf die wieder ansteigende Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs zurückzuführen.

Die Entwicklung von M1 spiegelt wohl das niedrige Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet wider, wodurch sich die Opportunitätskosten für die Haltung von in diesem Geldmengenaggregat enthaltenen Finanzinstrumenten verringert haben. Zudem dürften die Turbulenzen an den Finanzmärkten in den letzten Monaten zu einer stärkeren Nachfrage nach sehr liquiden Anlageformen geführt haben.

Innerhalb der Geldmenge M1 kam es offenbar zu Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen hin zum Bargeldumlauf. Während sich die täglich fälligen Einlagen zuletzt weniger stark ausweiteten, setzten die Wirtschaftsakteure den Wiederaufbau ihrer Bargeldbestände stetig fort. Die monatliche Zunahme des Bargeldumlaufs belief sich im Oktober 2002 saisonbereinigt auf 8 Mrd € und entsprach damit dem durchschnittlichen monatlichen Anstieg im Zeitraum von März bis September. Die im bisherigen Jahresverlauf verzeichnete Ausweitung des Bargeldumlaufs dürfte hauptsächlich auf die Umkehr vorheriger Umschichtungen von Bargeld zugunsten von in M3 enthaltenen kurzfristigen Einlagen im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung zurückzuführen sein. Aus Abbildung 5 geht hervor, dass sich der Rückgang des Bargeldumlaufs im Vorjahrsvergleich seit Dezember 2001 immer mehr verlangsamte und im Oktober erstmals eine positive Jahreswachstumsrate verzeichnet wurde. Die erneute Zu-

Abbildung 5 Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB.

nahme des Bargeldumlaufs erfolgte zeitgleich mit einem Rückgang des jährlichen Wachstums der täglich fälligen Einlagen. Der Anstieg des Bargeldumlaufs dürfte zum Teil auch auf die Nachfrage Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets nach Bargeld zurückzuführen sein, wie an den Daten zur Zahlungsbilanz abzulesen ist. Darüber hinaus könnten einige Umschichtungen von Anlageformen (ohne täglich fällige Einlagen) zugunsten des Bargeldumlaufs stattgefunden haben.

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

¹ Die nominale Geldlücke wird gemessen als Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem Bestand, der sich aus einem dem Referenzwert (4½ % p. a.) entsprechenden Wachstum von M3 seit Dezember 1998 ergeben hätte. Die in Abbildung 3 dargestellte Messgröße der realen 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 Definition von Preisstabilität entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat. Aufgrund der etwas willkürlichen Wahl der Basisperiode ist das Niveau der Messgrößen weniger aufschlussreich als ihre Entwicklung (siehe den Beitrag „Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse“ im Monatsbericht vom Mai 2001).

Tabelle I**Komponenten der Geldmenge M3***(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)*

	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Okt.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
M1	3,8	5,5	6,2	6,6	7,6	8,2
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-7,6	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	6,2
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	6,1	10,4	13,0	11,7	10,3	8,5
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	5,1	5,9	6,7	6,4	5,5	5,5
M2	4,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,8
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	15,0	19,0	14,6	12,7	10,7	8,4
M3	5,9	7,5	7,6	7,4	7,1	7,0
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	-7,4	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	6,3
Täglich fällige Einlagen	6,2	10,1	13,0	11,7	10,5	8,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	11,3	7,3	3,6	2,9	1,5	2,4
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	0,5	5,0	9,1	9,4	8,9	8,0
Repogeschäfte	20,0	19,5	4,6	2,3	3,0	0,5
Geldmarktfondsanteile	18,0	26,7	30,4	25,5	22,8	18,4
Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	0,7	1,5	-6,2	-3,0	-9,1	-5,1

Quelle: EZB.

im Oktober 5,5 % und blieb damit gegenüber dem dritten Quartal 2002 unverändert. Im zweiten Vierteljahr hatte sie sich noch auf 6,4 % belaufen. Innerhalb dieser Komponente nahmen die kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) weiter rapide zu, während das Wachstum der kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) verhalten blieb. Diese gegenläufige Entwicklung kann auf den geringeren Abstand zwischen den Zinssätzen dieser beiden Einlagenarten im Jahr 2002 zurückgeführt werden, wodurch Spareinlagen gegenüber Termineinlagen hinsichtlich der Verzinsung an Attraktivität gewannen.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ging im dritten Quartal 2002 und abermals im Oktober zurück. Dieser Rückgang war allerdings hauptsächlich Basiseffekten zuzuschreiben, die von dem sehr hohen Wachstum dieser M3-Komponente im Herbst 2001 herrührten. De facto war die kurzfristige Dynamik dieser Instrumente, die geeignet sind, Geld in Zeiten hoher Finanz-

marktunsicherheit zu parken, in den vergangenen Monaten weiterhin ausgeprägt. Bei den marktfähigen Finanzinstrumenten war die jährliche Zuwachsrate der Geldmarktfondsanteile nach wie vor besonders hoch (18,4 % im Oktober), was mit den im laufenden Jahr beobachteten erneuten Portfolioumschichtungen zulasten der Aktienmärkte im Einklang steht.

Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiter rückläufig

Die Jahreswachstumsrate der Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet lag im dritten Quartal 2002 bei 4,2 % und im Oktober bei 4,3 %, verglichen mit 4,5 % im zweiten Quartal. Im Oktober verlangsamte sich das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor, während die Kredite an die öffentlichen Haushalte etwas stärker zunahmen (siehe Tabelle 2).

Im Vorjahresvergleich nahmen die Kredite an die öffentlichen Haushalte im Oktober um 2,1 % zu, verglichen mit 1,1 % im dritten und

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

	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Okt.
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	2,2	2,9	3,1	4,0	5,0	5,1
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	-0,4	-0,2	0,2	0,8	1,9	2,3
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	1,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,1
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	4,3	5,9	6,5	7,7	8,5	8,1
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,6	5,2	5,1	4,5	4,2	4,3
Kredite an öffentliche Haushalte	-2,1	-0,7	1,7	1,8	1,1	2,1
Wertpapiere ohne Aktien	-2,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1
Buchkredite	-1,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	7,8	6,9	6,1	5,2	5,0	4,9
Wertpapiere ohne Aktien	24,4	23,8	22,2	14,7	7,4	5,9
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	4,6	3,2	2,1	-3,5	1,1	3,6
Buchkredite	7,4	6,5	5,7	5,6	5,3	5,0

Quelle: EZB.

1,8 % im zweiten Quartal (siehe Tabelle 2). Darin spiegelt sich vor allem die Entwicklung der Jahresrate der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand wider. Im Gegensatz dazu blieb die Jahrsänderungsrate der Gewährung von Buchkrediten an die öffentlichen Haushalte im laufenden Jahr mit etwa -0,8 % weitgehend stabil.

Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor hielt der allgemeine Abwärtstrend beim Wachstum dieses Gegenpostens zu M3 in den vergangenen Monaten an, worin sich weitgehend die Entwicklung der wichtigsten Komponente dieser Position widerspiegelt, nämlich der Buchkredite an den privaten Sektor. Die Jahreswachstumsrate dieser Komponente sank im dritten Quartal 2002 auf 5,3 % und im Oktober auf 5,0 %, verglichen mit 5,6 % im zweiten Quartal. In realer Betrachtung liegt die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor derzeit geringfügig unter ihrem historischen Durchschnittswert. Angesichts der aktuellen Konjunkturlage ist die Vergabe von Buchkrediten im Euro-Währungsgebiet jedoch nicht besonders verhalten. Hinter der Entwicklung der Buchkreditgewährung an den privaten

Sektor verbergen sich unterschiedliche länderspezifische² und sektorale Entwicklungen, was private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften betrifft. (Einzelheiten zur Entwicklung der Buchkreditvergabe nach Sektoren finden sich im Abschnitt zur Entwicklung der Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren weiter unten.)

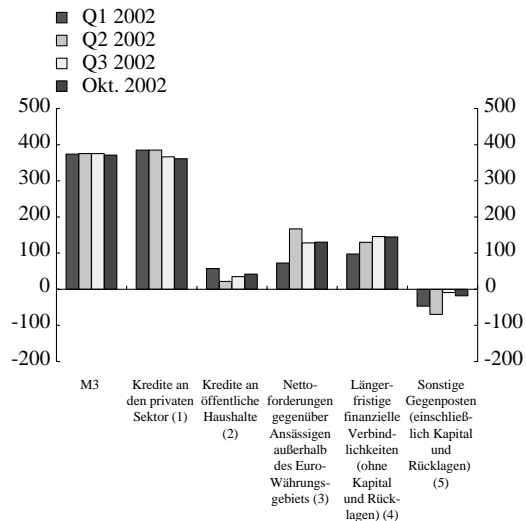
Bei den übrigen Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Jahresverlauf 2002 dank eines im Vergleich zum letzten Jahr steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve und betrug im Oktober 5,1 %. Bei den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten war in den vergangenen Monaten eine tendenzielle Erholung der Jahresrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren zu beobachten, die wohl teilweise auf eine Abkehr von Investitionen in Aktien zurückzuführen ist.

² Siehe Kasten 1 „Zur Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor und ihren fundamentalen Bestimmungsgrößen“ auf Seite 12 des Monatsberichts vom November 2002.

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.

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

Im Zwölfmonatszeitraum bis Oktober 2002 nahmen die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebietsfremden um 130,5 Mrd € zu, verglichen mit 128,2 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis September (siehe Abbildung 6). Aus den Angaben zur Zahlungsbilanz bis September 2002 geht hervor, dass die von Gebietsfremden im Euroraum getätigten Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen nach wie vor recht umfangreich waren, während die Investitionen Gebietsansässiger außerhalb des Euroraums moderat blieben. Darin spiegelt sich auch die stärkere Präferenz der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet für sichere und liquide Anlageformen wider.

Reichliche Liquiditätsausstattung deutet derzeit nicht auf Inflationsrisiken hin

Insgesamt gesehen blieb das Geldmengenwachstum in den letzten Monaten hoch. Die große Unsicherheit an den Finanzmärkten hat offenbar zu erneuten Portfolioumschichtungen zugunsten monetärer Anlageformen geführt. Gleichzeitig trugen auch die niedrigen

Opportunitätskosten für die Haltung liquider Instrumente zum höheren M3-Wachstum bei. Dadurch kam es zu einem Anstieg der im Euroraum vorhandenen Liquidität, die über dem Niveau liegt, das mit einem nachhaltigen inflationsfreien Wirtschaftswachstum in Einklang steht. Ein solcher Liquiditätsüberschuss könnte, sofern er nicht korrigiert wird, ein Risiko für die Preisstabilität auf mittlere Sicht darstellen. Angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet ist es jedoch aus derzeitiger Sicht unwahrscheinlich, dass dieser Liquiditätsüberschuss zu inflationären Spannungen führen wird. Diese Einschätzung wird auch durch das rückläufige Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor untermauert.

Rückgang der Emission von Schuldverschreibungen im dritten Quartal

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich im dritten Quartal 2002 geringfügig auf 6,5 %, verglichen mit 6,8 % im Vorquartal (siehe Abbildung 7). Hinter diesem Rückgang verbarg sich eine Verringerung der durchschnittlichen Vorjahrsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen um 0,7 Prozentpunkte auf 6,6 % sowie eine Zunahme des jährlichen Wachstums des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2 Prozentpunkte auf 4,9 %. Grund hierfür war hauptsächlich die umfangreiche Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen durch MFIs und Zentralstaaten. Gleichzeitig waren beim Umlauf der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen weiterhin deutlich negative Vorjahrsraten zu verzeichnen.

Eine Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im dritten Quartal dieses Jahres leicht auf 6,4 % zurückging, nachdem sie im Vorquartal 6,8 % betragen hatte. Der Anteil dieser Pa-

Kasten 2

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2002

Die Finanzierungsrechnungen des Euro-Währungsgebiets, die bis zum zweiten Quartal 2002 zur Verfügung stehen, ermöglichen eine Analyse der Entwicklung der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren (private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und öffentliche Haushalte (Staat)) und ihrer finanziellen Vermögensbestände. Diese Daten geben Aufschluss über die Portfolioentscheidungen der nichtfinanziellen Sektoren sowie die Entwicklung ihres Geldvermögens.

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Bestand in % der Geld- vermögens- bildung ¹⁾	Jahreswachstumsrate ²⁾										
		2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	
Geldvermögensbildung	100	5,4	6,4	6,9	8,1	7,9	6,9	5,3	5,1	5,1	.	
<i>darunter: Kurzfristige Geldvermögensbildung ³⁾</i>	40,6	4,5	4,9	3,8	5,4	5,6	6,1	6,2	5,1	5,5	.	
<i>darunter: Langfristige Geldvermögensbildung ⁴⁾</i>	58,4	5,7	7,1	8,7	9,7	9,2	7,7	5,1	5,2	5,0	.	
Bargeld und Einlagen	35,8	3,7	3,6	3,3	3,5	4,3	4,3	4,4	4,7	4,8	.	
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	13,4	9,2	14,9	10,0	17,8	13,8	10,4	8,4	6,0	6,8	.	
<i>darunter: Kurzfristig</i>	1,7	54,2	88,6	34,7	64,5	38,8	23,8	11,5	-6,0	-6,2	.	
<i>darunter: Langfristig</i>	11,7	5,1	8,9	7,2	11,6	10,5	8,6	7,9	8,3	8,9	.	
Investmentzertifikate	11,6	4,2	2,4	6,1	5,3	4,7	5,6	5,0	5,4	5,8	.	
<i>darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile</i>	9,7	5,0	3,1	7,1	5,5	3,9	3,6	2,1	2,2	3,0	.	
<i>darunter: Geldmarktfondsanteile</i>	1,9	-1,9	-2,7	-1,6	4,0	11,9	22,8	28,8	28,1	25,6	.	
Börsennotierte Aktien	16,6	2,4	5,9	9,9	12,6	12,7	9,6	3,0	2,5	1,5	.	
Versicherungstechnische Rückstellungen	22,6	9,5	9,3	8,6	7,6	7,5	7,3	7,4	7,6	7,3	.	
M3 ⁵⁾		4,7	4,4	4,1	3,7	5,5	6,8	8,0	7,2	7,1	7,3	

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Quartalswerte zur Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet umfassen die meisten im ESVG 95 festgelegten Kategorien von Forderungen und Verbindlichkeiten. Finanzderivate, Kredite von öffentlichen Haushalten (Staat) und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, nichtbörsennotierte Aktien, sonstige Anteilsrechte sowie sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sind noch nicht berücksichtigt. Dies gilt auch für Einlagen bei und Kredite von Banken im Ausland.

1) Stand am Ende des zweiten Quartals 2002.

2) Die Jahreswachstumsrate wird berechnet als Quote aus der kumulierten Geldvermögensbildung in den letzten vier Quartalen gegenüber dem Anfangsbestand.

3) 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.

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

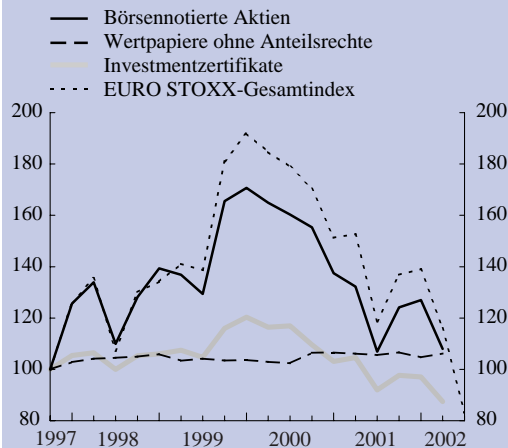
5) Quartalsendstand. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst monetäre Instrumente, die von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (d. h. vom nichtfinanziellen Sektor und von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Im zweiten Quartal 2002 verharnte das jährliche Wachstum des Geldvermögens der nichtfinanziellen Sektoren gegenüber dem Vorquartal unverändert bei 5,1 % (siehe Tabelle). Seit dem vierten Quartal 2001 war es trotz eines Rückgangs des jährlichen Wachstums der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte in diesem Zeitraum im Wesentlichen auf diesem Niveau geblieben. Dies ist auf eine leichte Erhöhung der Sparquote der privaten Haushalte zurückzuführen. Gleichzeitig mussten die nichtfinanziellen Sektoren – hauptsächlich infolge des anhaltenden Rückgangs der Aktienkurse im zweiten Quartal 2002 – weitere Bewertungsverluste ihrer finanziellen Vermögensbestände hinnehmen (siehe Abbildung A).

In diesem Zusammenhang haben die Investoren im zweiten Quartal 2002 anscheinend Mittel von Aktien sowohl in Anleihen als auch in kurzfristige Anlagen umgeschichtet. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen

Abbildung A: Kursgewinne und -verluste von Wertpapieren

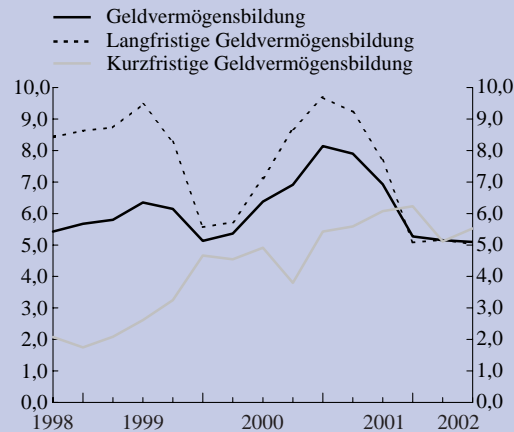
(1997 Q4 = 100)



Quelle: EZB.

Abbildung B: Kurzfristige und langfristige Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

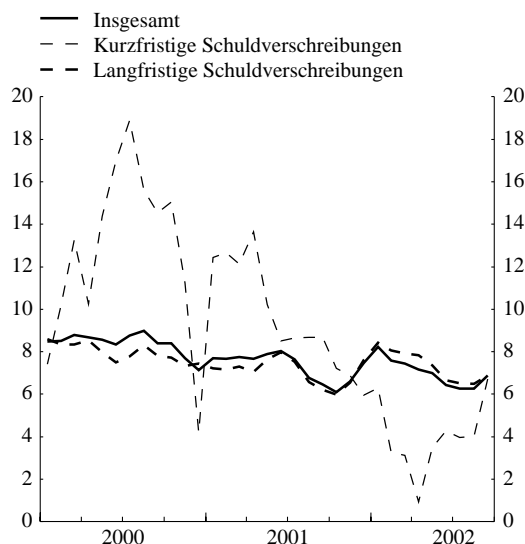
Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in der Tabelle dieses Kastens.

Geldvermögensbildung erhöhte sich von 5,1 % im ersten Vierteljahr auf 5,5 % (siehe Abbildung B). Was die einzelnen Komponenten der kurzfristigen Geldvermögensbildung angeht, so blieb das Jahreswachstum der Investitionen in Geldmarktfondanteilen besonders hoch. Dagegen verharrte das jährliche Wachstum der langfristigen Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren insgesamt im zweiten Quartal gegenüber den beiden Vorquartalen weitgehend unverändert bei rund 5 %. Allerdings unterschied sich die Entwicklung der einzelnen Komponenten erheblich. Die Jahreswachstumsrate der Anlagen in langfristigen Schuldverschreibungen stieg auf 8,9 % im Vergleich zu 8,3 % im ersten Quartal 2002. Dagegen ging das Jahreswachstum der Anlagen in börsennotierten Aktien noch weiter zurück, und zwar auf 1,5 % im zweiten Quartal gegenüber 2,5 % im ersten Quartal. Die Investitionen in langfristige Schuldverschreibungen profitierten wahrscheinlich auch von der ab Herbst 2001 steiler werdenden Zinsstrukturkurve. Dies spiegelte sich auch im Anstieg der Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs wider, nämlich in einer Erhöhung der von Nicht-MFIs gehaltenen Bestände an MFI-Schuldverschreibungen im zweiten Viertel des laufenden Jahres.

Diese Entwicklungen sprechen dafür, dass das kräftige Wachstum von M3 im zweiten Quartal 2002 teilweise darauf zurückzuführen war, dass die nichtfinanziellen Sektoren sichere und liquide Anlagen bevorzugten. Außerdem geben sie einen Hinweis auf die Höhe der Geldvermögensverluste, die die nichtfinanziellen Sektoren infolge des Rückgangs der Aktienkurse hinnehmen mussten. Dieser Faktor könnte die inländische Nachfrage etwas gedämpft haben.

Abbildung 7
Umlauf an Schuldverschreibungen von
Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

piere am gesamten Bruttoabsatz Gebietsan-sässiger belief sich auf 93 % und blieb damit gegenüber dem Vorquartal unverändert.

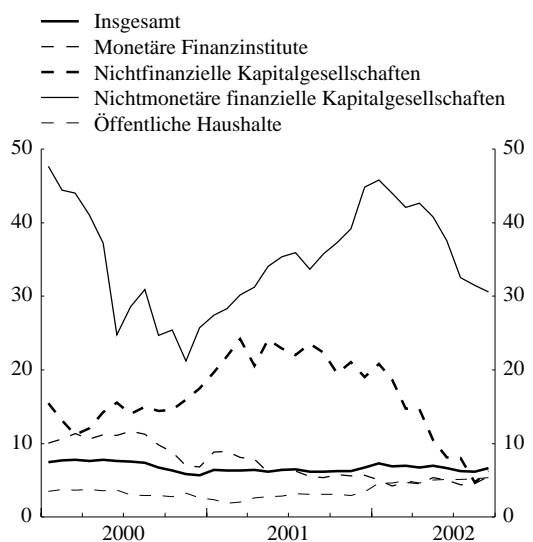
Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittenten-gruppen geht hervor, dass sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen von 5,0 % im zweiten Quartal auf 4,8 % im dritten Quartal verlangsamte (siehe Abbildung 8). Diese Entwicklung war auf einen Rückgang der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von diesem Sektor begebenen langfristigen Schuldverschreibungen von 5,7 % im zweiten auf 4,8 % im dritten Quartal 2002 zurückzuführen. Gleichzeitig erhöhte sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 6,5 Prozentpunkte auf 5,2 %. Seit Anfang dieses Jahres beträgt das jährliche Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen in diesem Sektor rund 5 % und liegt damit unter der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des Vorjahrs von 6,7 %.

Darin spiegeln sich die moderaten jährlichen Zuwachsraten der MFI-Kredite wider.

Die durchschnittliche Jahresänderungsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen betrug im dritten Quartal 6,3 % und lag damit fast 5 Prozentpunkte unter ihrem Stand vom Vorquartal. In Einklang mit der Entwicklung der Staatsanleiherenditen waren die Renditen der Unternehmensanleihen während des Sommers in fast allen Ratingkategorien rückläufig. Zwar sind einigen Kapitalgesellschaften aufgrund schlechterer Bonitätseinstufungen höhere Finanzierungskosten entstanden, doch dürften die gesunkenen Renditen den Emittenten höherwertiger Anleihen zugute gekommen sein. In den ersten drei Quartalen dieses Jahres verringerte sich das gesamte Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen dennoch kontinuierlich über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg. Dies galt vor allem für den Umlauf kurzfristiger

Abbildung 8
Umlauf an auf Euro lautenden Schuld-
verschreibungen von Ansässigen im
Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

Papiere, der im dritten Quartal um 17,3 % gegenüber dem Vorjahr sank. In den letzten Monaten sind die Wachstumsraten des Umlaufs an kurzfristigen Titeln kontinuierlich zurückgegangen. In dieser Entwicklung spiegelt sich sowohl der geringere Betriebskapitalbedarf der Unternehmen infolge der Konjunkturschwäche als auch das mangelnde Interesse der Investoren an dieser Art von Wertpapieren aufgrund der bereits erwähnten schlechteren Bonitätseinstufungen von Unternehmen wider.

Die durchschnittliche Jahresänderungsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ging von 40,3 % im zweiten Quartal 2002 auf 31,5 % im dritten Quartal zurück. Das durchschnittliche Jahreswachstum des Umlaufs blieb in diesem Sektor weiterhin hoch, worin sich möglicherweise die mittlerweile einfachere Finanzierung der Kapitalgesellschaften, darunter auch der MFIs, über zu diesem Sektor gehörende Zweckgesellschaften widerspiegelt. Diese Quelle einer strukturierten Finanzierung profitiert im Allgemeinen von hohen Bonitätseinstufungen.

Was den Sektor der öffentlichen Haushalte anbelangt, so stieg die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen leicht von 4,1 % im zweiten Quartal auf 4,3 % im dritten Quartal. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen erreichte im dritten Quartal einen relativ hohen Stand von 15,5 %, was möglicherweise auf Anreize für die öffentlichen Haushalte, den derzeit niedrigen Stand der Kurzfristzinsen zu nutzen, zurückgeführt werden kann.

Gleichzeitig stieg die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen von 29,9 % im zweiten Quartal auf 33,6 % im dritten Quartal. Dieser Zunahme lag ein Anstieg der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen um 5,3 Prozentpunkte auf 35,1 % sowie ein

Rückgang des durchschnittlichen jährlichen Wachstums des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 38,7 % im zweiten Quartal 2002 auf -14,4 % im dritten Quartal zugrunde. Diese jüngsten Entwicklungen könnten auf eine Verschlechterung der Haushaltslage einiger Gemeinden zurückzuführen sein.

Unterschiedliche Gesamtentwicklung der Finanzierung bei privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Die Jahresrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren des Euro-Währungsgebiets (private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und öffentliche Haushalte) ist Schätzungen zufolge im dritten Quartal 2002 weiter auf etwa 4¾ % gesunken, verglichen mit 5,1 % im zweiten Quartal. Damit setzte sie ihren seit dem ersten Quartal 2001 zu beobachtenden Abwärtstrend fort (siehe Tabelle 3).³ Im Gegensatz zu den vorangegangenen Quartalen dürfte die Jahresänderungsrate bei der langfristigen Fremdfinanzierung etwas zurückgegangen und bei der kurzfristigen Fremdfinanzierung Schätzungen zufolge weiterhin schwach ausgefallen sein.

In der allgemein rückläufigen Jahresrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Sektoren spiegelt sich eine weitere Abnahme des Wachstums der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem Vorjahr wider, während sich die jährlichen Wachstumsraten der Fremdfinanzierung privater Haushalte und öffentlicher Haushalte weitgehend stabilisierten (siehe Abbildung 9). Betrachtet man die längerfristige Entwicklung,

³ Die Entwicklung der Fremdfinanzierung im dritten Quartal 2002 wurde hier auf der Grundlage der in den Geld- und Bankenstatistiken sowie den Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt, da Angaben der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung zu den nichtfinanziellen Sektoren nur bis zum zweiten Quartal 2002 vorliegen. Während die Kreditgewährung der MFIs und die Begebung von Schuldverschreibungen einen guten Schätzwert für die Fremdfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften liefern, liegen Angaben zu von sonstigen Finanzinstituten gewährten Krediten und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften derzeit nur bis zum zweiten Quartal 2002 vor.

Tabelle 3**Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet**

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % ¹⁾	Jahreswachstumsrate ²⁾									
		2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3 ³⁾
Nichtfinanzielle Sektoren	100	6,0	6,6	6,3	6,1	6,1	5,4	4,7	4,5	4,1	.
darunter: langfristige Finanzierung ⁴⁾	85,3	5,6	5,7	5,6	5,3	5,6	5,2	4,6	4,8	4,5	.
Fremdfinanzierung ⁵⁾	80,9	6,6	7,1	7,1	6,8	6,5	6,0	5,3	5,3	5,1	4 3/4
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	14,7	8,4	12,4	11,0	11,4	9,4	6,8	5,2	2,8	1,6	1 3/4
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	66,2	6,2	5,9	6,3	5,7	5,9	5,8	5,4	5,9	5,9	5 1/2
Private Haushalte ^{5) 6)}	21,8	8,8	8,1	7,4	6,5	6,5	5,9	5,7	5,7	5,8	6
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	8,2	7,8	7,9	6,3	3,7	2,2	0,7	-0,4	-0,5	0,1	2
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	91,8	8,9	8,1	7,5	6,8	6,9	6,5	6,3	6,3	6,4	6 1/2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	46,2	7,6	9,5	8,6	8,6	8,4	7,0	5,4	4,2	3,5	.
darunter: langfristige Finanzierung	81,8	6,1	7,1	6,7	6,9	7,3	6,7	5,5	4,9	4,8	.
Fremdfinanzierung ⁵⁾	58,7	11,0	13,5	14,2	14,0	12,5	10,7	8,2	6,4	5,8	5
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	18,2	15,2	22,2	20,1	18,7	14,2	8,5	4,9	1,1	-2,8	-3 1/2
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	40,5	9,1	9,6	11,5	11,8	11,6	11,8	9,9	9,2	10,2	9 1/4
darunter: Kredite	48,4	11,5	14,4	15,0	13,4	11,4	9,5	6,7	5,5	5,6	3 3/4
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	7,0	12,1	13,2	15,4	24,7	26,9	24,2	23,1	15,3	8,6	6
darunter: Pensionsrückstellungen	3,3	3,8	3,5	3,3	3,4	3,5	3,6	2,6	2,7	2,7	.
Börsennotierte Aktien	41,3	4,0	5,2	4,1	4,4	5,0	3,8	2,8	1,9	0,8	.
Öffentliche Haushalte ⁵⁾	31,9	2,1	1,8	1,7	1,4	2,0	2,3	2,7	4,1	4,0	3 3/4
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	14,0	-2,4	-1,5	-2,7	1,5	3,4	6,2	8,3	8,1	11,7	13 1/4
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	86,0	2,8	2,3	2,4	1,4	1,7	1,7	1,9	3,5	2,8	2 1/4
darunter: Kredite	17,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,0	-2,3	-1,2	-0,3	0,5	-0,5	-1 1/2
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	79,3	2,8	2,5	2,5	1,9	2,9	3,0	3,2	4,6	4,6	4 1/2
darunter: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,5	8,1	7,0	2,6	4,9	5,1	5,5	7,7	12,9	13,5	13 3/4

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die ausgewiesenen Quartalswerte zur Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet umfassen die meisten im ESVG 95 festgelegten Kategorien von Forderungen und Verbindlichkeiten. Finanzderivate, Kredite von öffentlichen Haushalten (Staat) und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, nichtbörsennotierte Aktien, sonstige Anteilsrechte sowie sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten sind noch nicht berücksichtigt. Dies gilt auch für Einlagen bei und Kredite von Banken im Ausland. Weitere Einzelheiten finden sich in der Fußnote von Tabelle 6.1 im Statistikeil des Monatsberichts.

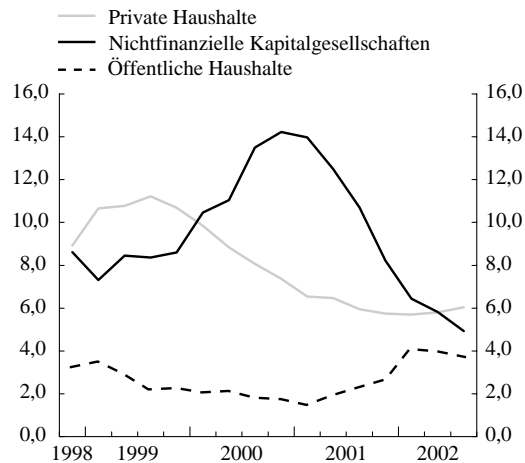
- 1) Stand am Ende des zweiten Quartals 2002. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-) Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-) Finanzierung des Sektors und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Die Jahreswachstumsraten errechnen sich aus dem Verhältnis zwischen dem kumulativen Finanzierungsbetrag der letzten vier Quartale und dem Anfangsbestand.
- 3) Die Angaben für das dritte Quartal 2002 wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.
- 4) Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- 5) 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.
- 6) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

so hat sich der Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte vor dem Hintergrund des gedämpften Wirtschaftswachstums im Euro-Raum seit dem letzten Jahr erhöht, während die Fremdfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften abnahm. Dies lässt sich vor allem an der Kurzfristfinanzierung erkennen, die empfindlicher auf Konjunkturschwankungen reagiert als die langfristige Fremdfinanzierung.

Die Jahresrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte lag im dritten Quartal 2002 Schätzungen zufolge bei rund 6 %. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe der MFIs, auf die über 90 % der gesamten Kreditvergabe an private Haushalte entfallen, erholte sich im Jahresverlauf etwas und erreichte im dritten Quartal 5,9 % (siehe Tabelle 4 und Abbildung 10).

Abbildung 9**Fremdfinanzierung der nicht-finanziellen Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

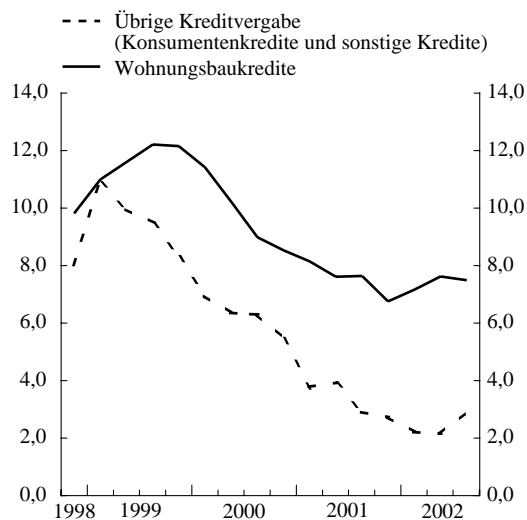


Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

Abbildung 10**Aufschlüsselung der Kreditvergabe an private Haushalte nach Verwendungszweck**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Nach einem längeren Rückgang der Jahresänderungsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung bis zum ersten Quartal 2002 war bei den kurzfristigen Krediten an private Haushalte wieder eine leichte Erholung zu ver-

zeichnen. Gleichzeitig blieb die Jahresrate der langfristigen Fremdfinanzierung privater Haushalte, auf die mehr als 90 % der gesamten Kreditvergabe an private Haushalte entfallen und die vor allem aus Hypotheken besteht,

Tabelle 4**MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	47,7	9,1	7,5	6,1	5,0	4,7	3,7
Bis zu 1 Jahr	33,8	10,4	5,2	2,0	-1,6	-2,9	-2,4
Mehr als 1 Jahr	66,2	8,3	8,9	8,5	8,8	9,1	7,1
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,1	10,8	9,9	12,6	12,3	12,7	9,3
Mehr als 5 Jahre	49,1	7,5	8,6	7,2	7,7	7,9	6,3
Private Haushalte²⁾	52,3	6,2	5,9	5,3	5,4	5,7	5,9
Konsumentenkredite ³⁾	16,0	5,2	3,6	3,6	4,3	3,6	4,3
Wohnungsbaukredite ³⁾	66,0	7,6	7,6	6,8	7,2	7,6	7,5
Sonstige Kredite	18,1	2,9	2,3	2,0	0,5	0,9	1,7

Quelle: EZB, Geld- und Bankenstatistiken.

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 dritten 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.

weitgehend stabil. Die weiterhin recht starke Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten muss vor dem Hintergrund der im historischen Vergleich niedrigen Hypothekenzinsen und dem relativ deutlichen Anziehen der Immobilienpreise in einigen Ländern des Euroraums gesehen werden.

Infolge der robusten Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte war während der letzten Quartale weiterhin ein leichter Anstieg der Schuldenquote der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet gemessen am BIP zu verzeichnen (siehe Abbildung 11).

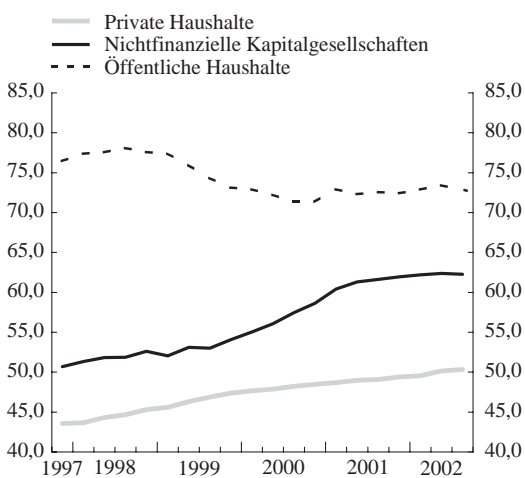
Die Jahresrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ging im dritten Quartal weiter auf rund 5 % zurück, verglichen mit 5,8 % im zweiten Quartal. Bei fast 70 % der ausstehenden Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften handelt es sich um MFI-Buchkredite. Letztere setzten ihren Abwärtstrend fort und erreichten im dritten

Quartal eine Jahreswachstumsrate von 3,7 %, nach 4,7 % im Vorquartal (siehe Tabelle 4).

Die jährliche Wachstumsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften blieb im dritten Quartal negativ; gleichzeitig ging die Vorjahrsrate der langfristigen Fremdfinanzierung Schätzungen zufolge von 10,2 % im zweiten Quartal auf rund 9 % zurück. Dies war auf die Entwicklung sowohl bei den langfristigen Buchkrediten als auch bei der Emission langfristiger Schuldverschreibungen zurückzuführen. Im Rückgang der Jahresänderungsrate der Fremdfinanzierung spiegeln sich wahrscheinlich zu einem großen Teil die verhaltenen realen Investitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor dem Hintergrund der schwachen Nachfrage und niedriger Unternehmensgewinne wider. Darüber hinaus könnten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften es für notwendig erachtet haben, ihre Verschuldung zu reduzieren, um so ihre Bilanz zu verbessern. Ferner kann nicht ausgeschlossen werden, dass Faktoren wie die schlechtere Ertragslage der Unternehmen und der Wertverlust der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen Finanzaktiva aufgrund der gefallenen Aktienkurse die Banken dazu veranlasst haben, bei ihrer Kreditvergabe etwas zurückhaltender zu agieren. Infolge dieser Entwicklung hat sich die Relation der Schulden nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zum BIP weitgehend stabilisiert (siehe Abbildung 11).

Angaben zur Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften über die Begebung börsennotierter Unternehmensanteile liegen nur bis zum zweiten Quartal 2002 vor. Das jährliche Wachstum der Emission börsennotierter Aktien ging weiter zurück und belief sich im zweiten Quartal auf 0,8 %, nach 1,9 % im ersten Quartal dieses Jahres (siehe Abbildung 12). Hinter diesem Rückgang verbargen sich höchstwahrscheinlich die verhaltene reale Investitionstätigkeit sowie die anhaltenden Kursverluste, die für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu gestiegenen Kosten bei der Aktienfinanzierung führten (siehe auch Kasten 5).

Abbildung 11
Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren
(in %)

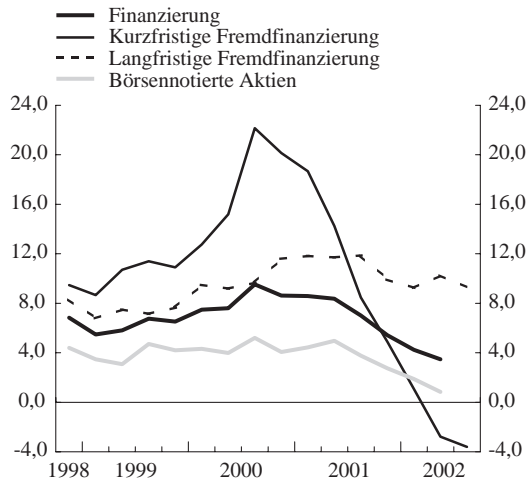


Quelle: EZB.

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 12 Kurzfristige und langfristige Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

Die Jahresrate der Fremdfinanzierung der öffentlichen Haushalte war während der letzten Quartale weitgehend stabil und betrug rund 4 %. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung ist Schätzungen zufolge weiter gestiegen (von 11,7 % im zweiten Quartal auf rund 13 % im dritten Quartal), während sich das jährliche Wachstum der langfristigen Schuldfinanzierung im Jahresverlauf 2002 etwas gemäßigt hat. Darin ist die Tendenz der öffentlichen Haushalte zu erkennen, zusätzlichen Finanzierungsbedarf durch kurzfristige Finanzierungsinstrumente zu decken und dabei das niedrige Niveau der Kurzfristzinsen zu nutzen.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken rückläufig

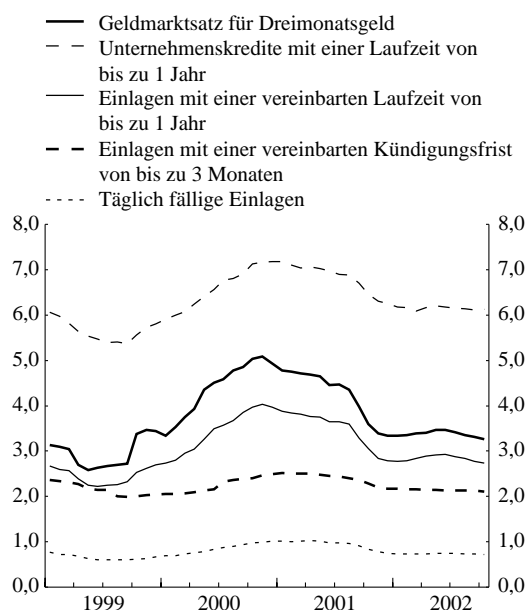
Während das durchschnittliche Zinsniveau der kurzfristigen Unternehmenskredite und der Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr im Jahresverlauf weitgehend unverändert geblieben war, lag es im Oktober 2002 rund 20 Basispunkte unter dem Vorjahrsstand. Im Vergleich dazu fiel der Geld-

marktsatz für Dreimonatsgeld im gleichen Zeitraum um 34 Basispunkte. Beim durchschnittlichen Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für täglich fällige Einlagen und für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten betrug der Rückgang weniger als 20 Basispunkte (siehe Abbildung 13). Dies entspricht der in der Regel nur beschränkten Anpassung dieser Zinssätze an die Geldmarktsätze.

Infolge des seit Mai 2002 verzeichneten deutlichen Rückgangs der Staatsanleiherenditen waren die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken am langen Ende des Laufzeitspektrums zwischen Mai und Oktober dieses Jahres rückläufig (siehe Abbildung 14). In diesem Zeitraum 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 mehr als 50 Basispunk-

Abbildung 13 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

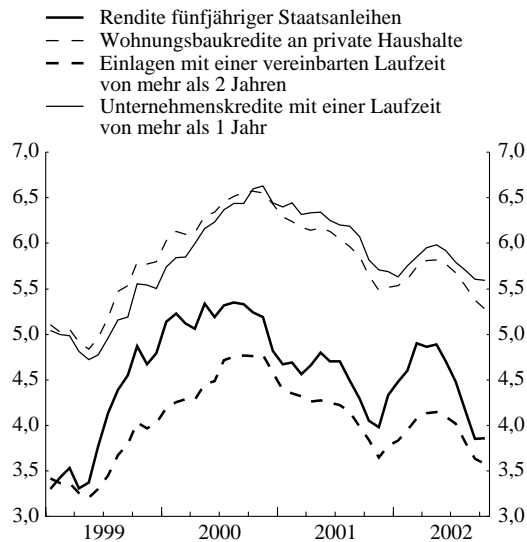


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Abbildung 14
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.

te und die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr um 40 Basispunkte. Gleichzeitig wurde bei den Renditen fünfjähriger Staatsanleihen ein Rückgang um etwa 100 Basispunkte verzeichnet. Folglich vergrößerte sich der Spread zwischen Staatsanleihenrenditen und Kreditzinsen für Unternehmen in den vergangenen Monaten leicht. Neben den üblichen Verzögerungen bei der Anpassung der Zinsen im Kundengeschäft der Banken an die Marktzinsen spiegeln sich hierin möglicherweise auch die steigenden Kreditrisiken der Unternehmen wider. Auch am Markt für Unternehmensanleihen konnte bis Oktober eine gewisse Vergrößerung der Spreads beobachtet werden (siehe Abbildung 22).

Geldmarktzinsen in den vergangenen Monaten gesunken

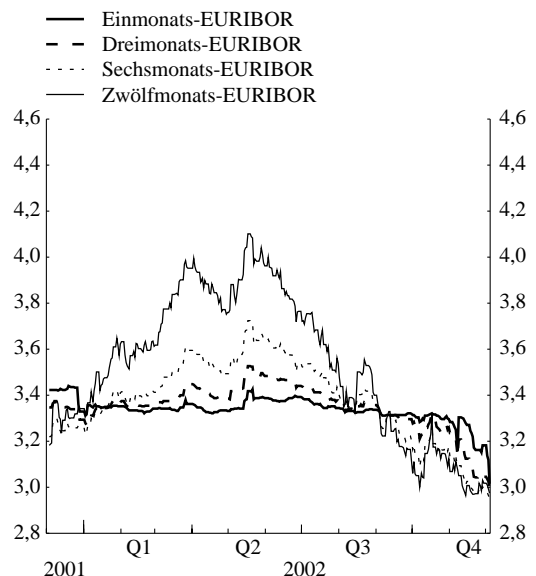
In den vergangenen Monaten setzten die Geldmarktzinsen den seit Mitte Mai dieses

Jahres verzeichneten rückläufigen Trend fort. Der Rückgang dieser Zinssätze war bei den längeren Laufzeiten am ausgeprägtesten (siehe Abbildung 15). Infolgedessen flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) seit Mitte Mai kontinuierlich ab und wies Anfang September einen inversen Verlauf auf. Darin spiegelt sich wider, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich der zukünftigen Kurzfristzinsen allmählich nach unten korrigiert haben. Nachdem der Einmonats-EURIBOR ebenfalls gesunken war, wies die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt am 4. Dezember dieses Jahres jedoch wieder einen nahezu flachen Verlauf auf.

Abgesehen von einigen temporären Ausnahmen bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz in den vergangenen Monaten leicht über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 %. Auch die Zweiwochen-Geldmarktsätze blieben weitgehend unverändert und lagen zumeist geringfügig über dem Mindestbietungssatz. Der marginale und

Abbildung 15
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten 3

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

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

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	30/10/2002	13/11/2002	101,9	57,0	1,79	270	3,25	3,29	3,29
HRG	06/11/2002	20/11/2002	104,4	87,0	1,20	241	3,25	3,25	3,26
HRG	13/11/2002	27/11/2002	85,0	51,0	1,67	243	3,25	3,28	3,28
HRG	20/11/2002	04/12/2002	120,3	99,0	1,22	263	3,25	3,27	3,29
LRG	31/10/2002	30/01/2003	27,8	15,0	1,85	163	-	3,22	3,34

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz lag beim ersten Geschäft der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bei 3,29 % und ging bei dem am 6. November abgewickelten Geschäft auf 3,25 % zurück, stieg aber bei den beiden folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäften wieder auf 3,28 % bzw. 3,27 % an.

Der EONIA bewegte sich mit Ausnahme von drei Geschäftstagen durchweg zwischen 3,28 % und 3,30 %. Am 31. Oktober stieg er aufgrund eines Ultimoeffekts auf 3,34 %, und am 7. November fiel er zeitweilig auf 3,25 %. Am letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode erhöhte sich der EONIA auf 3,49 % und spiegelte leicht angespannte Liquiditätsbedingungen wider.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Oktober bis 23. November 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	192,6	0,1	+192,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	147,5	-	+147,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,1	0,0
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	372,1	435,4	-63,3
Banknotenumlauf	-	334,0	-334,0
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	42,8	-42,8
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	372,1	-	+372,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	58,6	-58,6
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			129,3
(d) Mindestreserve-Soll			128,7

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete insgesamt mit einer geringfügigen Nettoanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 1,4 Mrd € (am Freitag, dem 22. November, erfolgte eine Nettoanspruchnahme in Höhe von 0,7 Mrd €, die am Samstag, dem 23. November, automatisch kumulierte). Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,6 Mrd €.

Der liquiditätsabschöpfende Nettoeffekt der autonomen, d. h. nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden, Faktoren betrug durchschnittlich 63,3 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 54,4 Mrd € und 73,6 Mrd €. Die größte Abweichung zwischen der veröffentlichten Schätzung und den tatsächlichen Zahlen trat in der Zeit vom 28. Oktober bis 5. November auf und belief sich auf 1,7 Mrd €.

der durchschnittliche Zuteilungssatz schwankten bei den in den letzten Monaten abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems zwischen 3,28 % und 3,29 % (siehe Kasten 3).

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR waren in den vergangenen Monaten rückläufig. Zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember gingen diese Raten um 28 bzw. 27 Basispunkte zurück und beliefen sich schließlich auf 3,02 % bzw. 2,99 %. Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt kehrte sich die Steigung (gemessen als Differenz zwischen dem Dreimonats- und dem Einmonats-EURIBOR) Mitte September ins Negative und belief sich am 4. Dezember auf -3 Basispunkte.

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 28. November abgewickelten Refinanzierungsgeschäft betrugen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,02 % bzw. 3,04 %. Sie lagen damit beide 20 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 31. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts und 21 bzw. 22 Basispunkte unter den Sätzen des am 26. September abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

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

Monaten stärker und setzten damit den seit Mai dieses Jahres zu beobachtenden deutlich rückläufigen Trend fort. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Mitte Mai positiv gewesen war und bei rund 70 Basispunkten gelegen hatte, flachte sich zusehends ab und wies Anfang September einen inversen Verlauf auf. Zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember gingen der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 23 bzw. 15 Basispunkte zurück und lagen schließlich bei 2,95 % bzw. 2,98 %.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in den Jahren 2002 und 2003 zum Ausdruck kommen, gingen in den letzten Monaten ebenfalls zurück. Im Vergleich zu Anfang September gingen die Marktteilnehmer am 4. Dezember von deutlich niedrigeren Kurzfristzinsen im kommenden Jahr aus (siehe Abbildung 16). Zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember veränderten sich die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, allerdings nur geringfügig. Am 4. Dezember lagen die Zinssätze für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002 sowie März, Juni und September 2003 bei 2,93 %, 2,85 %, 2,89 % bzw. 3,01 % (weitere Einzelheiten zum Informationsgehalt des Handelsvolumens von EURIBOR-Terminkontrakten finden sich in Kasten 4).

Kasten 4

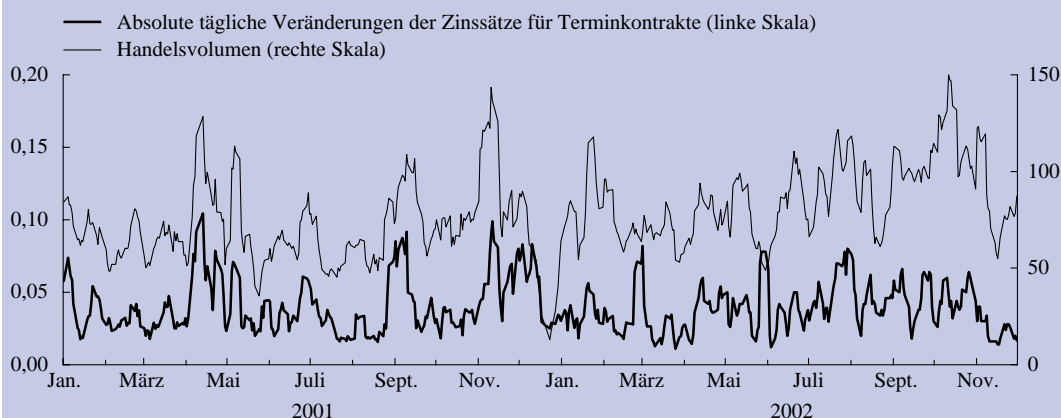
Informationsgehalt des Handelsvolumens von EURIBOR-Terminkontrakten

Die Entwicklung der Kurse und des Handelsvolumens an den Finanzmärkten kann Aufschluss darüber geben, wie die Marktteilnehmer auf Wirtschaftsnachrichten reagieren. In diesem Kasten wird die Entwicklung der Kurse, des Handelsvolumens und der Volatilität am Markt für Terminkontrakte auf die EURIBOR-Zinssätze an der London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) analysiert.

Grundsätzlich ist zu erwarten, dass das Transaktionsvolumen von Finanzterminkontrakten auf Geldmarktsätze hoch ist, wenn Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden oder wenn die Unsicherheit zunimmt. Im ersten Fall würde ein Anstieg der Transaktionen darauf hinweisen, dass die Marktteilnehmer ihre Positionen an die neuen Informationen angepasst haben. Im zweiten Fall könnte er eine stärkere Nachfrage nach Hedging-Möglichkeiten mittels Terminkontrakten bzw. den Versuch von Spekulanten signalisieren, von der größeren Unsicherheit zu profitieren. Daher kann eine Analyse der Handelsentwicklung interessante Erkenntnisse über die Reaktionen der Marktteilnehmer auf neue Informationen und Veränderungen der Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftsaussichten vermitteln.

Abbildung A: Tägliches Handelsvolumen an der LIFFE und absolute tägliche Veränderungen der Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(Basispunkte; tausend Kontrakte; zentrierter gleitender Fünftagesdurchschnitt)



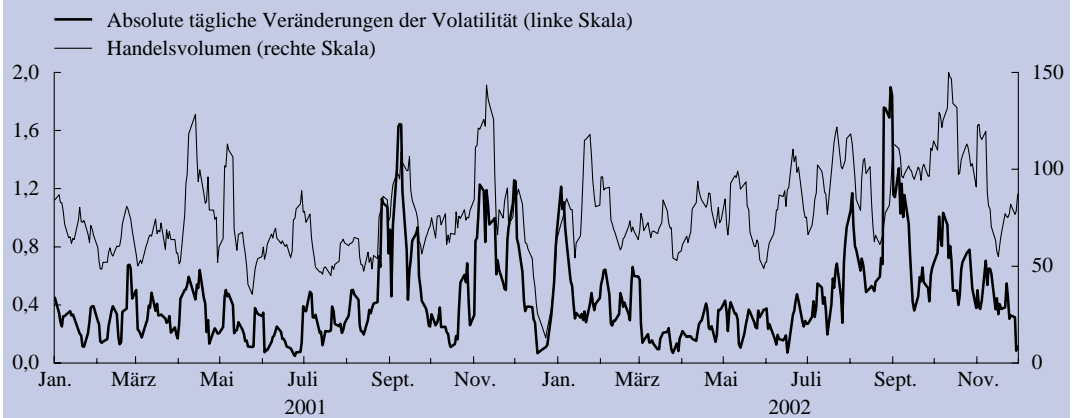
Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Handelsvolumen errechnet sich aus dem Durchschnitt der vier Terminkontrakte mit der kürzesten Restlaufzeit, wobei der nächstfällige Kontrakt einen halben Monat vor Fälligkeit ersetzt wird. Indem man diesen Durchschnitt heranzieht, anstatt einen einzelnen Kontrakt zu ersetzen, verringert sich der durch die Ersetzung von Terminkontrakten verursachte Restlaufzeit-Effekt (siehe auch Kasten 2 „Messgrößen der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf kurzfristige Zinssätze“ im Abschnitt „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ im Monatsbericht vom Mai 2002).

Abbildung A zeigt das tägliche Handelsvolumen und die absoluten täglichen Veränderungen der Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte. Aufgrund der hohen Variabilität der täglichen Veränderungen wurden beide Zeitreihen als zentrierter Durchschnitt über Fünftageszeiträume geglättet. Aus der Abbildung geht hervor, dass eine positive Relation zwischen dem Handelsvolumen und den absoluten Veränderungen der impliziten Zinssätze für Terminkontrakte besteht, wobei der Korrelationskoeffizient 0,47 beträgt. Die Relation ist besonders ausgeprägt bei den Spitzenwerten, was darauf hindeutet, dass Änderungen der Zinssätze für Terminkontrakte, die möglicherweise auf die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten zurückzuführen sind, den Marktteilnehmern Anreize bieten, neue Positionen aufzubauen, und zwar unabhängig davon, ob sich die Zinssätze nach oben oder nach unten bewegen.

Abbildung B zeigt das tägliche Handelsvolumen und die geglätteten absoluten täglichen Veränderungen der impliziten Volatilität aus Zinsoptionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte. Letztere kann als Indikator

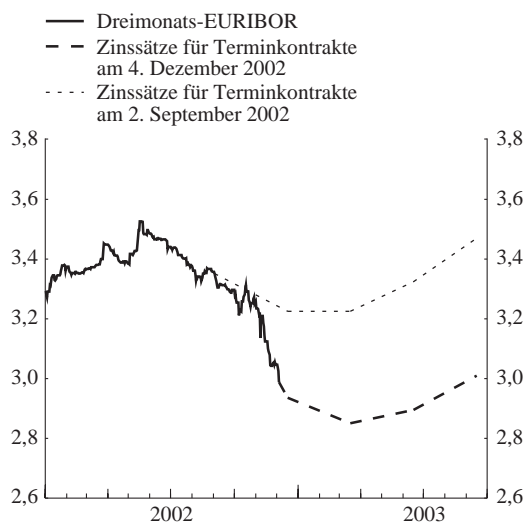
Abbildung B: Tägliches Handelsvolumen an der LIFFE und absolute tägliche Veränderungen der impliziten Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte
(in % p.a.; tausend Kontrakte; zentrierter gleitender Fünftagesdurchschnitt)



Quellen: Reuters, Bloomberg und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Berechnung des Handelsvolumens ist Abbildung A zu entnehmen.

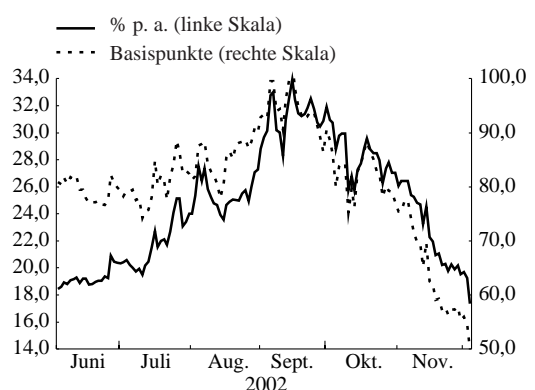
der zukünftigen Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Geldmarktsätze gelten. Die Relation ist positiv, wobei der Korrelationskoeffizient 0,32 beträgt. Obwohl die absoluten Veränderungen der impliziten Volatilität weniger stark mit dem Handelsvolumen korrelieren als der implizite Zinssatz für Terminkontrakte, ist ein Gleichlauf, insbesondere bei Spitzenständen, klar erkennbar. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer auf Veränderungen der Unsicherheit reagieren, indem sie ihre Positionen am Markt verändern.

Abbildung 16
Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 17
Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im März 2003
(in % p.a.; Basispunkte; 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).

In der Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im März 2003 abgeleitet wird, schlägt sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der erwarteten künftigen Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR im Zeitraum bis zum Fälligkeitsdatum im März 2003 nieder. Während sich die Volatilität im September 2002 kaum veränderte, ging sie im Oktober und November dieses Jahres merklich zurück, was auf eine geringere Unsicherheit hinsichtlich der kurzfristigen Geldmarktsätze in den nächsten Monaten schließen lässt (siehe Abbildung 17).

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum im November stabil

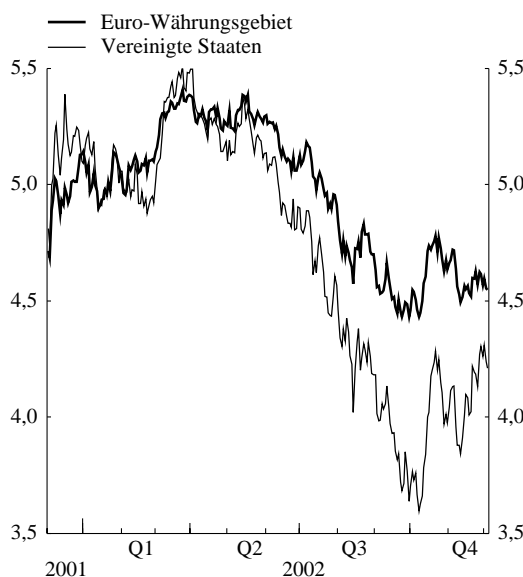
Im Oktober erholten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten wieder, nachdem sie zwischen Mitte Mai und Ende September hauptsächlich aufgrund von Portfolioumschichtungen aus den sehr volatilen Aktienmärkten in sichere Anlageformen merklich zurückgegangen waren. In den Vereinigten Staaten setzte sich dieser Aufwärtstrend auch im November fort. Ursache hierfür dürfte das Nachlassen der Unsicherheit am Aktienmarkt sowie die weniger pessimistische Einschätzung der Wachstumsaussichten seitens der Marktteilnehmer sein. Im Eurogebiet hingegen waren im November insgesamt nur geringfügige Änderungen bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen zu verzeichnen. Zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember verharrten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum auf einem Stand von rund 4,6 %. Im Gegensatz dazu stiegen sie in den Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum um rund 20 Basispunkte auf etwa 4,2 %. Damit verkleinerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember um etwa 35 Basispunkte auf zuletzt rund -30 Basispunkte.

In den vergangenen Monaten waren die Bedingungen an den US-Anleihemärkten sehr

volatil, da Anleger ihre Aktienbestände auf- und abbauten. Nach Juni gingen die Anleiherenditen zunächst deutlich zurück, da Investoren ihre Mittel aus den volatilen Aktienmärkten abzogen. Der Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen dürfte durch technische Faktoren (etwa Hedging-Strategien von amerikanischen Wohnungsbaugesellschaften) verstärkt worden sein. Im Oktober war ein Wiederanstieg der Renditen zu beobachten, der wohl vor allem durch Portfolioumschichtungen aus den Anleihemärkten zurück in die Aktienmärkte ausgelöst wurde. Grund für diese Umschichtungen dürften unter anderem die besser als erwartet ausgefallenen Gewinnmeldungen einiger US-Unternehmen für das dritte Quartal und die günstigeren Wirtschaftsdaten gewesen sein. Allerdings wurde die Erholung der Renditen durch den Beschluss des Offenmarktausschusses vom 6. November etwas gedämpft; dieser beschloss, den Zielzinssatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte auf 1,25 % zu senken, wobei diese Verringerung stärker ausfiel als von den

Abbildung 18
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.

Marktteilnehmern erwartet. Mit dem Anstieg der amerikanischen Anleiherenditen ging ein Rückgang des Abstands zwischen den Renditen für Anleihen von Unternehmen mit einem BBB-Rating und den Staatsanleiherenditen im Oktober und November einher (siehe Abbildung 22).

Die Steigerung der nominalen Anleiherenditen nach Ende September fiel mit dem Anstieg der realen Renditen indexgebundener Anleihen in den Vereinigten Staaten zusammen. Die Zunahme der Realrenditen war auf eine Reihe von Wirtschaftsdaten zurückzuführen, die den Optimismus der Marktteilnehmer bezüglich der langfristigen Wachstumsaussichten gestärkt haben dürften. Da der Anstieg bei den realen Renditen geringer war als bei der nominalen Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen, erhöhte sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Differenz dieser beiden Renditen errechnet, zwischen Ende September und dem 4. Dezember um rund 10 Basispunkte. Diese Entwicklung könnte darauf hindeuten, dass es nach September auch eine gewisse Aufwärtskorrektur bei den langfristigen Inflationserwartungen gab. Trotz des Aufwärtstrends in den vergangenen Monaten lagen die nominalen Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen immer noch rund 90 Basispunkte unter ihrem Stand vom 31. Dezember 2001 (siehe Abbildung 18).

Mit dem Anstieg der langfristigen Anleiherenditen nach dem September ging ein allmählicher Rückgang der Unsicherheit an den Anleihemärkten einher, die in der impliziten Volatilität der Terminkontrakte auf zehnjährige US-Staatsanleihen zum Ausdruck kommt; diese fiel um fast 1 Prozentpunkt und lag am 4. Dezember bei 8,5 % (siehe Abbildung 19). Dies scheint darauf hinzudeuten, dass die Marktteilnehmer nach der Erholung der Anleiherenditen dem Eintreten weiterer extremer Schwankungen eine geringere Wahrscheinlichkeit zumaßen.

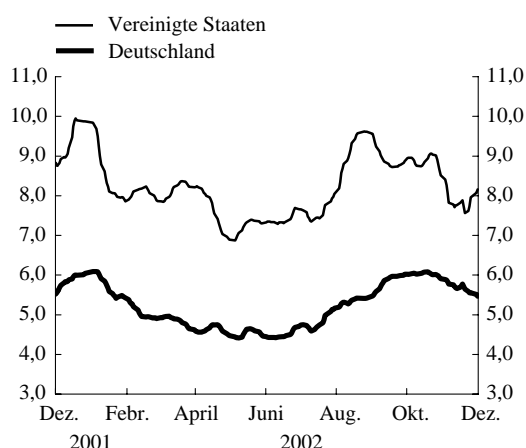
In Japan vollzog sich die Entwicklung an den Anleihemärkten in jüngster Zeit weitgehend losgelöst von globalen Trends. Im Oktober

gingen die Anleiherenditen dort streckenweise zurück. Dazu hatten Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Problem notleidender Kredite im Bankensystem sowie die angesichts rückläufiger Aktienkurse von den Anlegern vorgenommenen Portfolioumschichtungen in sichere Anlageformen beigetragen. Im November war dann eine moderate Entwicklung an den Anleihemärkten zu verzeichnen. Zwischen Ende Oktober und dem 4. Dezember blieben die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen weitgehend unverändert und lagen am Ende dieses Zeitraums bei rund 1 %.

Im Euro-Währungsgebiet veränderten sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen im November nur wenig, nachdem sie im Vormonat teilweise aufgrund von Portfolioumschichtungen von Anleihen hin zu Aktien stark angestiegen waren. Gleichermäßen blieben nach einer Aufwärtsbewegung im Oktober die realen Anleiherenditen, gemessen an den Renditen indexgebundener (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter)

Abbildung 19 Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

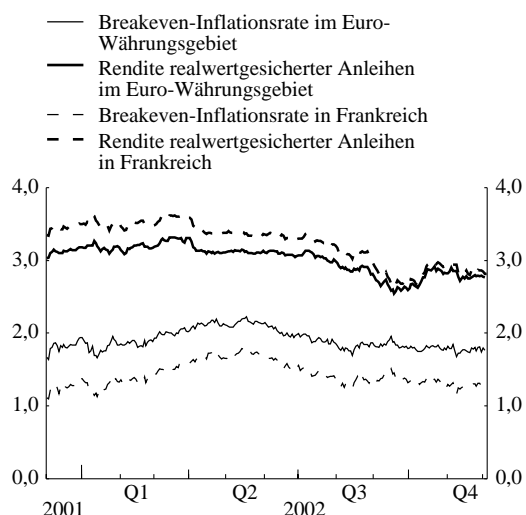
Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen stellen die implizite Volatilität aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf verlängert wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts,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

zehnjähriger französischer Anleihen, im November weitgehend stabil (siehe Abbildung 20). Auch bei der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld gab es kaum Veränderungen (siehe Abbildung 21). In dieser Entwicklung spiegelt sich offensichtlich die Markteinschätzung wider, dass die jüngst veröffentlichten Wirtschaftszahlen nicht zu einer wesentlich veränderten Beurteilung der längerfristigen Wachstumsperspektiven geführt haben.

Eine längerfristige Betrachtung ergibt, dass die nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet weiter um etwa 60 Basispunkte unter ihrem Niveau vom 31. Dezember 2001 lagen. Gleichzeitig haben sich die Markterwartungen hinsichtlich der längerfristigen Inflationsaussichten in den letzten Monaten offensichtlich nicht nennenswert geändert. Am 4. Dezember befand sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an den HVPI des Eu-

Abbildung 20 Breakeven-Inflationsraten

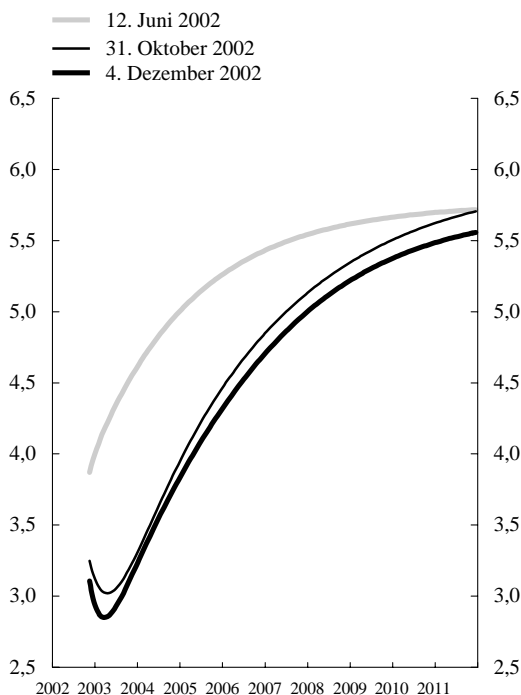
(in %; Tageswerte)



Quellen: Reuters, Französisches Schatzamt und ISMA.
Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen in Frankreich und im Euro-Währungsgebiet werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI oder den HVPI des Euroraums (jeweils ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009 bzw. 2012 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen der Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wurden auf Seite 18 ff. des Monatsberichts vom Februar 2002 dargelegt.

Abbildung 21 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.
Anmerkung: Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete 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.

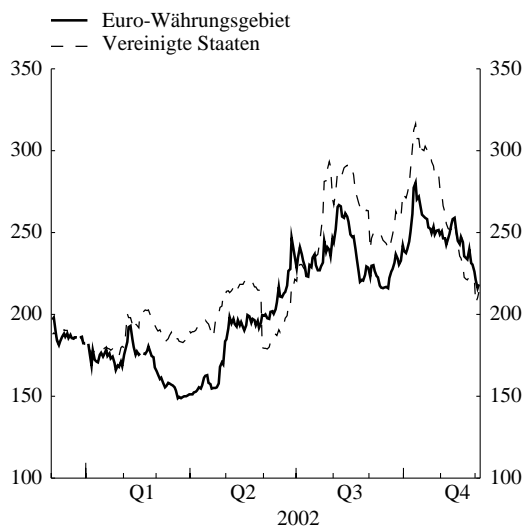
rogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, mit 1,8 % in der Nähe ihres diesjährigen Tiefpunkts. Damit lag sie rund 40 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom Mai 2002 (siehe Abbildung 20).

Die an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf deutsche Staatsanleihen gemessene Unsicherheit am Anleihemarkt im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten etwas verringert. Die implizite Volatilität im Euro-Währungsgebiet belief sich am 4. Dezember auf 5,1 % und lag damit ganz in der Nähe ihres Durchschnitts der letzten beiden Jahre (siehe Abbildung 19).

Anzeichen für eine Stabilisierung der Anleihemarktbedingungen im Euroraum waren

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

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



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

auch am Markt für Unternehmensanleihen zu erkennen. Im Oktober und im November sind die Renditeabstände zwischen den von Unternehmen mit BBB-Rating begebenen Anleihen und zehnjährigen Staatsanleihen im Euroraum drastisch gefallen (siehe Abbildung 22).

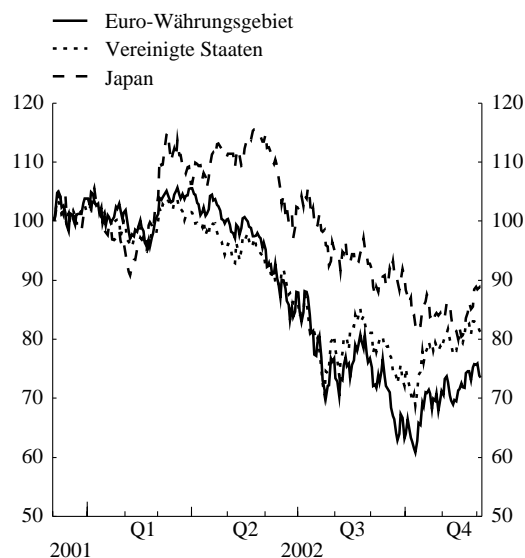
Rückgang der Unsicherheit an den Aktienmärkten im November

Seit Mitte Mai waren weltweit an den Aktienmärkten schwere Turbulenzen zu beobachten. Diese spiegelten sich in der äußerst großen Unsicherheit (gemessen an der aus Optionen auf die marktbreiten Aktienindizes abgeleiteten impliziten Volatilität) wider, die mit dem vor Anfang Oktober verzeichneten allgemeinen Rückgang der Aktienkurse einherging. Mit dem anschließenden deutlichen Wiederanstieg der Aktienkurse allerdings nahm diese Unsicherheit deutlich ab und kehrte bis Ende November auf ein zuletzt im Mai beobachtetes Niveau zurück.

Die nach den starken Einbrüchen der Vormonate im Oktober wieder einsetzende Erholung an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten hielt, wenn auch mit leicht gedrosselem Tempo, im November weiter an. Der Anstieg der Aktienkurse vollzog sich vor dem Hintergrund von Meldungen über besser als erwartet ausfallende Quartalsgewinne der Unternehmen sowie einiger Datenveröffentlichungen, die nach Einschätzung der Marktteilnehmer auf eine verbesserte Konjunkturperspektive insbesondere in den Vereinigten Staaten hindeuteten. Sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten stiegen die Aktienkurse von Ende Oktober bis zum 4. Dezember – gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index bzw. am Standard-&-Poor's-500-Index – um jeweils 3 % (siehe Abbildung 23). In Japan legte der Nikkei 225 im selben Zeitraum nach einem deutlichen Rückgang im Oktober um 4 % zu. Analog zu den steigenden Aktienkursen ging die Unsicherheit, gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität, auf ein Niveau nahe der

Abbildung 23
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

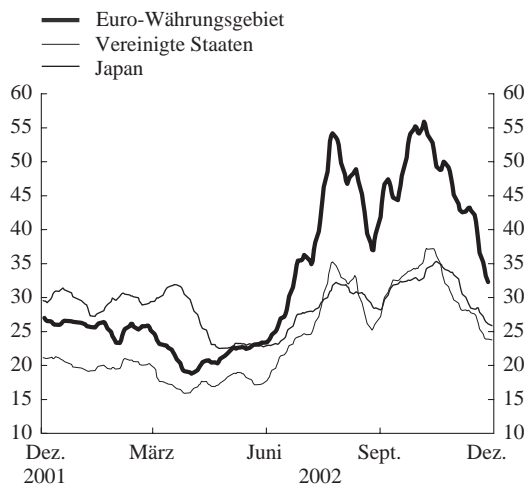
(Index: 1. Dezember 2001 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 24
Implizite Aktienkursvolatilität im
Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten
Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.

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

in den letzten zwei Jahren verzeichneten Durchschnitte zurück (siehe Abbildung 24).

In den Vereinigten Staaten schwächte sich der Aufwärtstrend der Aktienkurse im November verglichen mit dem Vormonat etwas ab. Der anhaltende Anstieg der Aktienkurse vollzog sich vor dem Hintergrund von die Erwartungen übersteigenden Gewinnmeldungen einiger großer US-Unternehmen, in denen sich zum Teil die im zurückliegenden Jahresverlauf unternommenen tief greifenden Maßnahmen zur Kostenreduzierung widerspiegelten sowie die Einschätzung der Marktteilnehmer, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten leicht verbessert haben. Der Rückgang der Unsicherheit schlug sich in einer Verringerung der (von Optionen auf den Standard-&Poors's-500-Index abgeleiteten) impliziten Volatilität um 2 Prozentpunkte auf 26 % seit Ende Oktober nieder. Am 4. Dezember 2002 lag diese Messgröße der Unsi-

cherheit lediglich 3 Prozentpunkte über ihrem Durchschnitt der letzten zwei Jahre.

Die Aktienkurse in Japan haben während der letzten Monate offenbar landesspezifische Faktoren widerspiegelt. Insbesondere die Beunruhigung der Marktteilnehmer über die finanzielle Fragilität und die anhaltende Unsicherheit hinsichtlich einer Lösung des Problems der notleidenden Bankenkredite lasteten im Oktober und Anfang November, als sich die Aktienmärkte im Euroraum und den Vereinigten Staaten wieder erholten, weiter auf den Aktienkursen. Mitte November setzte dann eine Trendwende ein, und die Aktienkurse zogen angesichts eines sich leicht abschwächenden Yen und einiger positiver Gewinnmeldungen großer Banken und Technologieunternehmen wieder an. Infolgedessen verzeichnete der Nikkei 225 im November den ersten Monatszuwachs seit einem halben Jahr. Die an der impliziten Volatilität aus Optionen auf den Nikkei 225 gemessene Unsicherheit nahm im November und Anfang Dezember weiter ab und erreichte einen Stand, der 4 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag.

Im Euro-Währungsgebiet zogen die Aktienkurse im Oktober und November etwas stärker an als in den Vereinigten Staaten. Diese Entwicklung fand in einem Umfeld relativ einheitlicher Signale hinsichtlich der künftigen Unternehmenserträge und Konjunktur statt und dürfte auch im Zusammenhang mit den drastischen Einbrüchen in den vorangegangenen Quartalen zu sehen sein. Darüber hinaus könnte die Stimmungsaufhellung unter den Marktteilnehmern ein Signal für eine Verringerung der so genannten Aktienrisikoprämie sein. Dies spiegelte sich teilweise in einem Rückgang der (an der impliziten Volatilität aus Optionen auf den Euro-STOXX-Index gemessenen) Unsicherheit wider. Am 4. Dezember lag die implizite Aktienkursvolatilität bei 34 % und somit 8 Prozentpunkte niedriger als Ende Oktober, jedoch noch 5 Prozentpunkte über ihrem Zweijahresdurchschnitt (siehe Abbildung 24).

Der Anstieg des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index fand auf breiter Front statt und erstreckte sich auf nahezu alle Branchen (siehe Tabelle 5). Insbesondere die Aktienkurse von Unternehmen aus dem Telekommunikations-, Technologie- und Finanzsektor zogen im Oktober und November kräftig an. Damit wurden die in den Vorquartalen in diesen Bereichen erlittenen schweren Verluste teilweise wieder ausgeglichen. Insgesamt lieferten diese drei Sektoren den größten Beitrag zum Aufwärtstrend des marktbreiten Aktienpreisindex während der letzten zwei Monate.

Der Wiederanstieg der Aktienkurse von Telekommunikations- und Technologieunternehmen sollte zum Teil vor dem Hintergrund der dramatischen Einbrüche im Verlauf der letzten beiden Jahre gesehen werden. Zudem dürften sich auch aufgrund tief greifender

Kostenreduzierungsmaßnahmen und Umschuldungen insbesondere in einer Vielzahl von Telekommunikationsfirmen die kurzfristigen Ertragsaussichten verbessert haben. Darüber hinaus schlugen wahrscheinlich günstige Gewinnmeldungen von US-Technologieunternehmen bei den Aktienkursen von Technologiefirmen im Euroraum positiv zu Buche. Der Anstieg der Aktienkurse von Finanzunternehmen ist wohl teilweise auf die Tatsache zurückzuführen, dass die im dritten Quartal des Jahres aufkeimenden Bedenken hinsichtlich der Ertragsstärke im Bankenumfeld und bei Versicherungsunternehmen in jüngerer Zeit etwas abgeklungen sind. Der Aktienindex von Unternehmen im Technologiesektor gewann von Ende September bis zum 4. Dezember 49 % hinzu, während im gleichen Zeitraum die Aktienindizes von Unternehmen aus dem Telekommunikations- und Finanzsektor um 34 % bzw. 22 % anstiegen.

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	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Kursveränderung											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2001 Q3	-19,2	-29,0	-13,3	-14,2	-22,7	-12,0	-23,5	-37,9	-26,5	-7,4	-22,4
2001 Q4	15,4	26,8	6,0	5,5	9,7	1,9	17,5	58,0	21,7	-1,4	15,4
2002 Q1	8,5	2,1	1,6	10,4	4,1	-10,1	7,8	-3,2	-10,0	-0,4	1,6
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
Oktober	4,9	12,3	4,7	4,2	16,1	9,9	2,8	38,0	24,7	1,3	12,6
November	10,1	7,4	-3,2	0,5	9,4	-3,9	10,5	11,9	9,4	2,7	6,2
Ende Sept. bis 4. Dez. 2002	13,7	15,8	0,6	1,8	22,4	3,1	10,4	49,2	33,7	4,3	16,3
Volatilität											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2001 Q3	31,3	34,3	22,0	33,3	35,5	29,1	25,5	53,6	40,0	24,6	29,7
2001 Q4	21,2	32,6	17,3	34,8	26,8	20,9	23,4	54,8	37,6	17,0	26,3
2002 Q1	13,0	20,7	10,3	18,3	18,8	20,2	14,1	38,7	26,7	12,8	17,6
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
Oktober	43,0	54,0	26,4	43,8	56,3	38,6	36,7	74,7	36,7	34,4	47,5
November	27,3	31,5	16,4	19,1	37,8	23,6	26,4	53,4	36,5	26,5	29,6
Ende Sept. bis 4. Dez. 2002	35,8	43,6	21,5	33,1	47,1	33,0	31,4	65,1	36,2	29,8	38,8

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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

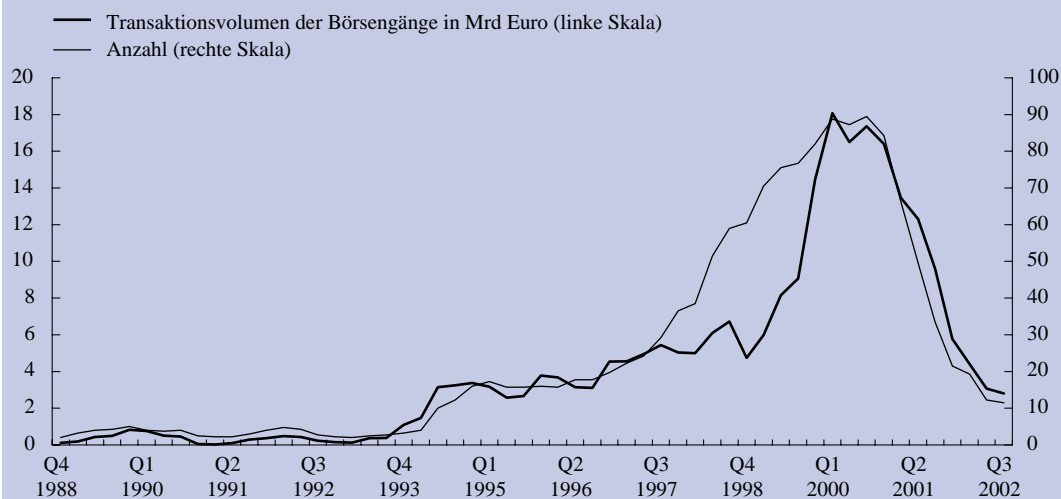
Kasten 5

Entwicklung des Markts für Börseneinführungen im Euro-Währungsgebiet

Die Aktivitäten am Markt für Börseneinführungen (IPO-Markt) im Euro-Währungsgebiet, die entweder am gesamten Transaktionsvolumen oder an der Anzahl der Transaktionen gemessen werden, nahmen ab Mitte der Neunzigerjahre sprunghaft zu (siehe Abbildung A unten). Der Markt war im Jahr 1999 besonders aktiv und erreichte im ersten Quartal 2000 einen Höhepunkt. Seither haben die Aktivitäten deutlich nachgelassen, sodass das Niveau bis zum dritten Quartal des laufenden Jahres wieder so niedrig war wie Mitte der Neunzigerjahre. Bei diesen Umschwüngen haben zwar mehrere Faktoren eine Rolle gespielt, doch liegt der Schwerpunkt im vorliegenden Kasten auf dem Zusammenhang zwischen den Börsengängen und ihren Kosten, für die die Eigenkapitalkosten als Näherungswert herangezogen werden.

Abbildung A: Börsengänge

(gleitender Vierquartalsdurchschnitt; Quartalswerte)



Quelle: Bondware.

Die Kosten, die den Unternehmen bei der Beschaffung von Eigenkapital entstehen, entsprechen nach allgemein üblicher Definition der Rendite, die von den Anlegern als Ausgleich für das Risiko eines Aktienengagements gefordert wird. Diese lässt sich unterteilen in einen risikofreien Zinssatz (in der Regel die Rendite, die Anleger durch Investition in eine Staatsanleihe erzielen würden) und eine Aktienrisikoprämie (die Zusatzrendite, die vom Anleger als Ausgleich für das mit der Aktie verbundene spezifische Risiko gefordert wird). Aus konzeptioneller Sicht erscheint diese Definition der Eigenkapitalkosten schlüssig; in der Praxis jedoch ist die Messung relativ kompliziert, zumal es schwierig ist, die Höhe der Aktienrisikoprämie zu berechnen.

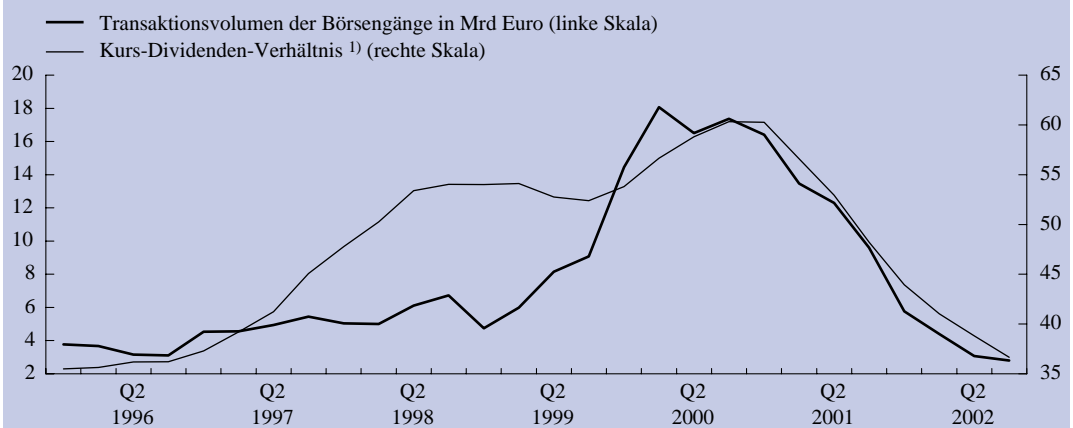
Aktienkurse spiegeln den abgezinnten Wert zukünftiger Dividenden wider. Beim Diskontsatz, der den aktuellen Aktienkurs mit dem Gegenwartswert zukünftiger Dividenden gleichsetzt, handelt es sich um die von den Aktionären für die Aktienhaltung geforderte Rendite. Steigt die von den Aktionären geforderte Rendite, so führt dies – unter der Annahme, dass die Dividenden nicht erhöht werden können und die Bedingungen ansonsten gleich bleiben – zu einem Rückgang der Aktienkurse und einem Anstieg der Dividendenrendite, d. h. der erwarteten jährlichen Dividende in Relation zum Aktienkurs. Eine gestiegene Dividendenrendite führt dann zu höheren Eigenkapitalkosten.

Abbildung B zeigt das Transaktionsvolumen von Börsengängen im Euro-Währungsgebiet seit 1995 und das Kurs-Dividenden-Verhältnis (d. h. den Kehrwert der Dividendenrendite) des Datastream-Aktienindex für das Euro-Währungsgebiet. Die beiden Reihen weisen eine sehr hohe Korrelation auf. Der IPO-Markt entwickelte

sich bei einem hohen Kurs-Dividenden-Verhältnis oder – anders ausgedrückt – bei niedrigen Eigenkapitalkosten dynamischer. In den Jahren seit 1995 war vor allem die Aktienkursentwicklung für das Kurs-Dividenden-Verhältnis ausschlaggebend. Es besteht also offenbar ein enger Zusammenhang zwischen den Börsengängen und der Aktienkursentwicklung, der sich auf die Eigenkapitalkosten auswirkt. Darin offenbart sich einer der Transmissionsmechanismen zwischen den Vermögenspreisen und der Realwirtschaft, nämlich der Kapitalkostenkanal. Dieser veranschaulicht, wie der in den vergangenen zwei Jahren verzeichnete Rückgang der Börsenkurse die Kapitalbeschaffung am Aktienmarkt erschwert hat.

Abbildung B: Börsengänge und Kurs-Dividenden-Verhältnis

(gleitender Vierquartalsdurchschnitt; Quartalswerte)



Quellen: Bondware und Datastream.

1) Aktienkurs in Prozent der erwarteten jährlichen Dividende.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im November 2002 Schätzungen zufolge bei 2,2 %

Nach der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung ging die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI im November 2002 auf 2,2 % zurück, verglichen mit 2,3 % im Oktober (siehe Tabelle 6). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegen zwar aufgrund eines ungünstigen Basiseffekts bei den Energiepreisen noch keine detaillierten Angaben über die Entwicklung der HVPI-Komponenten vor, doch dürfte laut der Schätzung die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungs-

mittel und Energie im November weiter leicht zurückgegangen sein.

Im Oktober 2002, dem letzten Monat, für den aufgeschlüsselte Angaben zum HVPI verfügbar sind, belief sich die HVPI-Teuerungsrate auf 2,3 % gegenüber 2,1 % im September. Dieser Anstieg war hauptsächlich auf einen Basiseffekt bei den Energiepreisen zurückzuführen; die Jahresänderungsrate aller anderen Komponenten war rückläufig. Dementsprechend ging die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie von 2,5 % im September auf 2,4 % im

Tabelle 6

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	2,1	2,6	2,1	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	1,7	2,2	1,4	1,3	1,0	1,2	1,4	1,4	1,7	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,5	4,7	4,9	2,8	2,2	2,3	2,1	2,3	2,3	2,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,8	3,5	3,5	3,1	2,9	3,1	2,9	2,9	2,8	2,6	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,0	6,7	7,0	2,4	1,3	1,1	0,9	1,3	1,7	1,6	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	0,2	0,9	0,7	0,9	0,3	0,7	0,9	1,0	1,5	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	1,6	1,8	1,7	1,4	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	.
Energie	2,4	13,3	2,7	-4,1	-2,1	-2,4	-0,9	-3,6	-1,7	-0,5	-0,4	2,3	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,8	3,1	3,2	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	-0,9	-0,3	-0,1	0,1	0,9	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,0	1,2	2,6	3,2	3,1	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	1,0	1,4	0,1	-0,4	-0,4	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,0	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,3	3,2	3,4	3,3	4,0	3,6	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	22,4	24,6	27,8	27,2	25,8	25,9	27,0	28,9	27,9	24,2
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-15,6	-3,6	-5,5	-1,7	-8,4	-7,9	-1,3	4,7	7,8	3,4

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

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

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

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

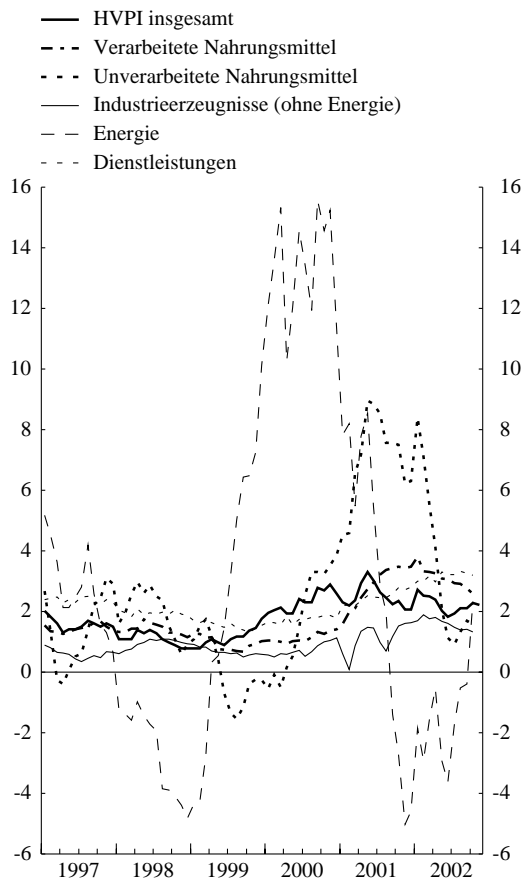
4) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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

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

Abbildung 25
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.

Oktober zurück. Betrachtet man die kurzfristige Entwicklung, so lag die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate des HVPI ohne die Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie während der vergangenen fünf Monate durchweg unter der Jahresrate. Dies deckt sich mit dem bei dieser Rate seit Juni 2002 beobachteten allmählichen Rückgang.

Die Energiepreise im HVPI stiegen im Oktober 2002 im Vorjahrsvergleich um 2,3 %, während sie im September um 0,4 % zurückgegangen waren (siehe Abbildung 25). Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf einen Basis-

effekt im Vorjahr zurückzuführen. Allerdings erhöhte sich das Niveau der Energiepreise im Oktober ebenfalls um 0,5 %. Weitere ungünstige Basiseffekte werden sich im November und Dezember ergeben. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel fiel leicht von 1,7 % im September auf 1,6 % im Oktober. Dies ist allein auf die Entwicklung der Gemüsepreise zurückzuführen, da die Jahresänderungsrate der anderen Komponenten angestiegen ist. Die kurzfristige Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel ist weniger günstig, da die Effekte der Ende letzten Jahres aufgrund schlechter Witterungsverhältnisse zu beobachtenden Preiserhöhungen nicht weiter nachlassen und gleichzeitig von den derzeitigen ungünstigen Wetterbedingungen ein gewisser Aufwärtsdruck ausgeht.

Was die weniger volatilen Komponenten betrifft, so ging die Jahresänderungsrate bei allen Teilkomponenten des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel im Oktober 2002 zurück. Die Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie sank weiter und lag im Oktober bei 1,3 % gegenüber 1,4 % im September. Der stetige Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie, von 1,9 % im Februar 2002, spiegelt im Wesentlichen das Nachlassen der indirekten Effekte vergangener Schocks wider. Die Jahresrate der Dienstleistungspreise war im Oktober ebenfalls rückläufig und sank von 3,3 % im September auf 3,2 %. Was die kurzfristige Entwicklung der Dienstleistungspreise betrifft, so blieb die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate weiterhin – allerdings nur knapp – unter der Jahresrate. Trotz einiger Änderungen bei den administrierten Dienstleistungspreisen deutet dies darauf hin, dass für die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise in den nächsten Monaten eine allmähliche Abwärtsbewegung zu erwarten ist. Die Jahresrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel fiel im Oktober weiter auf 2,6 %, verglichen mit 2,8 % im September. Durch Änderungen bei den indirekten Steuern im Januar 2003 könnte diese Rate unter einen gewissen Aufwärtsdruck geraten.

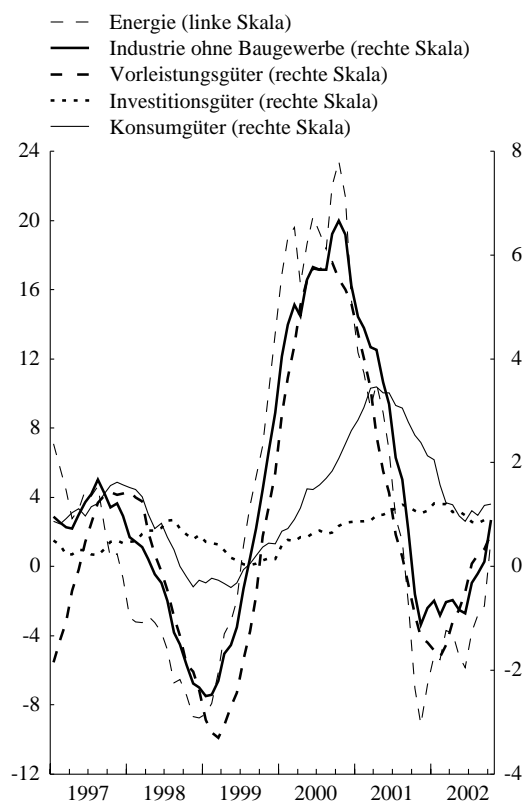
Aufwärtsdruck durch Erzeugerpreise weiterhin moderat

Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise ist im Oktober 2002 deutlich angestiegen, und zwar auf 0,9 % gegenüber 0,1 % im September. Dies lag allerdings im Wesentlichen an einem Basiseffekt bei den Energiepreisen. Ohne Energie stieg die Jahresrate der industriellen Erzeugerpreise von 0,8 % im September auf 0,9 % im Oktober leicht an.

Die Energiepreise erhöhten sich im Oktober 2002 im Vorjahrsvergleich um 1,6 % gegenüber einem Rückgang von 2,3 % im September (siehe Abbildung 26). Dieser Anstieg war zum größten Teil auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Die Erzeugerpreise für Energie stiegen im Oktober allerdings ebenfalls um

Abbildung 26 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

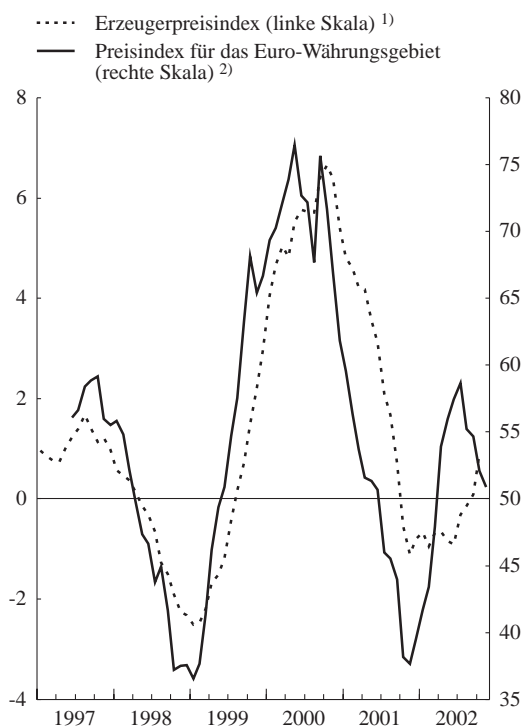


Quelle: Eurostat.

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

Abbildung 27 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.

0,9 %. In den kommenden Monaten werden sich zwar weitere Basiseffekte ergeben, allerdings dürfte der Rückgang der Ölpreise seit Ende September den Aufwärtsdruck auf die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise etwas dämpfen. Die Jahresrate der Preise für Vorleistungsgüter stieg im Oktober auf 0,6 %, nach 0,3 % im September. Betrachtet man die weitere Produktionskette, so hielt sich der Preisdruck bei den Erzeugerpreisen in Grenzen. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter lag im Oktober unverändert bei 1,2 %, was gegenläufige Bewegungen in den Bereichen der Ge- und Verbrauchsgüter widerspiegelte. Die Jahresrate der Preise für Investitionsgüter lag im Oktober ebenfalls unverändert bei 0,9 %.

Der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet war im November erneut rückläufig und sank von 52,1 Indexpunkten im Oktober auf 50,9 (siehe Abbildung 27). Der Index weist weiterhin einen Wert von über 50 aus, was auf einen – allerdings gemäßigten – Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise schließen lässt. In den kommenden Monaten könnte er weiter zurückgehen, da das Absinken der Ölpreise nach ihrem Ende September verzeichneten Höchststand einen gewissen Abwärtsdruck ausüben dürfte. Die Ölpreise lagen im November bei 24,2 € je Barrel und somit 16 % unter dem Stand von September. Die Rohstoffpreise ohne Energie gaben im November leicht nach, wobei Preisrückgänge bei Getreide, Getränken, Zucker und Tabakwaren verzeichnet wurden.

In den kommenden Monaten könnte es aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Preisen für Vorleistungsgüter und insbesondere für Energie zu einem weiteren Anstieg der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise kommen. Die Erzeugerpreise ohne Energie dürften sich allerdings moderat entwickeln, was darauf hindeutet, dass von dieser Seite kein deutlicher Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausgeht.

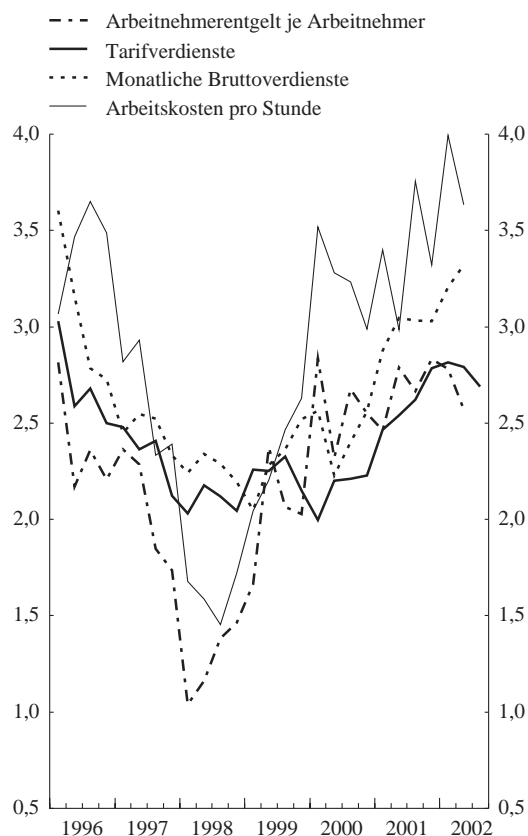
Vorläufige Indikatoren deuten auf Abflachen des Wachstums der Arbeitskosten hin

Die jüngsten Informationen zum Wachstum der Arbeitskosten im Euroraum deuten zwar auf ein Abflachen der Aufwärtsbewegung hin (siehe Abbildung 28), aber diese Hinweise sind vorläufiger Art und müssen noch durch weitere Angaben bestätigt werden.

Den Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2002 zufolge ging die Jahressteigerungsrate auf 2,6 % zurück, verglichen mit 2,8 % im ersten Quartal. Diese Rate entspricht im Wesentlichen der durchschnittlichen Jahresrate für 2000 und 2001. Die Arbeitsproduktivität stieg im zweiten Quartal im Vorjahrsvergleich um 0,1 %, verglichen mit einem Rückgang um

Abbildung 28 **Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

0,4 % im ersten Quartal. Der leicht rückläufige Anstieg des Arbeitnehmerentgelts und die sich abzeichnende Erholung des Wachstums der Arbeitsproduktivität führten im Zusammenwirken zu einem Rückgang der Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten von 3,1 % im ersten Quartal 2002 auf 2,5 % im zweiten Quartal.

Andere Indikatoren für die Entwicklung der Arbeitskosten im zweiten Quartal geben kein einheitliches Bild. Aus den bis zum zweiten Quartal 2002 verfügbaren Informationen zu den Tarifverhandlungen geht hervor, dass die Tarifierhöhungen im Vergleich zum Vorjahr unverändert bei 2,8 % lagen. Die Jahressteigerungsrate der Arbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe ging von 4,0 % im ersten Quartal auf 3,6 % im zweiten

Quartal zurück, während die Steigerungsrate der monatlichen Bruttoverdienste leicht auf 3,3 % anstieg.

Was die jüngere Entwicklung betrifft, so ging der Indikator der Tarifverdienste für das dritte Quartal auf 2,6 % zurück, verglichen mit 2,8 % im zweiten Quartal. Es gibt zwar einige Anzeichen dafür, dass sich das Arbeitskostenwachstum abflachen könnte, aber auf die anhaltende Konjunkturschwäche und den Anstieg der Arbeitslosigkeit hat es nicht nennenswert reagiert. In der derzeitigen Lage ist eine moderate Lohnentwicklung von entscheidender Bedeutung, sowohl was die künftige Preisentwicklung als auch die Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung angeht.

Aussichten für Absinken der Inflationsrate unter 2 %-Marke verbessert

Basiseffekte bei den Energiepreisen und einige länderspezifische Entwicklungen, wie beispielsweise eine Erhöhung der indirekten Steuern oder eine Veränderung der administrierten Preise, dürften in den kommenden Monaten einen gewissen Aufwärtsdruck auf

die HVPI-Teuerungsrate ausüben, wobei die derzeit niedrigeren Ölpreise diesen Preisdruck abschwächen werden. Insgesamt wird die Teuerungsrate gemessen am HVPI wohl einige Monate oberhalb der 2 %-Marke verharren.

Über die kurze Sicht hinaus wird ein etwas gedämpfterer Inflationsdruck erwartet. Sowohl die Aufwertung des Euro, der derzeit rund 5 % über dem Niveau vom Jahresbeginn liegt, als auch die allgemeine wirtschaftliche Lage dürften den Preisdruck mildern. Im Zusammenwirken mit dem derzeitigen Nachlassen der indirekten Effekte vorangegangener Preisschocks dürfte die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI im Verlauf des Jahres 2003 die 2 %-Marke unterschreiten. Die Einschätzung, dass die Inflationsrate 2003 auf unter 2 % zurückgehen und auf einem mit Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau bleiben wird, steht unter dem Vorbehalt, dass sich die Ölpreise relativ stabil entwickeln und sich die Arbeitskosten nicht weiter erhöhen. Weitere Angaben finden sich im Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Weiterhin niedriges Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2002

Laut der ersten Schätzung von Eurostat nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im dritten wie auch schon im zweiten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu (siehe Tabelle 7). Im Rahmen dieser Schätzung wurde auch das Wachstum im zweiten Vierteljahr 2002 leicht nach unten korrigiert, was den Eindruck eines im Jahresverlauf nach wie vor verhaltenen Wachstums bestätigt.

Im dritten Quartal erhöhte sich der Wachstumsbeitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der inländischen Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) weiter, während der Bei-

trag der Vorratsveränderungen rückläufig und leicht negativ war. Vom Außenbeitrag gingen erneut Wachstumsimpulse aus, und sowohl die Export- als auch die Importkonjunktur belebte sich. Eine Aufschlüsselung der inländischen Endnachfrage zeigt, dass sich die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal weiter erhöhten, und zwar um 0,5 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor. Nach den zuletzt registrierten Rückgängen stabilisierten sich die Anlageinvestitionen im Berichtsquartal wieder. Bei der Beurteilung der Wachstumsbeiträge einzelner BIP-Komponenten ist jedoch zu beachten, dass diese insbesondere in der zweiten Schätzung oft noch korrigiert werden, da dann zusätzliche Angaben vorliegen.

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⁾				
	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	3,5	1,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,8	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,3
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,5	2,9	0,9	0,7	-0,2	-0,2	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,2	0,3
Private Konsumausgaben	3,5	2,5	1,8	1,8	1,6	0,5	0,2	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,5
Konsumausgaben des Staats	2,0	1,9	1,9	2,2	1,5	2,2	2,5	2,4	0,4	0,4	0,9	0,8	0,3
Bruttoanlageinvestitionen	6,0	4,8	-0,7	-1,6	-2,5	-3,2	-3,7	-3,0	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	0,0
Vorratsveränderungen ^{3),4)}	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,1
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,9	0,5	0,4	0,0	0,4	0,1	0,1
Exporte ⁵⁾	5,3	12,7	2,8	1,4	-2,8	-2,8	0,1	2,5	-0,2	-1,3	0,0	1,6	2,2
<i>darunter:</i> Waren	5,0	12,5	2,6	1,3	-2,8	-1,9	0,3	.	-0,2	-1,3	0,8	1,1	.
Importe ⁵⁾	7,4	11,3	1,4	-0,3	-4,6	-4,5	-2,3	1,2	-1,4	-1,4	-0,9	1,4	2,2
<i>darunter:</i> Waren	7,1	11,3	0,6	-1,4	-5,7	-4,1	-2,5	.	-1,6	-1,3	-0,7	1,0	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,8	-0,8	-1,2	-1,2	-0,5	1,3	1,1	0,5	1,5	-0,2	0,0	-0,2	0,9
Industrie	1,3	3,7	0,7	0,5	-1,5	-1,9	-0,6	-0,2	0,1	-1,3	0,5	0,2	0,5
Dienstleistungen	3,3	3,9	2,3	2,2	1,7	1,5	1,4	1,2	0,4	0,2	0,3	0,5	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Bisher noch keine klaren Anzeichen einer Wachstumsbelebung in der Industrie

Nach einem leichten Anstieg im August blieb die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet im September dieses Jahres unverändert (Tabelle 8). Die Produktion verharrte im dritten Vierteljahr insgesamt auf dem Niveau des Vorquartals, nachdem in den ersten beiden Quartalen positive Wachstumsraten von rund 0,5 % verzeichnet worden waren. Im verarbeitenden Gewerbe war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten, wenngleich die Wachstumsrate im dritten Vierteljahr noch leicht positiv blieb. Das im Berichtsquartal rückläufige Produktionswachstum war zwar über die industriellen Hauptgruppen hinweg breit angelegt, machte sich jedoch in der Verbrauchsgüterindustrie besonders bemerkbar.

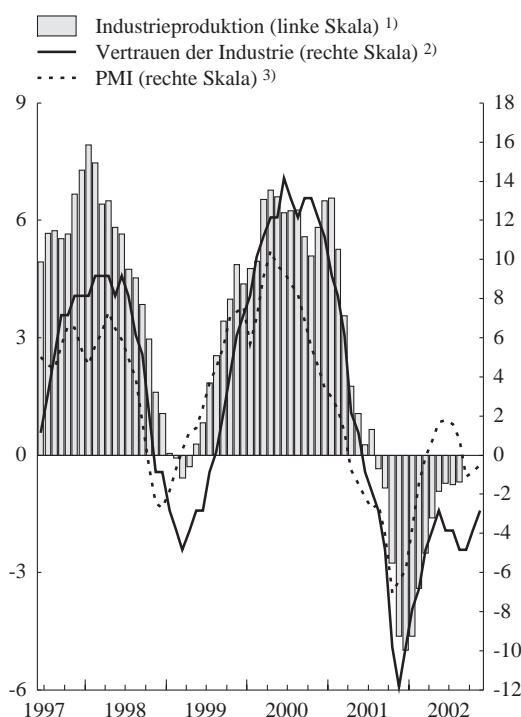
Im zweiten Quartal schwächte sich das Produktionswachstum in der Vorleistungsgüterbranche, das sich zu Jahresbeginn auffallend stark erholt hatte, drastisch ab. Da Vorleistungsgüterproduktion und Lagerzyklus in der Regel miteinander in Zusammenhang stehen, könnte diese Entwicklung eine Erklärung für den geringeren Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen sein.

Die Industrie ist offenbar mit geringer Dynamik in das Schlussquartal gestartet. Die Umfrageergebnisse für das verarbeitende Gewerbe verbesserten sich im Oktober und November 2002 geringfügig und deuten darauf hin, dass sich die Geschäftslage auf einem niedrigen Aktivitätsniveau stabilisiert hat.

Laut den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission stieg der Vertrauensindikator für die Industrie im November weiter an und erreichte wieder die Werte vom Frühjahr 2002 (siehe Tabelle 9). Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren eine optimistischere Beurteilung der Auftragslage und günstigere Produktionserwartungen, wohingegen die Bewertung der Fertigwarenlager unverändert blieb. Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe setzte seinen Anstieg

ebenfalls fort und erhöhte sich leicht von 49,1 Indexpunkten im Oktober auf 49,5 Punkte im November. Damit blieb er jedoch weiterhin unter der Referenzlinie von 50 Indexpunkten, die eine unveränderte Produktionsentwicklung signalisiert, und deutet somit nach wie vor auf eine schwache Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe hin (siehe Abbildung 29). Eine Aufgliederung des Einkaufsmanager-Index zeigt, dass der Anstieg im November im Wesentlichen einer günstigeren Beurteilung der Auftragslage zuzuschreiben war. Allerdings wurde dies durch eine weitere Verkürzung der Lieferzeiten, die auf eine

Abbildung 29
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Euro-Währungsgebiet
(Monatswerte)



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

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

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

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
			2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
			Juli	Aug.	Sept.	Juli	Aug.	Sept.	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
			Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt							
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	5,5	0,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,6	0,6	0,4	0,2	0,0
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	6,0	0,2	-0,3	-1,4	-0,6	-0,7	0,6	-0,4	0,9	0,6	0,2	0,4	0,0
Vorleistungsgüter	5,9	-0,8	0,7	0,0	1,4	-0,4	1,3	-0,7	2,1	0,8	0,2	0,4	0,4
Investitionsgüter	9,4	1,3	-0,7	-2,5	-2,8	-0,4	-0,2	-0,6	-0,1	0,5	0,3	0,5	-0,2
Konsumgüter	2,2	0,4	-1,6	-2,6	-1,3	-1,1	0,6	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,4
Gebrauchsgüter	6,5	-2,5	-1,9	-9,1	-2,7	-0,2	-0,5	0,0	-2,3	-0,9	-0,1	1,3	0,7
Verbrauchsgüter	1,4	1,0	-1,5	-1,6	-1,0	-1,3	0,8	-0,2	0,5	0,4	0,1	-0,2	-0,6
Energie	2,0	1,2	1,2	-0,4	0,7	-0,9	-0,7	0,6	-1,7	1,0	1,0	0,2	-0,8
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,2	-0,3	-1,3	-0,6	-0,5	0,4	-0,2	0,9	0,7	0,3	0,4	0,1

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).***Tabelle 9****Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1999	2000	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				Q4	Q1	Q2	Q3	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,1	2,5	-2,8	-1,4	0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,3	-0,2	-0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	8	12	6	-1	1	3	1	3	1	0	2	-1	-3
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	-11	-7	-4	-5	-4	-4	-5	-5	-4	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	11	16	10	6	5	3	-2	3	0	-4	-2	-2	-4
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	1	6	0	-3	-10	-12	-11	-12	-11	-10	-11	-10	-8
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	6	9	-6	-26	-18	-16	-22	-18	-21	-23	-21	-25	-25
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	82,3	84,4	83,1	81,6	81,1	81,1	81,3	-	81,0	-	-	81,5	-

*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.*

Konjunkturschwäche in der Vorleistungsgüterindustrie hinweist, teilweise aufgewogen.

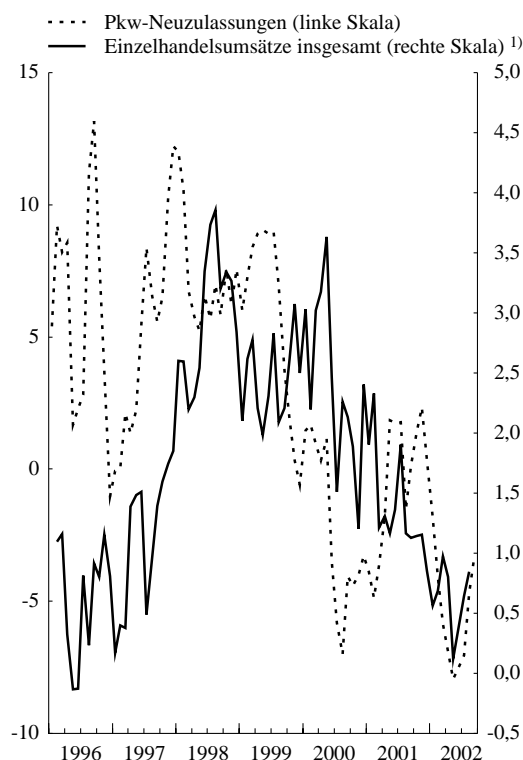
Etwas günstigere Angaben zum privaten Verbrauch bei weiterhin schwachem Verbrauchervertrauen

Im September des laufenden Jahres ging das Umsatzvolumen im Einzelhandel stark zurück und zehrte damit den Anstieg von Juli und August teilweise wieder auf. Im dritten Quartal nahmen die Einzelhandelsumsätze verglichen mit dem Vorquartal um insgesamt 0,7 % zu, nachdem im zweiten Vierteljahr ein leichter Rückgang verbucht worden war. Diese breit angelegte Erholung war auf höhere Wachstumsraten sowohl bei den Nahrungsmitteln als auch bei sonstigen Waren zurückzuführen. Die Anzahl der Pkw-Neuzulassungen blieb im Oktober 2002 weitgehend unverändert, nachdem im dritten Vierteljahr eine Zunahme um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal beobachtet wurde. Die im dritten Quartal verzeichnete Wachstumsbelebung bei den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen stützte den höheren Anstieg der privaten Konsumausgaben in diesem Zeitraum. Beide Indikatoren lassen auch im Vorjahresvergleich auf eine Wachstumserholung bei den Konsumausgaben schließen (siehe Abbildung 30).

Dies deutet darauf hin, dass die im Anschluss an die Bargeldumstellung deutlich gestiegene gefühlte Inflation und die erheblich gesunkene Bereitschaft zu größeren Anschaffungen, die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission abzulesen sind, zuletzt nicht mehr so stark zum Tragen gekommen sein dürften. Gleichwohl gibt es bisher noch keine klaren Hinweise auf eine Umkehr dieser ungünstigen Entwicklungen. Das Verbrauchervertrauen sank im November dieses Jahres weiter und erreichte Werte, die unter dem nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten verzeichneten Niveau lagen. Diese Stimmungseintrübung ist zum Großteil auf die pessimistischeren Erwartungen der privaten Haushalte in Deutschland hinsichtlich der allgemeinen

Abbildung 30 Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

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



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

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Wirtschaftslage zurückzuführen. Im November setzte sich der seit Jahresmitte zu beobachtende allmähliche Anstieg des Vertrauensindicators für den Einzelhandel im Euro-Währungsgebiet fort; der Index blieb jedoch unter dem zu Jahresbeginn verzeichneten Niveau (siehe Tabelle 9).

Wachstumsaussichten weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet

Das reale BIP-Wachstum dürfte zur Jahreswende weiterhin verhalten ausfallen. Für den restlichen Jahresverlauf 2003 wird eine allmähliche Erholung erwartet (weitere Einzelheiten sind Abschnitt 5 „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche

Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen). Die wichtigsten wachstumsfördernden Faktoren dürften dabei die geringere Preissteigerung und die damit verbundene Zunahme des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte sein, die die privaten Konsumausgaben stützen sollten, sowie eine weitere allmähliche Erholung der Auslandsnachfrage, die die Exportkonjunktur und – in Verbindung mit niedrigen Zinsen – auch die Investitionstätigkeit begünstigen sollte. Diese Aussichten sind jedoch nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet, die sich aus den geopolitischen Spannungen, der Finanzmarktentwicklung und den anhaltenden weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten ergibt. Angesichts dieser Unsicherheit bleibt es schwierig, den Beginn und das Ausmaß des Wirtschaftsaufschwungs im Euro-Währungsgebiet genau vorzuschätzen.

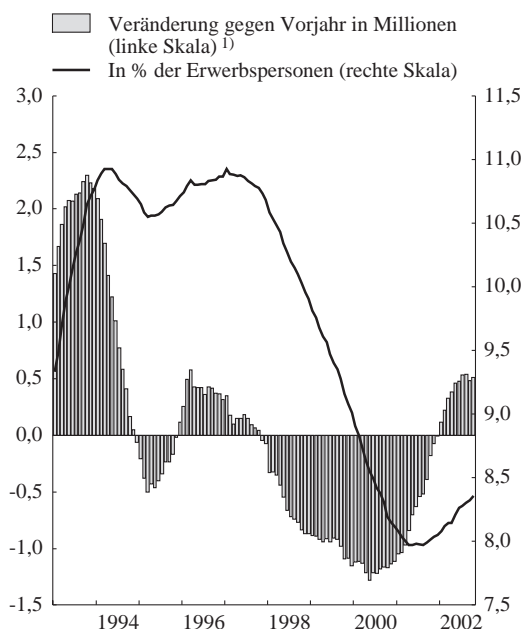
Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Oktober 2002 gestiegen

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet stieg im Oktober des laufenden Jahres auf 8,4 % der Erwerbspersonen gegenüber 8,3 % im September (siehe Abbildung 31). Verglichen mit November 2001 – also dem Zeitpunkt, bevor die Arbeitslosigkeit wieder zunahm – hat sich die Quote um 0,4 Prozentpunkte erhöht. Mit rund 54 000 zusätzlichen Arbeitslosen fiel der Anstieg der Arbeitslosenzahl im Oktober dieses Jahres deutlich höher aus als im Durchschnitt des dritten Quartals (für diesen Zeitraum wurde der Zuwachs auf 27 000 nach oben korrigiert).

Vom Anstieg der Arbeitslosigkeit waren weiterhin sowohl die unter 25-Jährigen als auch die über 25-Jährigen betroffen (siehe Tabelle 10). Die Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen erhöhte sich im Oktober um 0,1 Prozentpunkte auf 16,2 %, während sie bei den über 25-Jährigen mit 7,3 % unverändert blieb. Die Arbeitslosenquote bei den Jugendlichen ist seit April 2001 etwas stärker gestiegen als in den Jahren 1995 bis 1996, als letztmals im Euroraum eine erheb-

Abbildung 31 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

liche Zunahme der Jugendarbeitslosigkeit zu verzeichnen war.

Ein Indikator der Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet, d. h. der Anzahl der offenen Stellen in Relation zu den Erwerbspersonen, ist im dritten Quartal weiter gesunken.¹ Die rückläufige Vakanzquote, die als Vorlaufindikator für die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der Beschäftigung dienen kann, steht im Einklang mit dem beobachteten und erwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2002. Insgesamt gesehen bestätigt die jüngste Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der offenen Stellen, dass die Anspannungen am Arbeitsmarkt im Verlauf dieses Jahres nachgelassen haben. In Kasten 6, in dem das Verhältnis zwischen der Arbeitslosenquote und der Vakanzquote im Euro-

¹ Für das Euro-Währungsgebiet liegen keine offiziellen Angaben vor. In dem Kasten „Der Informationsgehalt offener Stellen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Februar 2002 wurde ein Indikator der offenen Stellen für den gesamten Euroraum auf Basis länderspezifischer Informationen vorgestellt und erörtert.

Tabelle 10**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1999	2000	2001	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.
Insgesamt	9,4	8,5	8,0	8,0	8,1	8,2	8,3	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,5	16,7	15,7	15,7	15,9	16,1	16,1	16,0	16,2	16,1	16,2	16,1	16,2
25 Jahre und älter	8,2	7,4	7,0	7,0	7,1	7,2	7,3	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3	7,3

Quelle: Eurostat.

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

1) Im Jahr 2001 entfielen auf diese Gruppe 22,9 % der Arbeitslosen insgesamt.

Währungsgebiet beleuchtet wird, werden die aus diesen Daten gewonnenen Erkenntnisse erörtert.

Beschäftigung im dritten Quartal 2002 vermutlich rückläufig

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigungsentwicklung im Euro-Währungsgebiet liegen für das dritte Quartal noch nicht vor. Die derzeit verfügbaren nationalen Statistiken lassen jedoch darauf schließen, dass sich das Beschäftigungswachstum im Euroraum im dritten Quartal ins Negative kehrte. Dies dürfte zum

einen auf die verzögerten Auswirkungen der vergangenen Konjunkturabschwächung und zum anderen auf die hinter den Erwartungen zurückbleibende konjunkturelle Erholung im Jahresverlauf 2002 zurückzuführen sein.

Den revidierten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge blieb die Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet im zweiten Quartal unverändert (siehe Tabelle 11). Im zweiten Vierteljahr war die Beschäftigung in der Industrie mit -0,2 % im Quartalsvergleich offenbar nicht mehr so stark rückläufig wie im ersten Vierteljahr (-0,4 %). Die Beschäftigungsentwicklung in der Industrie ist allerdings schon seit fünf Quartalen in Folge negativ. Im Dienstleistungs-

Tabelle 11**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

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

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.

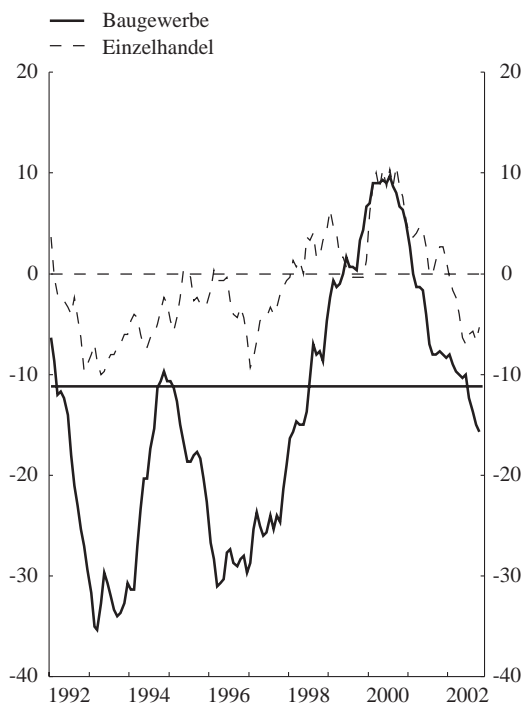
sektor war im zweiten Quartal zwar noch ein leichter Beschäftigungszuwachs zu verzeichnen, doch fiel dieser nicht mehr so kräftig aus. Zu dieser Abschwächung trug vor allem der Teilssektor „Handel und Verkehr“ bei, in welchem die Beschäftigung im zweiten Quartal um 0,4 Prozentpunkte auf -0,2 % im Quartalsvergleich zurückging, während der Teilssektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ nach einem Nullwachstum im ersten Quartal offenbar wieder zu seinen zuvor verzeichneten hohen Wachstumsraten zurückkehrte.

Beschäftigungserwartungen nach wie vor gedämpft

Gemäß den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sind die Beschäftigungserwartungen sowohl im Einzel-

Abbildung 32 Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)

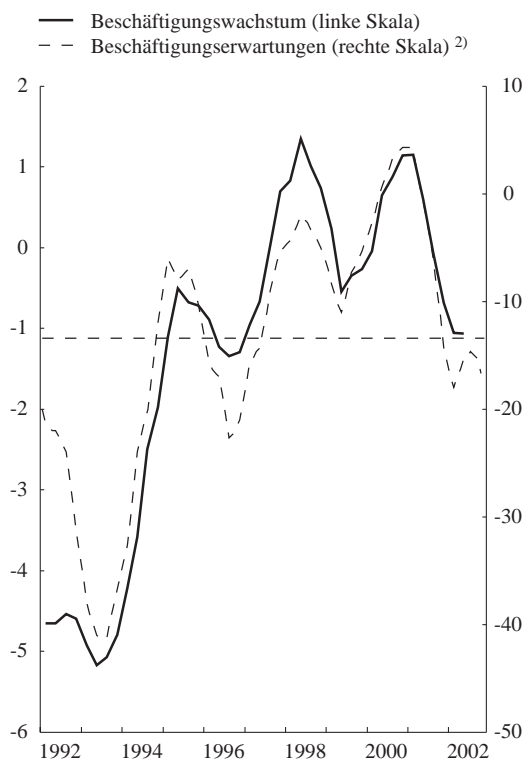


Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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

Abbildung 33 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.

handel als auch im Dienstleistungssektor im November des laufenden Jahres gestiegen. Angesichts der bisherigen Volatilität dieser Zeitreihen ist allerdings ein weiterer Anstieg der Beschäftigungserwartungen erforderlich, um daraus ein höheres Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor ableiten zu können. Die Ergebnisse des Einkaufsmanager-Index zur Beschäftigung im Dienstleistungssektor blieben im November mehr oder weniger unverändert. Im Baugewerbe sind die Beschäftigungserwartungen im November weiter zurückgegangen (siehe Abbildung 32).

Die Erwartungen für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe sind im Novem-

ber 2002 den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge gesunken, was auf einen anhaltenden Beschäftigungsrückgang in diesem Sektor hindeutet (siehe Abbildung 33). Den rückläufigen Beschäftigungserwartungen in der zweiten Jahreshälfte 2002 war eine vorübergehende Verbesserung vorausgegangen. Diese Entwicklung spiegelt möglicherweise einen allzu großen Optimismus in der ersten Jahreshälfte wider. Demzufolge muss sich die jüngste Entwicklung der Beschäftigungserwartungen nicht unbedingt zum Jahresende in einem stärkeren Beschäftigungsrückgang in der Industrie niederschlagen. Dafür spricht auch der weitgehend stabile PMI-Beschäftigungsindex für November.

Kurzfristige Arbeitsmarktaussichten nach wie vor gedämpft

Die Gesamtbeschäftigung dürfte in der zweiten Jahreshälfte rückläufig gewesen sein, und die Arbeitslosigkeit hat weiter zugenommen. Für die nähere Zukunft wird unter der Annahme einer wieder anziehenden Konjunktur erwartet, dass die Beschäftigung im Jahresverlauf 2003 wieder wächst (siehe auch Abschnitt 5 „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“). Für eine Verbesserung der Perspektiven am Arbeitsmarkt ist eine dem Beschäftigungswachstum förderliche Lohnentwicklung nach wie vor unabdingbar.

Kasten 6

Das Verhältnis zwischen Arbeitslosenquote und Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum anhand des Verhältnisses zwischen der Arbeitslosen- und der Vakanzquote¹, der so genannten Beveridge-Kurve, untersucht. Die Vakanzquote bezeichnet die Zahl der offenen Stellen in Relation zu den Erwerbspersonen. Das Verhältnis zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote ist offensichtlich ein aussagekräftiger Indikator, da sich daraus allgemeine Hinweise darüber ableiten lassen, ob Veränderungen der Arbeitslosenquote nur durch die konjunkturelle Entwicklung oder auch durch dauerhaftere bzw. strukturelle Faktoren bedingt sind.

Die Tatsache, dass es gleichzeitig offene Stellen und Arbeitslosigkeit gibt, spiegelt den kontinuierlichen Prozess der Schaffung und Vernichtung von Arbeitsplätzen wider. Dies führt zu Arbeitskräfteströmen von der Arbeitslosigkeit und Nichterwerbsbeteiligung in Beschäftigungsverhältnisse und umgekehrt. Dabei unterliegt der Ausgleichsprozess (Matching-Prozess) zwischen frei werdenden Stellen und Arbeit Suchenden unter anderem einer gewissen zeitlichen Verzögerung aufgrund der Kosten, die mit der Suche nach geeigneten Kandidaten bzw. Stellen und dem Auswahlprozess verbunden sind. Die Folge ist, dass es Arbeitslose gibt, während gleichzeitig offene Stellen nicht besetzt werden können.

Schocks mit Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen Arbeitslosenquote und Vakanzquote

Angesichts der Auswahl- und Suchprozesse seitens der Arbeitgeber und der Arbeit Suchenden ist von einer negativen Korrelation zwischen der Arbeitslosenquote und der Vakanzquote auszugehen. Je mehr offene Stellen am Arbeitsmarkt vorhanden sind, desto höher ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Arbeit Suchender einen Arbeitsplatz findet. Da die Wahrscheinlichkeit, eine Stelle zu finden, unterproportional zur Zahl der offenen Stellen steigt, ist darüber hinaus zu erwarten, dass die Beveridge-Kurve konvex zum Ursprung verläuft (siehe Abbildung A und B).

¹ Eine erste Erörterung des Verhältnisses zwischen der Arbeitslosen- und der Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet ist der EZB-Publikation „Mismatches am Arbeitsmarkt in den Ländern des Euro-Währungsgebiets“ vom März 2002 zu entnehmen.

Abbildung A: Verhältnis zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote: konjunkturelle Schocks

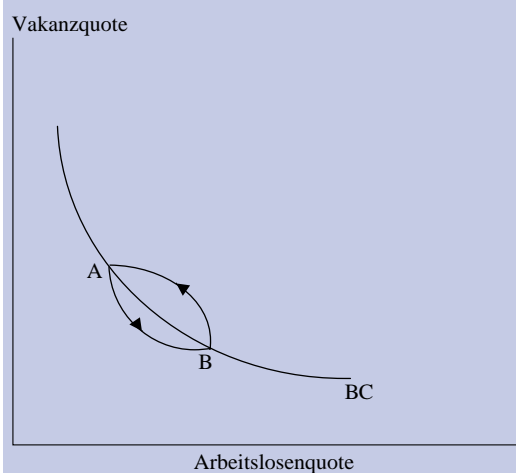
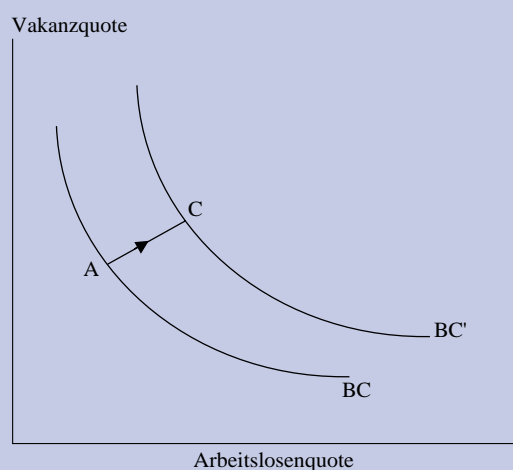


Abbildung B: Verhältnis zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote: strukturelle Schocks



Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass zwei Hauptarten von Schocks das Verhältnis zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote beeinflussen, nämlich konjunkturelle und strukturelle Schocks. *Konjunkturelle Schocks* führen zu gegenläufigen Bewegungen bei der Arbeitslosigkeit und der Zahl der offenen Stellen. So nimmt beispielsweise bei einer konjunkturellen Abschwächung, d. h. einem negativen konjunkturellen Schock, die Zahl der ausgeschriebenen freien Stellen ab, da die Unternehmen in ihrer Planung weniger neue Arbeitsplätze vorsehen. Gleichzeitig nimmt die Arbeitslosigkeit zu, da der Zuwachs an Arbeitsplätzen geringer ist und mehr Stellen gestrichen werden. Abbildung A veranschaulicht diese Entwicklung und zeigt einen Verlauf in Form eines Bogens unterhalb der Beveridge-Kurve von Punkt A nach Punkt B. Sobald die Konjunkturschwäche überwunden ist, ist eine Bewegung in die andere Richtung zu beobachten, d. h. eine Zunahme der Zahl der offenen Stellen und ein Rückgang der Arbeitslosigkeit (Rückkehr zum Ausgangspunkt). Konjunkturelle Schocks führen somit tendenziell zu einer gegen den Uhrzeigersinn verlaufenden Bewegung um eine eindeutige Beveridge-Kurve herum.

Strukturelle Schocks hingegen führen zu gleichläufigen Entwicklungen bei Arbeitslosigkeit und offenen Stellen. Hierzu zählen Umverteilungsschocks und Veränderungen der Effizienz des Matching-Prozesses am Arbeitsmarkt. Umverteilungsschocks sind verbunden mit sektoralen Verschiebungen wie etwa einer Verlagerung von der Industrie hin zum Dienstleistungssektor, während Veränderungen der Effizienz des Matching-Prozesses auf institutionelle Faktoren wie zum Beispiel die Auswirkungen der staatlichen Arbeitslosenunterstützung auf die Intensität der Arbeitssuche zurückzuführen sind. Umverteilungsschocks führen zu einer Verschiebung der Beveridge-Kurve nach außen, da sowohl die Arbeitslosen- als auch die Vakanzquote der Tendenz nach steigen, während Schocks im Zusammenhang mit einem Ungleichgewicht am Arbeitsmarkt dazu führen, dass sich die Kurve bei sinkender (steigender) Effizienz des Matching-Prozesses nach außen (innen) verschiebt. Abbildung B zeigt eine Verschiebung von Punkt A nach Punkt C.

Entwicklung des Verhältnisses zwischen Arbeitslosenquote und Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet seit den Achtzigerjahren deutet auf größeres Gewicht struktureller Schocks am Arbeitsmarkt hin

Die bisherige Entwicklung des Verhältnisses zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote im Euroraum lässt darauf schließen, dass sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Schocks eingetreten sind (siehe Abbildung C). Gegen den Uhrzeigersinn verlaufende Bewegungen, die konjunkturelle Schocks beschreiben, sind sowohl in den Achtziger- als auch in den Neunzigerjahren zu erkennen. So nahm die Vakanzquote in der ersten Hälfte

beider Dekaden einen nach unten gerichteten Verlauf, während die Arbeitslosenquote zunahm. Anschließend verliefen die Entwicklungen umgekehrt. Überdies ist zwischen den Achtziger- und den Neunzigerjahren zusammen mit den Konjunkturschocks eine deutliche Verschiebung der Beveridge-Kurve nach außen festzustellen, da beide Quoten einen positiven Trend aufwiesen. Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass strukturelle, d. h. mit einer sinkenden Effizienz des Matching-Prozesses und/oder sektoralen Verschiebungen verbundene Schocks am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets eine stärkere Rolle spielen.

In der Tat gibt es einige Anhaltspunkte dafür, dass zwischen der Arbeitsmarktentwicklung im Eurogebiet und Veränderungen am Arbeitsmarkt sowie sektoralen Verschiebungen ein Zusammenhang besteht. Es zeigt sich, dass bestimmte institutionelle Aspekte, etwa die Dauer der Gewährung von Arbeitslosenunterstützung, positiv mit der Verschiebung der Kurve nach außen korrelieren. Dies lässt sich damit erklären, dass die Effizienz der Arbeitssuche möglicherweise abnimmt, wenn sich die Bezugsdauer der Arbeitslosenunterstützung verlängert. Dies wiederum führt zu einer Verzögerung im Matching-Prozess und somit zu einem Anstieg der Arbeitslosen- und der Vakanzquote. Darüber hinaus ist die Verschiebung der Beveridge-Kurve nach außen offenbar auch auf sektorale Veränderungen zurückzuführen, was ein Beleg dafür ist, dass zum Teil auch der Umstrukturierungsprozess in den Volkswirtschaften des Euroraums für die Zunahme der Arbeitslosigkeit und der Zahl der offenen Stellen verantwortlich sein könnte.

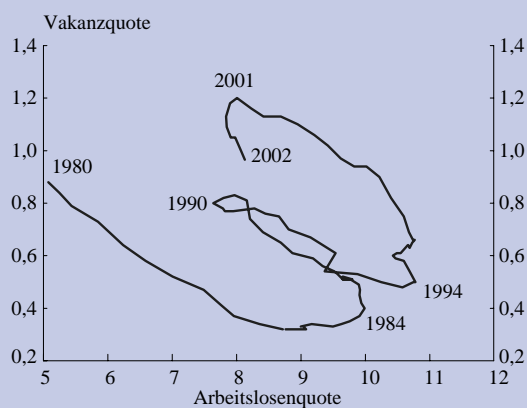
Jüngste Entwicklung deutet vorwiegend auf konjunkturelle Schocks hin

Die jüngste Entwicklung des Verhältnisses zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet deckt sich mit den Erwartungen über die Auswirkungen der vergangenen Konjunkturabschwächung. So ist die Vakanzquote seit dem ersten Quartal 2001 rückläufig, was zu dem geringeren Beschäftigungswachstum beigetragen hat, während die Arbeitslosenquote in der zweiten Jahreshälfte 2001 wieder zu steigen begann. Vorausgegangen war ein trendmäßiger Anstieg der Vakanzquote bzw. Rückgang der Arbeitslosenquote seit Mitte der Neunzigerjahre. Somit scheint die Entwicklung des Verhältnisses zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote in den letzten Jahren von einer gegen den Uhrzeigersinn verlaufenden Bewegung, die ein Zeichen konjunktureller Schocks ist, geprägt worden zu sein. Eine weitere Verschiebung der Beveridge-Kurve nach außen scheint dabei nicht aufgetreten zu sein.

Dies deutet zum einen darauf hin, dass sich die im Verlauf der Neunzigerjahre eingeleiteten Maßnahmen und Reformen positiv auf die Arbeitsmarktentwicklung ausgewirkt haben. Zum anderen zeigt sich, dass weitere Reformen notwendig sind, um die Auswirkungen sektoraler Verschiebungen aufzufangen und die Effizienz des Matching-Prozesses zu steigern, d. h. die Beveridge-Kurve nach innen zu verschieben.

Abbildung C: Verhältnis zwischen Arbeitslosen- und Vakanzquote im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zur Vakanzquote umfassen rund 64 % des Euro-Währungsgebiets. Für 2002 sind Daten bis zum dritten Quartal enthalten.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Für 2002 und 2003 beträchtliche Defizite im Euroraum erwartet

Den jüngsten Prognosen der Europäischen Kommission zufolge werden sich die Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet deutlich verschlechtern. So wird die durchschnittliche gesamtstaatliche Defizitquote im Euroraum für 2002 auf 2,3 % geschätzt. Dies stellt eine erhebliche Verschlechterung sowohl gegenüber dem Vorjahrsergebnis als auch der Frühjahrsprognose 2002 der Kommission dar (siehe Tabelle 12 und den Monatsbericht vom Juni 2002). Die Primärüberschussquote (in der die Zinsausgaben nicht enthalten sind) dürfte im laufenden Jahr deutlich zurückgehen und nicht, wie im Frühjahr prognostiziert, weitgehend unverändert bleiben.

Auch die Haushaltsergebnisse im Euroraum dürften die in den Ende 2001 aktualisierten Stabilitätsprogrammen angestrebten Zielwerte für 2002 deutlich verfehlen. Für die meisten Länder des Eurogebiets wird 2002 ein Defizit erwartet. Im Jahr zuvor hatte die Hälfte der Euro-Länder noch Überschüsse erzielt. Die Kommission geht davon aus, dass

zwei Staaten (Deutschland und Portugal) die Defizitobergrenze von 3 % des BIP verletzen werden; im Falle Portugals wäre dies das zweite Jahr in Folge.

Die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen ist hauptsächlich auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren in einem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, das deutlich ungünstiger war als erwartet, zurückzuführen. So wird die für das laufende Jahr prognostizierte Zunahme des Defizits großenteils durch die konjunkturelle Komponente verursacht (siehe Abbildung 34). Nachträgliche Revisionen der Haushaltsergebnisse betrafen auch die Entwicklung im Jahr 2001, wobei in einigen Fällen erhebliche Folgewirkungen für 2002 zu verzeichnen waren. Dessen ungeachtet hat die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen im Durchschnitt des Eurogebiets offenkundig einen Rückschlag erlitten. Die aktualisierten Stabilitätsprogramme des Jahres 2001 und die Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission indes waren noch von Konsolidierungsfortschritten ausgegangen. In einigen Ländern dürften im laufenden Jahr temporäre Maßnahmen den gelockerten finanzpolitischen

Tabelle 12

Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

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

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

1) Europäische Wirtschaft 5/2002, Herbstprognose 2002.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, November 2002.

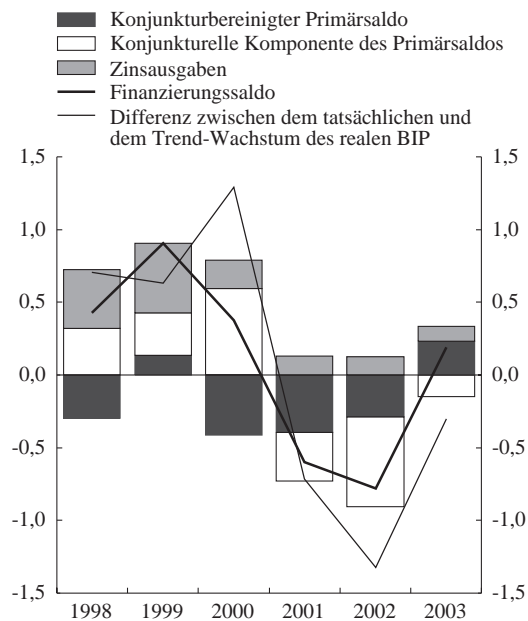
3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten, Stand Januar 2002.

4) Ohne Luxemburg.

Abbildung 34

Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren

(in % des BIP)



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

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen. Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Kurs teilweise überdecken. Es wird erwartet, dass sich der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo insgesamt im Vorjahrsvergleich nur geringfügig verschlechtert, da eine sinkende Zinsausgabenquote Defizit erhöhende Entwicklungen in anderen Bereichen großenteils kompensiert.

Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte (bezogen auf das BIP) im Euroraum dürfte sich den Prognosen zufolge im laufenden Jahr leicht erhöhen, sodass die hier seit Mitte der Neunzigerjahre zu beobachtende allmähliche Rückführung unterbrochen wird. Zu der gegenüber früheren Prognosen höheren Schuldenquote tragen sowohl ein niedrigeres Wachstum des nominalen BIP als auch höhere Defizite bei. Für Italien, einem Land mit sehr hoher Staatsverschuldung, dürfte sich ein Anstieg der Schuldenquote ergeben. Die

Schuldenquote Deutschlands wird voraussichtlich erneut über der Maastricht-Grenze von 60 % liegen, nachdem sie 2001 unter diesen Wert gefallen war.

Für das Jahr 2003 prognostiziert die Europäische Kommission eine leichte Verbesserung der durchschnittlichen Haushaltsposition im Euroraum, wobei das Defizit im Durchschnitt leicht auf 2,1 % des BIP zurückgehen wird. Ein Land (Deutschland) wird den Prognosen zufolge ein Defizit von über 3 % des BIP ausweisen, und in zwei Staaten (Frankreich und Portugal) wird der Haushaltsfehlbetrag immer noch sehr nahe am Referenzwert liegen. Da die Verbesserung der Haushaltsergebnisse teilweise durch sinkende Zinsausgaben bedingt ist, dürfte sich der Primärüberschuss im Durchschnitt des Eurogebiets nur marginal erhöhen. Die durchschnittliche Schuldenquote wird im kommenden Jahr wieder zu sinken beginnen, wenngleich sie in Frankreich und Portugal weiter steigen und der Maastricht-Grenze sehr nah kommen wird.

In der für 2003 erwarteten Entwicklung des Defizits kommt ein leicht restriktiver finanzpolitischer Kurs zum Ausdruck, obgleich die in den Jahren 2001 und 2002 beobachtete Lockerung hierdurch nicht völlig kompensiert wird. Da erwartet wird, dass das Wachstum des realen BIP 2003 im Jahresdurchschnitt unterhalb des Trendwachstums bleibt, wird sich die Konjunktur auch 2003 negativ auf die Entwicklung der Haushaltsergebnisse auswirken, wenn auch in einem viel geringeren Maße als 2002. Wie schon im laufenden Jahr werden jedoch in einigen Ländern temporäre Maßnahmen dazu beitragen, dass sich die Verschlechterung der Haushaltssalden in Grenzen hält.

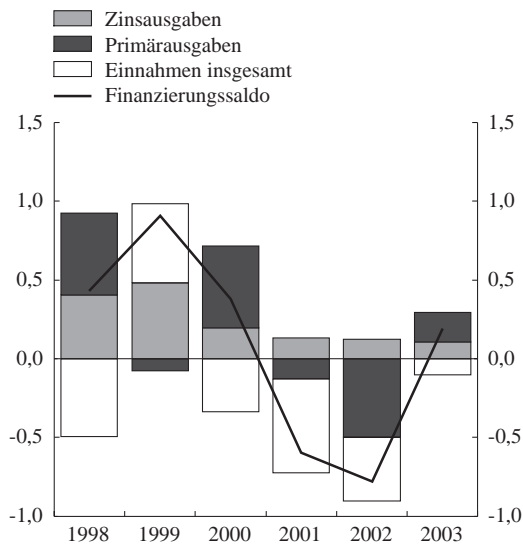
Wiederaufnahme der ausgabenseitigen Konsolidierung für 2003 erwartet

Die Europäische Kommission erwartet, dass sich die Defizitquote des Euroraums im Jahr 2002 infolge sinkender Einnahmen- und steigender Primärausgabenquoten erhöhen wird (siehe Abbildung 35). Der in einer Reihe von

Abbildung 3 5

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

(in % des BIP)



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

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

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Ländern beträchtliche Rückgang der Einnahmenquote im Jahr 2002 ist hauptsächlich auf die aktuelle Konjunkturschwäche zurückzuführen. Darüber hinaus spielten verschiedene andere Faktoren wie die verzögerten Auswirkungen der konjunkturellen Abkühlung des Vorjahres auf die Steuereinnahmen und die Unterschätzung der Effekte von Steuerrechtsänderungen eine Rolle. Auch die Baisse an den Aktienmärkten hat sich negativ auf das Vermögen und damit auf die Bilanzen und Steuerzahlungen von Kapitalgesellschaften und Finanzinstituten ausgewirkt. Durch zusätzliche, 2002 wirksam gewordene Steuerensenkungen verringert sich die durchschnittliche Steuerlast im Euroraum graduell weiter. Die genannten Faktoren tragen zu einem Rückgang der Quote der Einnahmen aus direkten Steuern – insbesondere vom Unternehmenssektor – bei, während sich das verhaltene Wachstum des privaten Verbrauchs negativ

auf die Einnahmen aus indirekten Steuern auswirkt.

Die Ausweitung der Ausgabenquote im Euroraum im Jahr 2002 spiegelt weitgehend eine wenig ehrgeizige Begrenzung der Ausgaben in den ursprünglichen Haushaltsplänen und ein hinter den darin enthaltenen Annahmen zurückbleibendes Wirtschaftswachstum wider. Die Überschreitung der Ziele im Hinblick auf die Primärausgaben hat sich offenbar in Grenzen gehalten und dürfte überwiegend mit arbeitslosigkeitsbedingten Mehrausgaben im Zusammenhang stehen.

Für 2003 wird eine Verbesserung des Haushaltssaldos im Euroraum aufgrund sinkender Zins- wie auch Primärausgabenquoten prognostiziert. Dem steht teilweise ein niedrigeres Steueraufkommen infolge weiterer moderater Steuerensenkungen gegenüber. Die für 2003 erwartete Verlangsamung des Anstiegs der Primärausgaben wird von Ausgabenrückhaltung im Bereich der sozialen Leistungen und beim Staatsverbrauchs getragen.

Allerdings gibt es bei der Entwicklung der Primärausgaben deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, da einige Staaten sowohl im laufenden als auch im kommenden Jahr hohe Wachstumsraten aufweisen. In einigen Ländern weiten sich die Defizite im Bereich der Sozialversicherungen aus, und es kommt wie auch in der Vergangenheit zu Überschreitungen der Ausgabenziele im Gesundheitswesen. Auch auf Gemeindeebene werden die Defizite zuweilen höher ausfallen als erwartet.

Weiterhin erhebliche Haushaltsungleichgewichte in einigen Ländern aufgrund unzureichender Haushaltskonsolidierung in der Vergangenheit

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet insgesamt gesehen täuscht darüber hinweg, dass die Haushaltslagen der einzelnen Länder aufgrund der sehr unterschiedlichen finanzpolitischen Strategien in den Vorjahren stark voneinander abweichen.

Eine Gruppe von vier Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal) weist erhebliche Haushaltsungleichgewichte auf. Diese Länder haben insgesamt gesehen bei der Konsolidierung ihrer öffentlichen Finanzen im Vorfeld der Währungsunion vor allem auf Steuererhöhungen gesetzt. In der Folgezeit haben sie es versäumt, das stärkere Wirtschaftswachstum in den Jahren 1998 bis 2000 auszunutzen, um gesunde Haushaltssituationen zu erreichen. Im Gegenteil wuchsen die Ausgaben sogar noch recht kräftig. Als die in den Jahren 2001 und 2002 in Kraft getretenen Steuersenkungen mit einer sich eintrübenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zusammentrafen, verschlechterte sich die Haushaltssituation rasch und deutlich. So wird erwartet, dass im laufenden Jahr zwei der genannten Länder Haushaltsdefizite jenseits des Referenzwerts von 3 % des BIP und die anderen beiden Ergebnisse nahe dieser Marke aufweisen werden. Am 5. November 2002 stellte der ECOFIN-Rat für Portugal ein übermäßiges Defizit fest, und die Europäische Kommission leitete ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits gegen Deutschland sowie ein Frühwarnverfahren gegen Frankreich ein.

Für die anderen Länder werden weiterhin angemessene Haushaltsergebnisse beziehungsweise nur geringfügige Ungleichgewichte erwartet. Diese Länder zusammengenommen hatten im Vorfeld der Währungsunion das Ausgabenwachstum begrenzt, um die Staatsfinanzen zu konsolidieren. Im weiteren Verlauf, nachdem dann auch der Übergang zu gesunden Haushaltssituationen vollzogen worden war, wurden gleichzeitig sowohl Steuern als auch Ausgaben gesenkt. Gleichwohl führte der konjunkturelle Abschwung in Verbindung mit Fehlentwicklungen in einzelnen Bereichen und Datenrevisionen dazu, dass einige dieser Länder erneut merkliche Defizite aufweisen. Dies verdeutlicht, wie sensibel die öffentlichen Haushalte auf eine plötzliche Veränderung des konjunkturellen Umfeldes reagieren, und es unterstreicht die Notwendigkeit ausreichender Sicherheitsmargen in den Haushaltssituationen.

Die Erfahrung dieser Ländergruppe zeigt auch, wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt im Konjunkturverlauf funktionieren sollte: Bei vollständig wirkenden automatischen Stabilisatoren können sich die Haushaltsergebnisse in einer Abschwungphase verschlechtern, ohne dass die 3%-Grenze überschritten wird. In der zu erwartenden Aufschwungphase werden sie sich dann automatisch wieder verbessern.

Fortschritte auf dem Weg zu gesunden öffentlichen Haushalten und strukturelle Reformen der öffentlichen Finanzen schaffen Vertrauen in die institutionellen und gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum wird weiterhin dadurch beeinflusst, dass in mehreren Ländern eine solide Haushaltssituation noch nicht erreicht ist und die finanzpolitischen Strukturreformen nur zäh voranschreiten. Entschlossenes finanzpolitisches Handeln in beiden Bereichen ist jedoch eine wesentliche Voraussetzung für ein stabiles und wachstumsfreundliches gesamtwirtschaftliches Umfeld. In diesem Zusammenhang hat in den meisten Euro-Ländern die Einhaltung des wichtigsten Ziels des Stabilitäts- und Wachstumspakts – das Erreichen von mittelfristig „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden“ Haushaltssituationen – entscheidend zur Konsolidierung der Staatsfinanzen und zur automatischen Stabilisierung beigetragen. Hierdurch wird ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Haushaltsdisziplin und Flexibilität in einem sich verändernden konjunkturellen Umfeld geschaffen.

Angesichts der Besorgnis erregenden Entwicklungen in einigen Ländern des Euroraums hat die Eurogruppe auf Vorschlag der Europäischen Kommission am 7. Oktober 2002 einige Merkmale einer angemessenen Konsolidierungsstrategie definiert. Diese Vereinbarung wurde auch vom EZB-Rat in seiner Erklärung vom 24. Oktober dieses Jahres uneingeschränkt unterstützt (siehe Seite 7 f. des Monatsberichts vom November 2002). Alle

Länder mit verbleibenden Ungleichgewichten sollten sich zu einer klaren Konsolidierungsstrategie bestehend aus vier Kernelementen verpflichten: a) einen glaubwürdigen Anpassungspfad, der eine ständige Anpassung des zugrunde liegenden Haushaltssaldos von jährlich mindestens 0,5 % des BIP erfordert, b) realistische Annahmen bezüglich des gesamtwirtschaftlichen Umfelds, c) konkrete Maßnahmen zur Erreichung des Ziels und d) strikte Rechnungslegungsvorschriften und Überwachungsverfahren im Hinblick auf die Umsetzung der Konsolidierungsstrategie.

Obgleich diese Verpflichtungen rasch und entschlossen umgesetzt werden sollten, planen derzeit für 2003 nur zwei der vier betroffenen Länder (Deutschland und Portugal) die erforderliche Haushaltskonsolidierung. Allerdings lassen die Prognosen der Europäischen Kommission erwarten, dass das Defizit in Deutschland in dem genannten Jahr wohl geringfügig über 3 % bleiben wird. In Frankreich und Italien ist davon auszugehen, dass der jeweilige konjunkturbereinigte Haushaltssaldo weitgehend unverändert bleibt. In Frankreich dürfte das Ausbleiben von Konsolidierungsmaßnahmen dazu führen, dass der Haushaltssaldo dem Referenzwert von 3 % sehr nahe kommt. Im Fall Italiens und Portugals ist davon auszugehen, dass die vorgesehenen umfangreichen Einmalmaßnahmen zur Haushaltskonsolidierung (zum Beispiel die Veräußerung von Sachvermögen) nur vorübergehende und ungewisse Auswirkungen auf die Haushaltsentwicklung haben werden. Es sind daher beträchtliche Anstrengungen notwendig, wenn übermäßige Defizite in diesen Ländern verhindert und ein glaubwürdiger Konsolidierungspfad eingeschlagen und auch weiterverfolgt werden soll. Bei der Vorlage der nächsten Aktualisierung der Stabilitätsprogramme wird das Engagement der Länder für die von ihnen zugesagte Strategie zum ersten Mal auf den Prüfstand gestellt werden.

Die übrigen Länder, die keine merklichen Haushaltsungleichgewichte aufweisen, sollten die automatischen Stabilisatoren symmetrisch auf konjunkturelle Veränderungen wirken lassen. Finanzpolitischer Aktionismus ist dage-

gen nicht angezeigt. Außerdem sollten die Regierungen vermeiden, ihre Haushaltsdisziplin im „Windschatten“ der Länder mit unsoliden öffentlichen Finanzen zu lockern. Vielmehr sollten sie ihre gesunde Haushaltslage auch in Zukunft aufrechterhalten und bei Bedarf angemessene Anpassungsmaßnahmen ergreifen, um damit sowohl zu soliden Staatsfinanzen als auch zum Vertrauen in die institutionellen Rahmenbedingungen im Eurogebiet beizutragen.

Die Entwicklungen der jüngsten Zeit haben zudem die Notwendigkeit einer zeitnahen und zutreffenden Berichterstattung über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen deutlich gemacht. Bei einigen Ländern mussten die Schätzungen zur Haushaltslage merklich nach unten korrigiert werden und wurden nur mit erheblicher Verspätung vorgelegt. Nicht zutreffende Prognosen und Meldungen führen zu einer verzögerten Umsetzung der erforderlichen Maßnahmen und verringern den Nutzen der multilateralen Überwachungsverfahren.

Auf lange Sicht führt das Einhalten der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu einer besseren Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und schafft den dringend benötigten Handlungsspielraum, um die anstehenden Belastungen im Zusammenhang mit der Alterung der Bevölkerung bewältigen zu können. Dies wiederum wird die gesamtwirtschaftliche Stabilität und damit das Wirtschaftswachstum fördern. Gleichwohl wird die erwünschte Dynamik der Volkswirtschaften des Euroraums hierdurch aber wohl nicht in Gang gesetzt werden. Trotz der Verringerung der Steuerlast in den vergangenen Jahren sind sowohl die Durchschnitts- als auch die Grenzsteuersätze nach wie vor sehr hoch, und die Arbeitsanreize sind in den meisten Euro-Ländern verhältnismäßig gering. Die Umgestaltung der Sozialversicherungssysteme blieb alles in allem nur Stückwerk, wenngleich zurzeit weitere Reformen erwogen werden. Auch das Wachstum der Staatsausgaben war oft stärker als vorgesehen und höher als zur Finanzierung der ehrgeizigen Steuersenkungspläne erforderlich – auch dies trug zu den jüngsten hauspolitischen Zielverfehlungen bei.

Ausgabenrückhaltung und Reformen sind unverzichtbare Voraussetzungen für die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen, ein gestärktes Vertrauen, einen hohen Beschäftigungsstand und ein dynamischeres Wachstum – all dies auch Ziele der „Europäischen Wachstumsstrategie“. Wenn die Steuern zugunsten einer größeren Beschäftigungsfreundlichkeit spürbar gesenkt werden sollen, müssen auch die Ausgabenquoten deutlich verringert werden. Bei den Ausgaben sollte Investitionen in Humankapital und Infrastruktur ge-

genüber den laufenden Übertragungen Priorität eingeräumt werden. Eine hohe Staatsverschuldung und hohe alterungsbedingte Belastungen oder andere implizite Verbindlichkeiten machen zudem zusätzliche Ausgaben disziplin erforderlich. Die Erfahrung in einer Reihe von Ländern verdeutlicht, dass dies nur durch institutionelle Reformen gelingen kann, die den politischen Entscheidungsträgern stärkere Anreize bieten, Ausgabenüberschreitungen zu vermeiden und unproduktivere staatliche Verpflichtungen abzubauen.

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

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

Die von Experten erstellten Projektionen basieren auf einer Reihe von Annahmen, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Dazu gehört insbesondere die technische Annahme, dass die kurzfristigen Marktzinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Dadurch sollen die Erörterungen im EZB-Rat vereinfacht werden, indem die möglichen Auswirkungen von über den Projektionshorizont hinweg unveränderten EZB-Leitzinsen auf die künftige Preisentwicklung aufgezeigt werden. Aus diesem Grund sind die Experten-Projektionen im Allgemeinen nicht die beste uneingeschränkte Voraussage der zukünftigen Entwicklungen, insbesondere nicht über längere Zeiträume, denn die Geldpolitik wird immer darauf hinwirken, die Preisstabilität zu gewährleisten. Zusätzlich zu der Annahme hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze wird die technische Annahme zugrunde gelegt, dass die bilateralen Euro-Wechselkurse unverändert bleiben. Die im Hinblick auf die langfristigen Zinssätze gemachten technischen Annahmen basieren auf Erwartungen der Märkte, die einen über den Projektionszeitraum hinweg leicht ansteigenden Verlauf anzeigen. Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den nationalen Haushaltsplänen für das Jahr 2003, auf mittelfristigen Haushaltsrichtlinien sowie auf sonstigen verfügbaren Informationen über die Entwicklung der öffentlichen Haushalte in

den einzelnen Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebiets.

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

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

Die für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets gemachten Annahmen implizieren, dass sich die Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität über den Projektionszeitraum fortsetzen und dadurch in den Jahren 2003 und 2004 wieder zu höheren Jahreswachstumsraten führen wird.

Nachdem im Verlauf des Jahres 2001 niedrige Wachstumsraten verzeichnet worden waren, hat sich die weltweite Wirtschaftstätigkeit Anfang 2002 verstärkt, und die vierteljährli-

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

chen Wachstumsraten blieben auch im weiteren Jahresverlauf verhältnismäßig stabil. Allerdings haben sich frühere Erwartungen, die Konjunktur könne weiter an Schwung gewinnen, nicht bewahrheitet, und das Tempo der Erholung war in den verschiedenen Regionen der Welt unterschiedlich. Der verhältnismäßig reibungslose und schnelle Übergang vom wirtschaftlichen Abschwung zur Erholung in den Vereinigten Staaten wurde durch Bedenken bezüglich der Ertragskraft von Unternehmen und einige Anhaltspunkte hinsichtlich früherer Überinvestitionen, insbesondere in den Sektoren neuer Technologien, abgeschwächt. Die Bedingungen an den weltweiten Finanzmärkten haben sich verschlechtert, was sich in einem deutlichen Rückgang der Aktienkurse, einem Anstieg der Risikoprämien und einer anhaltend hohen Volatilität an den Finanzmärkten widerspiegelt. Die hohe Risikoeinschätzung bei den Anlegern wurde zusätzlich durch geopolitische Spannungen verschärft.

In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass die Wachstumsrate der Weltwirtschaft Anfang 2003 etwa auf dem Niveau verharren wird, das im bisherigen Jahresverlauf 2002 beobachtet wurde. Danach wird, unter Abschwächung der Faktoren, die der gegenwärtig hohen Risikoeinschätzung zugrunde liegen, damit gerechnet, dass es im verbleibenden Projektionszeitraum allmählich wieder zu einer Ausweitung der Weltwirtschaftsaktivität kommt. Schätzungen zufolge hat das Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets 2002 im Durchschnitt etwa 3 % erreicht und wird damit über der 2001 beobachteten Wachstumsrate von 2,3 % liegen. Es wird damit gerechnet, dass sie noch weiter ansteigen wird, und zwar auf 3,5 % im Jahr 2003 und auf 4,5 % im Jahr 2004. In den Vereinigten Staaten dürfte sich das Wachstum im Jahr 2003 allmählich beschleunigen und auch 2004 stark bleiben, jedoch unterhalb der Ende der Neunzigerjahre verzeichneten Wachstumsraten liegen. Es wird erwartet, dass die Konjunkturerholung in Japan auch weiterhin verhalten bleibt, während sie in anderen Industrieländern, insbesondere im Vereinigten Königreich, verhältnismäßig ro-

bust ausfallen dürfte. Für die Schwellenländer ergeben sich unterschiedliche Prognosen. Während erwartet wird, dass das Wirtschaftswachstum in Lateinamerika im Jahr 2003 verhältnismäßig schwach bleiben wird, bevor es 2004 wieder anzieht, dürfte damit zu rechnen sein, dass die Schwellenländer in Asien ihr schnelles Wirtschaftswachstum fortsetzen, getragen durch eine starke inländische Nachfrage in der Region. Die EU-Beitrittsländer und andere Transformationsländer dürften, angesichts des günstigeren externen Umfelds und der anhaltenden Widerstandsfähigkeit der inländischen Nachfrage, verhältnismäßig rasch weiter wachsen.

Das Welthandelwachstum wird den Annahmen zufolge einen ähnlichen Verlauf nehmen wie das weltweite reale BIP-Wachstum. Nach einer Wachstumsrate von 2,2 % im Jahr 2002 wird erwartet, dass im Jahresverlauf 2003 allmählich eine Erholung der Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets einsetzt, die 2003 zu einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate für die Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets von rund 5,5 % führen dürfte. Das Wachstum der Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets dürfte 2004 weiter auf etwa 7 % steigen.

Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung (Stand: Mitte November 2002, zum Zeitpunkt der Fertigstellung der Projektionen) wird angenommen, dass die Weltmarktpreise für Öl im Projektionszeitraum leicht zurückgehen, nämlich auf US-Dollar-Basis um etwa 10 %. Dem gegenüber dürften die Rohstoffpreise (ohne Energie) sowohl 2003 als auch 2004 anziehen und dadurch die 2001 verzeichnete deutliche Verringerung rückgängig machen.

Die in den meisten Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Verlauf des Jahres 2002 verzeichneten rückläufigen Inflationsraten spiegeln die verzögerten Auswirkungen einer schwächeren Konjunktur und niedrige Rohstoffpreise (ohne Energie) wider. Es wird angenommen, dass sie im Jahr 2003 im Durchschnitt weitgehend unverändert bleiben. Für 2004 wird allerdings, im Zuge der

fortschreitenden Konjunkturerholung, mit einer Steigerung gerechnet.

Projektionen zum Wachstum des realen BIP

Nachdem die vierteljährlichen Wachstumsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2001 größtenteils nahezu stagniert hatten, hat sich in der ersten Jahreshälfte 2002 im Euro-Währungsgebiet wieder ein Wachstum des realen BIP eingestellt, als sich die Auslandsnachfrage verbesserte. Der Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage betrug allerdings weiterhin nahezu null. Schätzungen zufolge ist nicht damit zu rechnen, dass es in der zweiten Jahreshälfte zu einem weiteren Anstieg des vierteljährlichen realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet kommt. Jedoch dürfte sich die inländische Nachfrage wieder etwas erholt haben, was insbesondere darauf zurückzuführen ist, dass bei den privaten Konsumausgaben wieder leicht positive Wachstumsraten verzeichnet werden. Insgesamt wurde die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 auch durch ungünstige Entwicklungen an den weltweiten Finanzmärkten belastet, doch dürfte damit zu rechnen sein, dass deren negative Auswirkungen im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums nachlassen.

Anzumerken ist, dass die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des realen BIP und seiner Nachfragekomponenten im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 durch den statistischen Überhang aus den niedrigen Wachstumsraten, die in der zweiten Jahreshälfte 2001 festgestellt wurden, mechanisch verringert werden.² Die Projektionen weisen demzufolge auf einen Rückgang der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate des realen BIP im Euro-Währungsgebiet von dem 2001 beobachteten Stand von 1,5 % auf 0,6 % bis 1,0 % im Jahr 2002 hin.

Das reale BIP-Wachstum dürfte 2003 auf 1,1 % bis 2,1 % ansteigen und sich dann 2004 in einer Bandbreite zwischen 1,9 % und 2,9 % bewegen. Die Erholung der inländischen

Nachfrage dürfte die Entwicklungen im außenwirtschaftlichen Umfeld widerspiegeln und sich sowohl 2003 als auch 2004 allmählich beschleunigen. Es wird erwartet, dass auch die Vorratsinvestitionen einen leichten positiven Einfluss auf das Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum haben. Der Beitrag der Netto-Ausfuhren zum BIP-Wachstum dürfte 2003 und 2004 weitgehend neutral sein.

Bei den Komponenten der inländischen Verwendung lag das Wachstum der *privaten Konsumausgaben* 2002 den Schätzungen zufolge in einer Bandbreite von 0,4 % bis 0,8 %. 2003 dürfte es auf eine Bandbreite von 1,1 % bis 2,1 % ansteigen und 2004 in einer Bandbreite zwischen 1,5 % und 3,1 % liegen. Den Projektionen zufolge entwickeln sich die Konsumausgaben weitgehend im Einklang mit dem Wachstum des real verfügbaren Einkommens, das durch eine geringere Inflationsrate, einen positiven Beitrag von Netto-Finanztransfers im Jahr 2003 und im späteren Verlauf des Projektionszeitraums durch eine Erholung des Beschäftigungswachstums gestützt wird. Die Sparquote der privaten Haushalte ist 2001 gestiegen. Den Projektionen zufolge dürfte sie im Projektionszeitraum leicht zurückgehen, dabei aber auf einem verhältnismäßig hohen Niveau bleiben. Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass der Beitrag der *Konsumausgaben des Staats* zum Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum zurückgehen wird.

Nachdem im Jahr 2001 und in der ersten Jahreshälfte 2002 negative vierteljährliche Wachstumsraten verzeichnet wurden, wird für die *Anlageinvestitionen insgesamt* erwartet, dass sie sich im verbleibenden Jahresverlauf 2002 wieder leicht erholen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate dürfte Schätzungen zufolge im Jahr 2002 zwischen -2,9 % und -1,9 % liegen, sich 2003 aber auf -0,6 % bis 2,4 % erhöhen und 2004 zwischen 1,4 % und 4,6 % liegen. Diese allmähliche Erholung

² Der Einfluss des statistischen Überhangs wird in Kasten 6 des Monatsberichts vom Dezember 2001 erläutert.

Tabelle 13**Makroökonomische Projektionen***(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	2001	2002	2003	2004
HVPI	2,5	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Reales BIP	1,5	0,6 – 1,0	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9
Private Konsumausgaben	1,9	0,4 – 0,8	1,1 – 2,1	1,5 – 3,1
Konsumausgaben des Staats	1,9	1,3 – 2,5	0,7 – 1,7	0,8 – 1,8
Bruttoanlageinvestitionen	-0,4	-2,9 – -1,9	-0,6 – 2,4	1,4 – 4,6
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	3,0	-0,9 – 1,9	2,4 – 5,6	3,9 – 7,1
Importe (Waren und Dienstleistungen)	1,5	-2,4 – 0,2	2,6 – 6,0	4,1 – 7,5

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

der Investitionen insgesamt ist hauptsächlich auf *Unternehmensinvestitionen* zurückzuführen, die durch die Verbesserung des weltweiten und des inländischen wirtschaftlichen Umfelds gestützt werden. Nichtsdestoweniger wird projiziert, dass die Unternehmensinvestitionen 2003 weiterhin gedämpft ausfallen, da der Rückgang der Aktienkurse und die negativen Auswirkungen, die der längere Zeitraum langsamen Wachstums auf die Ertragslage der Unternehmen hat, in einigen Segmenten des Unternehmenssektors für ungünstigere Finanzierungsbedingungen gesorgt haben. Das Niveau der *Wohnungsbauinvestitionen* ist den Schätzungen zufolge 2002 gesunken und dürfte 2003 und 2004 weitgehend unverändert bleiben. Das Wachstum der *öffentlichen Investitionen* dürfte im Projektionszeitraum moderat bleiben.

Nachdem die vierteljährlichen Veränderungs-raten in fünf aufeinander folgenden Quartalen negativ ausgefallen waren, haben die Exporte und Importe – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – im zweiten Quartal 2002 wieder positive vierteljährliche Wachstumsraten erreicht. Schätzungen zufolge lag die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Exporte 2002 weiterhin zwischen -0,9 % und 1,9 %. Für 2003 dürfte sie sich auf eine Bandbreite von 2,4 % bis 5,6 % erhöhen und 2004 zwischen 3,9 % und 7,1 % liegen. Die Projektion für die Exporte spiegelt sowohl stärker wachsende Exportmärkte als auch einen leichten Rückgang des Exportmarktanteils des Euroraums wider, der mit Einbußen bei der Wettbe-

werbsfähigkeit zusammenhängt. Schätzungen zufolge lag die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Importe im Jahr 2002 weiterhin in einer Bandbreite zwischen -2,4 % und 0,2 %. Es wird projiziert, dass sie 2003 auf 2,6 % bis 6,0 % steigen und 2004 zwischen 4,1 % und 7,5 % liegen wird, worin sich weitgehend die Entwicklung der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet niederschlägt. Infolge der Entwicklungen in der ersten Jahreshälfte dürfte der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum 2002 deutlich positiv ausgefallen sein. Den Projektionen für das Export- und Importwachstum zufolge wird er sowohl 2003 als auch 2004 weitgehend neutral werden.

Nachdem das *Beschäftigungswachstum* insgesamt im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2002 sehr schwach geblieben ist, wird erwartet, dass es sich 2003 leicht erholen und 2004 weiter verstärken wird. Dieser Verlauf spiegelt, wenn auch verzögert, die projizierte konjunkturelle Entwicklung wider. Das Angebot an Arbeitskräften dürfte infolge steigender Erwerbsquoten zunehmen, wenn auch nicht mehr so rasch wie in den letzten Jahren. Diese Projektionen für das Arbeitskräfteangebot und die Beschäftigung ergeben eine im Jahr 2003 leicht ansteigende Arbeitslosenquote, die dann 2004 allerdings wieder rückläufig sein dürfte.

Aussichten für Preise und Kosten

Auf der Basis der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen und weiterer verfügba-

rer Informationen dürfte sich die durchschnittliche Zuwachsrate des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)* insgesamt im Jahr 2002 in einer Bandbreite von 2,1 % bis 2,3 % bewegt haben, nach einer Zuwachsrate von 2,5 % im Jahr 2001. 2003 wird sie den Projektionen zufolge auf eine Bandbreite zwischen 1,3 % und 2,3 % sinken und 2004 zwischen 1,0 % und 2,2 % liegen. Die Verschiebung der für die Zuwachsrate des HVPI insgesamt projizierten Bandbreiten nach unten spiegelt für 2003 niedrigere Zuwächse bei der Nicht-Energie-Komponente wider, wohingegen sie für 2004 weitgehend durch den angenommenen Rückgang der Energiepreise erklärt wird. Somit spiegelt die Projektion für die Steigerungsrate des HVPI insgesamt wider, dass ein begrenzter Rückgang des inländischen Kostendrucks und ein leichter negativer Beitrag seitens der Importpreise erwartet werden.

Nach einem deutlichen Rückgang im Jahresverlauf 2002 infolge der Rückbildung der vorangegangenen Ölpreissteigerungen und des schwächeren Welthandels dürfte die Jahresänderungsrate der Importpreise im Verlauf des Jahres 2003 allmählich zunehmen. Nichtsdestoweniger wird projiziert, dass die durchschnittliche Jahresänderungsrate der Importpreise für 2003 leicht negativ bleibt, gedämpft durch den Anstieg des effektiven Euro-Wechselkurses, der seit Frühjahr 2002 beobachtet wird. Den Projektionen zufolge dürfte sie sich erst 2004 im Zuge der Erholung der Welt handelspreise und der Exportnachfrage ins Positive umkehren.

Trotz der konjunkturellen Abschwächung beschleunigte sich das nominale Lohnwachstum im Jahresverlauf 2001; für das Gesamtjahr ergab sich eine durchschnittliche Zuwachsrate von 2,8 %, und den Schätzungen zufolge ist das Lohnwachstum 2002 weitgehend unverändert geblieben. Basierend auf aktuellen Tarifabschlüssen und anderen verfügbaren Informationen wird für die Jahre 2003 und 2004 ein weiterer Anstieg des nominalen Lohnwachstums projiziert.

Die Projektionen für die *Lohnstückkosten* spiegeln den konjunkturbedingten Wiederanstieg

der Arbeitsproduktivität und die höheren Lohnsteigerungen wider. Die Lohnstückkosten sind 2001 infolge der konjunkturbedingt weniger stark zunehmenden Arbeitsproduktivität und des kräftigeren Lohnwachstums stark angestiegen, haben aber in der ersten Jahreshälfte 2002 etwas nachgegeben. Im Zuge des Konjunkturaufschwungs wird projiziert, dass sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität über den Projektionszeitraum wieder erholen und die Nähe seines langfristigen Durchschnitts erreichen wird. Infolgedessen wird trotz höherer Lohnsteigerungen ein geringerer Anstieg der Lohnstückkosten projiziert. Im Zusammenhang mit der schwachen Konjunktur wurden die *Gewinnspannen* im Jahr 2001 aufgrund der höheren Kosten geschmälert. Im Jahr 2002 blieben sie den Schätzungen zufolge moderat, dürften sich aber im Verlauf des Projektionszeitraums erhöhen, wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt.

Aufgrund der oben angeführten Faktoren wird geschätzt, dass die Steigerungsrate des *BIP-Deflators zu Marktpreisen*, die die Entwicklung der Lohnstückkosten, Gewinnspannen und indirekten Steuern widerspiegelt, 2002 in einer Bandbreite von 2,2 % bis 2,4 % lag, nachdem sie sich im Jahr 2001 auf 2,4 % belaufen hatte. 2003 dürfte sie sich in einer Bandbreite von 1,4 % bis 2,1 % bewegen und 2004, im Zuge der fortschreitenden Konjunkturerholung, leicht anziehen. Die *administrierten Preise* und *indirekten Steuern* werden in den Jahren 2002 und 2003 einen geringen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben.

Es wird projiziert, dass die Entwicklung des HVPI (ohne Energie und Nahrungsmittel) weitgehend die allgemeine Entwicklung des BIP-Deflators nachvollzieht. Die Teuerungsrate für Industrieerzeugnisse (außer Energie) war im Jahr 2002 allmählich rückläufig und dürfte 2003 weiterhin leicht zurückgehen, da die Auswirkungen vorangegangener Importpreistrückgänge über die Angebotskette weitergegeben werden und die Kapazitätsauslastung relativ gering bleiben wird. Die Inflation bei den Dienstleistungspreisen hat im Jahr 2002 infolge höherer Lohnstückkosten, eines Anstiegs der administrierten Preise und der

indirekten Steuern sowie infolge der Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung zu Beginn des Jahres zugenommen. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen wird den Projektionen zufolge 2003 im Zuge einer beginnenden Verlangsamung des Wachstums

der Lohnstückkosten etwas nachlassen. Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel dürften ebenfalls dazu beitragen, dass die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2003 zurückgeht.

Kasten 7

Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2002

Die wesentlichen Änderungen der den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, die im Monatsbericht vom Juni 2002 veröffentlicht wurden, sind um etwa 1½ Prozentpunkte nach unten revidierte Aussichten für das Wachstum der externen Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003 sowie ein höherer nominaler effektiver Euro-Wechselkurs. Letzterer spiegelt die Aufwertung des Euro um rund 4 % seit Juni 2002 wider. Eine weitere wichtige Veränderung der Annahmen sind die um rund 50 Basispunkte niedrigeren Markterwartungen für langfristige Zinssätze.

Die projizierten Bandbreiten für das reale BIP-Wachstum sind nun für 2002 und für 2003 nach unten verschoben. Die Korrekturen spiegeln die projizierte Verzögerung der Erholung gegenüber den Projektionen vom Juni 2002 wider. Auch wenn sich die Korrekturen in begrenztem Maße durch die veränderten den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen für den Welthandel und den Euro-Wechselkurs erklären lassen, so spiegeln sie doch in erster Linie die niedrigeren Projektionen für das Wachstum der inländischen Nachfrage im Euro-Währungsgebiet wider. Die Korrektur der inländischen Nachfrage nach unten trägt den Auswirkungen des hohen Maßes an Unsicherheit Rechnung, welches das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld prägt, sowie der damit verbundenen Abschwächung der globalen Finanzmärkte. Vor diesem Hintergrund lässt sich die projizierte Verzögerung der Erholung bei den Investitionen durch eine Kombination von geringerem Wachstum der Auslandsnachfrage und eingetrübten kurzfristigen Ertragsaussichten erklären, wohingegen die privaten Konsumausgaben den Projektionen zufolge durch Vermögenseffekte leicht gedämpft werden.

Trotz der niedrigeren Projektionen für die inländische Nachfrage im Euro-Währungsgebiet wurde die projizierte Bandbreite für die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt im Jahr 2003 nur geringfügig nach unten verschoben. Dies lässt sich durch die Korrektur der Projektionen für die inländischen Kostenfaktoren nach oben erklären. Basierend auf Tarifabschlüssen und anderen verfügbaren Informationen wurden die Annahmen für das nominale Lohnwachstum im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2002 nur leicht nach unten korrigiert. In Kombination mit einem schwächeren Wachstum der Arbeitsproduktivität wurden deshalb die Projektionen für das Wachstum der Lohnstückkosten nach oben korrigiert. Außerdem sind trotz der projizierten schwächeren Konjunktorentwicklung die Herabstufungen der Projektionen für die Gewinnmargen gering, weil davon ausgegangen wird, dass die Unternehmen versuchen werden, ihre Margen nach einem längeren Zeitraum schwacher Rentabilität wiederherzustellen.

Vergleich der makroökonomischen Projektionen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

Kasten 8

Prognosen anderer Institutionen

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

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003	2004
Europäische Kommission	November 2002	0,8	1,8	2,6
IWF	September 2002	0,9	2,3	-
OECD	November 2002	0,8	1,8	2,8
Prognosen von Consensus Economics	November 2002	0,8	1,7	-
Survey of Professional Forecasters	November 2002	0,8	1,8	2,5

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2002; IWF, World Economic Outlook, September 2002; OECD, Wirtschaftsausblick Nr. 72; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht bei den derzeit vorliegenden Prognosen anderer Institutionen eindeutig Übereinstimmung darüber, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet 2003 und 2004 weiter festigen wird. Die konjunkturelle Belebung dürfte sowohl durch eine höhere inländische Nachfrage als auch durch eine Steigerung der Auslandsnachfrage gestützt werden. Die Europäische Kommission, die OECD, die Prognosen von Consensus Economics und der Survey of Professional Forecasters sagen für 2003 ein reales BIP-Wachstum von 1,7 % bis 1,8 % voraus, während dem IWF zufolge das Wachstum mit 2,3 % leicht darüber liegen könnte. Für 2004 sagen alle verfügbaren Prognosen voraus, dass sich das Wachstum des BIP im Euro-Währungsgebiet weiter fortsetzen wird.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003	2004
Europäische Kommission	November 2002	2,3	2,0	1,8
IWF	September 2002	2,1	1,6	-
OECD	November 2002	2,4	2,2	2,0
Prognosen von Consensus Economics	November 2002	2,1	1,9	-
Survey of Professional Forecasters	November 2002	2,2	1,8	1,9

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2002; IWF, World Economic Outlook, September 2002; OECD, Wirtschaftsausblick Nr. 72; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

1) Deflator für den privaten Verbrauch für IWF, VPI für die Prognosen von Consensus Economics, HVPI für die anderen.

Alle Prognosen weisen auf einen allmählichen Rückgang der Teuerungsrate der Verbraucherpreise im Jahr 2003 hin, wobei die durchschnittliche jährliche Inflationsrate der OECD zufolge auf 2,2 %, der Europäischen Kommission zufolge auf 2,0 % und dem IWF zufolge auf 1,6 % fällt. Die Unterschiede zwischen diesen Prognosen lassen sich teilweise durch die verschiedenen Annahmen bezüglich des Ölpreisniveaus über den Projektionszeitraum erklären. Die Prognosen von Consensus Economics und der Survey of Professional Forecasters sagen für 2003 eine Preissteigerungsrate von 1,8 % bis 1,9 % voraus. Für 2004 erwarten alle vorliegenden Prognosen, dass die Preissteigerungsrate weitgehend auf dem Niveau bleiben wird, das für 2003 vorausgesagt wird.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Erholung der Weltwirtschaft hat an Schwung verloren

Nach einem relativ kräftigen Aufschwung zu Beginn dieses Jahres hat die weltweite Konjunkturerholung anscheinend vorübergehend etwas an Schwung verloren. Insbesondere tragen offenbar der private Konsum in den Vereinigten Staaten und der Außenhandel in Japan im vierten Quartal weniger als bisher zum Wachstum bei. Darüber hinaus haben die Entwicklungen an den Finanzmärkten und geopolitische Spannungen die Ungewissheit über die Wachstumsaussichten verstärkt. Es wird allerdings damit gerechnet, dass das Weltwirtschaftswachstum im Verlauf des kommenden Jahres langsam an Fahrt gewinnen und die in diesem Jahr erzielten Raten übertreffen wird (siehe Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“).

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die einen allmählichen Wiederanstieg des globalen Wachstums fördern und unterstützen dürften. Zum einen sind Anzeichen dafür zu erkennen, dass sich einige für den Wirtschaftsabschwung verantwortliche Entwicklungen zurzeit wieder umkehren. Dies gilt beispielsweise für den starken Einbruch der Nachfrage nach IT-Gütern. Zum anderen hat sich die Widerstandsfähigkeit des Unternehmenssektors gegen Rezessionsschocks im letzten Jahrzehnt insbesondere durch flexiblere Produktionsstrukturen erhöht. Außerdem ist es in

manchen Ländern, besonders in den Vereinigten Staaten, gelungen, den Wettbewerb zu stärken und damit den Inflationsdruck zu verringern, sodass die Wirtschaftspolitik deutliche Wachstumsimpulse geben konnte.

Betrachtet man die einzelnen Länder, so deuten in den Vereinigten Staaten nach einem vergleichsweise kräftigen BIP-Wachstum im dritten Quartal 2002 die jüngsten in kurzen Abständen verfügbaren Daten auf ein sich abschwächendes Wachstum des privaten Konsums – der seit dem vergangenen Jahr wesentlich zur wirtschaftlichen Erholung beigetragen hat – im vierten Quartal hin. Im dritten Vierteljahr betrug nach vorläufigen Angaben das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet 4,0 %. Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren die privaten Konsumausgaben. Dabei nahmen insbesondere die Ausgaben für langlebige Güter (im Quartalsvergleich, auf Jahresrate hochgerechnet) um 23 % zu. Hier spielte die Automobilindustrie eine wichtige Rolle, die davon profitierte, dass Pkw-Käufern erhebliche Kaufanreize geboten wurden. Auch die Staatsausgaben, die privaten Investitionen und die Exporte steuerten – wenn auch in viel geringerem Umfang – im dritten Quartal dieses Jahres zum realen BIP-Wachstum bei. Die Beiträge dieser Komponenten zum BIP-Wachstum wurden teilweise durch hohe Einfuhren wieder aufgezehrt.

In der näheren Zukunft dürfte das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten

zunächst durch die verzögerten negativen Vermögenseffekte der vorausgegangenen Aktienkursverluste sowie ein schwächeres Wachstum der Ausgaben für Gebrauchsgüter (insbesondere Pkw-Käufe) gebremst werden, bevor es dann langsam wieder anzieht. Bei den Unternehmensinvestitionen gibt es noch keine klaren Anzeichen dafür, dass in Kürze eine deutliche Besserung zu erwarten ist. Die Staatsausgaben dürften hingegen fürs Erste noch kräftig steigen. Im Außenwirtschaftssektor könnte der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum wegen der Wettbewerbsgewinne im Zusammenhang mit der Abwertung, die der US-Dollar im Verlauf dieses Jahres gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner zu verzeichnen hatte, zunehmen.

Aufgrund der höheren Energiekosten hat sich die jährliche Teuerung nach dem VPI auf 2,0 % im Oktober dieses Jahres erhöht, während die VPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie unverändert bei 2,2 % lag. Die geringe Kapazitätsauslastung und das anhaltend kräftige Produktivitätswachstum dürften den Preisdruck im Inland zunächst begrenzen.

Vor diesem Hintergrund senkte der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank in seiner Sitzung am 6. November 2002 den Zielzinssatz für Tagesgeld und den Diskontsatz um jeweils 50 Basispunkte auf 1,25 % bzw. 0,75 %. Er verwies ferner darauf, dass die Risiken für die Wirtschaft nunmehr „ausgewogen“ seien, nachdem er in seiner Erklärung vom 24. September 2002 festgestellt hatte, dass sie eher in einem schwachen Wachstum gesehen würden.

In Japan setzte sich die allmähliche Konjunkturerholung – allerdings in geringerem Tempo – fort. Im dritten Vierteljahr 2002 ging das Wachstum des realen BIP im Vergleich zum Vorquartal auf 0,7 % zurück, nach 1,0 % im zweiten Quartal. Maßgeblich hierfür war, dass sich der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags wegen des deutlich langsameren Exportwachstums von +0,3 Prozentpunkten auf -0,1 Prozentpunkte verringerte. Die privaten Konsumausgaben und die Vorratsinvestitio-

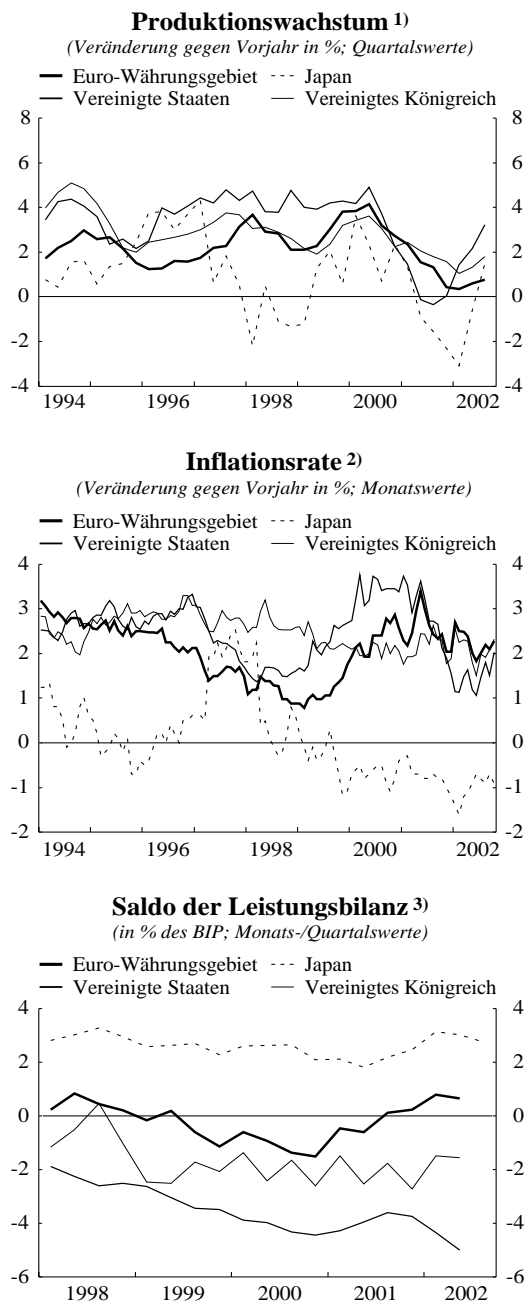
nen waren die Hauptstützen des BIP-Wachstums insgesamt, während die Anlageinvestitionen der Unternehmen zurückgingen.

In absehbarer Zukunft ist mit einer weiterhin verhaltenen wirtschaftlichen Erholung zu rechnen. Die Wachstumsaussichten hängen weitgehend von der Entwicklung an Japans wichtigsten Exportmärkten ab. Das anhaltend schwache Einkommenswachstum und die Arbeitsmarktlage dürften den privaten Verbrauch belasten. Gleichzeitig werden sich wohl auch die Anlageinvestitionen der Unternehmen weiter nur schwach entwickeln. Die Umsetzung der kürzlich bekannt gegebenen Pläne zur Lösung der Strukturprobleme im Bankensektor, besonders des Problems der notleidenden Kredite, dürfte die Wachstumsaussichten ebenfalls beeinträchtigen.

Die Deflationstendenzen in Japan dauern an, wobei sich die jährliche Veränderungsrate des VPI im Oktober auf -0,9 % belief, gegenüber -0,7 % im September. Die Jahresrate des inländischen Großhandelspreisindex betrug im Oktober -0,5 %, nach -0,9 % im September. Die Bank von Japan gab am 18. September bekannt, dass sie mögliche Maßnahmen ausloten werde, um den Finanzinstituten den Abbau ihrer Beteiligungen zu erleichtern. Am 11. Oktober veröffentlichte sie den Entwurf eines Programms, wonach sie Geschäftsbanken, deren Aktienbestände das Kernkapital übersteigen, Aktien im Wert von 2 Billionen JPY zu Marktpreisen abkaufen will. Darüber hinaus beschloss die Bank von Japan am 30. Oktober, ihr Ziel für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken auf 15 bis 20 Billionen JPY anzuheben. Daneben erhöhte sie ihren Direkterwerb von langfristigen Staatsanleihen auf monatlich 1,2 Billionen JPY.

In Großbritannien erreichte das Quartalswachstum des realen BIP im dritten Vierteljahr mit 0,8 % wieder ungefähr die Trendrate und lag damit leicht über der Rate im zweiten Quartal. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte waren, auch wenn sie in geringerem Umfang ausgeweitet wurden als bisher, die stärkste Wachstumsstütze im dritten

Abbildung 36
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



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

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte. Für das Vereinigte Königreich wird der RPIX-Index verwendet.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-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.

Quartal. Trotz sinkender Geldvermögen und eines schwächeren Wachstums der verfügbaren Realeinkommen trugen die weiter mit einer Jahresrate von rund 25 % bis 30 % steigenden Hauspreise kräftig zum Anstieg der privaten Konsumausgaben bei. Die Investitionen und der Außenbeitrag dagegen hemmten das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal. Steigende Finanzierungskosten und die Aktienkursverluste sowie vielleicht teilweise auch der Aufschub von Investitionen wegen der Unsicherheit an den Finanzmärkten dürften die Unternehmensinvestitionen gedämpft haben. Nach einem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal gingen die Ausfuhren im dritten Quartal angesichts der weltweiten Konjunkturschwäche wieder zurück.

Die Teuerung bewegte sich im bisherigen Jahresverlauf zumeist unterhalb des Inflationsziels von 2,5 %. Nach einem durchschnittlichen Anstieg von 2,0 % im dritten Vierteljahr erhöhte sich der Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) im Oktober mit einer Jahresrate von 2,3 %. Die jährliche Teuerung nach dem HVPI fiel dagegen mit 1,4 % merklich geringer aus. Dies liegt zum Teil daran, dass die kräftig steigende Komponente des RPIX für die Wohnungskosten im HVPI nicht enthalten ist.

Die kurzfristigen Aussichten für die Wirtschaft im Vereinigten Königreich hängen vor allem von der Stärke des weltweiten Konjunkturaufschwungs ab. Im Inland bleiben die künftige Entwicklung der Hauspreise und ihre potenziellen Auswirkungen auf den privaten Konsum eine Quelle der Unsicherheit.

In Dänemark ist das reale BIP-Wachstum im Vierteljahresvergleich von 1,8 % im zweiten Quartal auf -1,0 % im dritten Quartal gesunken, sodass sich eine Jahresrate von 0,9 % ergibt. Diese Entwicklung war hauptsächlich einem Lagerabbau und geringeren Exporten zuzuschreiben. Nach einem durchschnittlichen Anstieg von 2,4 % im dritten Quartal erhöhte sich die Teuerung nach dem HVPI im Oktober auf eine Jahresrate von 2,7 %.

In Schweden beschleunigte sich das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorquartal leicht auf 0,6 % im zweiten Quartal. Der Grund hierfür war vor allem ein Wiederanstieg des Konsums der privaten Haushalte und der Investitionen. Während die Industrieproduktion im dritten Quartal nur wenig ausgeweitet wurde, legte der private Verbrauch offensichtlich weiter kräftig zu. Die Jahresteuerrate nach dem HVPI belief sich im Oktober auf 1,7 %, verglichen mit 1,5 % im dritten Quartal.

In der Schweiz bestätigen die jüngsten Datenveröffentlichungen, dass die konjunkturelle Erholung weiter auf sich warten lässt. Zwar war im dritten Vierteljahr ein positives reales BIP-Wachstum zu verzeichnen (1,3 % gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet), aber die schwache Konjunkturlaufentwicklung setzte sich fort, wie der deutliche Rückgang der Inlandsnachfrage zeigt. Auch die Frühindikatoren deuten auf ein verhaltenes Wachstum in absehbarer Zukunft hin. Was die Preisentwicklung angeht, so hat der jüngste Ölpreisrückgang zu einer Preisberuhigung beigetragen. Im November lagen die Preise um 0,9 % über ihrem Vorjahrsniveau, verglichen mit 1,2 % im Oktober.

In den größeren EU-Beitrittsländern ist das Wirtschaftswachstum nach wie vor relativ robust, da die Folgen der weltweiten Konjunkturschwäche bisher durch kräftige finanzpolitische Impulse ausgeglichen wurden. In der Tschechischen Republik wird das Produktionswachstum hauptsächlich von der Binnen nachfrage getragen, wie auch aus den Zahlen für das zweite Quartal hervorgeht. Das BIP-Wachstum könnte sich demnächst abschwächen, da von der Finanzpolitik in Zukunft geringere Wachstumsimpulse zu erwarten sind, und die Investitionen könnten unter der starken Tschechischen Krone leiden. In Ungarn hat das reale BIP-Wachstum im Vergleich zum Vorjahr unter dem Einfluss des unvermindert kräftigen Wachstums der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal leicht zugenommen. Das wirtschaftliche Wachstum wird sich aber wahrscheinlich etwas abschwächen, weil sich der Außenbeitrag in der zweiten Jahres-

hälfte negativ auf das BIP-Wachstum auswirken dürfte. In Polen haben sich die Aussichten weiter – wenn auch nur sehr geringfügig – verbessert. Dies wurde durch einen bescheidenen Anstieg des jährlichen BIP-Wachstums im zweiten Quartal bestätigt. Im verarbeitenden Gewerbe in Polen sind nach einer längeren Phase negativen Wachstums weitere Anzeichen einer wirtschaftlichen Belebung zu erkennen.

In der Türkei hat sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal deutlich beschleunigt. Hauptantriebskraft waren die sehr kräftig steigenden Vorratsinvestitionen, aber auch der private und öffentliche Konsum haben inzwischen wieder zugenommen. Die Preisaufriebskräfte haben die Oberhand gewonnen, wie auch die Angaben für September und Oktober belegen. In Russland weisen verschiedene Indikatoren auf eine Verbesserung der Konjunkturperspektiven hin. Vor allem aufgrund der stark ansteigenden Konsumausgaben kletterte die Jahreswachstumsrate des realen BIP im zweiten Quartal dieses Jahres auf gut 4 %. In allen Bereichen der Wirtschaft ist ein ungebrochen kräftiges Produktionswachstum zu verzeichnen. Der anhaltend hohe Inflationsdruck gibt allerdings weiter Anlass zur Sorge.

In den asiatischen Ländern (ohne Japan) mehrten sich die Anzeichen, dass der kräftige Aufschwung wieder an Fahrt verliert. Die Wachstumsraten der Exporte und des verarbeitenden Gewerbes beginnen sich in all diesen Ländern zu stabilisieren. Die inländische Nachfrage stärkt aber dank höherer Haushaltseinkommen und günstigerer wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen nach wie vor das Wachstum.

Innerhalb der Region kann China mit einem kräftigen Wachstum des realen BIP im dritten Quartal von schätzungsweise 8,1 % gegenüber dem Vorjahr wie bisher schon größere Erfolge als seine Nachbarn vorweisen. Zu dieser Entwicklung haben zum einen der massive Anstieg der Anlageinvestitionen (im bisherigen Jahresverlauf um rund 25 % gegenüber dem Vorjahr), der durch ein robustes Wachstum der ausländischen Direktinvestitionen

unterstützt wird, beigetragen, zum anderen aber auch ein lebhafter Konsum, der sich in einer Zunahme der Einzelhandelsumsätze um rund 9 % gegenüber dem Vorjahr widerspiegelt. Parallel dazu setzten sich die in erster Linie durch strukturelle Faktoren verursachten deflatorischen Tendenzen mit einer jährlichen VPI-Inflation von -1 % im Oktober fort.

In Korea hat sich das reale BIP-Wachstum im dritten Vierteljahr leicht auf eine Jahresrate von schätzungsweise 5,8 % abgeschwächt. Wachstumstreiber waren weiterhin die Ausfuhren, insbesondere von IT-Gütern, die um 16,7 % gegenüber dem Vorjahr zunahm. Auch das Produktionswachstum im verarbeitenden Gewerbe blieb unverändert hoch. Die privaten Konsumausgaben sind hingegen wegen der ungünstigeren Finanzierungsbedingungen weniger stark gewachsen. Vor diesem Hintergrund kam es bei den Verbraucherpreisen zu einem leichten Preisauftrieb. Vorläufigen Schätzungen zufolge betrug das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorjahr in Singapur und Taiwan im dritten Quartal dieses Jahres 3,9 % bzw. 4,8 %. Während die Exporte nach China, insbesondere aus Taiwan, sprunghaft zunahm, wird deutlich, dass die Auslandsnachfrage vor allem aus den Vereinigten Staaten und Japan nachzulassen beginnt. Inzwischen macht sich auch ein erneuter Deflationsdruck bemerkbar.

Insgesamt bleiben die allgemeinen wirtschaftlichen Perspektiven für die asiatischen Länder (ohne Japan) positiv, wozu teilweise wirtschaftspolitische Entscheidungen beigetragen haben. Doch dürfte das weniger günstige außenwirtschaftliche Umfeld die Aussichten für eine konjunkturelle Erholung trüben.

In Lateinamerika bestätigt sich in den jüngsten Informationen die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung in den größten Ländern. Die Aussichten der Region haben sich wegen der finanziellen Instabilität in Brasilien und der fortdauernden Rezession in Argentinien gegenüber den bisherigen Erwartungen verschlechtert. In Brasilien sind die Finanzmarktindikatoren trotz gewisser Hinweise auf eine Besserung nach wie vor volatil, und die

hohen Zinsen geben weiterhin Anlass zur Sorge über die künftige Bedienung der Staatsschulden. Es lässt sich noch nicht absehen, ob sich die finanziellen Turbulenzen des Landes nach der jüngsten Wahl einer neuen Regierung legen werden. In Argentinien gibt es erste Anzeichen einer konjunkturellen Besserung. Die zum Abbau der Inflation notwendige Stabilisierung des Peso könnte aber für die Wiederbelebung der Exporte schädlich sein. Die Inlandsnachfrage wird noch immer durch Beschränkungen der Bargeldabhebungen bei Banken und fehlende Kredite eingeschränkt. Dagegen zeichnet sich in Mexiko, unterstützt von der heimischen Nachfrage, weiter ein wirtschaftlicher Aufschwung ab. Die Exporte entwickeln sich allerdings trotz der anhaltenden Peso-Abwertung nach wie vor schwach.

Euro wertete sich im November und Anfang Dezember 2002 auf

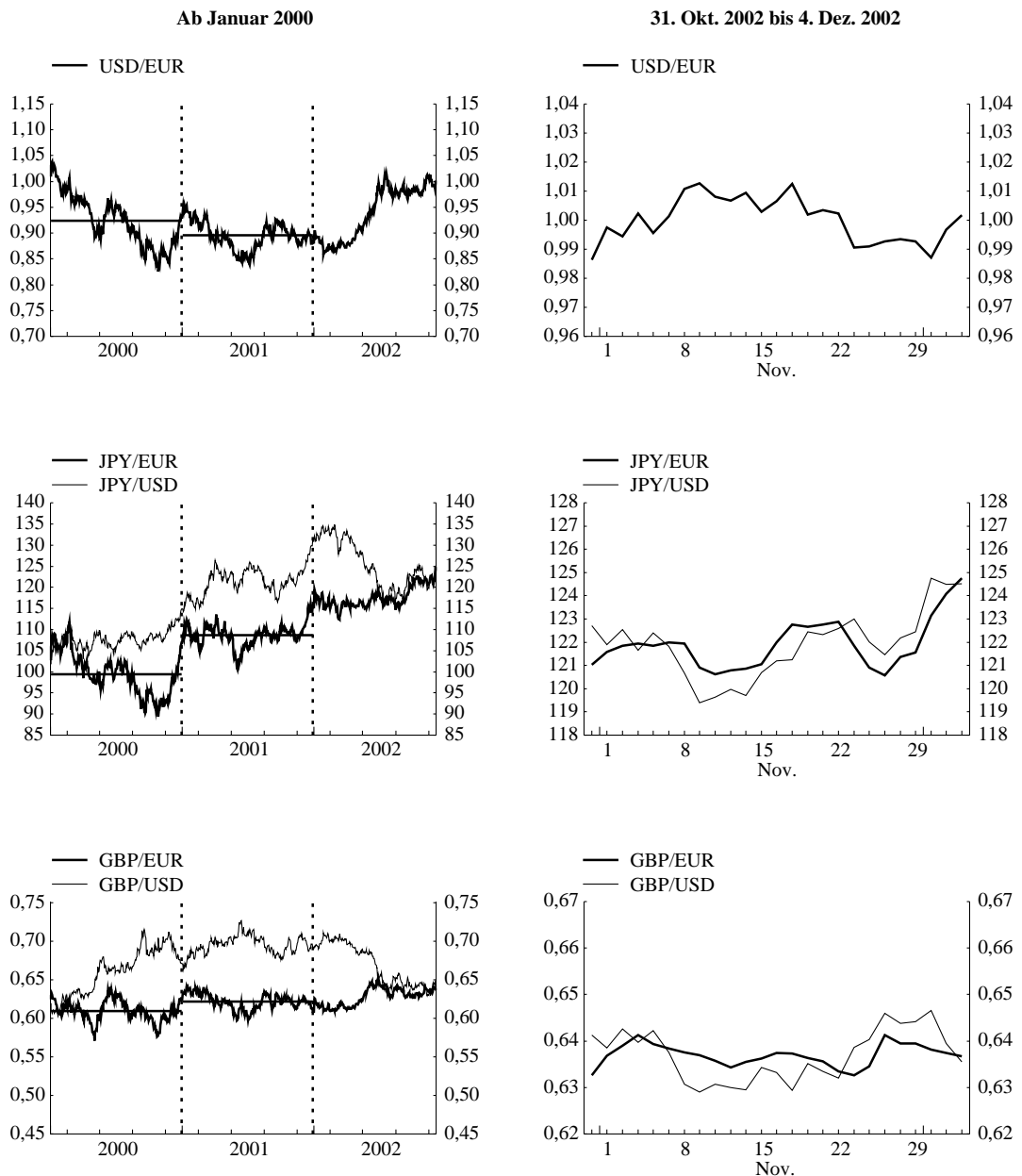
Das Geschehen an den Devisenmärkten im November und Anfang Dezember dieses Jahres war von einer Aufwertung des Euro gegenüber allen wichtigen Währungen gekennzeichnet. Besonders ausgeprägt waren die Kursgewinne der gemeinsamen Währung gegenüber dem japanischen Yen und – in geringerem Maße – gegenüber dem US-Dollar.

In der ersten Novemberhälfte gewann der Euro gegenüber der US-Währung an Wert, wobei offenbar am Markt vorherrschende Bedenken hinsichtlich der Stärke der konjunkturellen Erholung in den Vereinigten Staaten und die Ausweitung des Zinsgefälles zugunsten des Eurogebiets eine Rolle gespielt haben (siehe Abbildung 37). In der zweiten Hälfte des Monats erhielt der US-Dollar Unterstützung durch die Veröffentlichung günstigerer Verbraucher- und Beschäftigungsdaten und die Revision des BIP-Wachstums in den Vereinigten Staaten, das für das dritte Quartal 2002 nach oben korrigiert wurde. Anfang Dezember gewann der Euro aber wieder an Boden zurück; am 4. Dezember notierte er bei 1,00 USD und damit 1,6 % über seinem Stand von Ende Oktober und 11,9 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2001.

Gegenüber dem japanischen Yen bewegte sich der Euro im Verlauf des November und Anfang Dezember in einem recht weiten Band zwischen 120 und 125 JPY. Nach einer Phase der Stabilität in der ersten Novemberhälfte geriet der Yen in der dritten Novemberwoche, nachdem die Bank von Japan ihre Einschätzung der Wirtschaftsperspektiven des

Landes nach unten korrigiert hatte, zeitweilig unter einen gewissen Abwertungsdruck (siehe Abbildung 37). Auch die Ankündigung eines zusätzlichen Fiskalpakets, das kleiner als erwartet ausgefallen war, dürfte zum Rückgang des Yen beigetragen haben. Anfang Dezember verstärkte sich der Abwertungsdruck auf die japanische Währung; am 4. Dezember

Abbildung 37
Wechselkursentwicklung
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

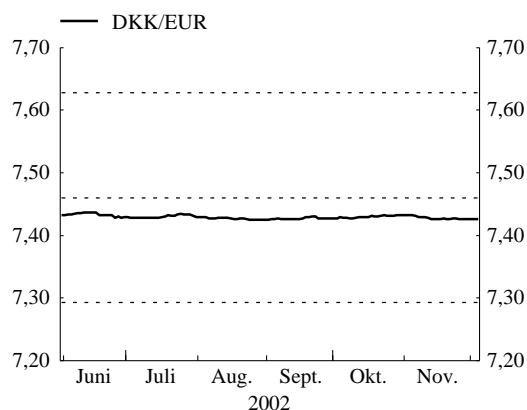
lag der Kurs des Euro bei 124,75 JPY, das heißt 3,1 % über dem Stand von Ende Oktober und 14,8 % über dem Durchschnitt im vergangenen Jahr.

Das Pfund Sterling verzeichnete im November und Anfang Dezember 2002 gegenüber dem Euro leichte Kursverluste, während es gegenüber dem US-Dollar an Wert gewann. Diese Entwicklung ging offenbar überwiegend auf technische Faktoren im Devisenhandel zurück. Am 4. Dezember wurde der Euro mit 0,64 GBP um 0,6 % höher gehandelt als Ende Oktober und lag damit 2,5 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2001.

Was die anderen europäischen Währungen betrifft, so notierte die dänische Krone im Berichtszeitraum weiter leicht unter ihrem Leitkurs im WKM II (siehe Abbildung 38). Gegenüber der schwedischen Krone blieb der Euro weitgehend unverändert, während er gegenüber dem Schweizer Franken etwas an Wert gewann. Am 4. Dezember notierte der Euro gegenüber der schwedischen Währung bei 9,05 SEK, das heißt 2,2 % niedriger als im Durchschnitt des Jahres 2001, während er mit 1,47 CHF gegenüber der Schweizer Währung sein Durchschnittsniveau des Vorjahrs noch um 2,5 % unterschritt.

Abbildung 38 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

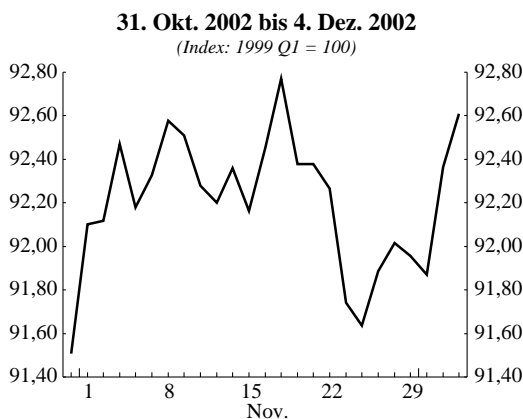


Quelle: EZB.

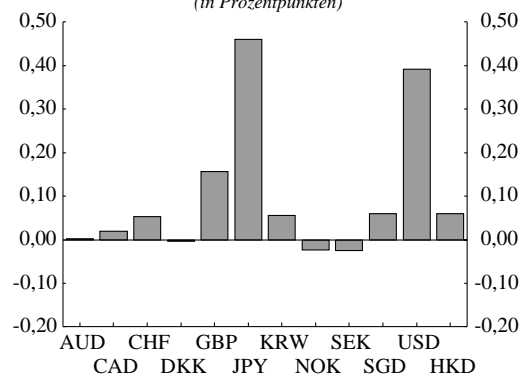
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ($\pm 2,25\%$) für die dänische Krone an.

Abbildung 39 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen der effektiven Wechselkurse²⁾



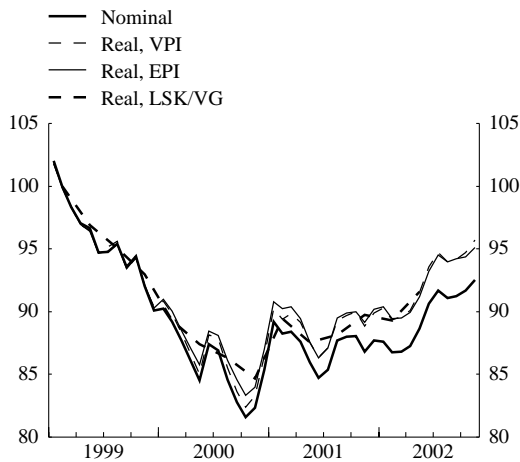
Quelle: EZB.

- 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.

Angesichts der vorerwähnten Entwicklungen lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 4. Dezember 1,2 % über seinem Stand von Ende Oktober und 6,4 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2001 (siehe Abbildung 39). Was die Messgrößen der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets, d. h. die realen effektiven Wechselkursindizes des Euro auf Basis der Verbraucher- und Erzeugerpreise sowie der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 40) angeht, so spiegeln diese vor allem

Abbildung 40
Nominale und reale effektive Wechsel-
kurse 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 November 2002. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das zweite Quartal 2002 und sind teilweise geschätzt.

die kräftige nominale effektive Aufwertung der gemeinsamen Währung seit dem zweiten Quartal dieses Jahres wider.

Leistungsbilanzüberschuss im September 2002 gestiegen

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im September 2002 einen Überschuss in Höhe von 8,0 Mrd € aus, verglichen mit einem Überschuss von 0,7 Mrd € im September 2001. Dies war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 6,0 Mrd € auf 11,3 Mrd €) und eine Zunahme des Überschusses bei den Dienstleistungen (von 0,4 Mrd € auf 3,9 Mrd €) zurückzuführen, die nur teilweise durch einen geringen Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen ausgeglichen wurden. Das Defizit bei den laufenden Übertragungen blieb unterdessen weitgehend unverändert.

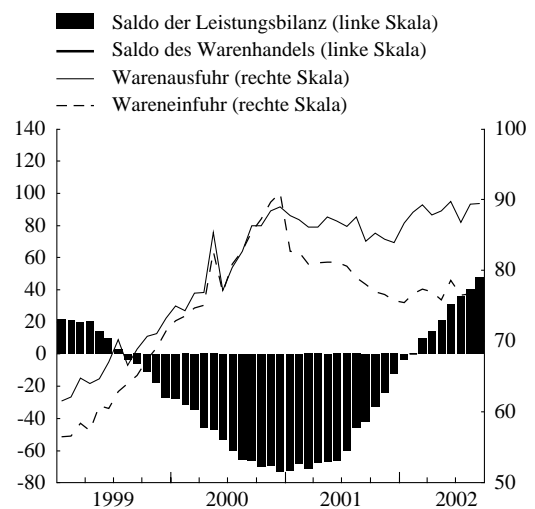
In den ersten drei Quartalen dieses Jahres kehrte sich der Saldo der kumulierten Leis-

tungsbilanz von einem Defizit in Höhe von 22,9 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum in einen Überschuss von 37,2 Mrd € um. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war vor allem der deutliche Anstieg des Warenhandelsüberschusses (um 51,1 Mrd €) und – in geringerem Maße – die leichte Steigerung des Überschusses in der Dienstleistungsbilanz (um 6,5 Mrd €), während die Defizite sowohl bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch bei den laufenden Übertragungen geringfügig zurückgingen. Der höhere Warenhandelsüberschuss resultierte überwiegend aus einem merklichen Rückgang der Einfuhrwerte (um 4,9 %) – worin sich teilweise der in den ersten neun Monaten dieses Jahres gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum niedrigere Durchschnittspreis für Ölimporte widerspiegelt – sowie aus einer leichten Zunahme der Warenausfuhrwerte (um 2,1 %).

Betrachtet man die Entwicklung im Vergleich zum Vormonat auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so verblieb der Wert der Warenausfuhr im September in etwa auf dem-

Abbildung 41
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.

selben Niveau wie im August, während sich die Einfuhren im September gegenüber dem Vormonat leicht erhöhten (siehe Abbildung 41). In der Dienstleistungsbilanz stieg der Wert der Einnahmen im September gegenüber dem Vormonat um 7,8 %, die Ausgaben nahmen dagegen im gleichen Zeitraum geringfügig ab. Betrachtet man die Entwicklungen über einen längeren Zeitraum hinweg, so

blieben die Werte sowohl der Exporte als auch der Importe von Waren und Dienstleistungen in saisonbereinigter Rechnung im dritten Quartal in etwa auf dem gleichen Niveau wie in den beiden ersten Quartalen dieses Jahres.

Diese verhaltene Entwicklung im Handelsverkehr scheint in erster Linie mit den innerhalb

Tabelle 14

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - Sept.	2001 Sept.	2002 Jan. - Sept.	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.
Saldo der Leistungsbilanz	-22,9	0,7	37,2	2,6	9,7	8,0
Einnahmen	1 279,6	134,1	1 265,9	148,6	132,8	139,5
Ausgaben	1 302,5	133,3	1 228,7	146,0	123,1	131,5
Saldo des Warenhandels	45,2	6,0	96,2	14,2	11,7	11,3
Ausfuhr	768,4	81,1	784,2	93,0	80,8	88,4
Einfuhr	723,2	75,1	688,0	78,8	69,1	77,1
Saldo der Dienstleistungen	1,4	0,4	7,9	0,9	1,3	3,9
Einnahmen	240,2	26,2	242,9	29,7	28,4	29,4
Ausgaben	238,7	25,8	235,0	28,8	27,1	25,5
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-35,4	-1,1	-34,7	-9,3	-0,1	-2,6
Saldo der laufenden Übertragungen	-34,1	-4,6	-32,1	-3,2	-3,2	-4,5
Saldo der Vermögensübertragungen	7,6	0,1	8,9	0,5	0,7	1,2
Saldo der Kapitalbilanz	-8,4	-21,3	-92,1	-11,2	-11,8	-20,3
Direktinvestitionen	-118,0	-15,6	-24,7	-3,6	1,7	-3,4
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-227,6	-20,4	-120,2	-9,3	-0,2	-13,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-137,2	-5,5	-97,7	-12,2	-5,7	-10,4
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-90,4	-14,9	-22,5	2,9	5,5	-3,1
Im Euro-Währungsgebiet	109,6	4,8	95,5	5,7	1,9	10,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	86,5	6,9	59,2	2,2	2,1	6,4
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	23,1	-2,1	36,3	3,5	-0,3	3,7
Wertpapieranlagen	32,8	47,2	49,8	14,2	4,5	15,8
Dividendenwerte	86,9	38,1	29,2	-4,2	3,3	12,1
Aktiva	-83,7	13,9	-36,9	-7,2	4,0	12,8
Passiva	170,6	24,2	66,1	3,0	-0,7	-0,7
Schuldverschreibungen	-54,0	9,1	20,6	18,4	1,1	3,8
Aktiva	-117,2	1,0	-103,1	-8,7	-7,5	-10,9
Passiva	63,2	8,2	123,7	27,1	8,6	14,7
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-85,2	31,6	25,1	10,6	6,2	12,4
Finanzderivate	3,1	-0,6	-9,2	-7,0	-1,9	0,9
Übriger Kapitalverkehr	59,1	-50,7	-107,1	-12,3	-17,8	-29,8
Währungsreserven	14,6	-1,6	-0,8	-2,5	1,8	-3,8
Restposten	23,7	20,5	45,9	8,1	1,4	11,1

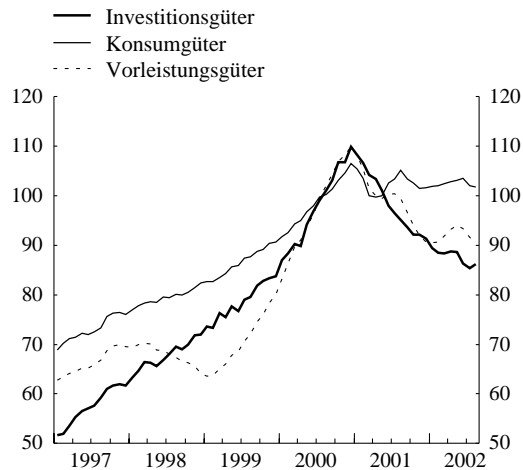
Quelle: EZB.

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 42

Werte ausgewählter Warenimporte aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(2000 = 100; saisonbereinigte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf August 2002.

wie auch außerhalb des Eurogebiets vorherrschenden schwachen Nachfragebedingungen zusammenzuhängen. So steht beispielsweise die gedämpfte Binnennachfrage, die bei den importintensiven Ausgabekategorien wie den Sachinvestitionen besonders akut ist, im Einklang mit dem gegenüber der Einfuhr von Konsumgütern starken Rückgang der Einfuhrwerte für Kapitalgüter, während die gesunkenen Ölpreise sowie die schwache Nachfrage im Eurogebiet zu der spürbaren Abnahme des Werts der Einfuhren von Vorleistungsgütern beigetragen haben (siehe Abbildung 42). Unterdessen scheint die Stagnation der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer alle wichtigen Exportmärkte, insbesondere aber die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und die Beitrittsländer, erfasst zu haben.

Umfangreiche Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im September 2002

Das Euro-Währungsgebiet verzeichnete im September 2002 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammenge-

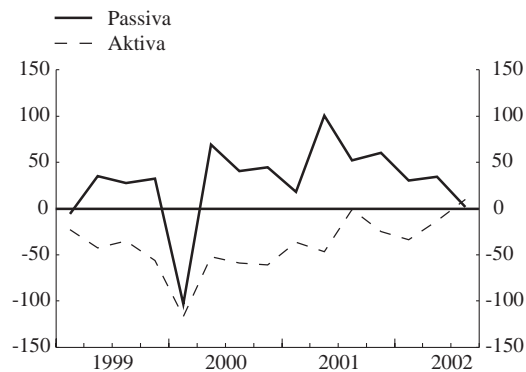
men Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 12,4 Mrd €. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen von 15,8 Mrd €, während es bei den Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets nur zu geringen Netto-Kapitalabflüssen von 3,4 Mrd € kam.

Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im September ähneln dem Entwicklungsverlauf der Kapitalabflüsse, die in den vorangegangenen 18 Monaten in diesem Bereich zu beobachten waren. Die Netto-Kapitalabflüsse beim Posten „Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne“ (3,9 Mrd €) haben die sehr geringfügigen Netto-Kapitalzuflüsse bei den „Sonstigen Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ (0,5 Mrd €) bei weitem überwogen.

Mit Blick auf die Bilanz der Wertpapieranlagen des Eurogebiets war der im September 2002 hier ausgewiesene Netto-Mittelzufluss vorwiegend den Netto-Kapitalzuflüssen bei den Dividendenwerten (12,1 Mrd €) zuzuschreiben; außerdem kamen noch Netto-Kapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen in Höhe von 3,8 Mrd € hinzu. Auffallend an den Angaben zur Kapitalbilanz für September ist der kräftige Nettozufluss von 12,8 Mrd € bei den von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Dividendenwerten. Damit haben Ansässige des Eurogebiets nunmehr im zweiten Monat in Folge und erst zum vierten Mal seit 1999 ihre in ausländische Dividendenwerte angelegten Gelder per Saldo ins Inland zurückverlagert (Abbildung 43). Ein anderer Fall, in dem Gebietsansässige insgesamt gesehen ihr in Dividendenwerten angelegtes Kapital aus dem Ausland abzogen, ereignete sich im September 2001 nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten und dem Kursverfall an den internationalen Aktienmärkten. Auch dürfte der weltweite Rückgang der Aktienkurse im Sommer dieses Jahres die Anleger im Eurogebiet veranlasst haben, ihre im Ausland in Dividendenwerte angelegten Gelder teilweise zu repatriieren bzw. ihre Anlagen in Dividendenwerte auf Anlagen in Schuldverschreibungen umzustellen.

Abbildung 43 Anlagen des Euro-Währungsgebiets in Dividendenwerten

(Mrd €, Quartalswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet einen Nettozufluss (-abfluss).

Abbildung 43 veranschaulicht ganz allgemein, dass die Entwicklung der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets in den beiden letzten Jahren im Bereich der Wertpapieranlagen entscheidend von einem stetigen Rückgang der aus dem Ausland ins Eurogebiet fließenden Netto-Kapitalströme sowie von einem Rückgang der Netto-Kapitalabflüsse durch Wertpapieranlagen Gebietsansässiger geprägt war. Diese Abnahme der grenzüberschreitenden Netto-Kapitalströme im Wertpapierverkehr dürfte ein Ausdruck der angesichts wirtschaftlicher Ungewissheit und Finanzmarkturbulenzen geringeren Bereitschaft der Anleger zu Investitionen im Ausland sein.

Auf kumulierter Basis wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen in den ersten neun Monaten dieses Jahres Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 25,1 Mrd € aus, verglichen mit Netto-Kapitalabflüssen von 85,2 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Dieser von 2001 auf 2002 verzeichnete Umschwung von hohen Netto-Kapitalabflüssen hin zu Netto-Ka-

pitalzuflüssen spiegelt sowohl einen kräftigen Rückgang der Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen als auch einen Anstieg der Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen wider.

Verfügbarkeit der Daten für den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets verbessert

Die Verfügbarkeit und Zusammenstellung der Angaben zum Auslandsvermögensstatus für das Euro-Währungsgebiet konnte erheblich verbessert werden. In der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts wird über diese Verbesserungen und die sich daraus ergebenden umfassenderen Statistiken zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets berichtet. Die den neuen statistischen Angaben zugrunde liegende Methodik sowie die Entwicklungen im Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum von 1999 bis 2001 werden im Einzelnen in Kasten 9 beschrieben.

Ende 2001 waren beim Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt Nettoverbindlichkeiten von 152,2 Mrd € (bzw. 2,2 % des BIP) zu verzeichnen. Diese Nettoverbindlichkeiten sind bedeutend niedriger als die zum Jahresende 2000 ausgewiesenen Nettoverbindlichkeiten, die sich auf 414,7 Mrd € (6,3 % des BIP) belaufen hatten. Den neu zusammengestellten Daten zufolge, die eine detailliertere Darstellung der zugrunde liegenden Positionen bieten, lässt sich der beträchtliche Rückgang der Nettoverbindlichkeiten beim Auslandsvermögensstatus zwischen den Jahren 2000 und 2001 dadurch erklären, dass der Anstieg der Forderungen bei den beiden Posten Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen höher ausfiel als der Anstieg der Verbindlichkeiten.

Kasten 9

Erweiterter Ausweis von Statistiken zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets für den Zeitraum von 1999 bis 2001

Der Statistikteil des Monatsberichts enthält erstmals einen umfassenderen und verbesserten Ausweis des auf Jahresbasis erstellten Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets von 1999 bis 2001. Diese Angaben finden sich im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in den Tabellen 8.7.1 bis 8.7.4. Der Auslandsvermögensstatus weist die Netto-Auslandsposition der Bestände an Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen, Finanzderivaten, übrigen Anlagen und Währungsreserven aus. Er ergänzt die Statistik zur Zahlungsbilanz, in der die Veränderungen der Aktiva und Passiva ausgewiesen werden, um Angaben zu den Bestandswerten. Bislang wurde der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets durch Aggregation der Jahresendstände des Auslandsvermögensstatus der Länder des Euroraums auf Nettobasis erstellt (siehe Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 1999, als der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets erstmals ausgewiesen wurde). Dagegen ermöglichen die neuen Angaben zum Auslandsvermögensstatus eine Differenzierung zwischen Forderungen und Verbindlichkeiten – entsprechend der beim Ausweis der Zahlungsbilanzströme des Euro-Währungsgebiets bereits seit 1999 angewandten Praxis. Sie werden erstellt, indem die Positionen gegenüber Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums addiert werden (d. h. Erstellung auf Basis der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets). Die Angaben für die Zeit vor 1999 enthalten diese Erfassungsänderungen nicht und sind daher nicht vollständig vergleichbar.

Die Abgrenzung und Zuordnung der einzelnen Positionen erfolgt nach den vom Internationalen Währungsfonds für die Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz und den Auslandsvermögensstatus festgelegten Standardkomponenten, also nach Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivaten, übrigen Anlagen und Währungsreserven. Diese Positionen werden ferner nach Instrumenten und gebietsansässigen Sektoren unterteilt. Wie oben ausgeführt weist die Darstellung des Auslandsvermögensstatus die gleiche Gliederungstiefe auf wie die vierteljährliche Zahlungsbilanzstatistik des Euro-Währungsgebiets, um die Gegenüberstellung mit den Stromgrößen zu erleichtern. Die Direktinvestitionen sind unterteilt in Beteiligungskapital (zuzüglich reinvestierter Gewinne) sowie sonstige Anlagen (Kredite zwischen verbundenen Unternehmen), und jede dieser Unterpositionen wird noch weiter nach Sektoren entsprechend der Zuordnung nach MFIs/Nicht-MFIs untergliedert. Die Wertpapieranlagen werden nach Instrumenten aufgeschlüsselt, d. h. nach Dividendenwerten und Schuldverschreibungen, wobei die letztgenannte Kategorie wiederum in Anleihen und Geldmarktpapiere unterteilt wird. Die Position „Übrige Anlagen“ ist aufgeschlüsselt in Handelskredite, Finanzkredite und Bankeinlagen sowie sonstige Aktiva und Passiva.

Da Aktiva und Passiva getrennt ausgewiesen werden, müssen die Euro-Länder zwischen Positionen gegenüber Ansässigen des Euro-Währungsgebiets und Positionen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets unterscheiden. Alle Euro-Länder sind jetzt in der Lage, Angaben in dieser Aufschlüsselung für alle Positionen mit Ausnahme der Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen zur Verfügung zu stellen (wie bei den Statistiken zu den Zahlungsbilanz-Stromgrößen), und zwar für die Jahresendstände ab dem Jahr 1999. Diese zusätzlichen Angaben zu den Aktiva und Passiva des Eurogebiets machen den Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanzveränderungen im Euroraum und dem Auslandsvermögensstatus deutlicher sichtbar. Dies wird erreicht, indem die Veränderungen insgesamt zwischen zwei Endständen von Berichtszeiträumen für jede Position der Kapitalbilanz aufgliedert werden in a) Veränderungen aufgrund von realen Transaktionen (Zahlungsbilanzströme) und b) sonstige Veränderungen. „Sonstige Veränderungen“ beinhalten Bewertungsänderungen aufgrund von Kurs- und Wechselkurseffekten und sonstige Anpassungen (z. B. Abschreibungen, Neuklassifizierungen usw.). Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets wird mit Ausnahme der Direktinvestitionsbestände, für die zu einem großen Teil Buchwerte angesetzt werden, zu Marktpreisen bewertet.

Geringe Netto-Schuldnerposition des Euro-Währungsgebiets

Der Bestand an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Aktiva belief sich 1999 auf insgesamt 5 796,7 Mrd €, verglichen mit 7 459,4 Mrd € im Jahr 2001. Somit kam es in diesem Zweijahreszeitraum zu

einer Zunahme um 28,7 % (siehe Tabelle). Im selben Zeitraum stieg der Bestand an von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Aktiva des Euro-Währungsgebiets (d. h. Passiva des Euro-Währungsgebiets) um 24,9 % von 6 094,0 Mrd € auf 7 611,6 Mrd €. Im Ergebnis bedeutet dies, dass für das Eurogebiet gegenüber der übrigen Welt insgesamt eine Netto-Schuldnerposition besteht, deren Höhe allerdings gering und rückläufig ist. Im Jahr 2001 betragen die Netto-Passiva 152,2 Mrd € (was 2,2 % des BIP des Euro-Währungsgebiets entspricht). Diese Netto-Schuldnerposition ist wesentlich kleiner als in den Jahren 1999 und 2000, als sie bei 297,3 Mrd € (4,7 % des BIP) bzw. 414,7 Mrd € (6,3 % des BIP) lag. Der Rückgang dieser Schuldnerposition spiegelt in erster Linie den Anstieg der Netto-Vermögensposition bei den Direktinvestitionen und das Absinken der Netto-Schuldnerposition bei den Wertpapieranlagen im Berichtszeitraum wider.

Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €)

	1999	2000			Bestände am Jahres- ende	2001			Bestände am Jahresende
	Bestände am Jahresende	Verände- rungen insgesamt	Trans- aktionen	Sonstige Verände- rungen		Verände- rungen insgesamt	Trans- aktionen	Sonstige Verände- rungen	
Insgesamt									
<i>Netto</i>	-297,3	-117,4	-74,6	-42,9	-414,7	262,5	40,5	222,0	-152,2
<i>Aktiva</i>	5 796,7	943,3	998,6	-55,3	6 740,0	719,5	766,9	-47,3	7 459,5
<i>Passiva</i>	6 094,0	1 060,7	1 075,0	-14,3	7 154,7	457,0	730,1	-273,1	7 611,7
Direktinvestitionen									
<i>Netto</i>	369,6	58,9	14,7	44,2	428,5	102,2	101,5	0,7	530,7
<i>Aktiva</i>	1 174,5	435,2	438,7	-3,5	1 609,7	250,2	255,8	-5,6	1 859,9
<i>Passiva</i>	804,9	376,3	424,0	-47,7	1 181,2	148,0	154,3	-6,4	1 329,2
Wertpapieranlagen									
<i>Netto</i>	-881,2	76,3	106,4	-30,1	-804,9	122,2	-38,1	160,3	-682,7
<i>Aktiva</i>	2 058,1	286,0	398,4	-112,4	2 344,1	155,7	288,0	-132,3	2 499,8
<i>Passiva</i>	2 939,3	209,8	291,9	-82,1	3 149,1	33,4	326,1	-292,7	3 182,5
Finanzderivate									
<i>Netto</i>	16,0	-7,5	1,8	-9,3	8,5	-14,4	3,7	-18,1	-5,9
<i>Aktiva</i>	111,1	6,8	-	-	117,9	5,8	-	-	123,7
<i>Passiva</i>	95,1	14,2	-	-	109,3	20,2	-	-	129,5
Übrige Anlagen									
<i>Netto</i>	-183,9	-253,3	-183,0	-70,3	-437,2	50,2	-8,8	59,0	-387,0
<i>Aktiva</i>	2 070,8	207,1	176,0	31,1	2 277,9	305,5	240,9	64,6	2 583,4
<i>Passiva</i>	2 254,7	460,4	359,0	101,4	2 715,1	255,4	249,6	5,8	2 970,5
Währungs- reserven									
<i>Netto</i>	382,2	8,2	-14,5	22,7	390,4	2,3	-17,8	20,1	392,7

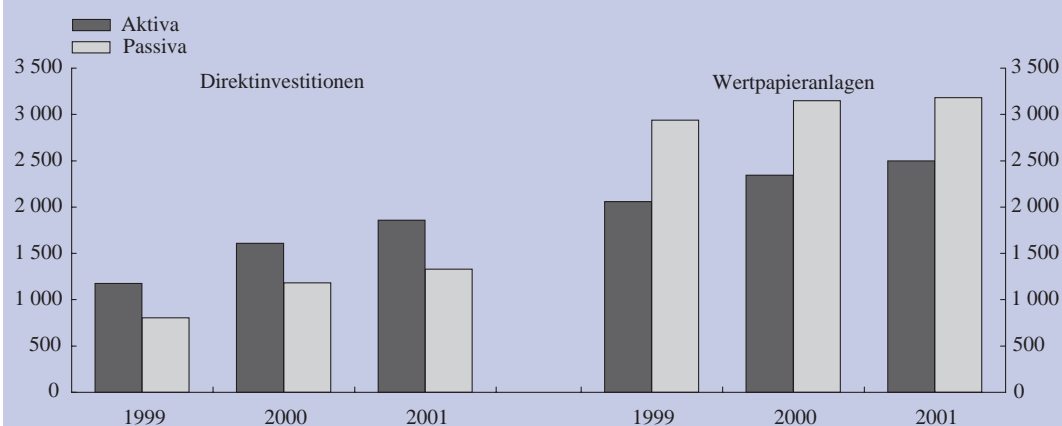
Quelle: EZB.

Im Einzelnen stieg die Netto-Vermögensposition bei den Direktinvestitionen von 369,6 Mrd € im Jahr 1999 auf 530,7 Mrd € im Jahr 2001 (siehe nachfolgende Abbildung). Die Nettoverbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen gingen dagegen im selben Zeitraum von 881,2 Mrd € auf 682,7 Mrd € zurück. Was die übrigen Posten im Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiet betrifft, so weist die Position „Übrige Anlagen“ 2001 einen negativen Saldo in Höhe von 387,0 Mrd € auf, und damit einen Rückgang gegenüber 437,2 Mrd € im Jahr 2000. Außerdem erreichte der Saldo der Finanzderivate im Berichtszeitraum eine eher geringe Höhe und belief sich im Jahr 2001 auf eine Netto-Schuldnerposition von 5,9 Mrd €. Die Währungsreserven stiegen Ende 2001 leicht auf 392,7 Mrd €.

Was die Unterpositionen im Auslandsvermögensstatus betrifft, so war die Entwicklung bei den internationalen Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets, insbesondere im Nicht-MFI-Sektor, weitgehend von grenzüberschreitenden Transaktionen in Form des Erwerbs von Beteiligungskapital und reinvestierten Gewinnen bestimmt. Im Jahr 1999 hielten die Nicht-MFIs des Euro-Währungsgebiets 853 Mrd € an derartigem Auslandsvermögen, wobei es bis 2001 zu einem Anstieg um 57,8 % auf 1 346,4 Mrd € kam. Der von „ausländischen Unternehmen“ gehaltene Bestand an Beteiligungskapital und reinvestierten Gewinnen in Nicht-MFIs im Euro-Währungsraum betrug 1999 582 Mrd € und stieg bis 2001 um 62,1 % auf 943,2 Mrd €.

Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets: Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

(Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



Quelle: EZB.

Diese Entwicklung dürfte weitgehend auf die fast im gesamten Berichtszeitraum verzeichneten deutlich gestiegenen internationalen Fusions- und Übernahmeaktivitäten zurückzuführen sein. Die grenzüberschreitenden Kredite zwischen verbundenen Unternehmen von Nicht-MFIs stiegen im selben Zeitraum ebenfalls deutlich an, und zwar um knapp zwei Drittel bei den Aktiva des Eurogebiets und um knapp drei Viertel bei den Passiva des Eurogebiets. Bei diesen Krediten sind die Bruttobestände allerdings wesentlich niedriger, und ihr Saldo ist positiv.

Die Veränderungen bei den internationalen Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets wurden weitgehend von der Entwicklung bei den Anleihen beeinflusst. Der Bestand des Euroraums an ausländischen Anleihen belief sich 1999 auf 937,2 Mrd € und stieg bis 2001 um 28,9 % auf 1 208,1 Mrd €. Diese Erhöhung war weitgehend auf Käufe durch den MFI-Sektor zurückzuführen, sodass sich hier ein Anstieg von 257,2 Mrd € auf 422,1 Mrd € ergab. Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets erhöhten ihre Bestände an Anleihen des Euro-Währungsraums um 32,2 % von 1 138,5 Mrd € 1999 auf 1 505,5 Mrd € im Jahr 2001. Die Nachfrage Gebietsfremder nach Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets in diesem Zeitraum war wohl teilweise von der Erweiterung und Vertiefung des Marktes für Unternehmensanleihen im Euro-Währungsraum und ferner von Verschiebungen von Dividendenwerten hin zu Anleihen in einem mittlerweile von sehr volatilen Bedingungen an den internationalen Aktienmärkten geprägten Umfeld gekennzeichnet. Was die Wertpapieranlagen in Form von Dividendenwerten betrifft, so stiegen die Aktiva des Euro-Währungsraums zwischen 1999 und 2001 um 9,7 %, während Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets ihre Bestände gegenüber dem Euroraum in diesem Zeitraum um 7,1 % zurückführten. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, wurden die Bestände an Dividendenwerten durch Bewertungsänderungen und insbesondere den Verfall der Aktienkurse in den Jahren 2000 und 2001 beeinflusst.

Was die Position „Übrige Anlagen“ betrifft, so konzentrierte sich die Entwicklung hier auf den MFI-Sektor (ohne das Eurosystem), was teilweise auf Transaktionen bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen zurückzuführen war. Die Aktiva der MFIs erhöhten sich von 1 317,7 Mrd € im Jahr 1999 auf 1 719,5 Mrd € im Jahr 2001. Die Passiva der MFIs stiegen im selben Zeitraum ebenfalls, und zwar von 1 823,5 Mrd € auf 2 407,3 Mrd €.