



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

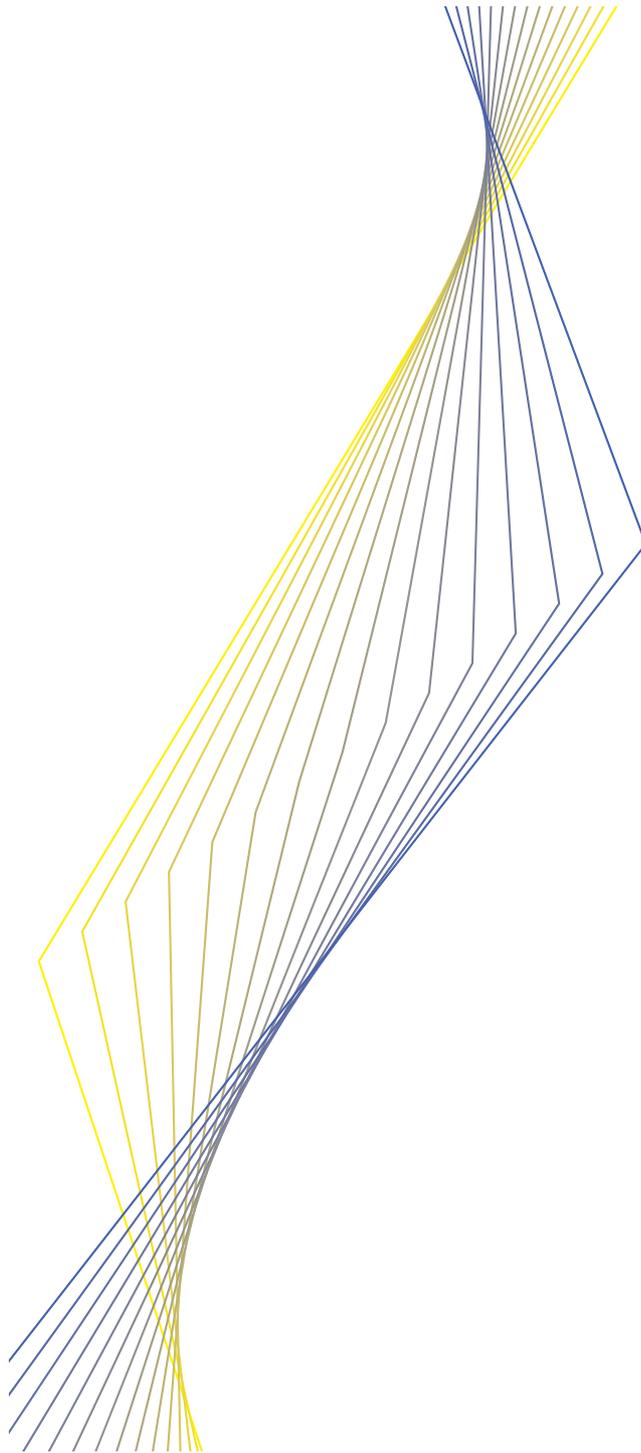
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

November 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

November 2003

© **Europäische Zentralbank, 2003**

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

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 5. November 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	27
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	36
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	42
Kästen	
1 Ergebnisse der im Oktober 2003 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	13
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Oktober 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	19
3 Aktuelle Entwicklung des Renditeabstands bei Staatsanleihen im Eurogebiet	23
4 Jüngste Entwicklungen in den Netzwerkindustrien	28
5 Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom vierten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren	33
6 Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar aus regionaler Sicht	45
Entwicklung der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet	51
Krisenbewältigung in Schwellenländern – Herausforderungen für die internationale Gemeinschaft	65
Die internationale Rolle des Euro: die wichtigsten Entwicklungen seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion	79
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	103*

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
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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

Auf seiner Sitzung am 6. November 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert.

Der Beschluss, die Leitzinsen auf ihrem niedrigen Stand zu belassen, spiegelt die Einschätzung wider, dass die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität nach wie vor günstig sind, wenngleich in der kurzen Frist von einer weiteren Trägheit der Inflationsraten ausgegangen wird. Vor diesem Hintergrund beurteilte der EZB-Rat den aktuellen geldpolitischen Kurs weiterhin als angemessen. Gleichzeitig stellte er fest, dass sich die Anzeichen für ein allmähliches Anziehen der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet mehren. Der EZB-Rat wird alle Entwicklungen, die seine Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so zeigen die jüngsten Daten, dass die Erholung der Weltwirtschaft deutlich voranschreitet. Auch für den Euroraum deuten die Indikatoren zunehmend auf eine leichte Verbesserung der wirtschaftlichen Aktivität in der zweiten Jahreshälfte hin. Dies kommt gegenwärtig in erster Linie in Branchenumfragen und Frühindikatoren zum Ausdruck, doch wird damit gerechnet, dass künftige Daten über die Produktion und Nachfrage im Euro-Währungsgebiet bestätigen werden, dass eine allmähliche Erholung eingesetzt hat.

Vor diesem Hintergrund scheint sich das Hauptszenario einer schrittweisen Verbesserung des Wirtschaftswachstums im Euroraum im laufenden Jahr, das 2004 an Breite und Stärke gewinnen wird, weiter zu bestätigen. Diese Einschätzung wird durch kürzlich veröffentlichte Prognosen öffentlicher und privater Institutionen sowie durch die Entwicklung an den Finanzmärkten gestützt. Mit Blick auf die Auslandsnachfrage sollte die Zunahme des Welthandels und des realen BIP-Wachstums den Auswirkungen des gestiegenen ef-

fektiven Wechselkurses des Euro, der auf seinen Stand von Anfang 1999 zurückgekehrt ist, entgegenwirken. Binnenwirtschaftlich gesehen dürften sich die Investitionsbedingungen angesichts der anhaltenden Anpassungsbemühungen der Unternehmen zur Steigerung der Produktivität und der Ertragskraft sowie angesichts der niedrigen Zinssätze und der allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen weiter verbessern. Darüber hinaus dürfte der private Verbrauch vom Wachstum des real verfügbaren Einkommens profitieren, das durch positive Terms-of-Trade-Effekte aus der vergangenen Aufwertung des Euro gefördert wird.

Die kurzfristigen Risiken für dieses Hauptszenario scheinen sich die Waage zu halten. Längerfristig gesehen bestehen immer noch Bedenken, dass das weltweite Wirtschaftswachstum durch anhaltende Ungleichgewichte in einigen Regionen der Welt gefährdet wird. Dies betrifft insbesondere die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte.

Die jüngste Entwicklung der Verbraucherpreise entsprach weitgehend den Erwartungen. Die jährliche Inflationsrate nach dem HVPI lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Oktober bei 2,1 %. Sie blieb damit gegenüber August und September unverändert. Was die Zukunft betrifft, so dürften sich die Preissteigerungsraten in den nächsten Monaten weiterhin auf diesem Niveau bewegen und damit nicht ganz so rasch und stark zurückgehen wie zuvor erwartet. Für diese Trägheit der Inflationsraten lassen sich drei Gründe anführen. Erstens könnten die Preise für Nahrungsmittel infolge der Hitzewelle in diesem Sommer im weiteren Jahresverlauf und Anfang 2004 einen weiteren Aufwärtssdruck ausüben. Zweitens sind die Ölpreise höher geblieben als erwartet, hauptsächlich infolge der politischen Unsicherheit im Nahen Osten. Und schließlich werden die in einigen Ländern des Euroraums geplanten Erhöhungen der indirekten Steuern und administrativen Preise im Laufe des nächsten Jahres einen vorübergehenden Aufwärtssdruck auf die Teuerung ausüben.

Berücksichtigt man allerdings die länger anhaltenden Faktoren, so dürfte sich die Teuerung abschwächen und sich im Einklang mit Preisstabilität entwickeln, wie dies auch in kürzlich veröffentlichten Prognosen zum Ausdruck kommt. Auf der Erzeugerstufe ist die Preissteigerung sogar nach wie vor verhalten. Zudem dürfte die vergangene Aufwertung des Euro den inländischen Preisdruck weiterhin dämpfen. Gleichzeitig basiert die Erwartung günstiger Aussichten auf mittlere Sicht großenteils auf der Annahme, dass die Lohnentwicklung nicht von der gegenwärtigen Beharrungstendenz der Inflationsraten beeinflusst und angesichts einer nur allmählichen konjunkturellen Erholung gemäßigt bleiben wird. Nicht nur in dieser Hinsicht, sondern auch im Allgemeinen muss die Entwicklung der Inflationserwartungen genau beobachtet werden.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so ist die Liquiditätsausstattung im Euroraum nach einer längeren Phase kräftigen M3-Wachstums nach wie vor reichlich, was auf zurückliegende Portfolioumschichtungen, Ersparnisbildung aus Vorsichtsgründen und das niedrige Zinsniveau zurückzuführen ist. Ungeachtet einer gewissen Verlangsamung der Geldmengenausweitung in den letzten Monaten ist die Liquidität im Euro-Währungsgebiet nach wie vor deutlich höher, als für die Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Das niedrige Zinsniveau trägt auch zur Stützung des jährlichen Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor bei, das in den vergangenen Monaten zwischen 4 ½ % und 5 % schwankte. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt der Aufbau von Überschussliquidität angesichts der nur allmählich einsetzenden Konjunkturerholung keinen Anlass zur Besorgnis im Hinblick auf die Preisstabilität. Sollte die Überschussliquidität jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung bestehen bleiben, könnte sie auf mittlere Sicht zu Inflationsdruck führen.

Zusammenfassend ergibt sich aus der wirtschaftlichen Analyse, dass die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität im Kontext einer allmählichen konjunkturellen Erholung

und einer moderaten Entwicklung der Importpreise und der Löhne günstig bleiben. Die Gegenprüfung dieser Einschätzung anhand der monetären Analyse im Rahmen der beiden Säulen führt zu dem Schluss, dass die kräftige Ausweitung der Geldmenge gegenwärtig und angesichts der wirtschaftlichen Lage nicht als schädlich für diese Aussichten angesehen werden sollte.

Die finanzpolitische Entwicklung und der Stabilitäts- und Wachstumspakt befinden sich derzeit an einem kritischen Punkt, an dem die Glaubwürdigkeit der institutionellen Grundlagen der WWU gewahrt werden muss. Der EG-Vertrag und der Stabilitäts- und Wachstumspakt bilden einen geeigneten Rahmen für die Gewährleistung der Haushaltsdisziplin innerhalb angemessener Flexibilitätsgrenzen. Der im Vertrag von Maastricht festgelegte Defizit-Referenzwert von 3 % des BIP ist der Anker für die Regeln und Verfahren, die der Finanzpolitik in der EU zugrunde liegen. Dieser Anker darf nicht in Zweifel gezogen werden.

Für eine vollständige Einhaltung der Regeln und ihre Umsetzung in allen Punkten sprechen sehr vernünftige wirtschaftliche Gründe, und es handelt sich hier nicht um eine rein verfahrenstechnische Frage. Die Erhaltung des Vertrauens in solide Staatsfinanzen stärkt die Zuversicht aller am Wirtschaftsleben Beteiligten und trägt damit zu dauerhaftem Wachstum von privatem Verbrauch und Investitionen bei. Stabilität und Wachstum stehen also nicht in einem Zielkonflikt, sondern verstärken sich gegenseitig, was im Titel des finanzpolitischen Regelwerks, dem „Stabilitäts- und Wachstumspakt“, sehr treffend zum Ausdruck kommt. Hinsichtlich der jüngsten Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ist der EZB-Rat der Auffassung, dass die Vorschläge der Kommission den Spielraum für die Auslegung der Regeln und Verfahren bis an die Grenzen ausschöpfen. In Bezug auf die künftigen Entscheidungen, die im Verlauf dieses Monats erwartet werden, fordert der EZB-Rat alle betroffenen Institutionen und Regierungen nachdrücklich auf,

ihrer Verantwortung gerecht zu werden. Auf dem Spiel steht die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Rahmens insgesamt und damit die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet.

Haushaltssolidierungsvorhaben sollten am besten in eine umfassende und glaubwürdige mittelfristige Strategie eingebunden werden. Dies erfordert eine besondere Betonung von strukturellen Ausgabenreformen sowie die Anpassung der gesetzlichen Altersversorgungs- und Gesundheitssysteme an die durch die Überalterung der Gesellschaft entstehenden Herausforderungen. Darüber hinaus sind Strukturreformen der Arbeits- und Gütermärkte notwendig, um eine bessere Allokation und Nutzung von Kapital und Arbeit zu ermöglichen und das Wachstumspotenzial des Euroraums zu fördern. Der EZB-Rat unterstützt nachdrücklich die hierauf abzielenden

aktuellen Bestrebungen einiger Regierungen und ermutigt darüber hinaus die Sozialpartner, sich uneingeschränkt dem Ziel zu verpflichten, das Euro-Währungsgebiet zu einem dynamischeren und innovativeren Wirtschaftsraum zu machen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste Aufsatz untersucht die grundlegenden Entwicklungen der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren. Der zweite analysiert die Herausforderungen, die sich für die internationale Gemeinschaft aus der Krisenbewältigung in Schwellenländern ergeben können. Der dritte Aufsatz befasst sich mit den Hauptmerkmalen der internationalen Rolle des Euro, d. h. mit seiner Verwendung durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

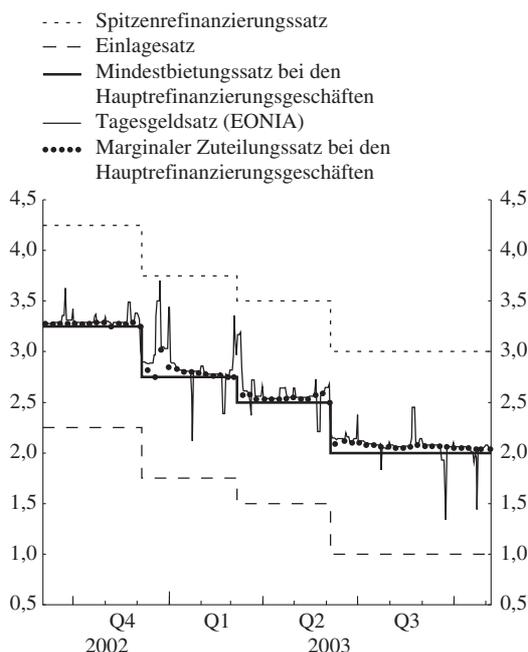
Auf seiner Sitzung am 6. November 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum im September weiter rückläufig

Das Geldmengenwachstum ging im September 2003 zwar weiter zurück, war aber nach wie vor hoch. Die jährliche Wachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 sank von 8,2 % im August auf 7,4 % im Berichtsmonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsrate von M3 verringerte sich im Zeitraum von Juli bis September auf 8,1 %, verglichen mit 8,4 % in der Zeit von Juni bis August.

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

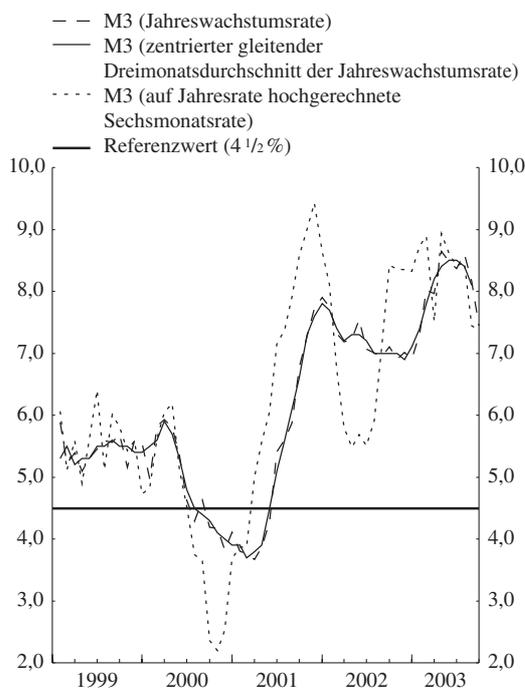


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Die Verlangsamung des M3-Wachstums im August und September könnte teilweise daraus resultieren, dass frühere Portfolioumschichtungen in monetäre Anlageformen nun rückgängig gemacht werden. Verbesserte Bedingungen an den Finanzmärkten könnten private Anleger dazu veranlasst haben, ihre Portfolios zugunsten längerfristiger Aktiva wie Aktien und Anleihen umzuschichten. Allerdings sind hier auch zwei andere Faktoren zu berücksichtigen. Erstens ist ein Teil des im September beobachteten Rückgangs der Jahreswachstumsrate von M3 auf umfangreiche Transaktionen im Rahmen der Schuldenverwaltung eines Zentralstaats zurückzuführen, die wahrscheinlich in den kommenden Monaten rückgängig gemacht werden. Derartige Transaktionen, bei denen es zu monetären Transfers von Nicht-MFIs zum Zentralstaat kommt (z. B. durch den Verkauf von neu emittierten Staatsanleihen an Nicht-MFIs), wirken sich dämpfend auf das M3-Wachstum aus, da Zentralstaaten nicht zum

Geld haltenden Sektor zählen. Zweitens ist allgemein anzumerken, dass kurzfristige Entwicklungen aufgrund der von Monat zu Monat recht großen Schwankungen bei den Geldmengendaten nur eine begrenzte Aussagekraft im Hinblick auf die zugrunde liegenden Trends haben. In den kommenden Monaten müssen daher weitere Belege gesammelt werden, bevor endgültige Schlussfolgerungen über eine Wende beim M3-Wachstum gezogen werden können.

Trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums in jüngster Zeit ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Diese Überschussliquidität ist das Ergebnis früherer Portfolioumschichtungen, einer Aufstockung der Ersparnisse aus Vorsichtsgründen und der niedrigen Zinssätze. In Zeiten einer verhaltenen Konjunktorentwicklung, wie sie in den letzten beiden Jahren zu beobachten war, dürfte die Überschussliquidität keinen Anlass zur Sorge geben. Sie könnte allerdings mittelfristig zu Inflationsdruck führen, falls sie auch bei einem deutlichen Konjunkturaufschwung fortbestehen sollte. Es muss daher genau

beobachtet werden, inwieweit frühere Portfolioumschichtungen zugunsten von in der Geldmenge enthaltenen Anlageformen rückgängig gemacht werden und ob ein Risiko besteht, dass die angehäuften Liquidität zu höheren gesamtwirtschaftlichen Ausgaben führen könnte.

Der im September festgestellte Rückgang der Vorjahrsrate von M3 erstreckte sich auf alle Komponenten. Die Jahreswachstumsrate von M1 ging auf 11,3 % zurück, verglichen mit 11,8 % im Vormonat. Darin spiegelte sich das schwächere Jahreswachstum bei beiden Komponenten von M1 wider, also dem Bargeldumlauf (27,8 % gegenüber 28,8 % im August) und den täglich fälligen Einlagen (8,8 % gegenüber 9,4 %). Trotz des Rückgangs war die jährliche Zuwachsrate des Bargeldumlaufs immer noch sehr hoch, da die Wirtschaftsakteure innerhalb und außerhalb des Euroraums ihre Bargeldbestände nach der Euro-Bargeldumstellung weiterhin aufstockten.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) verringerte sich im September auf 5,1 %, verglichen mit 5,5 % im August. Dieser Rückgang resul-

Tabelle I
Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet

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

	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.
M1	10,3	11,4	11,6	11,4	11,5	11,8	11,3
<i>darunter:</i> Bargeldumlauf	39,1	35,7	29,6	31,9	30,3	28,8	27,8
<i>darunter:</i> Täglich fällige Einlagen	6,6	8,1	8,9	8,5	8,8	9,4	8,8
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,5	5,1
M2	7,1	8,2	8,4	8,3	8,5	8,5	8,0
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,5	9,8	7,4	8,7	9,5	6,3	4,3
M3	7,6	8,4	8,2	8,4	8,6	8,2	7,4
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten							
(ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	4,2	4,7	5,3	4,8	5,4	5,5	5,5
<i>Kredite an öffentliche Haushalte</i>	2,0	3,5	4,8	3,7	4,9	5,1	5,5
<i>darunter:</i> Buchkredite an öffentliche Haushalte	-1,2	-0,4	1,0	-0,3	0,9	1,5	1,3
<i>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4,8	5,1	5,5	5,2	5,6	5,6	5,5
<i>darunter:</i> Buchkredite an den privaten Sektor	5,0	4,6	4,9	4,6	4,9	5,0	4,9

Quelle: EZB.

tierte aus sinkenden Vorjahrsraten der beiden Teilkomponenten: Die Jahresänderungsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sank von -2,0 % im August auf -2,6 % im Berichtsmonat, und die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten verringerte sich von 11,2 % auf 10,9 %.

Die Vorjahrsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente verringerte sich im September auf 4,3 % gegenüber 6,3 % im August. Auch hier trugen alle Komponenten zum Rückgang der Wachstumsrate bei, d. h. die Repogeschäfte (-6,7 % nach -3,1 % im August), die Geldmarktfondsanteile (14,6 % nach 15,5 % im Vormonat) sowie die Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (-18,6 % nach -15,4 % im August). Das deutlich niedrigere jährliche Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente in den vergangenen Monaten stützt die These, dass Wirtschaftsakteure möglicherweise ihre Portfolios umschichten.

Auf der Passivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im September auf 5,8 %, verglichen mit 5,6 % im Vormonat. Der in den vergangenen Monaten zu beobachtende allmähliche Aufwärtstrend bei diesem Gegenposten von M3 dürfte teilweise den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve seit Juni widerspiegeln. Diese Entwicklung der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten kann ebenfalls als Beleg für Portfolioumschichtungen durch die Wirtschaftsteilnehmer gewertet werden.

Jährliches Wachstum der Kredite an den privaten Sektor im September weitgehend unverändert

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors belief sich die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet

im September auf 5,5 % und war somit gegenüber dem Vormonat unverändert. Die Vorjahrsrate der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte erhöhte sich auf 5,5 % (nach 5,1 % im August). Gleichzeitig ging die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor leicht zurück, und zwar von 5,6 % im August auf 5,5 % im Berichtsmonat. Bei den Komponenten dieses Postens belief sich die Zwölfmonatsrate der Buchkredite an den privaten Sektor auf 4,9 % gegenüber 5,0 % im Vormonat. Diese Rate bewegt sich seit Beginn dieses Jahres zwischen 4½ % und 5 %, was mit der anhaltenden Stabilisierung der Kreditkonditionen in Einklang steht. Gleichzeitig nahm die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate dieser Kredite in den letzten beiden Quartalen weiter zu, was als erster Anhaltspunkt für eine Erholung des Wachstums der Buchkredite gewertet werden kann.

Nach Sektoren aufgeschlüsselte Quartalsangaben zu den Buchkrediten an den privaten Sektor zeigen, dass sich die Jahreswachstumsraten der Buchkredite an private Haushalte wie auch an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in den vergangenen Quartalen innerhalb relativ enger Bandbreiten stabilisiert haben (siehe Tabelle 2). Im Einzelnen hat sich das jährliche Wachstum der Buchkredite an private Haushalte seit Ende 2001 zwischen 5½ % und 6 % bewegt, während die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit dem dritten Vierteljahr 2002 zwischen 3½ % und 4 % schwankte.

Die Jahresrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im dritten Quartal 2003 leicht auf 5,8 % gegenüber 5,5 % im Vorquartal. Ursächlich hierfür war vor allem das kräftigere Wachstum der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten, das wohl durch die niedrigen Hypothekenzinsen im gesamten Eurogebiet und die kontinuierlich und deutlich steigenden Immobilienpreise in einigen Ländern stimuliert wurde. Die Jahreswachstumsrate der sonstigen Kredite (zu dieser weit gefassten Kategorie zählen u. a. Kredite zur Schuldenkonsolidierung, Kredite im

Tabelle 2**MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften***(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)*

	Bestand in % des Gesamt- werts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	46,6	4,4	3,5	3,4	3,7	3,6	3,7
Bis zu 1 Jahr	32,2	-3,1	-2,6	-2,6	-1,0	0,3	-0,9
Mehr als 1 Jahr	67,8	8,8	6,9	6,7	6,3	5,3	6,1
<i>Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren</i>	17,3	12,2	8,9	6,3	5,8	2,4	5,4
<i>Mehr als 5 Jahre</i>	50,5	7,6	6,2	6,8	6,5	6,3	6,3
Private Haushalte ²⁾	53,4	5,7	5,8	5,9	5,9	5,6	5,8
Konsumentenkredite ³⁾	13,8	3,3	3,6	4,4	3,4	3,7	2,4
Wohnungsbaukredite ³⁾	66,6	7,7	7,7	7,6	7,2	7,1	7,4
Sonstige Kredite	19,6	1,4	1,7	1,4	3,5	2,0	3,0

Quelle: Geld- und Bankenstatistiken der EZB.

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

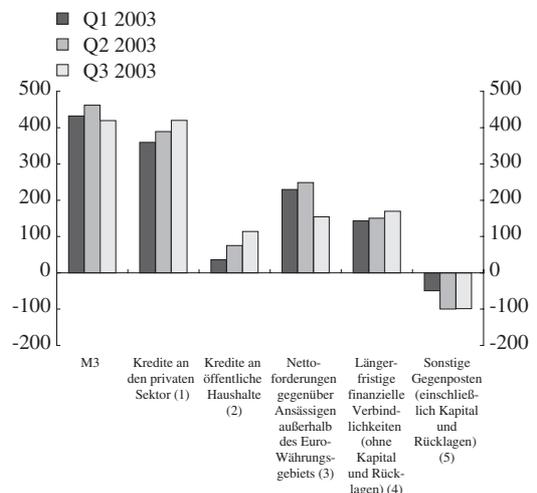
- 1) Stand am Ende des dritten Quartals 2003. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor (ohne private Organisationen ohne Erwerbszweck); Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Entspricht der Definition von privaten Haushalten im ESVG 95.
- 3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

Bereich des Bildungswesens und Kredite an kleine Unternehmen) verzeichnete ebenfalls einen Zuwachs auf 3,0 % im dritten Vierteljahr gegenüber 2,0 % im zweiten Quartal. Im Gegensatz dazu sank die Jahresänderungsrate der Konsumentenkredite deutlich auf 2,4 %, nach 3,7 % im zweiten Quartal.

Die Vorjahrsrate der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war im September 2003 annähernd unverändert (3,7 % gegenüber 3,6 % im Vorquartal). Die Fristengliederung zeigt, dass sich die Entwicklungen bei den einzelnen Laufzeiten merklich voneinander unterscheiden. Während die Jahreswachstumsrate der langfristigen Kredite (mehr als fünf Jahre) stabil blieb und die Rate von Krediten mit einer Laufzeit von ein bis fünf Jahren beträchtlich zunahm, kehrte sich die Jahresänderungsrate kurzfristiger Unternehmenskredite, die sehr stark auf die Konjunktorentwicklung reagieren, leicht ins Negative.

Die Ergebnisse der vom Eurosystem im Oktober 2003 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft deuten ebenfalls darauf hin, dass sich die Kreditkonditionen weiter stabi-

lisieren (siehe Kasten 1). Insbesondere ging der Nettoanteil der Banken, die über verschärfte Kreditrichtlinien für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen in den vergangenen drei Monaten berichteten, weiter zurück. Er blieb allerdings

Abbildung 3**Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten***(Veränderung gegen Vorjahr, Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)*

Quelle: EZB.

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

über 20 %, und nur einige Banken meldeten insgesamt eine Lockerung der Kreditkonditionen. Darüber hinaus nahm der Nettoanteil der Banken, die über restriktivere Kreditrichtlinien für private Haushalte berichteten, zu, blieb aber auf einem niedrigen Stand. Da diese Umfrage aber noch nicht oft durchgeführt wurde, sollten die Ergebnisse mit großer Vorsicht interpretiert werden; die Daten reichen bislang nicht aus, um aus ihnen einen verlässlichen Zusammenhang zwischen den Ergebnissen der Umfrage und der tatsächlichen Kreditvergabe und Entwicklung der Wirtschaft zu ziehen.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb

des Eurogebiets nahmen im September 2003 in absoluter und saisonbereinigter Rechnung um 5 Mrd € ab. Im Zwölfmonatszeitraum bis September 2003 erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Gebietsfremden um 153 Mrd €, verglichen mit 161 Mrd € in den zwölf Monaten bis August und 207 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juli. Die Daten der Zahlungsbilanz (welche für den Zeitraum bis August vorliegen) legen den Schluss nahe, dass der jüngste Rückgang der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euroraums hauptsächlich auf den Erwerb ausländischer Anleihen durch Gebietsansässige und die Veräußerung inländischer Anleihen durch Gebietsfremde zurückzuführen ist.

Kasten I

Ergebnisse der im Oktober 2003 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet

Die EZB führte Anfang Oktober ihre vierte Umfrage zum Kreditgeschäft durch. Die Umfrage liefert Daten zu den Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten im Eurogebiet und soll andere Statistiken über Zinssätze und Kredite im Kundengeschäft der Banken ergänzen.¹ In diesem Kasten werden die zentralen Ergebnisse für das dritte Quartal 2003 beschrieben und mit den Resultaten für das Vorquartal (die aus der Umfrage vom Juli 2003 hervorgingen) verglichen. Eine ausführlichere Darstellung kann auf der Website der EZB abgerufen werden.

Die Auswertung der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober 2003 (die auf den Antworten aller 86 Umfrageteilnehmer beruht) zeigt, dass die Anzahl der Banken, die per saldo verschärfte Richtlinien für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) für Unternehmen meldeten, in den letzten drei Monaten weiter zurückgegangen ist. Ihr Anteil blieb allerdings über 20 %, und nur einige Banken berichteten insgesamt über eine Lockerung der Kreditrichtlinien. Der Nettoanteil der Banken, die restriktivere Kreditrichtlinien für private Haushalte meldeten, blieb auf einem niedrigen Stand.

Im Oktober meldeten per saldo 23 % der Banken eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite zwischen Juli und September (siehe Tabelle A, oberer Teil). Dieses Ergebnis lag etwas über dem Wert, den die Banken im Juli für diesen Zeitraum erwartet hatten (19 %), doch war es niedriger als die Meldungen für die Zeit von April bis Juni (27 %) und davor (siehe den ersten Teil der Abbildung). Erstmals meldeten einige wenige Banken (3 %) insgesamt eine Lockerung der Kreditrichtlinien. Im dritten Quartal 2003 ließ sich der Rückgang des Anteils an Banken, die per saldo über eine Verschärfung der Kreditrichtlinien berichteten, an den Ausleihungen an große und mittelständische Unternehmen ablesen. Hinsichtlich der Ursprungslaufzeit der Kredite verringerte sich die per saldo verzeichnete Verschärfung der Kreditrichtlinien weiterhin über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg.

Wie schon im Juli war der Faktor, der für die im dritten Quartal per saldo weiterhin verschärften Kreditrichtlinien den Ausschlag gab, die Wahrnehmung von Risiken insbesondere für die branchen- bzw. unternehmens-

¹ Siehe den Beitrag „Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 2003.

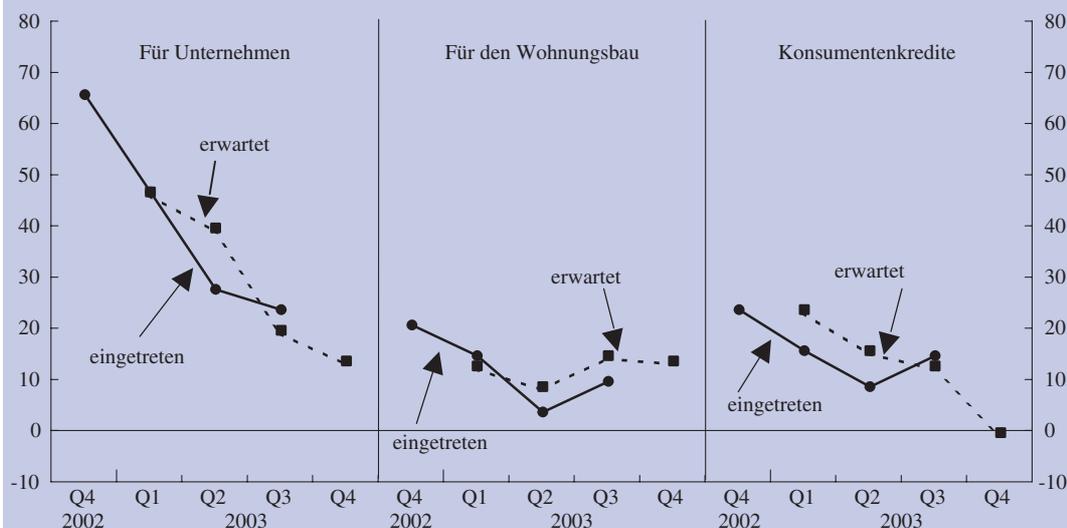
Tabelle A: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten
(in %)

	Insgesamt		Kredite an mittelständische Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober
a) In den letzten drei Monaten										
Deutliche Verschärfung	0	2	0	2	0	2	0	2	2	2
Leichte Verschärfung	27	24	32	23	25	18	19	17	28	24
Weitgehend unveränderte Entwicklung	73	72	65	70	75	77	82	78	68	73
Leichte Lockerung	0	3	3	5	0	3	0	3	2	1
Deutliche Lockerung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	27	23	30	20	25	17	19	16	28	25
Anzahl der Antworten	83	83	81	81	80	80	82	82	83	82
b) In den nächsten drei Monaten										
Deutliche Verschärfung	0	0	0	0	2	2	0	2	2	1
Leichte Verschärfung	23	14	23	14	24	16	11	13	22	19
Weitgehend unveränderte Entwicklung	72	85	68	82	73	80	82	83	74	78
Leichte Lockerung	4	1	9	4	1	2	7	1	1	1
Deutliche Lockerung	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	19	13	14	11	24	16	5	14	21	19
Anzahl der Antworten	83	83	81	81	80	80	81	83	82	83

1) Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ (in %).

Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien meldeten)



Anmerkungen: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete Prozentsätze. So wurden die Banken in der Juli-Umfrage nach ihren Erwartungen für das dritte Quartal 2003 gefragt.

Tabelle B: Veränderung der Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) in den letzten drei Monaten

(in %)

	Insgesamt		Kredite an mittelständische Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober	Juli	Oktober
Deutlich gesunken	2	1	2	2	4	2	2	1	3	2
Leicht gesunken	33	29	30	27	25	31	20	26	38	34
Weitgehend unverändert	54	57	52	51	57	54	61	60	47	39
Leicht gestiegen	10	13	16	18	12	13	16	13	10	25
Deutlich gestiegen	0	0	0	3	2	0	0	0	2	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	-25	-17	-17	-9	-15	-20	-6	-13	-30	-11
Anzahl der Antworten	83	83	81	81	80	80	81	82	82	83

1) Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ (in %).

spezifischen Aussichten. Als fast genauso bedeutsam wurden die Konjunkturerwartungen genannt. Die Konditionen für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen, die der Tendenz nach am stärksten verschärft wurden, waren die Zinsmargen, die Höhe des Kredits bzw. der Kreditlinie und die Besicherungsanforderungen.

Was die für das vierte Quartal 2003 erwartete Entwicklung der Kreditrichtlinien angeht, so gaben im Oktober per saldo nur 13 % der Befragten an, dass sie mit restriktiveren Kreditrichtlinien rechneten; im Juli waren es noch 19 % gewesen (siehe Tabelle A, unterer Teil).

Hinsichtlich der Kreditnachfrage von Unternehmen meldeten die Banken per saldo einen geringeren Rückgang als zuvor. Insgesamt gaben 17 % der Befragten im Oktober an, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) in den vorangegangenen drei Monaten zurückgegangen sei. Im Juli waren es noch 25 % gewesen (siehe Tabelle B). Als Hauptursache für die gesunkene Nachfrage wurde der niedrigere Finanzierungsbedarf von Kapitalgesellschaften für Anlageinvestitionen genannt. Doch nahezu ein Drittel der befragten Banken gab an, dass sich aus Umschuldungen eine höhere Nachfrage ergeben werde.

Im Fall der privaten Haushalte meldeten per saldo 9 % der Banken eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten. Dieser Anteil war höher als im Juli (3 %) (siehe Tabelle C, oberer Teil), doch lag er unter den zuvor für das dritte Quartal 2003 geäußerten Erwartungen (14 %) (siehe den zweiten Teil der Abbildung). Hinsichtlich

Tabelle C: Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte

(in %)

	Wohnungsbaukredite		Konsumentenkredite und sonstige Kredite	
	Juli	Oktober	Juli	Oktober
a) In den letzten drei Monaten				
Deutliche Verschärfung	1	0	0	0
Leichte Verschärfung	12	18	13	19
Weitgehend unveränderte Entwicklung	77	72	82	76
Leichte Lockerung	8	9	5	5
Deutliche Lockerung	2	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	3	9	8	14
Anzahl der Antworten	80	80	78	78
b) In den nächsten drei Monaten				
Deutliche Verschärfung	0	0	0	0
Leichte Verschärfung	14	19	16	13
Weitgehend unveränderte Entwicklung	85	76	80	72
Leichte Lockerung	1	6	4	14
Deutliche Lockerung	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	14	13	12	-1
Anzahl der Antworten	80	80	78	78

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte meldeten im Oktober per saldo 14 % der Befragten eine Verschärfung für den Zeitraum von Juli bis September (nach 8 % im Juli); dieser Wert lag leicht über den Erwartungen für das dritte Quartal (12 %) (siehe den dritten Teil der Abbildung).

Wie schon in der letzten Umfrage waren die Konjunkturerwartungen ausschlaggebend für die leichte Verschärfung der Richtlinien für Kredite an Privathaushalte, die insgesamt für den Dreimonatszeitraum von Juli bis September zu beobachten war. Die restriktivere Kreditvergabepraxis schlug sich – sofern sie sich manifestierte – hauptsächlich in den höheren Margen für risikoreichere Engagements nieder. Bei den konventionellen Krediten meldeten die Banken hingegen per saldo eine Verringerung ihrer Margen.

Für den Zeitraum von Oktober bis Dezember 2003 bleiben die Erwartungen einer Verschärfung der Kreditrichtlinien für Wohnungsbaukredite per saldo auf dem gleichen Stand wie in der Umfrage vom Juli (13 %). Allerdings erwarten die Banken eine leichte Lockerung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite (siehe Tabelle C, unterer Teil).

Auf der Nachfrageseite berichteten im Oktober in saldierter Betrachtung 31 % der Banken über eine höhere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten, verglichen mit 29 % in der Juli-Umfrage (siehe Tabelle D). Dagegen verringerte sich im selben Zeitraum die Nachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an Privathaushalte (der prozentuale Saldo belief sich auf -7 % nach 5 % in der Umfrage vom Juli).

Insgesamt lassen die Umfrageergebnisse vom Oktober 2003 gewisse Anzeichen einer Verbesserung der Bedingungen für Unternehmenskredite und eine Stabilisierung der Konditionen für Kredite an private Haushalte erkennen. Da diese Erhebung jedoch erst seit kurzer Zeit durchgeführt wird, sollten die Ergebnisse mit großer Vorsicht interpretiert werden. Zunächst müssen noch mehr Befragungen stattfinden, bevor eine verlässliche Bewertung dieser Umfrageergebnisse möglich ist und ermittelt werden kann, inwieweit ein Zusammenhang zwischen ihnen und der tatsächlichen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung besteht.

Tabelle D: Veränderung der Nachfrage nach Krediten durch private Haushalte in den letzten drei Monaten
(in %)

	Wohnungs- baukredite		Konsumenten- kredite und sonstige Kredite	
	Juli	Oktober	Juli	Oktober
Deutlich gesunken	0	0	1	1
Leicht gesunken	14	7	18	22
Weitgehend unverändert	44	56	58	61
Leicht gestiegen	30	28	21	14
Deutlich gestiegen	12	10	2	2
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	29	31	5	-7
Anzahl der Antworten	80	80	78	78

1) Siehe Fußnote zu Tabelle B.

Emission von Schuldverschreibungen im August stabil

Die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich im August geringfügig auf 6,7 %, verglichen mit 6,9 % im Juli. Grund hierfür war ein Rückgang der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen gegenüber dem Vormonat um 2,4 Prozentpunkte auf 12,3 % im August. Die Vorjahresrate der langfristigen Schuldverschreibungen

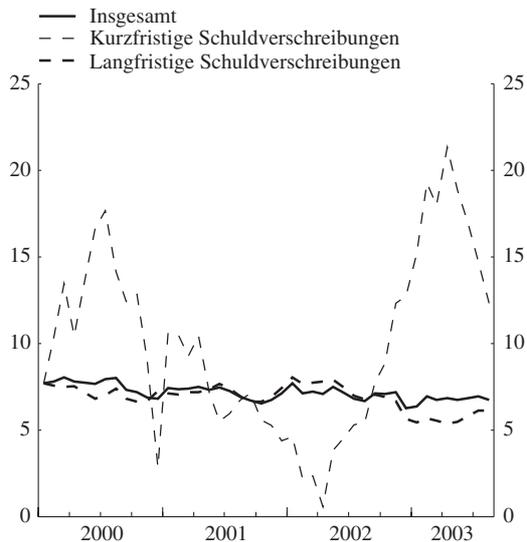
blieb im August mit 6,1 % unverändert (siehe Abbildung 4).

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im August auf 6,4 % belief und somit gegenüber der Vormonatsrate um 0,2 Prozentpunkte abgenommen hat.

Eine Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengrup-

Abbildung 4
Jahreswachstumsraten der Schuld-
verschreibungen von Ansässigen im
Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

pen ergibt, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im August auf 3,7 % belief und sich damit gegenüber Juli um 0,1 Prozentpunkte verlangsamt hat. Dies war auf eine Verringerung der jährlichen Wachstumsrate des Umlaufs kurzfristiger Papiere von 16,1 % im Juli auf 13,6 % im August zurückzuführen; die Zuwachsrate der kurzfristigen Einlagen in der konsolidierten MFI-Bilanz änderte sich hingegen kaum. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der langfristigen Schuldverschreibungen blieb im August mit 2,5 % gegenüber Juli nahezu unverändert. Auch auf konsolidierter Basis blieb die jährliche Zuwachsrate der vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren im August mit 7,5 % gleich.

Im Sektor der Nicht-MFIs, der sowohl nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften als auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften umfasst, blieb das jährliche Wachstum der umlaufenden Euro-Schuldverschreibungen im

Berichtsmonat mit 23,1 % weitgehend unverändert. Bei den Schuldverschreibungen der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften war kaum eine Veränderung des jährlichen Wachstums (33,8 %) zu beobachten. Der kräftige Zuwachs spiegelt die rege Verbriefungstätigkeit durch Zweckgesellschaften wider. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen nahm geringfügig zu, und zwar um 0,5 Prozentpunkte auf 13,9 %. Dies entspricht in etwa dem Durchschnitt seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so ging die Jahresrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Euro-Schuldverschreibungen gegenüber Juli um 0,3 Prozentpunkte auf 4,0 % im August zurück. Die sonstigen öffentlichen Haushalte, bei denen es sich vor allem um Länder und Gemeinden handelt, schraubten ihre Emission von Euro-Schuldverschreibungen zurück. Die Jahreswachstumsrate der umlaufenden Schuldverschreibungen betrug im August 19,4 % gegenüber 20,2 % im Vormonat. Die nach wie vor äußerst rege Emissionstätigkeit dieses Sektors lässt sich durch den hohen Finanzierungsbedarf der Gemeinden in einigen Euro-Ländern erklären.

Entwicklung der Zinsen im Kundengeschäft der Banken im September uneinheitlich

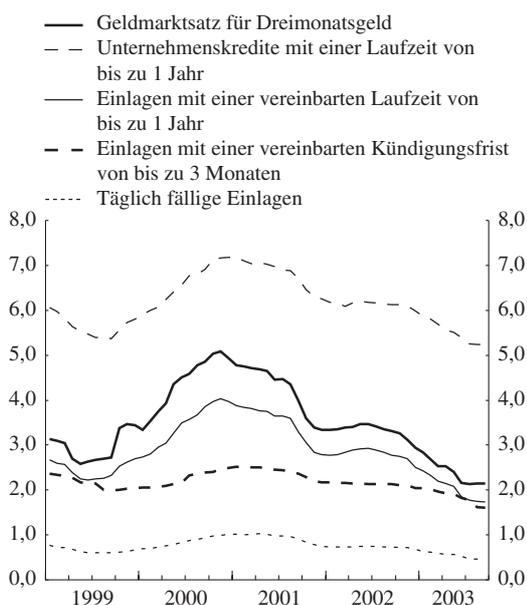
Sämtliche kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken blieben entweder unverändert oder gingen im September 2003 leicht zurück (siehe Abbildung 5). Sie lagen im September auf ihrem niedrigsten Niveau seit der ersten Erhebung der Daten im Januar 1990. Im Zeitraum von Juni 2002, als die meisten Kurzfristzinsen im Kundengeschäft zuletzt einen Höchststand erreicht hatten, bis September 2003 waren Rückgänge von rund 30 Basispunkten (täglich fällige Einlagen) bis zu etwa 120 Basispunkten (Termineinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr)

zu verzeichnen. Im Vergleich dazu ging der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im gleichen Zeitraum um rund 130 Basispunkte zurück.

Bei den längeren Laufzeiten waren die jüngsten Entwicklungen weniger einheitlich. Die langfristigen Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen im September um 13 Basispunkte gegenüber dem Vormonat. Grund hierfür war der Anstieg der langfristigen Anleiherenditen, der Mitte Juni eingesetzt hatte. Die Zinsen für langfristige Einlagen nahmen im September um 4 Basispunkte zu. Dagegen verringerten sich die langfristigen Bankzinsen für Unternehmenskredite im gleichen Monat um 4 Basispunkte, worin sich möglicherweise die verbesserte Einschätzung des Kreditrisikos widerspiegelte. Die Abstände zwischen den langfristigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken und den vergleichbaren Kapitalmarktsätzen blieben jedoch im September weitgehend unverändert (siehe Abbildung 6).

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

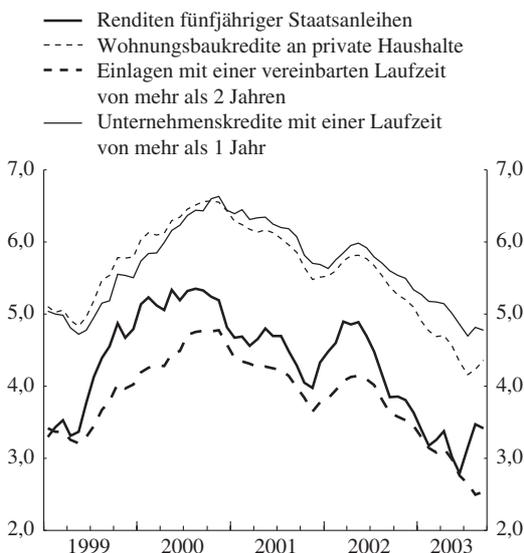
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Im Oktober leichter Anstieg der Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten

Nachdem die Geldmarktzinsen im September gefallen waren, konnte im Oktober und Anfang November 2003 wieder ein leichter Anstieg vor allem bei den längeren Laufzeiten verzeichnet werden. Die kürzerfristigen Zinssätze veränderten sich kaum. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Ende September fast null betragen hatte, wurde anschließend steiler und lag am 5. November bei 33 Basispunkten.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich zwischen Ende September und dem 5. November meist zwischen 2,05 % und 2,06 %. Im selben Zeitraum schwankte der zweiwöchige EONIA-Swapsatz zwischen 2,05 % und 2,09 % und betrug zuletzt 2,07 %. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der

Kasten 2

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

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

Offenmarktgeschäfte

(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	24.09.2003	08.10.2003	109,74	81,0	1,35	304	2,00	2,06	2,07
HRG	01.10.2003	15.10.2003	164,02	123,0	1,33	292	2,00	2,05	2,06
HRG	08.10.2003	22.10.2003	135,89	82,0	1,66	304	2,00	2,05	2,06
HRG	15.10.2003	27.10.2003	153,30	113,0	1,36	321	2,00	2,05	2,05
HRG	22.10.2003	05.11.2003	119,33	90,0	1,33	310	2,00	2,04	2,05
LRG	25.09.2003	17.12.2003	28,44	15,0	1,89	106	-	2,10	2,12

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften gingen allmählich von 2,06 % auf 2,04 % bzw. von 2,07 % auf 2,05 % zurück.

Der EONIA fiel stetig von 2,07 % zu Beginn der Erfüllungsperiode auf 2,05 % am 16. Oktober, sieht man vom üblichen Anstieg am letzten Handelstag des Kalendermonats ab. Diese Entwicklung steht im Einklang mit den guten Liquiditätsbedingungen, die während der gesamten Mindestreserve-Erfüllungsperiode herrschten. Wie

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. September bis 23. Oktober 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	253,5	0,2	+ 253,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	208,4	-	+ 208,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,2	- 0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	-
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren¹⁾	321,3	442,7	- 121,4
Banknotenlauf	-	395,5	- 395,5
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	48,3	- 48,3
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	315,0	-	+ 321,3
Sonstige Faktoren (netto)	-	1,1	- 1,1
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,9
(d) Mindestreserve-Soll			131,2

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 111,6 Mrd € und 141,4 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich im Zeitraum vom 6. Oktober bis zum 14. Oktober am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 2,2 Mrd €).

in der vorhergehenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode waren die Zuteilungsvolumina bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften in der Tat relativ großzügig bemessen. Während der darauf folgenden Tage fiel der EONIA auf die Höhe des Mindestbietungssatzes von 2,00 % oder leicht darunter und sank am 23. Oktober, dem letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, weiter auf 1,44 %. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 1,9 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,64 Mrd €.

durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 5 Basispunkte über dem für diese Geschäfte geltenden Mindestbietungssatz (siehe Kasten 2).

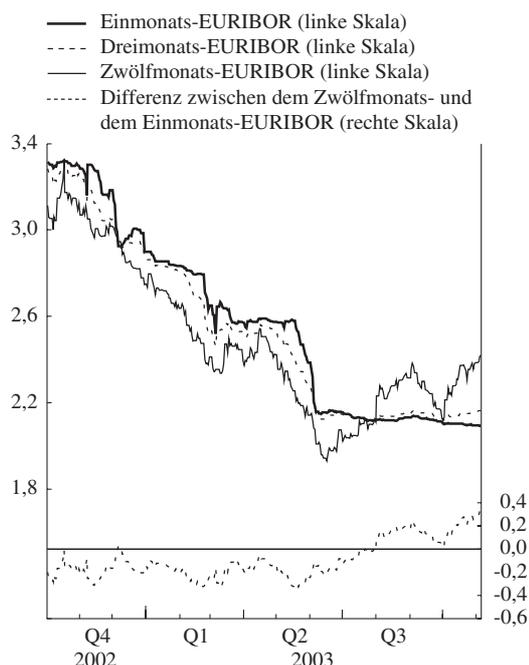
Sowohl der Einmonats- als auch der Dreimonats-EURIBOR blieben zwischen Ende September und dem 5. November fast unverändert und beliefen sich zuletzt auf 2,09 % bzw. 2,16 % (siehe Abbildung 7). Bei dem am 30. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche

Zuteilungssatz bei 2,13 % bzw. 2,14 % und damit 3 bzw. 2 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und 3 bzw. 2 Basispunkte über den entsprechenden Sätzen des am 25. September abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Dagegen nahmen die Geldmarktzinsen am längeren Ende im Oktober und Anfang November leicht zu. Zwischen Ende September und dem 5. November stiegen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 12 bzw. 29 Basispunkte auf zuletzt 2,23 % bzw. 2,42 %. Die aus den Preisen für Terminkontrakte abgeleiteten Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR erhöhten sich deutlich. Die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2003 sowie im März und Juni 2004 zum Ausdruck kommen, stiegen im Berichtszeitraum um 16, 33 bzw. 45 Basispunkte und lagen am 5. November bei 2,19 %, 2,33 % und 2,56 %.

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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



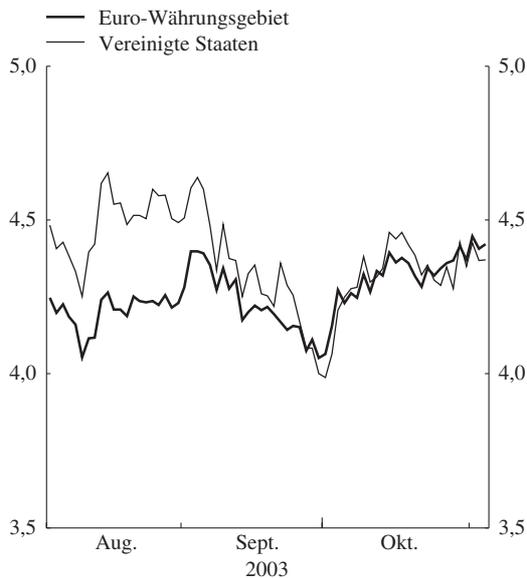
Quelle: Reuters.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Oktober gestiegen

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen stiegen im Oktober an allen wichtigen Märkten, wodurch die im September beobachteten Renditerückgänge überwiegend ausgeglichen wurden. In den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende September und dem 5. November um 40 Basispunkte auf zuletzt 4,4 % in beiden Fällen (siehe Abbildung 8). Somit war der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum am 5. November auf praktisch null geschrumpft.

Abbildung 8
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 nächstliegende Laufzeit.

Der jüngste Anstieg der langfristigen Renditen von US-Staatsanleihen spiegelte offenbar Aufwärtskorrekturen der Wachstums- und Inflationserwartungen durch die Marktteilnehmer wider, die in erster Linie auf günstigere Meldungen über das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungslage in den Vereinigten Staaten zurückzuführen waren. Die optimistischeren Wachstumsaussichten kamen in einer Zunahme der realen Rendite indexgebundener Anleihen im Zehnjahresbereich um 10 Basispunkte zwischen Ende September und dem 5. November zum Ausdruck. Im gleichen Zeitraum spiegelten sich die höheren Inflationserwartungen der Marktteilnehmer in einem Anstieg der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate um 30 Basispunkte wider, die sich aus der Renditedifferenz zwischen zehnjährigen nominalen und zehnjährigen indexgebundenen US-Staatsanleihen errechnet.

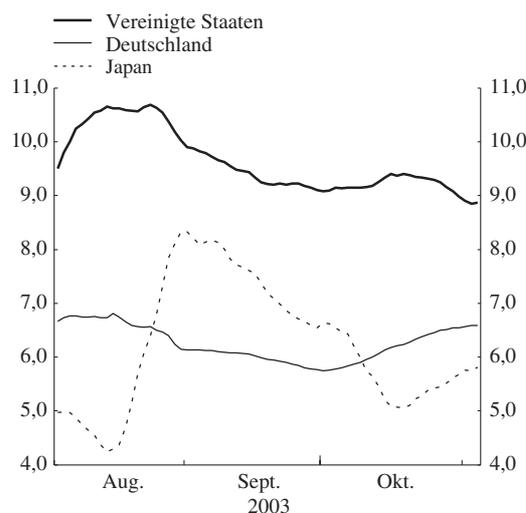
Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten blieb

relativ groß. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität war im Betrachtungszeitraum im Großen und Ganzen unverändert und belief sich am 5. November auf 8,9 %. Damit lag dieser Wert rund 0,9 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 9).

In Japan stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende September und dem 5. November um 10 Basispunkte auf zuletzt 1,5 %. Dieser Renditeanstieg bei den langfristigen Anleihen dürfte auf günstigere Konjunkturaussichten zurückzuführen sein und steht im Einklang mit der Entwicklung an den anderen großen Märkten. Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern – das geht aus der rückläufigen impliziten Volatilität hervor – ließ im Oktober nach (siehe Abbildung 9). Am 5. November lag der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt mit rund 5,8 % allerdings

Abbildung 9
Implizite Volatilität auf wichtigen Anleihemärkten

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



Quelle: Bloomberg.

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

noch deutlich über dem Durchschnittswert der letzten zwei Jahre von 3,4 %.

Die Staatsanleiherenditen im Euroraum legten im Oktober über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg zu. Die größten Zuwächse waren bei den mittelfristigen Laufzeiten zu beobachten, was sich in einem steileren Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld bei den kurzen bis mittleren Fälligkeiten niederschlug (siehe Abbildung 10). Ausgelöst wurde der allgemeine Anstieg der Anleiherenditen im Euroraum offenbar durch die Veröffentlichung von besser als erwartet ausgefallenen Konjunkturdaten für das Eurogebiet sowie günstigere Aussichten für die Weltwirtschaft.

Auf eine Aufwärtskorrektur der langfristigen Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer deutete der Anstieg der Renditen zehnjähriger indexgebundener (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) französischer Staatsanleihen hin, die sich zwischen Ende September und dem 5. November um 15 Basispunkte erhöhten. Eine positivere konjunkturelle Einschätzung für den Euroraum spiegelte sich auch in den rückläufigen Renditevorsprüngen der Unternehmensanleihen wider. So verringerte sich zum Beispiel der Renditeabstand zwischen Anleihen von Unternehmen mit einem BBB-Rating und vergleichbaren Staatsanleihen von Ende September bis zum 5. November um 20 Basispunkte. Mit einem Wert von 90 Basispunkten wies dieser Renditespread am 5. November den niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung im Januar 1999 auf.

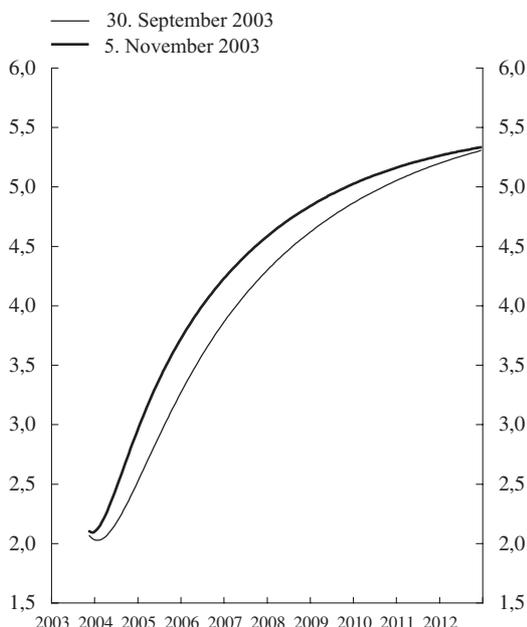
Zugleich erhöhte sich die aus der Differenz zwischen nominalen und realen Renditen französischer Staatsanleihen abgeleitete zehnjährige Breakeven-Inflationsrate im Eurogebiet von Ende September bis zum 5. November um 25 Basispunkte. Dies könnte durch einige technische Faktoren zu erklären sein, aber auch auf einen Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen der Anleger im Euroraum hinweisen.

Die Unsicherheit an den Anleihemärkten im Eurogebiet nahm – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf Terminkontrakte auf zehnjährige deutsche Bundesanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität – von Ende September bis zum 5. November um 0,8 Prozentpunkte zu. An diesem Tag betrug dieser Indikator 6,6 % und lag damit 0,9 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre.

Seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 haben sich die Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen im Euroraum und deutschen Bundesanleihen drastisch verringert. In Kasten 3 wird diese Entwicklung einer näheren Betrachtung unterzogen und aufgezeigt, dass die öffentlichen Finanzierungssalden der Regierungen im Euro-Währungsgebiet hierbei in jüngster Zeit offenbar eine Rolle gespielt haben.

Abbildung 10 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

Kasten 3

Aktuelle Entwicklung des Renditeabstands bei Staatsanleihen im Eurogebiet

Im Vorfeld der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, die am 1. Januar 1999 begann, wiesen die Renditen langfristiger Staatsanleihen der Länder, die zu jenem Zeitpunkt den Euro einführen, eine signifikante

Renditeabstand langfristiger Staatsanleihen in Ländern des Euroraums gegenüber Deutschland¹⁾

(in Basispunkten)

	Jan. 1999	Okt. 2003	Veränderung zwischen Jan. 1999 und Okt. 2003
Belgien	22	6	-16
Spanien	19	1	-18
Frankreich	8	2	-6
Irland	21	0	-21
Italien	23	13	-10
Niederlande	11	2	-9
Österreich	18	5	-13
Portugal	22	10	-12
Finnland	21	-1	-22
Durchschnitt	18	4	-14

Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

1) Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

zeichnen, was teilweise auf die relativ hohe Liquidität deutscher Bundesanleihen zurückzuführen war. Dabei lag der in Basispunkten gemessene Finanzierungsvorteil, den die deutsche Regierung gegenüber den anderen Euro-Ländern (Frankreich ausgenommen) hatte, im zweistelligen Bereich. Dieses Bild hat sich in den letzten Jahren allerdings etwas geändert. Die Tabelle zeigt, dass sich der durchschnittliche Renditeabstand der zehnjährigen Staatsanleihen anderer Euro-Länder zu den Renditen entsprechender deutscher Anleihen im Zeitraum von Januar 1999 bis Oktober 2003 deutlich, nämlich von 18 auf 4 Basispunkte, verringert hat. Im Oktober 2003 wiesen Griechenland, Italien und Portugal den höchsten Renditeabstand gegenüber Deutschland auf, während der größte Rückgang der Renditespreads seit 1999 in Finnland, Irland, Spanien und Belgien zu beobachten war (siehe Abbildung A). Auch die Renditespreads griechischer Staatsanleihen verringerten sich erheblich, nachdem das Land am 1. Januar 2001 den Euro eingeführt hatte.

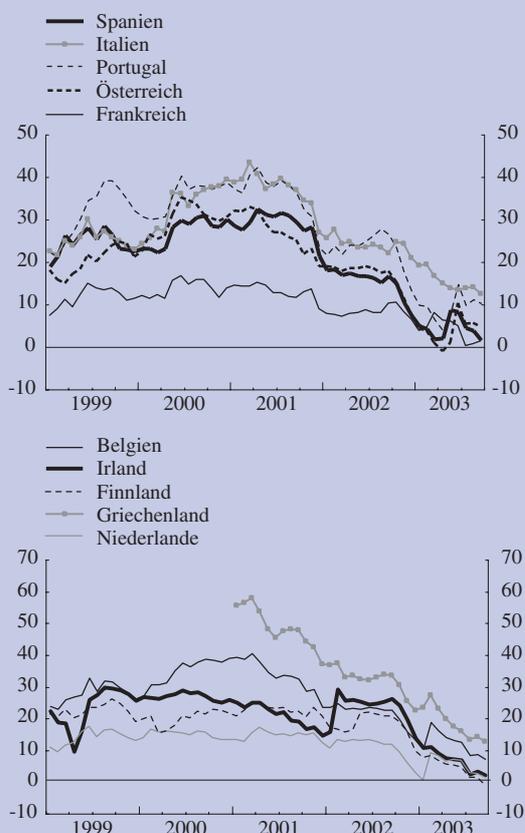
Die seit 1999 zu verzeichnende Konvergenz der Renditeabstände verlief nicht kontinuierlich. Abbildung A zeigt im Einzelnen, dass bei allen Ländern das hervor-

Konvergenz auf. Diese Konvergenz war auf die Vorwegnahme der Euro-Einführung und des damit einhergehenden Wegfalls des Wechselkursrisikos im Euro-Raum zurückzuführen. Seitdem sind zwar immer noch Renditeabstände zwischen den Staatsanleihen der Euro-Länder zu beobachten, doch sind diese erheblich geringer als in der Zeit vor 1999. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger hinsichtlich der Liquidität und, bis zu einem gewissen Grad, des Kreditrisikos zwischen den Staatsanleihen der einzelnen Länder des Euroraums differenzieren.

Im Jahr 1999 war der niedrigste Stand langfristiger Anleiherenditen im Euroraum in Deutschland zu ver-

Abbildung A: Renditeabstand langfristiger Staatsanleihen gegenüber Deutschland¹⁾

(in Basispunkten; Monatswerte)



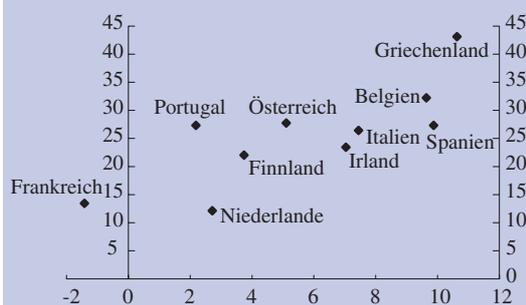
Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

1) Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

stechendste Merkmal eine Verringerung der Renditespreads seit den ersten Monaten des Jahres 2001 war. Unter anderem könnte die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum zu der seit 2001 beobachteten Konvergenz der Renditen beigetragen haben. So hat sich in Deutschland die Schuldenquote im Zeitraum von 2001 bis 2003 im Vergleich zu den Schuldenquoten der anderen Euro-Länder (mit Ausnahme Frankreichs) verschlechtert.

Abbildung B: Veränderung der Schuldenquoten im Vergleich zu Deutschland¹⁾ und Veränderung des Renditeabstands²⁾ zwischen 2001 und 2003

(x-Achse: in Prozentpunkten; y-Achse: in Basispunkten)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

- 1) x-Achse: Veränderung der Differenz zwischen der Schuldenquote Deutschlands und den Schuldenquoten anderer Euro-Länder zwischen 2001 und 2003 (die Angaben für 2003 beziehen sich auf die Schätzung der Europäischen Kommission vom Oktober 2003).
- 2) y-Achse: Verringerung des Renditeabstands gegenüber zehnjährigen deutschen Bundesanleihen zwischen Januar 2001 und Oktober 2003.

Abbildung B enthält Daten zur Beziehung zwischen den öffentlichen Finanzierungssalden und den Renditeabständen seit 2001. Hier werden die Veränderung der Schuldenquoten einzelner Euro-Länder im Verhältnis zur Schuldenquote Deutschlands während des Betrachtungszeitraums und die entsprechende Veränderung des Renditeabstands bei Staatsanleihen einander gegenübergestellt. Die Abbildung zeigt, dass die Länder, die ihre Schuldenquote im Gegensatz zu Deutschland zurückführen konnten, auch eine Verringerung ihrer Renditeabstände zu den Renditen deutscher Bundesanleihen verzeichneten.

Zwar können auch einige technische Faktoren (z. B. im Zusammenhang mit der Liquidität bestimmter Anleihen) bei dem beobachteten Rückgang einiger Renditespreads eine Rolle gespielt haben, doch deuten die Angaben in Abbildung B darauf hin, dass die Marktteilnehmer bei der Bepreisung von Staatsanleihen die jeweilige Haushaltslage des betreffenden Euro-Lands zu berücksichtigen scheinen. Die Anleger an Anleihemärkten scheinen somit – wenngleich nur moderat – diejenigen Staaten des Euroraums zu „belohnen“, die eine vorsichtigeren Finanzpolitik betrieben haben, indem sie ihnen günstigere Finanzierungsbedingungen bieten.

Weltweiter Anstieg der Aktienkurse im Oktober

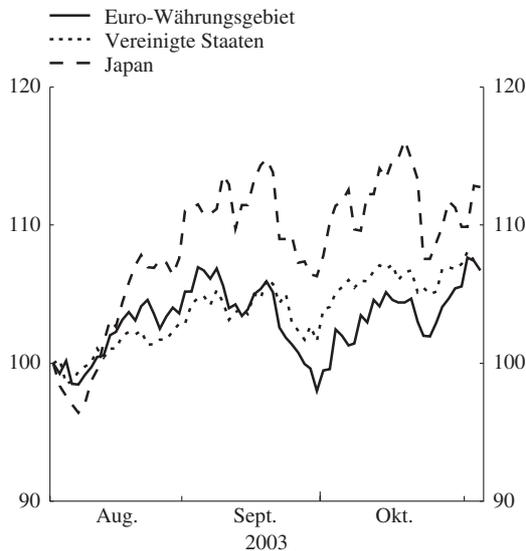
Getragen insbesondere von besseren Markterwartungen hinsichtlich der Perspektiven für die Weltkonjunktur und die Unternehmenserträge haben die Aktienkurse im Oktober wieder angezogen. Im Euroraum und in den Vereinigten Staaten stiegen die Aktienkurse, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX und am Standard-&-Poor's-500-Index, von Ende September bis zum 5. November um 9 % bzw. 6 % an (siehe Abbildung 11). In Japan gewannen die Aktienkurse gemessen am Nikkei 225 im selben Zeitraum 6 % hinzu.

In den Vereinigten Staaten spiegelten sich in dem Anstieg der Aktienkurse vom Oktober

die für das dritte Quartal gemeldeten Unternehmensergebnisse, die besser als erhofft ausgefallen waren, sowie die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten wider, die auf ein günstigeres Wirtschaftsklima in den USA schließen ließen. Die Unsicherheit am Aktienmarkt, gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, ging zwischen Ende September und dem 5. November um rund 3 Prozentpunkte zurück (siehe Abbildung 12). Mit zuletzt 15 % bewegte sich die implizite Volatilität deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Der Rückgang der Unsicherheit dürfte ebenfalls zum jüngsten Aktienkursanstieg beigetragen haben, da er grundsätzlich eine Verringerung der von den Anlegern

Abbildung 11
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Index: 1. August 2003 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

für das Halten von Aktien geforderten Risikoprämien bedeutet. Besonders ausgeprägt war der Anstieg der Aktienkurse bei den Technologiewerten – der Nasdaq-Composite-Index kletterte von Ende September bis zum 5. November um 8 %.

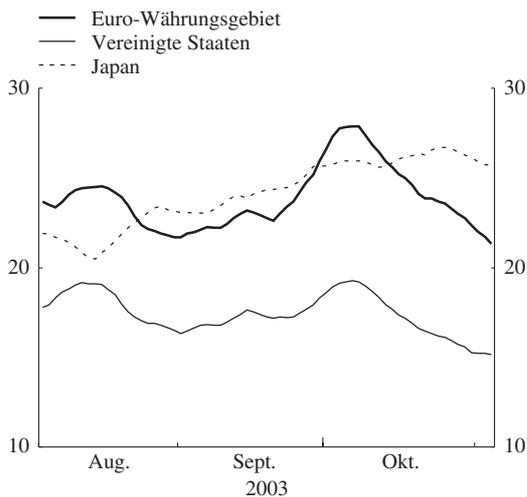
In Japan legten die Aktienkurse weiter zu, nachdem sie schon in den Monaten zuvor kräftige Zuwächse verbucht hatten. Der Optimismus über die Konjunkturaussichten in Japan und über die Fähigkeit des Bankensektors, seine Rentabilität zu steigern, steuerten zu dieser positiven Entwicklung bei. In dessen setzten die Aufwertung des japanischen Yen und die Bekanntgabe niedriger als erwartet ausgefallener Quartalsgewinne einiger Großunternehmen die Aktienkurse unter einen gewissen Abwärtsdruck. Die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt, gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität, blieb zwischen Ende Sep-

tember und dem 5. November unverändert und lag zuletzt mit 26 % in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts.

Im Euroraum setzten die Aktienkurse im Oktober ihren allgemeinen Aufwärtstrend, der im März dieses Jahres begonnen hatte, fort. Die Kursgewinne im Oktober waren weitgehend auf eine bessere Ertragslage der Unternehmen im Eurogebiet sowie die Veröffentlichung günstigerer Konjunkturdaten zurückzuführen, welche die Markterwartungen einer unmittelbar bevorstehenden wirtschaftlichen Erholung im Euroraum verstärkten. Zusammen mit der Entwicklung an den weltweiten Aktienmärkten trug dies dazu bei, das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Aktienmärkte im Eurogebiet wiederherzustellen. Infolgedessen scheint sich die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern verringert zu haben. Dies geht aus dem Rückgang des glei-

Abbildung 12
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 Preisen von Optionen auf Aktienindizes zum Ausdruck kommt. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

tenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität hervor, der am 5. November 5 Prozentpunkte niedriger war als Ende September. Die implizite Aktienmarktvolatilität im Euroraum blieb deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt und belief sich am 5. November auf

21 %. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten fielen zwischen Ende September und dem 5. November die Kursgewinne bei den Technologiewerten am größten aus, da die Marktteilnehmer davon ausgingen, dass der Technologiesektor am stärksten von einer Erholung der Weltkonjunktur profitieren würde.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation Schätzungen zufolge im Oktober 2003 unverändert

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Oktober 2003 unverändert bei 2,1 % (siehe Tabelle 3). Zwar liegen für diesen Monat noch keine detaillierten Angaben zum HVPI vor, aber aus vorläufigen Angaben geht hervor, dass die Inflationsrate insgesamt weiterhin durch die Nahrungsmittelpreise beeinflusst wurde, welche nach dem ungewöhnlich heißen, trockenen Sommer gestiegen waren. Von den Energiepreisen dürfte hingegen im Oktober kein zusätzlicher Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation ausgegangen sein.

Im September 2003 lag die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet wie schon im August

bei 2,1 %. Dabei glichen sich die Veränderungen der Jahreswachstumsraten der volatileren Komponenten des HVPI (d. h. der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) gegenseitig aus, und die Raten einiger der weniger volatilen Komponenten stiegen leicht an.

Der von der ungewöhnlich heißen Sommerwitterung und der Trockenheit im Euro-Währungsgebiet ausgehende Druck auf die Preise frischer Nahrungsmittel, der bereits im August zu spüren war, hat sich im September noch verstärkt. Im Vergleich zum Vorjahr stiegen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im September 2003 um 4,2 %, was insbesondere auf eine deutliche Erhöhung der Gemüsepreise (um fast 10 % im Vorjahresvergleich) zurückzuführen war. Der von den

Tabelle 3

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.	2003 Okt.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,7	1,8	2,0	1,5	1,7	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,1	2,2	1,9	2,5	3,2	2,4	2,9	3,0	3,1	3,5	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,9	3,1	2,6	3,1	3,3	3,1	3,3	3,2	3,2	3,0	3,1	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	1,6	0,1	1,5	3,4	1,1	2,5	2,7	3,3	4,2	.
Industrieerzeugnisse	3,0	1,2	1,0	1,6	2,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,5	1,2	0,7	0,9	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	.
Energie	13,0	2,2	-0,6	2,9	7,0	1,5	2,1	0,6	1,6	2,0	2,7	1,7	.
Dienstleistungen	1,5	2,5	3,1	3,1	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise	5,3	2,2	0,0	1,3	2,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,1	.
Lohnstückkosten	1,3	2,5	2,1	1,5	2,0	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,2	0,5	1,0	0,7	0,2	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,6	2,5	2,7	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	3,4	3,5	3,5	2,7	2,9	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	26,5	28,4	22,7	25,1	21,9	23,3	25,0	26,5	23,9	24,7
Rohstoffpreise (€)	20,4	-8,1	-0,9	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2	-4,7	-3,7

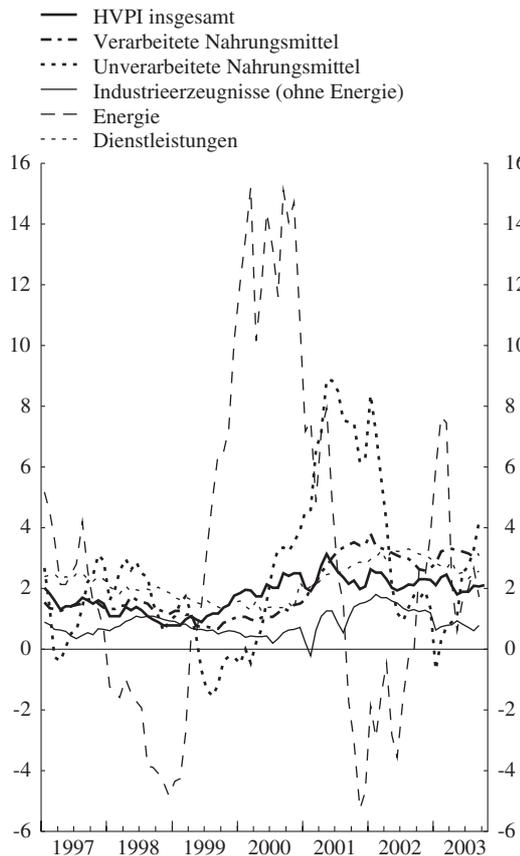
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

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

Abbildung 13
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.

Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel ausgehende Aufwärtsdruck auf die Teuerungsrate insgesamt wurde allerdings durch einen

langsameren Anstieg der Jahreswachstumsrate der Energiepreise (1,7 % im September, verglichen mit 2,7 % im August) weitgehend kompensiert. Verglichen mit dem im August verzeichneten durchschnittlichen Niveau spiegelte diese Entwicklung einen Rückgang der auf Euro lautenden Ölpreise um rund 10 % wider. Diese Abwärtsbewegung ging zwar im Wesentlichen auf ein Absinken der in US-Dollar notierten Ölpreise zurück, wurde aber auch durch die weitere leichte Aufwertung des Euro im September (basierend auf Monatsdurchschnittswerten) verstärkt.

Die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne die volatileren Komponenten erhöhte sich um 0,1 Prozentpunkte und lag im September bei 2,0 %. Dieser Anstieg war auf eine leichte Zunahme der Jahreswachstumsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und für Industrieerzeugnisse ohne Energie zurückzuführen. Insbesondere die Preise für Bekleidung und Schuhe erhöhten sich im September wieder, nachdem sie im Vergleich zu vorhergehenden Sommerschlussverkäufen etwas stärker als saisonal üblich gesunken waren. Gleichzeitig blieb die Jahreswachstumsrate der Dienstleistungspreise unverändert bei 2,5 %.

Vor dem Hintergrund der längerfristigen Entwicklung werden in Kasten 4 die jüngsten Fortschritte auf dem Gebiet der Regulierungsreformen in den Netzwerkindustrien (wie Gas-, Strom- und Telekommunikationssektor) sowie die Preisentwicklung seit Anfang 2000 aufgezeigt.

Kasten 4
Jüngste Entwicklungen in den Netzwerkindustrien

Regulierungsreformen in den europäischen Netzwerkindustrien werden allgemein als verbraucherfreundlich angesehen, da sie zu niedrigeren Preisen führen.¹ Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Fortschritte bei den Regulierungsreformen im Telekommunikations-, Strom- und Gassektor sowie die Preisentwicklung in diesen Sektoren im Vergleich zur Entwicklung des HVPI insgesamt erörtert. Die Bereiche Telekommunikation, Strom und Gas machen zusammengenommen nahezu 6 % des HVPI-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet aus.

¹ Siehe zum Beispiel Europäische Zentralbank, *Price effects of regulatory reform in selected network industries*, März 2001.

Die Deregulierung im Telekommunikationssektor wirkt sich weiterhin dämpfend auf die Preisentwicklung aus, wenn auch in deutlich geringerem Maße als in den Anfangsjahren nach der Liberalisierung der Märkte. Vor allem im Energiesektor ist verstärkter Wettbewerb erforderlich.

Jüngste Fortschritte bei den Regulierungsreformen

Der Prozess der Deregulierung ist im **Telekommunikationssektor** am weitesten fortgeschritten, wenngleich der effektive Wettbewerb in einer Reihe von Ländern und Marktsegmenten nach wie vor relativ begrenzt ist. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die etablierten Betreiber immer noch über erhebliche Marktanteile verfügen. Im Mobilfunkbereich lag der Marktanteil der Tochtergesellschaften ehemals staatlicher Festnetzbetreiber im Jahr 2002 – dem letzten Jahr, für das Angaben vorliegen – in allen Euro-Ländern bei über 40 %.² Im Festnetzbereich war der Marktanteil der etablierten Gesellschaften in allen Ländern des Euroraums sogar noch höher und betrug in der Regel über 80 % bei Ortsgesprächen und zwischen 60 % und 80 % bei Fern- und Auslandsgesprächen.

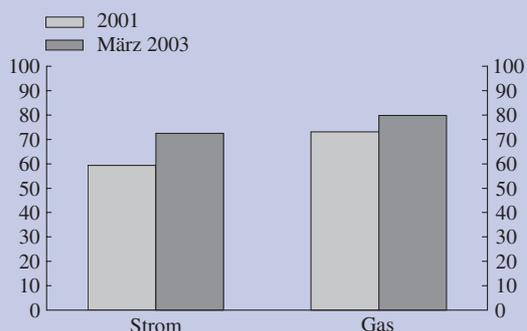
Auf dem **Strommarkt** haben mehrere Euro-Länder seit 2001 ihre Märkte weiter liberalisiert. Aus der nachstehenden Abbildung ist ersichtlich, wie weit (in Prozent gerechnet) der Strommarkt des Euro-Währungsgebiets bis März 2003 bereits für den Wettbewerb geöffnet wurde und welche Fortschritte seit 2001 erzielt wurden. Mehr als 70 % des Strommarkts im Euroraum sind inzwischen formal liberalisiert, wenngleich nach wie vor erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern bestehen. Den geringsten Öffnungsgrad verzeichnen die Strommärkte in Frankreich und Griechenland mit jeweils knapp über 30 %. Trotz der Fortschritte bei der formalen Deregulierung des Strommarkts in einigen Ländern bleibt der Wettbewerb vor allem aufgrund der marktbeherrschenden Position etablierter Gesellschaften und wegen schwacher Regulierungsbehörden häufig begrenzt.

Der **Gasmarkt** hat sich seit dem Jahr 2001 weiter geöffnet. Nahezu 80 % des Gasmarkts im Euro-Währungsgebiet sind inzwischen formal für den

Wettbewerb offen, doch ist der effektive Wettbewerb augenscheinlich nach wie vor relativ begrenzt und deutlich schwächer ausgeprägt als im Stromsektor. Die wesentlichen Wettbewerbshemmnisse sind unterschiedliche Netzzugangstarife in einzelnen Ländern und Regionen, die Konzentration der Gasförderung und -einfuhr auf einige wenige Gesellschaften sowie die schleppende Herausbildung von Gashandelszentren, was zur Folge hat, dass neue Marktteilnehmer am Kauf von Erdgas in Großhandelsmengen gehindert werden.

Insgesamt waren bei den Regulierungsreformen in den netzgebundenen Branchen im vergangenen und im laufenden Jahr weitere Fortschritte zu verzeichnen, die allerdings in den einzelnen Sektoren und Ländern unterschiedlich ausfielen. Im November 2002 legte der Rat für Verkehr, Telekommunikation und Energie der EU einen Zeitplan fest, der die vollständige Öffnung der Energiemärkte für Industrieabnehmer bis zum 1. Juli 2004 und für Haushaltskunden bis zum 1. Juli 2007 vorsieht. Diese Vereinbarung stellt einen wichtigen Schritt hin zur Liberalisierung der Energiemärkte dar.

Anteil des wettbewerbsoffenen Energiemarkts im Euro-Währungsgebiet in Prozent



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Die EZB-Berechnungen der Marktanteile im Euro-Währungsgebiet beruhen auf den Nachfragegewichten für Strom und Gas in den Jahren 2001 bzw. 2002. In den Angaben für den Gasmarkt sind Griechenland, Portugal und Finnland nicht enthalten.

² Quelle für die Daten zu den Marktanteilen im Telekommunikationssektor ist Eurostat.

Preisentwicklung in den Netzwerkindustrien

Nach der schrittweisen Einführung von Deregulierungsmaßnahmen im **Telekommunikationssektor** sind die Preise im Euro-Währungsgebiet im vergangenen und im laufenden Jahr weiter gesunken, wenn auch deutlich langsamer als zwischen 2000 und 2001 (siehe Tabelle). Im Jahr 2002 und im Zeitraum von Januar bis September 2003 leistete der HVPI-Teilindex für Telekommunikationsdienstleistungen weiterhin einen – wenn auch nur geringfügig – negativen Beitrag zur HVPI-Inflation insgesamt. Allerdings ist der dämpfende Effekt dieses Teilindex auf die gesamte Teuerung nach dem HVPI seit dem Jahr 2000 mit 0,33 Prozentpunkten insgesamt recht groß.

Beitrag der Telekommunikations-, Strom- und Gaspreise zum HVPI des Euro-Währungsgebiets insgesamt

	Veränderung gegen Vorjahr in %				Beitrag zum HVPI (Veränderung in Prozentpunkten)				
	2000	2001	2002	Jan. – Sept. 2003	2000	2001	2002	Jan. – Sept. 2003	2000 – Sept. 2003
HVPI insgesamt	2,1	2,3	2,3	2,1					
Telekommunikation	-8,2	-4,9	-0,6	-0,5	-0,20	-0,11	-0,01	-0,01	-0,33
Strom	-1,1	2,0	1,8	2,8	-0,02	0,04	0,04	0,06	0,11
Gas	11,6	14,7	-2,3	4,4	0,15	0,21	-0,03	0,06	0,38

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Der HVPI-Teilindex für **Strom** im Euro-Währungsgebiet stieg im Zeitraum von Januar bis September 2003 um 2,8 % und damit stärker als der HVPI-Gesamtindex. Die durchschnittliche Zunahme im Zeitraum von 2000 bis 2002 war jedoch geringer als beim HVPI insgesamt. Die Strompreise wurden weiterhin stark durch Faktoren beeinflusst, die von den jeweils geltenden Regulierungsvorschriften unabhängig sind, etwa durch den Primärenergiemix, die Treibstoffpreise und länderspezifische Einflüsse (z. B. Veränderungen der indirekten Steuern). Darüber hinaus dürften sich in der Preisentwicklung der letzten Jahre die vorbeugende Preispolitik der etablierten Unternehmen sowie die Preissetzung durch die Regulierungsbehörden stärker niedergeschlagen haben als die Auswirkungen des begrenzten effektiven Wettbewerbs im Stromsektor. Verstärkter Wettbewerb ist unbedingt erforderlich, um eine günstige Preisentwicklung zu gewährleisten.

Die Entwicklung der **Gaspreise** spiegelt nur teilweise Veränderungen der Wettbewerbsintensität wider; die Gaspreise werden im Wesentlichen von der allgemeinen Entwicklung der Energiepreise auf dem Weltmarkt sowie des Euro-Wechselkurses beeinflusst. Gemessen am HVPI-Teilindex für Gas sanken die Gaspreise im Euroraum im Jahr 2002 um 2,3 % und leisteten damit einen negativen Beitrag zur HVPI-Inflation insgesamt. Diese Entwicklung kehrte sich im Jahr 2003 um, und der Beitrag der Gaspreise zur HVPI-Inflation insgesamt im Eurogebiet belief sich im Zeitraum von Januar bis September 2003 auf 0,06 Prozentpunkte. Wie im Stromsektor sind auch hier weitere Deregulierungsmaßnahmen erforderlich, damit die Gewinne der etablierten Gesellschaften verstärkt an die Konsumenten weitergegeben werden können.

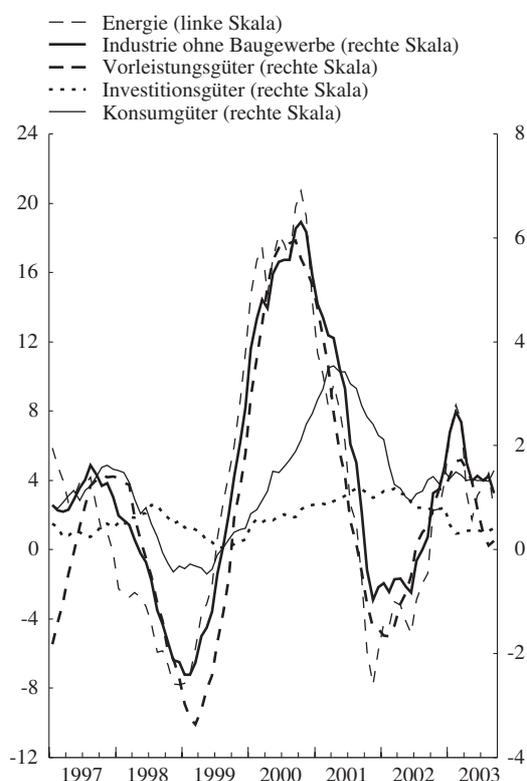
Das Preisgefälle zwischen den einzelnen Euro-Ländern ging im vergangenen Jahr bei Inlands- und Auslandsgeschäften, Gaspreisen und den Strompreisen der privaten Haushalte leicht zurück. Gleichwohl bestehen je nach Land und Leistungsart in allen netzgebundenen Sektoren nach wie vor signifikante Unterschiede in der Preisentwicklung, die unter anderem auf die uneinheitlichen Fortschritte bei der Umsetzung von Regulierungsreformen und die unterschiedliche indirekte Besteuerung in den einzelnen Ländern zurückzuführen sind.

Industrielle Erzeugerpreise auch im September 2003 nur mäßig gestiegen

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet, die im August 2003 mit 1,4 % leicht zugenommen hatte, verlangsamte sich im September auf 1,1 % (siehe Abbildung 14). Diese Entwicklung war zur Gänze einem Rückgang der Energiepreise zuzuschreiben, der einen Basiseffekt und möglicherweise das Absinken der Ölpreise im Zeitraum von August bis September widerspiegelte. Im Gegensatz dazu stieg die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise ohne Baugewerbe und Energie geringfügig an, und zwar von 0,6 % im August auf 0,7 % im September, was auf eine leichte Steigerung in den meisten Industriezweigen zurückzuführen war.

Abbildung 14 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

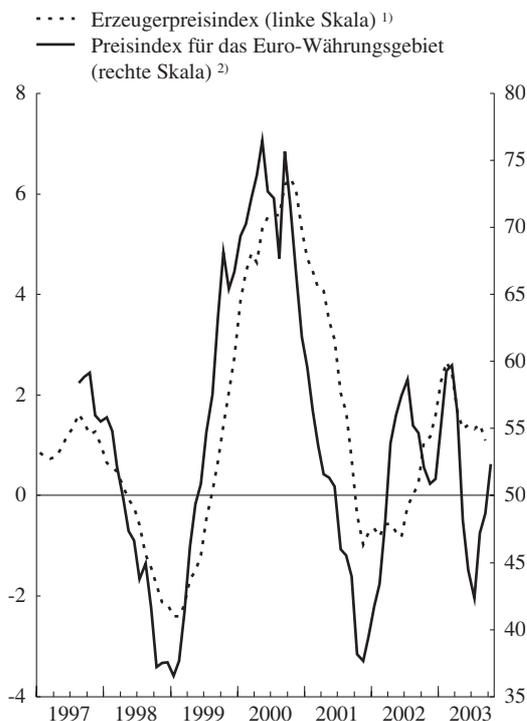


Quelle: Eurostat.

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

Abbildung 15 Erzeugerpreise insgesamt und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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. In den Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Insgesamt gesehen bleibt der von den Erzeugerpreisen ausgehende Preisdruck moderat. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise ohne Baugewerbe und Energie ist kontinuierlich von 1,2 % im ersten Quartal 2003 auf 0,6 % im dritten Quartal gesunken. Dieser Rückgang, der teilweise die Auswirkungen der Euro-Aufwertung wiedergibt, ist hauptsächlich durch die Preisentwicklung in der Vorleistungsgüterindustrie bedingt. Dagegen sind die Jahresänderungsraten der Investitions- und Konsumgüterpreise seit Anfang des laufenden Jahres weitgehend stabil geblieben.

Die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren für die Entwicklung der Erzeugerpreise deuten

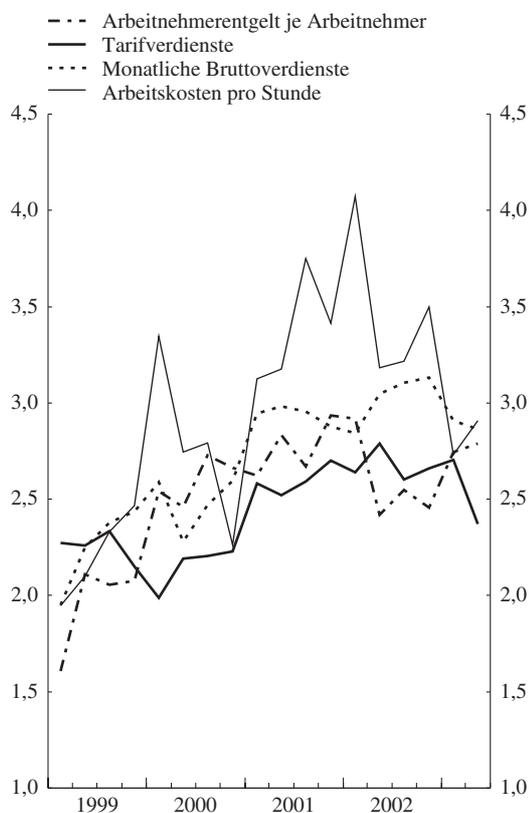
darauf hin, dass es im Oktober wieder zu einem gewissen Aufwärtsdruck kam (siehe Abbildung 15). Zum ersten Mal seit sechs Monaten lag der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Umfrage unter Einkaufsmanagern über dem Schwellenwert von 50 Punkten (er war von 48,7 im September auf 52,3 Punkte im Oktober gestiegen). Ausschlaggebend hierfür waren höhere Warenpreise, die hauptsächlich auf einen anhaltenden Anstieg der Nachfrage nach wichtigen Rohstoffen zurückzuführen waren.

Lohnanstieg in der ersten Jahreshälfte 2003 abgeflacht

Die von den Arbeitskostenindikatoren im ersten Halbjahr 2003 ausgehenden Hinweise

Abbildung 16 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

stellen ein uneinheitliches Bild der Entwicklung des Lohnwachstums insgesamt dar. Die Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im Euro-Raum stiegen im zweiten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorjahr um 2,9 %, was in etwa der Wachstumsrate vom ersten Quartal entspricht (siehe Abbildung 16). Dies bedeutet einen deutlichen Rückgang (um rund 0,5 Prozentpunkte) gegenüber der durchschnittlichen Wachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde in den Jahren 2001 und 2002 sowie ein spürbares Absinken der Wachstumsraten sowohl der Lohnkosten als auch der Lohnzusatzkosten.

Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne ging um 0,3 Prozentpunkte auf 2,4 % im zweiten Quartal 2003 zurück. Allerdings war diese Entwicklung zum Teil auf eine in Deutschland bestehende starke Diskrepanz zwischen den im vergangenen Jahr gewährten deutlichen Lohnsteigerungen und den Ergebnissen einer im laufenden Jahr unterzeichneten geringeren Anzahl neuer Tarifabschlüsse zurückzuführen. Um diese Effekte bereinigt dürfte der Anstieg der Tariflöhne im zweiten Quartal 2003 weitgehend unverändert geblieben sein und sich im Einklang mit dem Durchschnittswachstum für 2001 und 2002 bewegt haben. Die Angaben zu den Monatsverdiensten, die bis zum zweiten Quartal 2003 vorliegen, deuten ebenfalls darauf hin, dass sich die Jahreswachstumsraten im Großen und Ganzen weiterhin im Einklang mit den Raten der vorangegangenen zwei Jahre befinden.

Einen gewissen Gegensatz dazu bildete die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, die mit rund 2,7 % in der ersten Hälfte des Jahres 2003 leicht über dem Durchschnitt für 2002 lag. Für das zweite Quartal 2003 liegen jetzt sektorenspezifische Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer vor. Das Wachstum im Dienstleistungssektor entwickelte sich im Einklang mit den Durchschnittsraten für 2001 und 2002. Allerdings kam es bei den marktbestimmten Dienstleistungen zu einem breitgefächerten

Anstieg der Jahreswachstumsrate von 2,8 % im ersten Quartal auf 3,4 % im zweiten Quartal. Diese Steigerung wurde teilweise durch eine Verlangsamung des Wachstums in der öffentlichen Verwaltung und bei ähnlichen Dienstleistungen ausgeglichen. In der Industrie lag die durchschnittliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der ersten Jahreshälfte 2003 weiterhin um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte über den 2001 und 2002 verzeichneten Durchschnittsraten.

Insgesamt gesehen deuten die verfügbaren Daten trotz einiger uneinheitlicher Hinweise weiterhin darauf hin, dass sich das Lohnwachstum im Euroraum seit Anfang 2002 abflacht.

Der Produktivitätszuwachs, der sich im Verlauf des Jahres 2002 allmählich erhöht hatte, ging im zweiten Quartal 2003 weiter zurück. Infolgedessen beschleunigte sich das Wachstum der Lohnstückkosten im zweiten Quartal 2003 um 0,5 Prozentpunkte auf 2,5 %. Im Vorjahresvergleich dürfte der Anstieg der Lohnstückkosten seit Anfang des laufenden Jahres zwar etwas höher ausgefallen sein als im Jahr 2002, aber noch immer unter dem Wert des Jahres 2001 gelegen haben.

Teuerung nach dem HVPI dürfte weiterhin um 2 % schwanken

In der Vorausschau dürften die Inflationsraten auch noch in den kommenden Monaten um die 2 % schwanken. Die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise könnte aufgrund der Hitzewelle in diesem Sommer auf einen weiteren Aufwärtsdruck im restlichen Verlauf dieses Jahres und Anfang 2004 hindeuten, während die Ölpreise vor allem wegen der politischen Unsicherheit im Nahen Osten auf einem höheren Niveau als erwartet verharren. Darüber hinaus werden sich die geplanten Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise in einigen Ländern des Euroraums im Verlauf des Jahres 2004 vorübergehend inflationssteigernd auswirken, was darauf schließen lässt, dass die HVPI-Inflation möglicherweise nicht so rasch bzw. nicht so stark sinken wird, wie dies zuvor erwartet wurde.

Auf mittlere Sicht dürften die Inflationsraten allerdings fallen, vorausgesetzt, dass die Lohnentwicklung auch künftig in gemäßigten Bahnen verläuft. Ferner dürfte die frühere Aufwertung des Euro weiterhin dazu beitragen, den inländischen Preisdruck abzuschwächen. Dieses Bild steht weitgehend im Einklang mit den kürzlich veröffentlichten Vorausschätzungen öffentlicher und privater Institute (siehe Kasten 5 zu den Ergebnissen des Survey of Professional Forecasters vom vierten Quartal 2003).

Kasten 5

Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom vierten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des in der Zeit vom 16. bis 28. Oktober dieses Jahres von der EZB durchgeführten 21. Survey of Professional Forecasters (SPF) vorgestellt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union in Bezug auf die Inflation, die Konjunkturentwicklung und die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln können. Soweit möglich, werden den Daten aus der SPF-Erhebung auch andere verfügbare

Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors auf Basis derselben Prognosezeiträume gegenübergestellt.¹

Inflationserwartungen für die Jahre 2003, 2004 und 2005

Gegenüber dem letzten SPF vom Juli 2003 haben die Umfrageteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich der Inflation nach dem HVPI leicht nach oben revidiert. Sie gehen jetzt davon aus, dass sich die HVPI-Inflationsrate in diesem Jahr auf 2,0 % belaufen wird, während die Erhebung vom dritten Quartal 2003 noch einen Wert von 1,9 % ergeben hatte. Bedenkt man, dass es sich um den letzten SPF dieses Jahres handelt, ist die Unsicherheit über die endgültigen Ergebnisse für 2003 noch ungewöhnlich hoch. So hielten zahlreiche Teilnehmer unvorhergesehene Ölpreisentwicklungen für möglich und äußerten Bedenken über das voraussichtliche Ausmaß des Preisauftriebs infolge der verzögerten Auswirkungen der ungewöhnlich heißen Sommerwitterung und der Trockenperioden auf die Nahrungsmittelpreise im Euro-Währungsgebiet. Die Inflationserwartungen für die Jahre 2004 und 2005 wurden im Vergleich zum vorigen SPF ebenfalls um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert und liegen jetzt bei 1,6 % bzw. 1,8 %. Ein Rückgang der HVPI-Inflation im Jahr 2004 wird im Allgemeinen aufgrund einer weiteren allmählichen Aufwertung des Euro und eines auch in Zukunft verhältnismäßig gedämpften Wirtschaftswachstums angenommen. Allerdings würde die Umsetzung einiger finanzpolitischer Maßnahmen (wie etwa die geplante Erhöhung der Benzin- und Tabaksteuer in Frankreich oder die Reform des Gesundheitssystems in Deutschland) Anfang 2004 gewisse Aufwärtsrisiken für die Prognose darstellen. Insgesamt liegen die meisten Ergebnisse tendenziell geringfügig über den Zahlen, die im Rahmen der Umfragen von Consensus Economics vom Oktober 2003 (siehe Tabelle unten) sowie des Euro Zone Barometer erhoben wurden (2,0 % für 2003 und 1,5 % für 2004).

Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (drittes und viertes Quartal 2003) sowie von Consensus Economics (Oktober 2003)

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

Teuerung nach dem HVPI	Umfragezeitraum					
	2003	Sept. 2004	2004	Sept. 2005	2005	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q4)	2,0	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9
Vorherige Erhebung (2003 Q3)	1,9	-	1,5	-	1,7	1,9
Consensus Economics (Okt. 2003)	2,0	-	1,5	-	1,7	1,8
Reales BIP-Wachstum	2003	2004 Q2	2004	2005 Q2	2005	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q4)	0,5	1,6	1,7	2,2	2,3	2,4
Vorherige Erhebung (2003 Q3)	0,7	-	1,7	-	2,3	2,4
Consensus Economics (Okt. 2003)	0,5	-	1,7	-	2,2	2,1
Arbeitslosenquote ¹⁾	2003	Aug. 2004	2004	Aug. 2005	2005	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q4)	8,8	8,8	8,9	8,5	8,5	7,4
Vorherige Erhebung (2003 Q3)	8,9	-	8,9	-	8,5	7,4

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) Die längerfristigen Inflationserwartungen beziehen sich auf das Jahr 2008. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2009 bis 2013 (die Daten wurden in der Erhebung von Consensus Economics vom Oktober 2003 veröffentlicht).

Die SPF-Teilnehmer werden auch gebeten, ihre Prognosen mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zu versehen. Dabei handelt es sich um die Zuordnung der Wahrscheinlichkeit (ausgedrückt in Prozent), mit der die Ergebnisse in bestimmte Intervalle fallen. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden

1) Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2003, 2004, 2005 und „in fünf Jahren“, d. h. 2008. Außerdem werden die für zwei zusätzliche „gleitende Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen aufgeführt. Die gleitenden Zeitfenster erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Umfragedurchführung die jüngsten Daten zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Im SPF vom vierten Quartal 2003 umfassten die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI die Zeit bis September 2004 und 2005, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum zweiten Quartal 2004 und 2005 und für die Arbeitslosenquote bis August 2004 und 2005. Anhand der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnitts für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten beiden Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für 2004. Obwohl die Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die erwartete HVPI-Teuerungsraten im Jahr 2004 nach wie vor überwiegend im Intervall 1,5 % bis 1,9 % zentriert sind, lässt sich eine deutliche Verlagerung nach rechts ausmachen.

Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die bei den SPF-Befragten ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen (d. h. in fünf Jahren) blieben zum achten Mal in Folge unverändert bei 1,9 %. Dies stimmt im Wesentlichen mit anderen verfügbaren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen überein. So ergab das Euro Zone Barometer im Oktober 2003 eine prognostizierte durchschnittliche Inflationsrate von 1,9 % für 2007, und Consensus Economics veröffentlichte für den gesamten Zeitraum von 2009 bis 2013 eine Teuerungsraten für den Euroraum von 1,8 %. Allerdings stiegen an den Finanzmärkten die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten, die anhand französischer an den HVPI (ohne Tabakwaren) für das Euro-Währungsgebiet gebundener Staatsanleihen ermittelt werden, in den vergangenen Monaten leicht an (siehe Abbildung B); dabei ist jedoch zu beachten, dass diese Breakeven-Inflationsraten keine reine Messgröße für die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen. Sie werden von einer Vielzahl von Risikoprämien (darunter die Inflationsrisiko- und die Liquiditätsprämie) beeinflusst, die der Grund für die jüngsten Anstiege sein könnten.²

Erwartungen für das Wachstum des realen BIP und die Arbeitslosenquote im Euroraum

Die Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung wurden in der dritten Umfragerunde in Folge nach unten angepasst. Verglichen mit dem letzten SPF wurde das reale BIP-Wachstum für das Jahr 2003 um 0,2 Prozentpunkte auf 0,5 % nach unten korrigiert. Für 2004 und 2005 bleiben die Aussichten im Vergleich zur letzten Umfrage unverändert, wobei ein durchschnittliches BIP-Wachstum von 1,7 % bzw. 2,3 % erwartet

Abbildung A: Wahrscheinlichkeitsverteilung für die bei den letzten beiden SPF-Erhebungen erwartete durchschnittliche Inflation für 2004

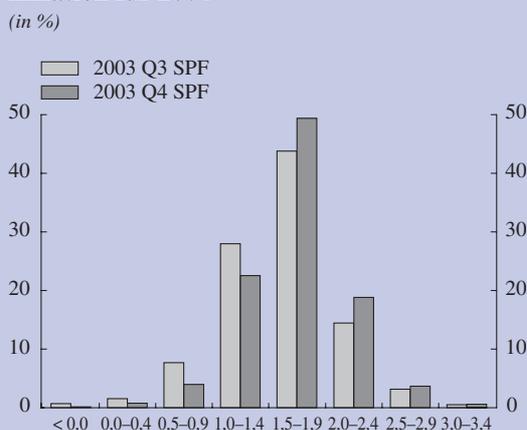
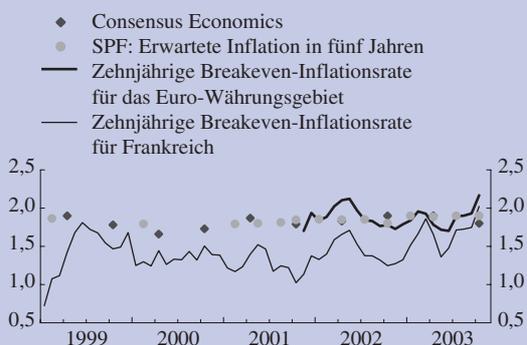


Abbildung B: Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen
(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Französisches Schatzamt, Reuters, Consensus Economics und EZB.

² Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittliche Inflationserwartung für die Laufzeit der entsprechenden indexgebundenen Staatsanleihe wider; es handelt sich nicht um eine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (wie im Falle der SPF-Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich im Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 des Monatsberichts vom Februar 2002.

wird. Die angenommene Konjunkturbelebung im Jahr 2004 basiert vor allem auf der Erwartung einer Erholung der weltwirtschaftlichen Entwicklung sowie eines allmählichen Rückgangs der Ölpreise. Die inländische Nachfrage wird den Erwartungen zufolge im Einklang mit den Beschäftigungsaussichten etwas verzögert nachfolgen. Diese Prognosen entsprechen in etwa denen, die in den Oktoberausgaben von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer veröffentlicht wurden. Beide prognostizieren ein BIP-Wachstum von 0,5 % im Jahr 2003 und 1,7 % im Jahr darauf. Die erwartete langfristige Wachstumsrate in fünf Jahren (d. h. 2008) schließlich liegt bei 2,4 % und ist damit gegenüber den vorherigen SPF-Umfragen unverändert.

Für die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet wird jetzt für das laufende Jahr ein Stand von 8,8 % erwartet; verglichen mit der letzten SPF-Erhebung stellt dies eine leichte Abwärtskorrektur dar. Die wirtschaftliche Erholung im Jahr 2004 wird nicht für stark genug gehalten, als dass sie vor Mitte 2004 eine Verbesserung am Arbeitsmarkt des Euroraums bewirken könnte. Die Lage sollte sich im Jahr 2005 aufhellen, wenn die Arbeitslosenquote – so die Erwartungen – auf 8,5 % zurückgeht. Dessen ungeachtet scheint der Optimismus der Befragten hinsichtlich der langfristigen Entwicklungen von der Umsetzung weiterer Arbeitsmarktreformen abhängig zu sein.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Gedämpfte Konjunktorentwicklung in der ersten Jahreshälfte 2003

Die zweite Schätzung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euro-Währungsgebiets für das zweite Quartal 2003 bestätigt, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Halbjahr 2003 schwach war (siehe Tabelle 4). Zudem wurde es für das Schlussquartal 2002 nach unten korrigiert, und zwar von 0,1 % auf 0,0 %.

Die Wachstumsbeiträge der einzelnen Verwendungskomponenten des realen BIP wurden in der jüngsten Datenveröffentlichung ebenfalls etwas revidiert. Die inländische Nachfrage leistete im zweiten Vierteljahr 2003 einen positiven Beitrag, während der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags negativ ausfiel. Die zuletzt veröffentlichten Angaben zeigen, dass sich die Binnennachfrage im zweiten Quartal etwas günstiger auswirkte, als in der ersten Schätzung angenommen worden war. Dagegen wurde der Wachstumsbeitrag des Außenhandels nach unten korrigiert. Die Exporte nahmen in der ersten Jahreshälfte 2003 insgesamt ab, doch war dieser Rückgang im Berichtsquartal weniger ausgeprägt als im ersten Vierteljahr.

Im Dienstleistungssektor und in der Industrie waren in der ersten Hälfte dieses Jahres unterschiedliche Trends zu beobachten. Nach einer weitgehend stabilen Entwicklung im ersten Quartal konnte der Dienstleistungssektor im zweiten Vierteljahr an Wachstum zulegen. Die jüngsten Angaben bestätigen, dass die Dynamik in dieser Branche weniger stark nachgelassen hat als in anderen Sektoren, weil der Dienstleistungssektor insgesamt nicht so konjunkturabhängig ist. Sie belegen auch, dass sich die Industrie im zweiten Quartal in einem Schrumpfungsprozess befand, nachdem es im Vorquartal gewisse Hinweise auf eine Erholung gegeben hatte.

Wachstumsanzeichen in der Industrie

Trotz einer Delle im August dürfte das Wachstum der Industrieproduktion im dritten Quartal 2003 positiv ausgefallen sein. Den jüngsten Schätzungen zufolge verringerte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im August um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Juli um 1,0 % gestiegen war (siehe Tabelle 5). Eine Aufschlüsselung nach Hauptgruppen zeigt, dass der Rückgang im August vor allem auf eine

Tabelle 4**Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet**

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	3,5	1,6	0,9	0,9	1,0	1,1	0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	2,9	1,0	0,2	-0,1	0,4	0,8	1,3	1,3	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3
Private Konsumausgaben	2,7	1,8	0,4	0,1	0,2	0,7	1,6	1,4	0,4	0,3	0,3	0,6	0,2
Konsumausgaben des Staats	2,1	2,4	2,8	3,2	3,1	2,1	1,8	1,8	0,7	0,5	0,1	0,4	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	4,9	-0,1	-2,6	-3,5	-2,7	-1,7	-2,2	-1,0	-1,4	0,0	0,3	-1,2	-0,2
Vorratsveränderungen ³⁾	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1
Außenbeitrag ³⁾	0,6	0,6	0,7	1,0	0,6	0,3	-0,5	-1,0	0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,4
Exporte ⁴⁾	12,6	3,3	1,7	1,7	3,3	4,0	2,2	-1,0	2,5	1,5	-0,2	-1,6	-0,7
<i>darunter:</i> Waren	12,6	3,1	1,8	1,0	3,5	4,9	2,4	0,0	1,9	2,2	-0,1	-1,6	-0,5
Importe ⁴⁾	11,2	1,7	0,0	-1,1	2,0	3,5	3,9	1,8	2,3	1,5	0,4	-0,4	0,2
<i>darunter:</i> Waren	11,3	1,1	-0,1	-1,9	2,4	4,0	4,8	3,3	2,1	2,1	0,7	-0,1	0,6
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei	-0,5	-1,5	-0,5	0,4	-0,6	-2,2	-0,9	-1,2	-0,3	0,2	-0,5	-0,3	-0,6
Industrie	3,7	0,5	0,5	0,7	0,8	1,3	0,4	-0,8	0,5	0,2	-0,3	0,1	-0,8
Dienstleistungen	4,0	2,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,1	0,7	0,6	0,2	0,3	0,0	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

Tabelle 5**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet**

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

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
			2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
			Juni	Juli	Aug.	Juni	Juli	Aug.	März	April	Mai	Juni	Juli
					Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt					
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	0,5	-0,5	-1,3	0,8	-0,4	0,0	1,0	-0,6	0,2	-0,2	-0,5	-0,5	0,0
<i>nach industriellen Hauptgruppen:</i>													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie	0,2	-0,7	-1,6	0,5	-0,8	-0,1	1,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1
Vorleistungsgüter	-0,5	0,4	-0,5	0,1	0,4	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,6	0,1
Investitionsgüter	1,6	-1,9	-3,8	1,4	-2,8	-1,2	2,0	-1,6	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5
Konsumgüter	0,5	-0,4	-0,9	1,5	0,6	0,8	1,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	0,6
Gebrauchsgüter	-1,8	-5,3	-6,7	-2,3	-3,8	0,4	2,7	-2,5	-1,7	-1,8	-2,1	-1,0	0,1
Verbrauchsgüter	0,9	0,6	0,2	2,2	1,2	0,8	1,1	-0,4	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,6
Energie	1,6	1,0	2,0	1,7	3,5	2,0	0,1	0,7	3,1	-0,5	-0,5	-0,1	2,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,3	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-0,2	1,2	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Produktionsverringerung im Investitions- und Konsumgüterbereich (insbesondere bei den Gebrauchsgütern) zurückzuführen war. In diesen Branchen war im Juli auch die stärkste Zunahme beobachtet worden. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt ergeben sich für fast alle Sektoren positive Wachstumsraten. Nur die Investitionsgütererzeugung blieb im negativen Bereich. Der Energiesektor erholte sich besonders deutlich, aber auch die Produktion von Konsumgütern zog an.

Das ungewöhnliche Verlaufsmuster des Produktionswachstums im Juli und August ist zum Teil durch einen Ferieneffekt in Deutschland bedingt. Daher lässt sich die jüngste Entwicklung besser anhand des durchschnittlichen Wachstums in diesen beiden Monaten zusammengefasst beurteilen. Daraus wird für das dritte Quartal ein Aufwärtstrend in der Industrie ersichtlich. Im Dreimonatszeitraum von Juni bis August 2003 stabilisierte sich die Industrieproduktion gegenüber dem Zeitraum von März bis Mai.

Laut der jüngsten Branchenumfrage der Europäischen Kommission erhöhte sich die Kapazitätsauslastung im Oktober im Vergleich zum Juli (siehe Tabelle 6). Da die befragten Unternehmen angaben, dass die derzeitigen Produktionskapazitäten unverändert sind, deutet das jüngste Ergebnis zur Auslastung darauf hin, dass sich die Erzeugung in der Industrie seit Juli erholt hat.

Umfrageergebnisse für Oktober 2003 belegen verbesserte Wirtschaftslage

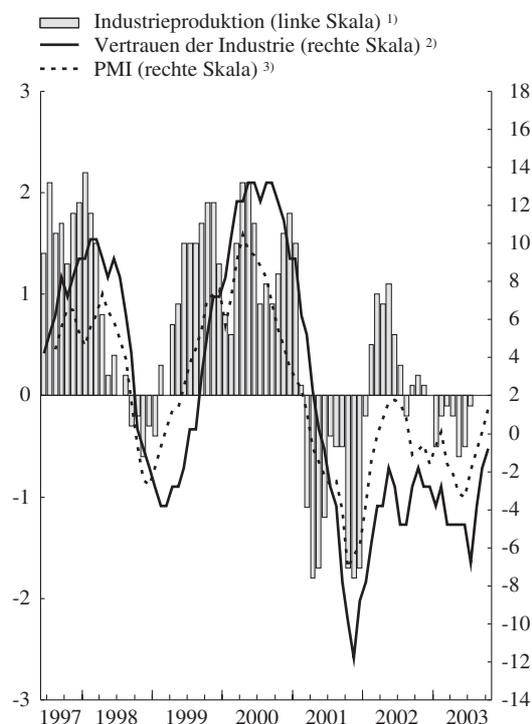
Die Ergebnisse der von der Europäischen Kommission durchgeführten Branchenumfrage für Oktober weisen auf einen stetigen Vertrauenszuwachs in der Industrie hin (siehe Tabelle 6). Diese Entwicklung ist einer optimistischeren Beurteilung der aktuellen Auftragslage zuzuschreiben, deren Wirkung jedoch teilweise durch etwas pessimistischere Produktionserwartungen aufgezehrt wurde. Das Stimmungsbarometer stieg in allen industriellen Hauptgruppen an. Insgesamt deu-

ten diese Umfrageergebnisse auf eine Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte hin.

Der Purchasing Managers' Index (PMI) erhöhte sich im Oktober kräftig und signalisiert die im Vormonatsvergleich stärkste Verbesserung der Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe seit Juli 2002 (siehe Abbildung 17). Im Einklang mit der Stimmung in der Industrie deutet der Einkaufsmanager-Index für das dritte Quartal darauf hin, dass sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe insgesamt nach einem starken Einbruch im zweiten Vierteljahr stabilisiert haben dürfte. Dieser Anstieg des PMI im Oktober rührte

Abbildung 17
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet

(Monatswerte)



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

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

unter anderem daher, dass die Umfragewerte für die Produktionsveränderungen und den Auftragseingang erstmals wieder das Niveau von Juli bzw. Mai 2002 erreichten. Bei den Erhebungen im Dienstleistungssektor war im Oktober ebenfalls eine deutliche Stimmungsauffhellung zu beobachten. Seit Juli hatten sich die Ergebnisse hier merklich verbessert. Die Werte der meisten Teilkomponenten des Einkaufsmanager-Index, die sich auf den Dienstleistungssektor beziehen, sind erstmalig wieder so hoch wie Ende 2000.

Verhaltene Entwicklung der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2003

Die Einzelhandelsumsätze waren im August 2003 leicht rückläufig, nachdem sie sich im Juli etwas erhöht hatten. Dies deutet auf eine verhaltene Dynamik der privaten Konsumausgaben hin (siehe Abbildung 18). Ausschlaggebend für den Umsatzrückgang im August war der geringere Absatz im Nicht-

nahrungsmittelbereich. Die Umsätze bei den Nahrungsmitteln sind hingegen gestiegen.

Andere Indikatoren für den privaten Verbrauch im September und Oktober, wie zum Beispiel die Pkw-Neuzulassungen und die Vertrauensindikatoren für die Verbraucher und den Einzelhandel, zeichnen ebenfalls ein uneinheitliches Bild. Einerseits nahmen die Pkw-Neuzulassungen im September mit 1,9 % gegenüber dem Vormonat stark zu (siehe Abbildung 18). Andererseits blieb das Verbrauchervertrauen im Oktober im zweiten Monat in Folge unverändert. Die Erwartungen für die Arbeitsmarktlage verbesserten sich, während die Einschätzung der künftigen Ersparnisbildung und allgemeinen Wirtschaftsentwicklung etwas pessimistischer ausfiel. Die nicht im Vertrauensindikator erfasste Bereitschaft, jetzt und in der Zukunft größere Anschaffungen zu tätigen, änderte sich im Oktober kaum.

Im Einzelhandel hellte sich die Stimmung im Oktober weiter auf. Dies war auf eine günstigere Beurteilung der derzeitigen und

Tabelle 6

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

(saisonbereinigte Daten)

	2000	2001	2002	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.	2003 Okt.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-9	-8	-7	-6	-6	-6
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-7	-4	-2	-1
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	2	-1	1	0	-1	0	-1	1	-2	-2	0
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-6	-7	-5	-7	-5	-3
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	11	-4	-18	-23	-25	-21	-14	-21	-20	-16	-13	-12	-10
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2
Kapazitätsauslastung (%)	84,5	82,9	81,4	81,5	81,1	80,8	81,0	-	-	80,7	-	-	81,2

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

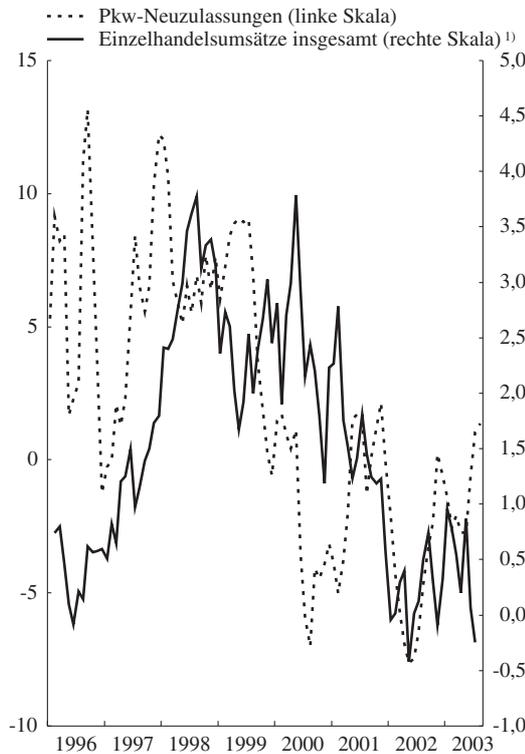
1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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.

Abbildung 18
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.

künftigen Geschäftslage und auf die gesunkenen Vorratsbestände zurückzuführen. Dagegen gingen die Bestellungen bei Lieferanten und die Beschäftigungserwartungen im Berichtsmonat zurück.

Lage am Arbeitsmarkt unverändert

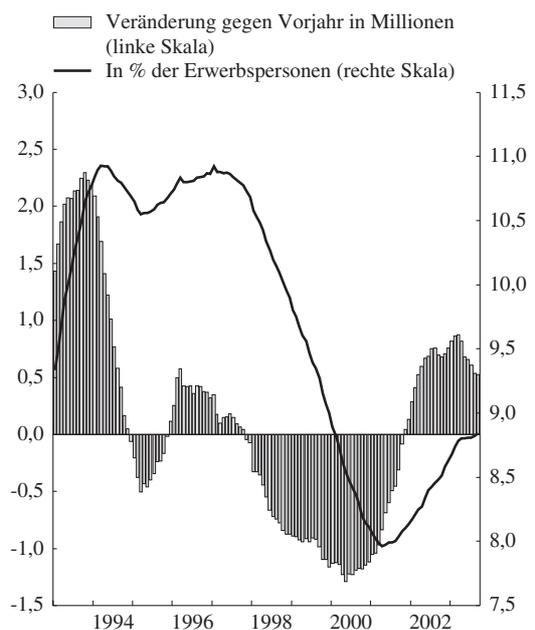
Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet war im September dieses Jahres mit 8,8 % unverändert (siehe Abbildung 19). Diese Quote wurde bereits im März erreicht und blieb seither praktisch konstant (siehe Tabelle 7). Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich im September um 23 000 und damit stärker als in den vorangegangenen vier Monaten. Gleichwohl sind die monatlichen Zuwachsraten geringer als im Zeitraum vor Mai 2003.

Die Beschäftigung insgesamt entwickelte sich in der ersten Jahreshälfte 2003 weiter gedämpft (siehe Tabelle 8). Im Quartalsvergleich verharrte das Beschäftigungswachstum in der Gesamtwirtschaft im zweiten Vierteljahr 2003 wie bereits in den vorangegangenen drei Quartalen bei null. Den jüngsten Angaben zufolge ist die Beschäftigung im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe im zweiten Quartal des laufenden Jahres gestiegen, wohingegen sie in der Industrie weiter rückläufig war.

Die aus den Umfragen der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen deuten darauf hin, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt wohl auch im restlichen Jahresverlauf nicht verbessern wird. Zwar gibt es einige Anzeichen einer Aufhellung im Baugewerbe und in der Industrie, im Dienstleistungssektor jedoch sind die Beschäftigungserwartungen im Oktober unverändert geblieben und im Einzelhandel zurückgegangen. Dieser Eindruck wird auch durch die Ergebnisse der Einkaufsmanager-Umfrage zum Arbeitsmarkt bestätigt. Der

Abbildung 19
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

Tabelle 7**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	2000	2001	2002	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.
Insgesamt	8,5	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Unter 25 Jahren ¹⁾	16,6	15,7	16,2	16,4	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,2 % der Arbeitslosen insgesamt.*

PMI-Teilindex für die Beschäftigung stieg im Oktober an, blieb aber noch deutlich unter der Schwelle von 50 Punkten, was darauf schließen lässt, dass in nächster Zukunft nicht mit einer positiven Beschäftigungsentwicklung im verarbeitenden Gewerbe gerechnet wird. Gleichwohl erreichte dieser Teilindex den höchsten Stand seit Juli 2002.

Anzeichen einer konjunkturellen Erholung mehren sich

Das reale BIP hat sich in der ersten Jahreshälfte zwar schwach entwickelt, doch mehren sich die Anzeichen einer Konjunkturbelebung in der zweiten Hälfte dieses Jahres. Die bis August

vorliegenden Daten zur Produktionsentwicklung lassen ein positives Wachstum im dritten Quartal erkennen. Die Ergebnisse der Branchen-umfrage, die bis Oktober verfügbar sind, deuten auf eine steigende Zuversicht hin, während sich gleichzeitig die Kapazitätsauslastung erhöhte. Die in Kürze erscheinenden Daten zur Produktion und Nachfrage im Euro-Währungsgebiet dürften diesen Eindruck bestätigen, der sich mit den jüngsten Prognosen öffentlicher und privater Institutionen deckt (siehe hierzu auch Kasten 5). Insgesamt betrachtet liefern diese Indikatoren weitere Belege für die Grundannahme, dass sich die Konjunktur im laufenden Jahr allmählich erholen und die Belebung im Jahresverlauf 2004 kräftiger und breiter angelegt sein wird.

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

	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	2,2	1,4	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei	-1,6	-0,8	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-2,3	-2,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,8	-0,5
Industrie	0,9	0,4	-1,2	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3
Ohne Baugewerbe	0,5	0,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,7	-1,8	-2,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5
Baugewerbe	1,9	0,4	-1,1	-0,9	-1,3	-1,3	-1,0	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,3
Dienstleistungen	3,0	1,9	1,2	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Handel und Verkehr	3,1	1,6	0,5	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Finanzierung und													
Unternehmensdienstleister	5,8	3,9	2,3	2,6	2,1	2,0	1,6	1,2	0,7	0,2	0,5	0,1	0,3
Öffentliche Verwaltung	1,6	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.*

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Leichter Kursrückgang des Euro im Oktober und Anfang November

Nach den etwas ausgeprägteren Schwankungen im September waren die Wechselkursbewegungen an den Devisenmärkten im Oktober eher verhalten. Der Euro bewegte sich gegenüber den meisten großen Währungen wie auch in nominaler effektiver Rechnung in einem relativ engen Band, lag aber Anfang November etwas unter seinem Stand von Ende September. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Sorge über die weltweiten außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte konzentrierten sich die Marktanalysten auf Wirtschaftsnachrichten, die Anzeichen für die Nachhaltigkeit der globalen Konjunkturerholung und ihre möglichen Auswirkungen auf das Zinsniveau in den einzelnen Ländern lieferten.

Nachdem sich der Euro im September gegenüber dem US-Dollar deutlich befestigt hatte, blieb er im Oktober insgesamt stabil und gab Anfang November etwas nach, während die US-Währung allgemein wieder anzog (siehe Abbildung 20). Die Stabilisierung des US-Dollar war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Aussichten für das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten zunehmend positiver eingeschätzt wurden. So ließen insbesondere im Oktober veröffentlichte Wirtschaftsdaten eine robuste konjunkturelle Grundtendenz in den Vereinigten Staaten erkennen, die auch in der besser als erwartet ausgefallenen Schätzung für das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal 2003 zum Ausdruck kam. Eine gewisse Unsicherheit mit Blick auf das US-Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit blieb allerdings bestehen. Der Beschluss des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 28. Oktober, die Zinsen unverändert zu belassen, und die Bekräftigung seiner vorherigen Einschätzung, dass die Inflationsrisiken eher nach unten gerichtet seien, waren allgemein erwartet worden und hatten keinen größeren Einfluss auf die Devisenmärkte. Am 5. November notierte

der Euro bei 1,15 USD und lag damit 1,5 % unter seinem Wert von Ende September und 21,3 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Im Zuge des anhaltenden, breit angelegten Kursauftriebs seit Ende September konnte der japanische Yen Anfang Oktober auch gegenüber dem Euro Kursgewinne verbuchen (siehe Abbildung 20). Im späteren Verlauf des Monats stabilisierte sich der Yen sowohl gegenüber dem Euro als auch anderen großen Währungen, vor allem als Reaktion auf Wirtschaftsmeldungen, die auf eine wahrscheinliche leichte Abschwächung des Wachstums der japanischen Wirtschaft im Vergleich zu der hohen Zuwachsrate in der ersten Hälfte dieses Jahres hindeuteten. Am 10. Oktober beschloss die Bank von Japan, die Obergrenze ihrer Zielzone für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken auf 32 Billionen JPY anzuheben. Dies wurde ebenfalls als ein Grund für die Stabilisierung des Yen gesehen, da dieser Schritt nach Ansicht der Märkte mit den zuvor von den japanischen Behörden beschlossenen wechselkurspolitischen Maßnahmen in Einklang stand. Gegen Ende Oktober und Anfang November gewann der Yen gegenüber dem Euro jedoch wieder an Boden, während er gegenüber dem US-Dollar nachgab. Am 5. November notierte der Euro bei 125,7 JPY und damit 2,4 % schwächer als Ende September, aber 6,5 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Die britische Währung, die in der ersten Oktoberhälfte gewissen Schwankungen ausgesetzt war, konnte in der zweiten Monatshälfte auf recht breiter Front Kursgewinne verbuchen (siehe Abbildung 20). Der Kursanstieg des Pfund Sterling wurde durch die erwartete Anhebung des kurzfristigen Leitzinses im Vereinigten Königreich unterstützt. Diese Erwartung war durch das am 22. Oktober veröffentlichte Protokoll der zu Monatsbeginn abgehaltenen Sitzung des geldpolitischen Ausschusses der Bank von England ausgelöst worden, aus dem hervorging, dass das Ergebnis der Abstimmung über die unverän-

derte Beibehaltung der Zinsen knapper als erwartet ausgefallen war. Die Bekanntgabe ließ die britische Währung vorübergehend auf ein Fünfjahreshoch gegenüber dem US-Dollar steigen. Zum Ende des Berichtszeitraums erhielt das Pfund Sterling außerdem weiteren Auftrieb durch Wirtschaftsdaten, die auf ein relativ robustes Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich hinwiesen und wonach

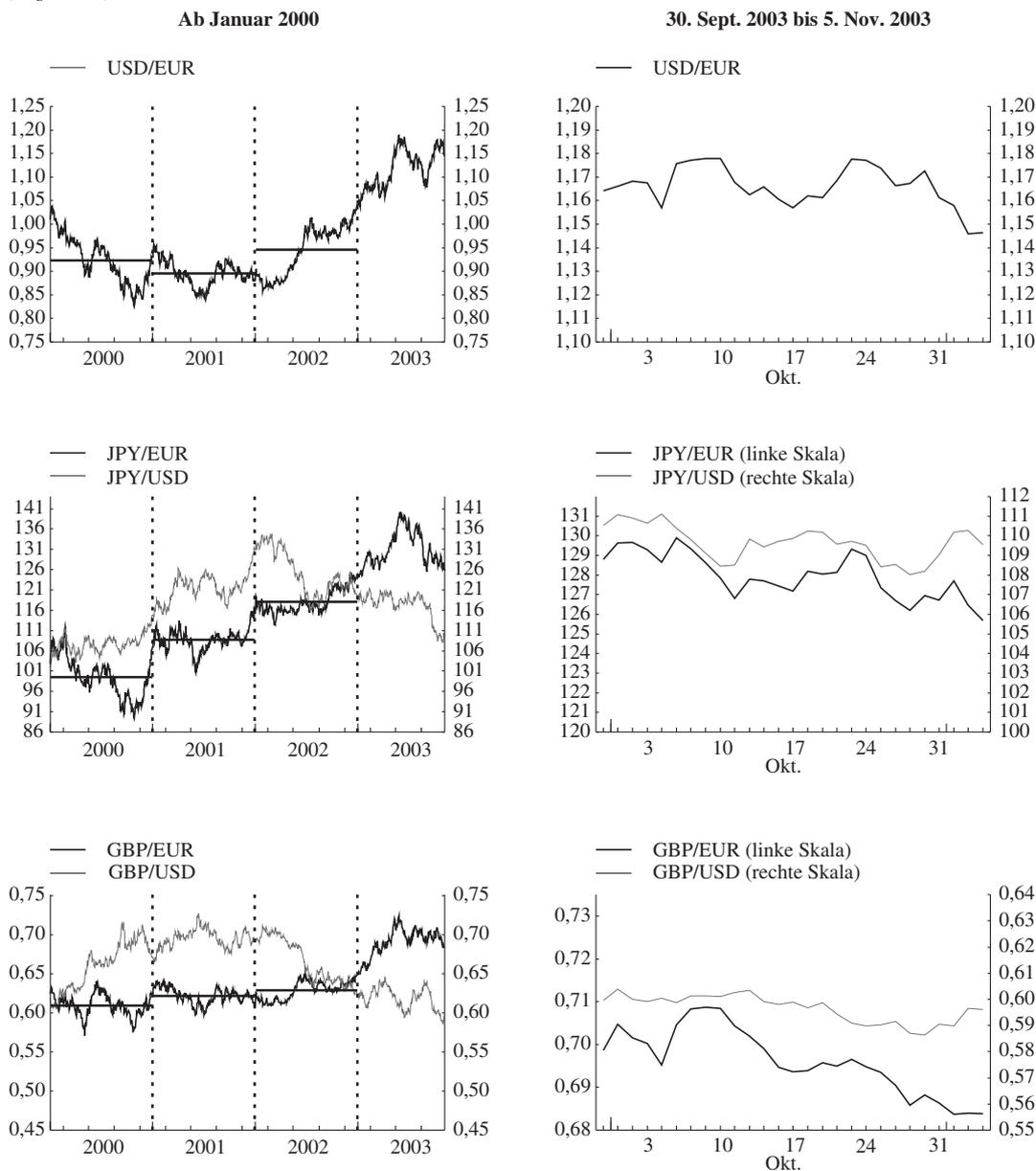
die Einzelhandelsumsätze im September höher waren als erwartet. Am 5. November wurde der Euro mit 0,68 GBP gehandelt, das heißt 2,1 % niedriger als Ende September, aber noch immer 8,7 % über seinem Vorjahrsdurchschnitt.

Im WKM II bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem engen Band in der Nähe

Abbildung 20

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

ihres Leitkurses zum Euro (siehe Abbildung 21). Was die anderen europäischen Währungen betrifft, so konnte die schwedische Krone, die im September kräftig gestiegen war, im Oktober ihre zuvor erzielten Kursgewinne teilweise konsolidieren. Am 5. November lag sie geringfügig über ihrem durchschnittlichen Kurs zum Euro im Jahr 2002. Im Berichtszeitraum wertete der Euro gegenüber dem Schweizer Franken leicht auf und zeigte sich gegenüber der norwegischen Krone weitgehend unverändert. Am 5. November 2003 übertraf er seinen im Vorjahr im Verhältnis zu den beiden Währungen verzeichneten Durchschnittswert um 6,7 % bzw. 9,8 %.

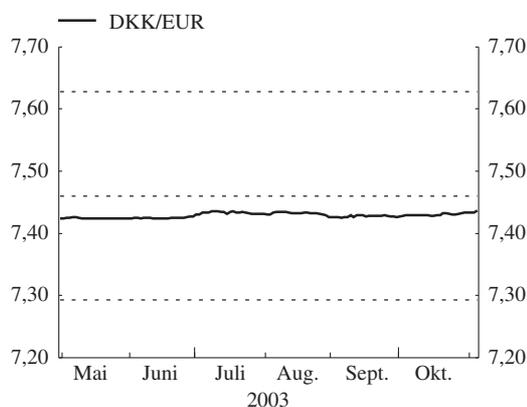
Betrachtet man die anderen Währungen in der eng gefassten Gruppe wichtiger Handelspartner des Eurogebiets, so ist festzustellen, dass der Euro im Berichtszeitraum in Relation zum koreanischen Won leicht an Wert gewann, während er gegenüber dem kanadischen und dem australischen Dollar deutliche Kursverluste hinnehmen musste. Die australische und die kanadische Währung profitierten stark von dem anhaltenden Anstieg der Rohstoffpreise im Oktober, von denen die beiden Währungen traditionell sehr abhängig sind. Auch die zunehmend vom Markt erwartete Straffung der geldpolitischen

Zügel in Australien, zu der es schließlich im November kam, trug zur Aufwertung des australischen Dollar bei.

Angesichts der geschilderten Entwicklungen lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 5. November 1,3 % unter seinem Niveau von Ende September, jedoch 11,1 % über seinem Durchschnittswert vom vergangenen Jahr (siehe Abbildung 22). In Kasten 6 wird auch die Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar untersucht.

Abbildung 21
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

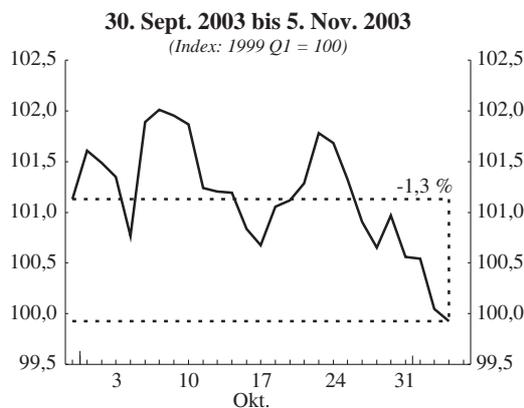


Quelle: EZB.

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

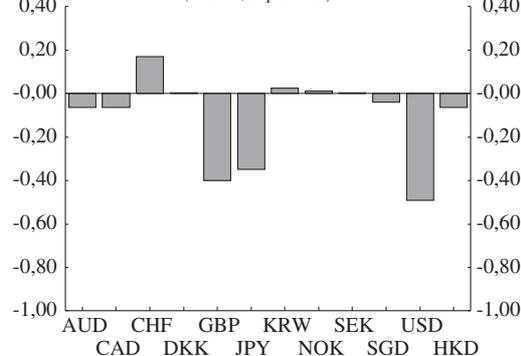
Abbildung 22
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

2) Die Veränderungen werden handelsgewichtet gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

Kasten 6

Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar aus regionaler Sicht

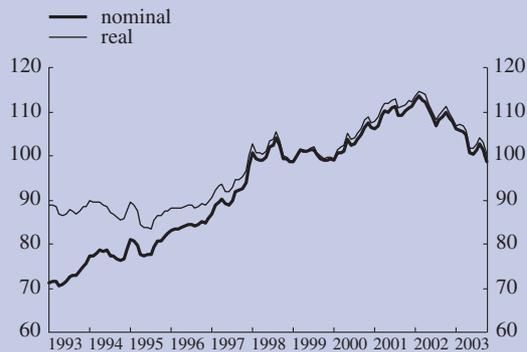
Unter Zugrundelegung der von der EZB verwendeten Messgröße des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar gegenüber den Währungen von 38 Handelspartnern hatte die US-Währung bis zum Oktober 2003 im Vergleich zu ihrem Durchschnittswert im Jahr 2002 rund 10 % an Wert verloren. Dadurch wurde ihre starke nominale (und reale) Aufwertung im Verlauf der letzten zehn Jahre teilweise wieder rückgängig gemacht (siehe Abbildung A).¹ Das Ausmaß dieser Abwertung liegt etwas über dem Wert von 8,3 %, der von der amerikanischen Notenbank nach dem breiten Index der US-Währung – der auf einer etwas anderen Methodik und einem anderen Kreis von Handelspartnern beruht – für den gleichen Zeitraum berechnet wurde.

Der Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar in diesem Zeitraum war jedoch nicht gleichmäßig verteilt. Die Abwertung des US-Dollar bis Oktober 2003 im Vergleich zu seinem Jahresdurchschnittswert 2002 war besonders ausgeprägt gegenüber dem Euro, dem kanadischen Dollar und der Gruppe „sonstige Handelspartner“ (siehe „absolute Veränderung“ in Abbildung B). Letztere umfasst mehrere europäische Länder, deren Währungen traditionell einen starken Gleichlauf mit dem Euro, dem australischen Dollar, dem Neuseeland-Dollar und dem südafrikanischen Rand aufweisen. Im Referenzzeitraum verlor der US-Dollar außerdem – wenn auch weniger stark – gegenüber dem japanischen Yen und dem Pfund Sterling an Wert. Dagegen blieben die Währungen der Länder Asiens (ohne Japan), die zusammengenommen das höchste Gewicht in dem von der EZB berechneten breiten nominalen effektiven Wechselkursindex der US-Währung einnehmen, im Verhältnis zum US-Dollar nahezu unverändert. Ausschlaggebend hierfür ist die formelle bzw. informelle Bindung mehrerer Währungen in Asien (ohne Japan) an den US-Dollar. Insgesamt wurde die Abwertung des US-Dollar durch seinen Kursanstieg gegenüber dem mexikanischen Peso teilweise ausgeglichen, der sich angesichts der Bedeutung Mexikos als Handelspartner signifikant auf den nominalen effektiven Wechselkurs des US-Dollar auswirkte.

¹ Der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollar basiert auf einer konsistenten Handelsmatrix, die zur Berechnung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro verwendet wird. Eine ausführliche Beschreibung der Methodik findet sich in L. Buldorini, S. Makrydakakis und C. Thimann, *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper Nr. 2 der EZB, Februar 2002. Dieses Papier enthält auch eine regionale Gliederung der weit gefassten Gruppe von 38 Handelspartnern.

Abbildung A: Effektiver Wechselkurs des US-Dollar gegenüber einem weit gefassten Kreis von Handelspartnern

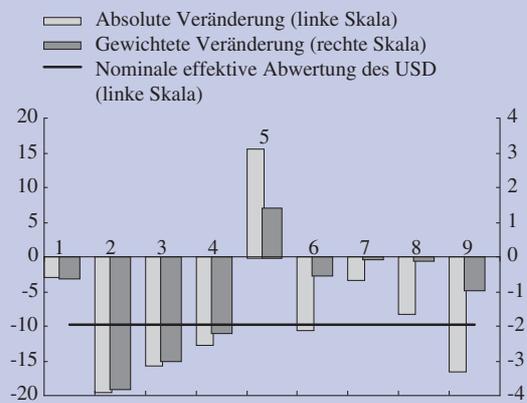
(Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

Abbildung B: Veränderung des Außenwerts des US-Dollar gegenüber ausgewählten Ländern/Regionen

(in %, Oktober 2003 im Vergleich zum Jahresdurchschnitt 2002)



1 Asien (ohne Japan) (21,3)¹⁾ 6 Vereinigtes Königreich (5,0)
 2 Euro-Währungsgebiet (19,5) 7 Lateinamerika (1,8)
 3 Kanada (19,2) 8 Mittel- und Osteuropa (1,2)
 4 Japan (17,2) 9 Sonstige Handelspartner (5,8)
 5 Mexiko (9,0)

Quelle: EZB.

¹⁾ Die Zahlen in Klammern beziehen sich auf die in Prozent ausgedrückten Außenhandelsanteile der im Index der nominalen effektiven Wechselkurse erfassten Länder/Regionen.

Aufgrund ihres Gewichts im nominalen effektiven Wechselkurs des US-Dollar und damit der Bedeutung der Länder bzw. Regionen als Konkurrenz für die US-Wirtschaft waren der Euro und der kanadische Dollar für den größten Teil der nominalen effektiven Abwertung des US-Dollar verantwortlich (vgl. „gewichtete Veränderung“ in Abbildung B). Knapp vier Prozentpunkte der nominalen effektiven Abwertung des US-Dollar, die sich auf rund 10 % belief, sind allein der Aufwertung des Euro zuzuschreiben, während auf die Währungen Asiens (ohne Japan), die im nominalen effektiven Wechselkursindex des US-Dollar ein größeres Gewicht als der Euro haben, rund ein halber Prozentpunkt der nominalen effektiven Abwertung des US-Dollar entfällt.

Der Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar geht zwar zum größten Teil auf das Konto des Euro, doch ist dessen starke Aufwertung in den Jahren 2002 und 2003 im Zusammenhang mit seiner kräftigen Abwertung in den Jahren 1999 und 2000 zu sehen. Wie in einem kürzlich erschienenen Aufsatz zur Entwicklung der internationalen Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets erläutert wurde, könnte die Euro-Aufwertung in diesen beiden Jahren weitgehend als eine recht reibungslose und geordnete Rückkehr auf ein dem historischen Durchschnitt entsprechendes Niveau interpretiert werden.²

² Siehe den Aufsatz „Entwicklung der internationalen Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets“ im Monatsbericht vom August 2003.

Saisonbereinigte Leistungsbilanz wies im August 2003 Überschuss auf

Im August 2003 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets in saisonbereinigter Rechnung einen Überschuss von 2,8 Mrd € auf. Dies war auf Überschüsse beim Warenhandel und bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den

laufenden Übertragungen teilweise ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 9).

Verglichen mit den revidierten Daten für Juli 2003 erhöhte sich der saisonbereinigte Saldo der Leistungsbilanz im August um 1,5 Mrd € (siehe Tabelle 9). Verantwortlich für diese Entwicklung war vor allem die Abnahme des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 1,9 Mrd €.

Tabelle 9
Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)

	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
							2002 Aug.	2003 Aug.
Saldo der Leistungsbilanz	0,4	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,8	48,3	36,1
Saldo des Warenhandels	5,6	10,1	9,0	7,8	10,6	10,2	121,9	113,7
Ausfuhr	83,2	87,4	85,5	82,2	86,0	86,6	1 045,6	1 038,3
Einfuhr	77,7	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	923,7	924,7
Saldo der Dienstleistungen	1,9	0,8	0,3	0,9	1,1	1,2	4,5	17,2
Einnahmen	27,5	26,4	25,8	26,0	26,3	26,0	328,5	326,2
Ausgaben	25,6	25,6	25,4	25,1	25,2	24,9	324,0	309,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-3,2	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-28,2	-41,4
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,7	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,7	-49,9	-53,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

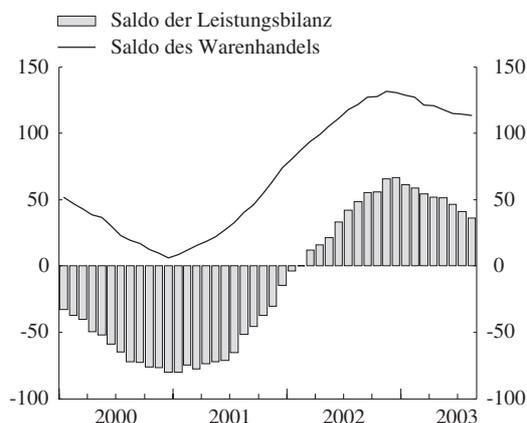
Aus einer längerfristigen Perspektive betrachtet setzte der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss seinen Abwärtstrend fort; im August 2003 belief er sich auf 36,1 Mrd € und war damit 12,2 Mrd € niedriger als ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 23). Ausschlaggebend hierfür waren sowohl ein geringerer Überschuss im Warenhandel als auch ein höheres Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen. Dieser niedrigere Warenhandelsüberschuss war das Ergebnis eines leichten Rückgangs der Exportwerte, während die Importwerte weitgehend unverändert blieben.

Wie aus Abbildung 24 und 25 hervorgeht, stand die Abnahme des Werts der Wareneinfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Zusammenhang mit dem Rückgang sowohl der Exportpreise als auch der Exportvolumina (für die Angaben bis Juli 2003 vorliegen). In beiden Fällen war der Rückgang teilweise dem verzögerten Effekt der seit dem zweiten Quartal 2002 stattfindenden Euro-Aufwertung zuzuschreiben, während sich in den Exportvolumina auch die schwache Auslandsnachfrage im selben Zeitraum niedergeschlagen hat.

Abbildung 23

Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt; über zwölf Monate kumuliert)

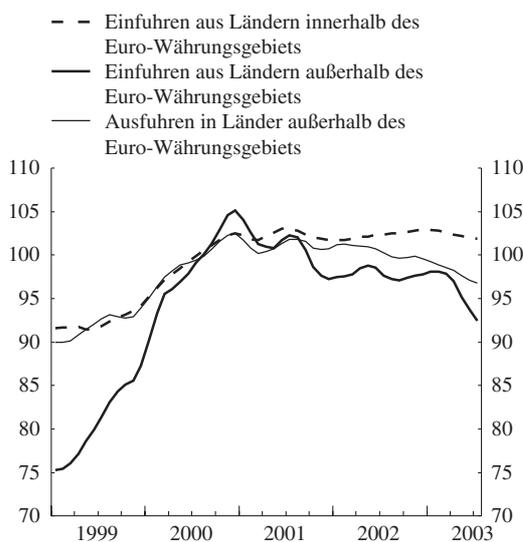


Quelle: EZB.

Abbildung 24

Durchschnittswertindizes des Warenhandels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonats-durchschnitte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

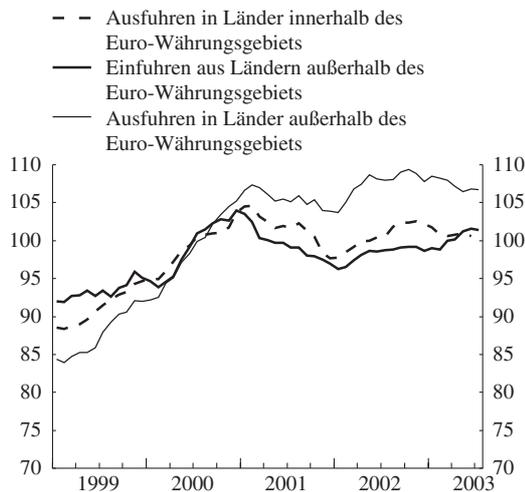
1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Juli 2003.

Die relative Stabilität des Werts der Wareneinfuhren des Eurogebiets aus Drittländern resultiert aus gegenläufigen Entwicklungen bei den Importvolumina und -preisen. Die Euro-Aufwertung brachte einen Rückgang der Importpreise mit sich. Dieser Rückgang war bei den – zumeist in US-Dollar fakturierten – Ölpreisen und Preisen für Rohstoffe ohne Öl besonders ausgeprägt und spiegelte die kräftigen Kursgewinne des Euro gegenüber der US-Währung in diesem Zeitraum wider. Unterdessen gingen von der Euro-Aufwertung stimulierende Impulse auf die Importvolumina aus, die im Jahr 2003 trotz der recht schwachen Inlandsnachfrage im Eurogebiet zu steigen begannen.

Die Angaben für das zweite Quartal 2003 zeigen, dass die Preise für Einfuhren aus Drittländern in stärkerem Maße sanken als die Preise für Einfuhren aus Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets, da Letztere nicht unmittelbar von der Euro-Aufwertung betroffen waren (siehe Abbildung 24). Außerdem geht aus Abbildung 25 hervor, dass

Abbildung 25
Volumina des Warenhandels mit
Ländern innerhalb und außerhalb des
Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Juli 2003.

die verzögerte Wirkung der Euro-Aufwertung offenbar eine gewisse Verschiebung bei den Volumina der Einfuhren aus Ländern innerhalb des Eurogebietes zugunsten von Einfuhren aus Drittländern ausgelöst hat.

Umfangreiche Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen im August 2003

Wie schon im Vormonat kam es bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengekommen auch im August 2003 zu Netto-Kapitalabflüssen, und zwar in Höhe von 39,6 Mrd €. Diese gingen vornehmlich auf Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen zurück (siehe Tabelle 10). In der Bilanz der Direktinvestitionen war per saldo nur ein geringer Mittelabfluss von 1,7 Mrd € zu verzeichnen.

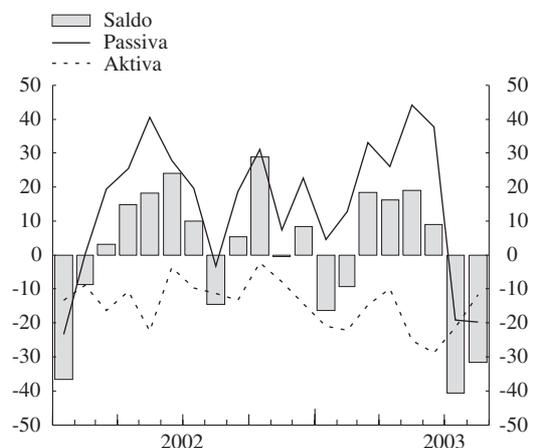
Die Entwicklung im Bereich der Wertpapieranlagen wurde im August erneut durch Netto-Kapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen bestimmt. So gaben insbesondere gebietsfremde Anleger, die in der ersten Hälfte dieses Jahres meist noch als Netto-

käufer von Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets aufgetreten waren, diese Papiere im Juli und August per saldo ab (siehe Abbildung 26). Außerdem traten Ansässige im Euro-Währungsgebiet im August per saldo weiterhin als Käufer ausländischer Schuldverschreibungen in Erscheinung, wenn auch in geringerem Umfang als in den drei Monaten davor. Bei der möglichen Neuausrichtung der Portfolios nach dem vorangegangenen umfangreichen Engagement ausländischer Investoren in Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets und dem anhaltenden Erwerb ausländischer Schuldverschreibungen durch Ansässige im Eurogebiet könnten Renditeüberlegungen und Markterwartungen hinsichtlich der relativen Wachstumsaussichten eine Rolle gespielt haben.

Im August waren im Bereich der Wertpapieranlagen auch bei den Dividendenwerten leichte Netto-Kapitalabflüsse zu verzeichnen, da ausländische Investoren einen Teil ihres Portfolios aus dem Eurogebiet abzogen. Diese Entwicklung könnte mit dem in den Sommermonaten beobachteten weltweit starken Marktinteresse am Kauf japanischer Dividendenwerte zusammenhängen, welches von Datenveröffentlichungen ausgelöst wurde, die auf eine Verbesserung der Wirtschaftsperspektiven für dieses Land hindeuteten.

Abbildung 26
Euro-Währungsgebiet – Anlagen in
Schuldverschreibungen

(Mrd €; Monatswerte)



Quelle: EZB.

Tabelle 10**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2003
	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Aug.	Aug.
Saldo der Leistungsbilanz	4,3	-10,0	-0,1	3,1	2,0	5,0	47,3	33,9
Saldo des Warenhandels	6,5	6,9	7,6	10,5	15,3	10,6	121,5	113,0
Saldo der Dienstleistungen	1,7	0,4	1,3	2,5	2,8	1,0	4,8	16,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-0,8	-10,9	-3,6	-2,8	-10,1	-1,0	-29,7	-43,0
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,1	-6,5	-5,5	-7,2	-6,1	-5,7	-49,3	-52,8
Saldo der Vermögensübertragungen	0,8	0,1	0,2	1,5	0,8	1,7	5,9	9,7
Saldo der Kapitalbilanz	6,7	16,1	-33,4	-24,0	-6,1	3,3	-90,9	-124,2
Direktinvestitionen	-1,5	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-1,7	-24,2	-12,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-14,7	-24,4	-15,6	9,9	-7,6	-5,8	-227,4	-138,9
Im Euro-Währungsgebiet	13,1	6,0	16,3	13,2	4,4	4,1	203,2	126,1
Wertpapieranlagen	14,2	25,1	1,1	16,0	-35,6	-37,9	101,5	38,4
Dividendenwerte	-4,1	9,0	-17,8	7,0	5,0	-6,3	103,5	31,6
Aktiva	7,7	-7,1	-10,4	-14,8	-8,1	-0,3	-58,3	-24,7
Passiva	-11,8	16,0	-7,4	21,8	13,1	-6,0	161,8	56,4
Schuldverschreibungen	18,3	16,1	19,0	8,9	-40,6	-31,5	-2,0	6,8
Aktiva	-14,8	-9,9	-25,2	-28,8	-21,4	-11,7	-157,3	-192,8
Passiva	33,1	26,1	44,2	37,8	-19,2	-19,8	155,3	199,6
Nachrichtlich:								
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	12,7	6,7	1,8	39,1	-38,9	-39,6	77,3	25,7
Finanzderivate	-0,9	-4,7	1,4	0,5	-2,7	-2,3	-14,0	-12,2
Übriger Kapitalverkehr	-10,1	13,3	-37,0	-64,4	33,8	44,8	-158,6	-148,4
Währungsreserven	5,0	0,8	0,4	0,9	1,6	0,3	4,5	10,7
Restposten	-11,8	-6,2	33,3	19,4	3,4	-10,0	37,7	80,5

Quelle: EZB.

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

Insgesamt gingen die über einen Zwölfmonatszeitraum bis August 2003 kumulierten Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen auf 25,7 Mrd € zurück, verglichen mit 77,3 Mrd € ein Jahr zuvor. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die deutlich geringeren Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen. Für diesen Rückgang wiederum waren hauptsächlich die bedeutend niedrigeren Nettokäufe von Dividendenwerten des Eurogebiets durch Gebietsfremde

verantwortlich, die durch die geringeren Nettokäufe von ausländischen Dividendenwerten durch Gebietsansässige nur teilweise kompensiert wurden (siehe Tabelle 10). Darüber hinaus haben auch die hohen Netto-Kapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen im Juli und August dieses Jahres zur Verringerung der kumulierten Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen beigetragen.

Entwicklung der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet

Die genaue Beobachtung der Verschuldungsentwicklung in den nichtfinanziellen privaten Sektoren des Euro-Währungsgebiets ist ein integraler Bestandteil der wirtschaftlichen und monetären Analyse der EZB. In der Entwicklung der Fremdfinanzierung spiegeln sich Finanzierungssituation und -verhalten des privaten Sektors, vor allem der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, wider. Dies wiederum ist für die Entwicklung der realwirtschaftlichen Variablen wie etwa des realen BIP-Wachstums, der Investitionen und der Konsumausgaben relevant. Die Trends bei der Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (MFIs), der wichtigsten Quelle der Fremdfinanzierung, tragen zum besseren Verständnis der Geldmengenentwicklung bei und erleichtern so die Beurteilung ihres Informationsgehalts in Bezug auf die mittelfristigen Inflationstrends. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Aufsatz mit den grundlegenden Entwicklungen in der Fremdfinanzierung während der letzten Jahre und untersucht das Verhältnis zwischen der Fremdfinanzierung und ihren wichtigsten Bestimmungsgrößen.

Die Entwicklung der Fremdfinanzierung steht in der Regel in positiver Relation zur realwirtschaftlichen Aktivität und in negativer Relation zu den Fremdfinanzierungskosten (d. h. den Zinssätzen). Bisweilen können auch andere Faktoren wie eine große Zahl von Fusionen und Übernahmen oder starke Ausschläge bei den Immobilienpreisen die Fremdfinanzierung in ihrer Entwicklung maßgeblich beeinflussen. Tatsächlich haben diese Faktoren in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre eine Rolle gespielt, als sich das Wachstum der Fremdfinanzierung in den nichtfinanziellen privaten Sektoren deutlich beschleunigte. Seit dem Jahr 2001 expandiert die Fremdfinanzierung – vor allem aufgrund der Konjunkturabschwächung und rückläufiger Fusions- und Übernahmeaktivitäten – deutlich langsamer. Trotzdem ist ihr Wachstum in dieser jüngsten konjunkturellen Abschwungphase recht robust geblieben, was mit einer anhaltenden Anpassung seitens der Kreditnehmer an das gegenüber Anfang der Neunzigerjahre geringere Zinsniveau in einigen Ländern zusammenhängen dürfte.

I Einführung

Der vorliegende Aufsatz rückt die Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euroraum in den Blickpunkt, wobei besonderes Augenmerk auf die Entwicklung in den Sektoren „private Haushalte“ und „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ gerichtet wird. Fremdfinanzierung wird im Aufsatz definiert als die Summe der Finanzierungen, die auf (von MFIs und nichtmonetären Finanzinstituten im Eurogebiet vergebenen) Krediten, Schuldverschreibungen sowie Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften beruhen. Andere Formen der Fremdfinanzierung, wie etwa Handelskredite und sonstige Forderungen oder Kredite gebietsfremder MFIs, sonstiger nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften oder Regierungen, bleiben unberücksichtigt. Im Unterschied zur Gesamtfinanzierung umschließt die Fremdfinanzierung nicht die Emission von Aktien oder sonstigen Dividendenwerten.

Innerhalb der Fremdfinanzierung spielen die von den MFIs vergebenen Kredite eine herausragende Rolle. MFI-Kredite an private Nicht-MFIs beinhalten nicht nur Ausleihungen der MFIs an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, sondern auch an nichtmonetäre Finanzinstitute (d. h. Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie sonstige Finanzintermediäre). Darüber hinaus stellen MFI-Kredite an den privaten Sektor des Euroraums den größten Gegenposten zu M3 dar. Daher trägt die Analyse der Entwicklung dieser Kredite dazu bei, Aufschluss über die der monetären Dynamik zugrunde liegenden Faktoren und somit über deren möglichen Implikationen für künftige inflationäre Spannungen zu gewinnen.¹

¹ Siehe den Aufsatz „Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse“ im Monatsbericht vom Mai 2001.

Der Aufsatz beleuchtet die grundlegenden Trends bei der Fremdfinanzierung der nicht-finanziellen privaten Sektoren im Eurogebiet. Nach einer kurzen Betrachtung der wichtigsten Trends bei der Vergabe von MFI-Krediten an den privaten Sektor (Abschnitt 2) wird

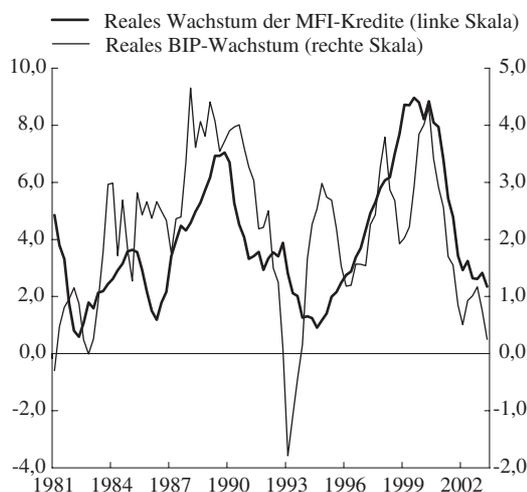
die Entwicklung der Fremdfinanzierung der privaten Haushalte (Abschnitt 3) und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet (Abschnitt 4) in den Mittelpunkt gestellt. In Abschnitt 5 werden die Schlussfolgerungen dargelegt.

2 Wesentliche Trends bei der Vergabe von MFI-Krediten an den privaten Sektor

Das durchschnittliche jährliche Wachstum der von den MFIs an den privaten Sektor vergebenen Kredite lag im Zeitraum von Anfang der Achtzigerjahre bis 2003 in realer Betrachtung (inflationbereinigt mit dem BIP-Deflator) bei 3,9 %. Die maßgeblichen Bestimmungsgrößen des realen Wachstums der MFI-Kredite sind im Normalfall die reale Wirtschaftsentwicklung und die Kreditfinanzierungskosten.² Als Näherungswert für diese Determinanten lassen sich das reale BIP-Wachstum und eine Messgröße für den zusammengesetzten Realzinssatz für die MFI-Kreditvergabe (d. h. den zusammengesetzten Nominalzinssatz abzüglich der Inflation, gemessen an der jährlichen prozentualen Veränderung des BIP-Deflators) heranziehen.³ Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, korrelierte die Entwick-

lung der Kreditvergabe an den privaten Nicht-MFI-Sektor im Eurogebiet in den letzten 22 Jahren positiv mit der des realen BIP. Dabei fällt auf, dass die durchschnittliche reale Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe in dieser Zeit höher als die des realen BIP war. Erklären lässt sich dies dadurch, dass im Euro-Währungsgebiet aufgenommene Mittel auch für Transaktionen außerhalb des Euroraums sowie für Transaktionen, die im BIP keine Berücksichtigung finden (wie z. B. Finanztransaktionen oder der Erwerb bereits vorhandener Immobilien über den Sekundärmarkt), verwendet wurden. Wie weiter unten im Kasten erläutert, hinkte das reale Kreditwachstum im Eurogebiet in den vergangenen 22 Jahren dem realen BIP-Wachstum tendenziell um durchschnittlich ein Dreivierteljahr hinterher.

Abbildung 1
Reales Wachstum der MFI-Kredite und reales BIP-Wachstum
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Eurostat.

Anmerkung: Das reale Kreditwachstum wurde mit dem BIP-Deflator inflationbereinigt.

Abbildung 2 stellt die langfristige Entwicklung des jährlichen Wachstums der realen MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor und des zusammengesetzten Realzinssatzes dar. Obwohl aus ökonomischer Sicht ein negativer Zusammenhang zwischen Kreditkosten und Kreditwachstum zu erwarten wäre, ist eine solche Beziehung für die Achtzigerjahre nicht unmittelbar ersichtlich. Wenngleich beim realen Kreditwachstum in diesem Zeitraum über weite Strecken ein Aufwärtstrend zu beobachten war, veränderten sich die rea-

2 Siehe z. B. Calza, Manrique und Sousa, *Aggregate loans to the euro area private sector*, Working Paper der EZB Nr. 202, 2003.

3 Bei dem verwendeten zusammengesetzten Zinssatz für die Kreditvergabe handelt es sich um einen synthetischen Indikator der Kreditkosten im Euro-Währungsgebiet, der den gewichteten Durchschnitt der Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken darstellt (wobei die Gewichtung anhand des individuellen Anteils der jeweiligen Kreditkategorie am insgesamt ausstehenden Kreditvolumen bestimmt wird).

Kasten

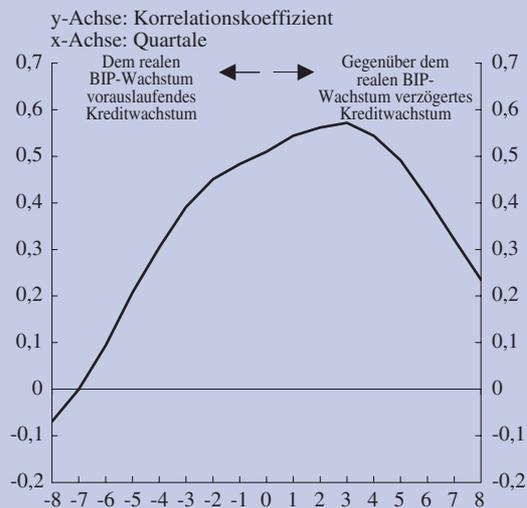
Läuft das Kreditwachstum der Konjunktur voraus oder hinterher?

Konzeptionell betrachtet ist uneindeutig, ob ein dem realen BIP vorauslaufendes, kontemporär auftretendes oder verzögertes Kreditwachstum zu erwarten ist.

- Ist das Verhalten der Wirtschaftsakteure stark erwartungsgetrieben, so kann die Kreditentwicklung der Konjunktur vorauslaufen. So vermag zum Beispiel nach einer Konjunkturabschwächung allein die Erwartung einer Erholung für eine Ausweitung der Investitionen zu sorgen, noch bevor die Erholung eingetreten ist. Ein solches Investitionswachstum muss entweder von innen oder von außen finanziert werden. Angesichts beschränkter interner Finanzierungsquellen in konjunkturellen Schwächeperioden sind Unternehmen in dieser Konjunkturlage möglicherweise stark auf externe Finanzierungsmittel wie Kredite angewiesen. Daher würden in diesem Fall die Kredite zunächst schneller wachsen als die Wirtschaftstätigkeit. In ähnlicher Weise könnten auf der Angebotsseite die Banken bei einer erwarteten Konjunkturwende bereitwilliger Kredite gewähren, noch bevor die Konjunkturbelebung voll in Gang gekommen ist, beziehungsweise sich bei Erwartung einer Verschlechterung der Konjunkturlage zu einem vorsichtigeren Kreditvergabeverhalten veranlasst sehen.
- Zugleich spricht auch manches für ein gegenüber dem realen BIP-Wachstum verzögertes Kreditwachstum. Von der Nachfrageseite her betrachtet könnten in den frühen Phasen eines Wirtschaftsabschwungs feste Verpflichtungen (z. B. mit Lieferanten zuvor vereinbarte Käufe) oder die Notwendigkeit, aufgrund der sinkenden Nachfrage steigende Vorräte zu finanzieren, sowie starre vertragliche Regelungen (z. B. durch die Anpassung des Kreditbestandes entstehende Kosten) zur Folge haben, dass sich Unternehmen erst mit zeitlicher Verzögerung in der Lage sehen, ihre Kreditnachfrage an das sich wandelnde Umfeld anzupassen. In den Frühphasen einer Konjunkturerholung dürfte zudem eine Verbesserung des Cashflows der Unternehmen eintreten, so dass diese weniger auf Kredite als Finanzierungsquelle angewiesen sind. Angebotsseitig betrachtet könnte die Verschlechterung der Qualität der Sicherheiten der Unternehmen, zu der es in Zeiten einer Konjunkturabkühlung aufgrund des geringeren Reinvermögens und der damit verbundenen sinkenden Rentabilität kommt, erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung dazu führen, dass die Banken ihre Kredite weniger bereitwillig vergeben und die Bonitätsanforderungen verschärfen. Ebenso dürfte es nach einer Rezession eine Zeitlang dauern, bis eindeutig erkennbar wird, dass eine konjunkturelle Belebung eingesetzt bzw. sich die Finanzlage der Unternehmen so weit erholt hat, dass ihre Kreditwürdigkeit wieder zunimmt. So könnten nach einer Rezession die Banken eine Besserung der finanziellen Verhältnisse der Unternehmen abwarten und den Zugang zu Krediten erst mit Ablauf einer gewissen Zeit wieder erleichtern. In diesem Fall würde das Kreditwachstum tendenziell erst verzögert auf die tatsächliche Konjunkturentwicklung reagieren.
- Als dritte Möglichkeit ist ein Gleichlauf von Kreditwachstum und Konjunktur denkbar. Dies wäre etwa dann der Fall, wenn sich die Wirkungen der geschilderten Mechanismen gegenseitig aufheben.

Korrelation zwischen dem realen Wachstum der MFI-Kredite und dem realen BIP-Wachstum bei unterschiedlichem Vorlauf bzw. unterschiedlichen Verzögerungen

(Koeffizient der Korrelation zwischen den Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

Die Lead/Lag-Beziehung zwischen Kreditvergabe und Konjunkturentwicklung lässt sich auf einfache Weise untersuchen, indem man Korrelationen zwischen dem verzögerten beziehungsweise vorauslaufenden jährlichen (mit dem BIP-Deflator inflationsbereinigten) realen Kreditwachstum und dem jährlichen realen BIP-Wachstum berechnet. Wie die Abbildung zeigt, ist die Korrelation zwischen den beiden Variablen am größten, wenn das reale Wachstum der Kredite dem realen BIP-Wachstum mit einer Verzögerung von drei Quartalen folgt. Dies deutet darauf hin, dass die realen Kredite im Durchschnitt der letzten 22 Jahre gegenüber dem realen BIP-Wachstum im Euroraum tendenziell leicht verzögert gewachsen sind.

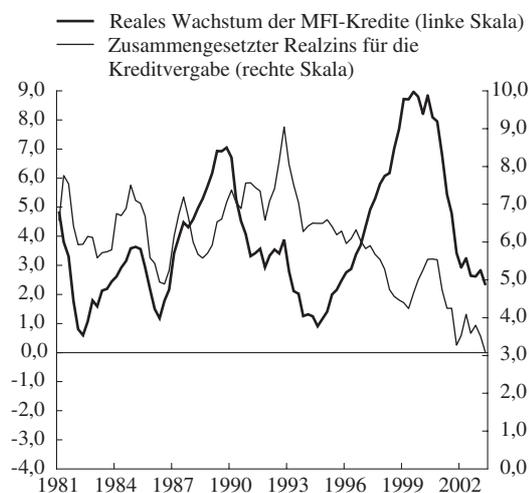
Diese Ergebnisse unterstützen die oben angestellten theoretischen Überlegungen, die für eine verzögerte Anpassung der Kreditnehmer und Kreditgeber an die konjunkturelle Lage sprechen. Angesichts der komplexen Wechselwirkungen zwischen Krediten und Konjunktur, des bedeutenden Einflusses sonstiger Faktoren auf das Kreditwachstum sowie der Tatsache, dass all diese Variablen gemeinsamen Bestimmungsgrößen unterliegen könnten, ist bei der Interpretation des Ergebnisses allerdings eine gewisse Vorsicht angebracht. Darüber hinaus besitzt dieses Verzögerungsmuster nicht für alle Perioden Gültigkeit (siehe Abbildung 1 im Haupttext). In der Tat lassen sich mehrere Phasen ausmachen, in denen die Kreditausweitung dem realen BIP-Wachstum entweder vorauslief oder sich synchron zu ihm entwickelte. So ging z. B. in den späten Achtzigerjahren das Kreditwachstum noch vor dem realen BIP-Wachstum zurück, und seit 2001 scheint sich das reale Kreditwachstum im Gleichlauf mit der Konjunktur verlangsamt zu haben.

len Kreditzinsen nur in beschränktem Umfang. Dies lässt sich größtenteils darauf zurückführen, dass die beschleunigte Entwicklung des realen Wirtschaftswachstums in dieser Zeit den Einfluss der Zinssätze überwog.

Im Gegensatz dazu scheinen das reale Kreditwachstum und die realen Kreditkosten in den Neunzigerjahren meist negativ zu korrelieren. In der ersten Hälfte des Jahrzehnts trug offenbar der relativ hohe reale Kreditzins zu der geringen Wachstumsrate der realen Kreditvergabe bei. Umgekehrt liefert der im Vorfeld der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) trendmäßige Rückgang des Realzinssatzes für die Kreditgewährung eine Erklärung für das äußerst kräftige Kreditwachstum in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre. Ab 1997 blieben die realen Kreditkosten selbst in Phasen starken Wirtschaftswachstums durchweg unter ihrem historischen Durchschnitt. Obwohl sich das reale Kreditwachstum zwischen Anfang 2001 und Ende 2002 (offenbar überwiegend infolge der sich abkühlenden Konjunktur) deutlich abschwächte, behauptete es sich doch verglichen mit früheren Phasen schwachen Wirtschaftswachstums auf einem nach wie vor recht hohen Niveau. Dies könnte in einer strukturellen Abwärtsverschiebung der realen Kreditkosten begründet liegen.

Abbildung 2 Reales Wachstum der MFI-Kredite und zusammengesetzter Realzinssatz für die Kreditvergabe

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Prozentpunkte)



Quellen: EZB, Eurostat.

Anmerkung: Das reale Kreditwachstum und der zusammengesetzte Realzinssatz wurden mit dem BIP-Deflator inflationsbereinigt.

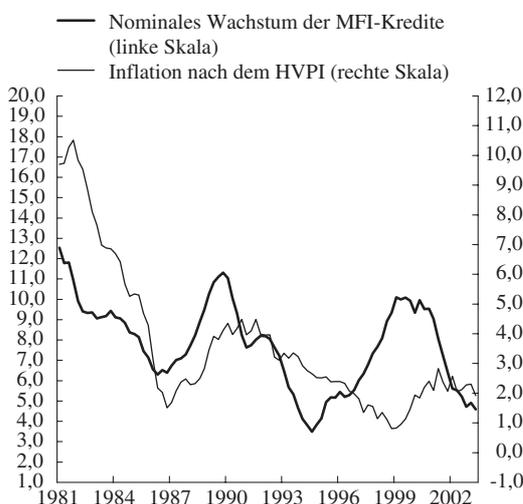
finanziellen Sektoren gestattete, eine höhere Kreditverschuldung einzugehen, da ein niedrigerer Zinssatz bei einer gegebenen Schuldsomme eine geringere Zinsbelastung bedeutet. So gesehen wäre die in jüngster Vergangenheit relativ robuste Expansion der Kreditgewährung an den privaten Sektor bei gleichzeitig schwachem Wirtschaftswachstum als Hinweis auf eine Anpassung an solch ein höheres Verschuldungsniveau zu werten.

Die starke Zunahme der Fremdfinanzierung im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets – insbesondere in den Jahren 1999 und 2000, als das reale Kreditwachstum außergewöhnlich hohe Werte erreichte – und der nachfolgende rasche Rückgang lassen den Schluss zu, dass andere Faktoren als die herkömmlichen Bestimmungsgrößen während dieser Zeit offenbar eine wichtige Rolle spielten. Dazu zählen vor allem die regen Übernahme- und Fusionsaktivitäten bei den Unternehmen im Euroraum, der gesteigerte Mittelbedarf der Telekommunikationsunternehmen zur Finanzierung der UMTS-Lizenzen sowie die in einigen Euroländern sprunghaft ansteigenden Immobilienpreise. Darüber hinaus sollte das seit Anfang 2001 niedrigere Kreditwachstum nicht ausschließlich im Kontext der gebremsten Konjunktorentwicklung gesehen werden, sondern auch vor dem Hintergrund der abklingenden Auswirkungen der intensiven Übernahme- und Fusionsaktivitäten und des Erwerbs der UMTS-Lizenzen. Obwohl Angebots- und Nachfragefaktoren nur schwer voneinander zu trennen sind, ist es schließlich auch wahrscheinlich, dass die Banken in den zurückliegenden Jahren – angesichts der schlechteren Finanzlage des privaten Sektors infolge der mit den drastischen Aktienkurseinbrüchen eingetretenen Geldvermögensverluste, niedrigerer Unternehmenserträge und vermehrter Firmeninsolvenzen – bei der Kreditgewährung etwas vorsichtiger geworden sind.

Was den Zusammenhang zwischen Krediten an den privaten Sektor und der Inflation an-

Abbildung 3 Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor und HVPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Eurostat.

belangt, so sind verschiedene Studien zu dem Ergebnis gekommen, dass die Kreditvergabe gewisse Vorlaufeigenschaften für die Preisentwicklung aufweist.⁴ Tatsächlich gingen in den vergangenen 20 Jahren, wie aus Abbildung 3 ersichtlich, die Wendepunkte des nominalen Kreditwachstums den Wendepunkten der Inflationsentwicklung tendenziell voran. Da die MFI-Kredite den wichtigsten Gegenposten zu M3 bilden und die beiden Variablen über weite Strecken parallel verliefen, spiegeln diese Vorlaufeigenschaften wohl einfach nur ähnliche Indikatoreigenschaften von M3 wider. Gleichwohl besitzt die Entwicklung der MFI-Kredite aufgrund ihrer Bedeutung für die Finanzierung der Wirtschaftstätigkeit offensichtlich auch einen eigenen Informationsgehalt.

4 Siehe z. B. Nicoletti Altimari, *Does money lead inflation in the euro area?* Working Paper der EZB Nr. 63, 2001; Agresti und Mojon, *Some stylised facts on the euro area business cycle*, Working Paper der EZB Nr. 95, 2001; Calza, Manrique und Sousa, *Aggregate loans to the euro area private sector*, Working Paper der EZB Nr. 202, 2003.

3 Die Entwicklung der Fremdfinanzierung der privaten Haushalte

Der Großteil der Schulden der privaten Haushalte (einschließlich Organisationen ohne Erwerbzweck) im Euro-Währungsgebiet – insgesamt rund 95 % – entfällt auf von MFIs gewährte Kredite. Die andere Finanzierungsquelle der privaten Haushalte besteht in Krediten nichtmonetärer Finanzinstitute, die lediglich in einigen wenigen Euroländern (den Niederlanden und Belgien) eine nennenswerte Rolle spielen; Beispiele hierfür sind u. a. Leasingfirmen, Finanzierungsinstitutionen, die Verbraucherkredite anbieten, und Zweckgesellschaften, die sich auf die Verbriefung ursprünglich von MFIs vergebener Hypothekenkredite spezialisiert haben. (Die Frage der Verbriefung ist in einem Kasten des Aufsatzes „Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2003 näher erläutert).

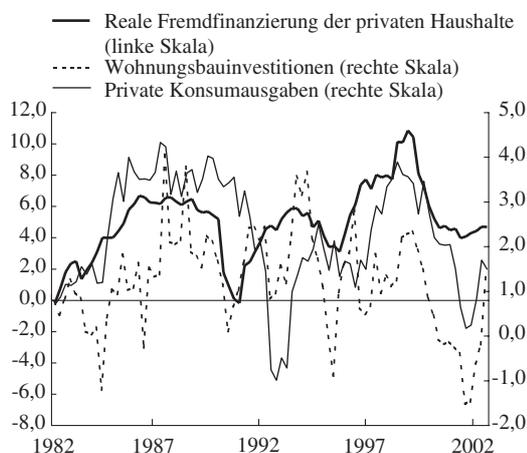
Die bedeutendste Form der Finanzierung privater Haushalte sind Wohnungsbaukredite. Ende Juni 2003 machten sie rund 66 % des

gesamten Kreditaufkommens in diesem Sektor aus. Auf die beiden anderen Kategorien – Konsumentenkredite (Kredite für den persönlichen Konsum von Gütern und Dienstleistungen) und sonstige Kredite (Kredite zur Schuldenkonsolidierung, Kredite für Ausbildungszwecke und Kredite an kleine Unternehmen usw.) – entfielen 15 % bzw. 19 % des gesamten Kreditaufkommens.⁵ Hierin kommt zum Ausdruck, dass die Kreditfinanzierung der privaten Haushalte überwiegend langfristigen Charakter besitzt. Die kurzfristigen Schulden (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) machen dagegen weniger als 10 % der Gesamtverschuldung aus.

Die Fremdfinanzierung der privaten Haushalte im Euroraum scheint sich in realer Betrachtung seit den frühen Achtzigerjahren eng gekoppelt an die Konsumausgaben, Wohnungsbauinvestitionen und Finanzierungskosten der privaten Haushalte entwickelt zu haben (siehe Abbildung 4 und 5). Bei den Konsumausgaben und Wohnungsbauinvestitionen ist dieser Zusammenhang zur Fremdfinanzierung offensichtlich insgesamt positiv. Allerdings scheint sich die relative Bedeutung dieser beiden Variablen für die Fremdfinanzierung im Lauf der Zeit gewandelt zu haben. Während die reale Fremdfinanzierung der privaten Haushalte in den Achtzigerjahren eng der Entwicklung des privaten Verbrauchs folgte, schwächte sich dieser Zusammenhang in den Neunzigerjahren offenbar etwas ab. So war die niedrigere Wachstumsrate der Fremdfinanzierung in den frühen Neunzigerjahren allem Anschein nach mehr den langsamer ansteigenden Wohnungsbauinvestitionen als einer schwächeren Konsumnachfrage zu-

Abbildung 4 Reale Fremdfinanzierung der privaten Haushalte, private Konsumausgaben und Wohnungsbauinvestitionen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; inflationsbereinigt mit dem Deflator für den privaten Verbrauch und dem Deflator für Wohnungsbauinvestitionen)



Quellen: EZB, Eurostat.

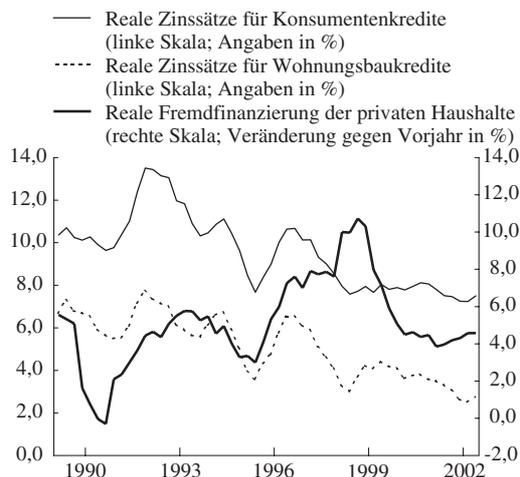
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung für das zweite Quartal 2003 und für die Zeit vor dem vierten Quartal 1997 ist geschätzt. Die Wohnungsbauinvestitionen und privaten Konsumausgaben vor 1991 sind ebenfalls geschätzt.

5 Im Eurogebiet liegen zu Hypothekenkrediten, die nicht für den Wohnungserwerb vorgesehen sind, keine näheren Informationen vor. Diese Kredite werden häufig zur Finanzierung von Konsumausgaben herangezogen. Im Gegensatz zu den Erfahrungen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich scheinen diese Kredite im Euro-Währungsgebiet nicht sonderlich ins Gewicht zu fallen. Ausnahmen bilden einzelne Länder wie etwa die Niederlande (siehe „Structural factors in the EU housing markets“, EZB, März 2003). Hypothekenkredite zur Konsumfinanzierung führen zu einer Kapitalentnahme beim Immobilienvermögen, was die bestehenden Zusammenhänge zwischen Wohnungsmarkt, Kreditmarkt und Ausgabeentscheidungen verstärkt.

Abbildung 5

Reale Fremdfinanzierung der privaten Haushalte und reale Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken

(inflationbereinigt mit dem Deflator für den privaten Verbrauch)



Quellen: EZB, Eurostat.

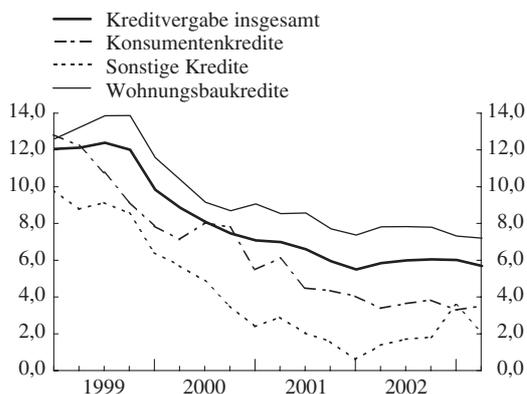
zuschreiben. Analog dazu lässt sich die Mitte der Neunzigerjahre trotz des sehr schwachen Wachstums der Konsumausgaben wieder kräftiger expandierende reale Fremdfinanzierung vorwiegend auf die höheren Wohnungsbauinvestitionen zurückführen. Neben den Konsumausgaben und Wohnungsbauinvestitionen stellen die Finanzierungskosten eine wichtige Erklärungsvariable für die Verschuldungsentwicklung bei den privaten Haushalten dar. So haben insbesondere die während der Neunzigerjahre trendmäßig zurückgehenden Finanzierungskosten offenbar bei den privaten Haushalten in den letzten Jahren für eine Stimulierung der Kreditnachfrage gesorgt.

Bei der Betrachtung des Zeitraums seit 1999 (für den detaillierte statistische Daten zur Verfügung stehen) stellt sich heraus, dass sich die Vergabe von Wohnungsbaukrediten im Euroraum stärker ausweitete als die übrigen Kredite an die privaten Haushalte (siehe Abbildung 6). Trotz einer Verlangsamung seit Anfang 2000 expandieren sie weiterhin mit recht robusten Jahresraten von 7 % bis 8 %. Geschürt wurde die in jüngsten Jahren anhaltend kräftige Nachfrage nach Wohnungsbau-

Abbildung 6

Wachstum der Kreditvergabe an die privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet nach Verwendungszweck

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gesamte Kreditvergabe setzt sich aus der Summe der Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite und sonstigen Kredite zusammen.

krediten durch den Rückgang der realen Finanzierungskosten. In einigen Ländern sorgte die starke Nachfrage darüber hinaus für einen rapiden Anstieg der Immobilienpreise, die ihrerseits zu der signifikant zunehmenden Vergabe von Wohnungsbaukrediten beitrugen.⁶

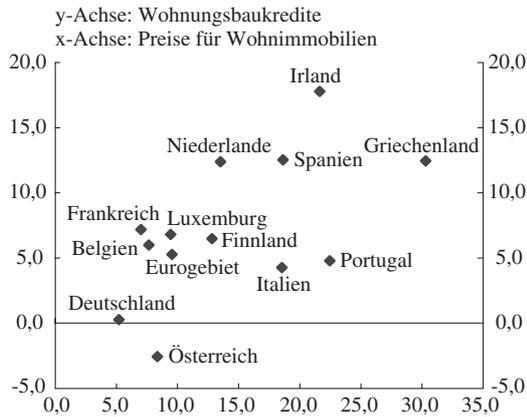
Hier liegt eine klare Korrelation zwischen den sich in den einzelnen Ländern unterschiedlich entwickelnden Wohnimmobilienpreisen und den nominalen Wachstumsraten der Wohnungsbaukredite vor (siehe Abbildung 7). Die Daten belegen, dass Länder, deren reale Zinssätze im Vorfeld der dritten Stufe der WWU deutlicher zurückgingen, bei diesen Krediten hohe Wachstumsraten aufwiesen. Gleichzeitig tragen aber auch andere Faktoren, wie demographische Unterschiede und unterschiedliche steuerliche Anreize zur Förderung von Wohneigentum, zur Erklärung der divergierenden Entwicklung der Wohnungsbaukredite bei.⁷

6 Siehe den Aufsatz „Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Mai 2003.

7 Siehe den Bericht der EZB „Structural factors in the EU housing markets“ vom März 2003.

Abbildung 7 Wohnungsbaukredite und Preise für Wohnimmobilien

(Durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in % für den Zeitraum von 1998 bis 2002)



Quellen: EZB, nationale Angaben.

Anmerkung: Für Luxemburg bezieht sich der durchschnittliche Preisanstieg bei Wohnimmobilien nur auf den Zeitraum von 1998 bis 2000. Für Griechenland bezieht sich der durchschnittliche Anstieg der Vergabe von Wohnungsbaukrediten nur auf den Zeitraum von 1999 bis 2002.

Bei den übrigen Kategorien von Krediten an private Haushalte wurden zwischen 1999 und Anfang 2002 gleichfalls rückläufige Wachstumsraten verzeichnet, die sich später allerdings wieder stabilisierten. Das jährliche Wachstum der Konsumentenkredite – dazu zählt insbesondere die Finanzierung des Erwerbs langlebiger Konsumgüter – ging von 1999 bis 2001 signifikant zurück und pendelte sich vor dem Hintergrund eines schwachen Verbrauchervertrauens auf einem Stand von rund 3 % bis 3,5 % ein. Auch bei den sonstigen Krediten fiel die jährliche Wachstumsrate seit 1999 deutlich und blieb überwiegend hinter den Wachstumsraten der anderen Kreditkategorien zurück. Wie bereits angeführt, beinhaltet die Kategorie „sonstige Kredite“ diverse nicht anderweitig zuzuordnende Kreditarten. Die Entwicklung dieser Kreditkategorie ist daher zwar nicht einfach zu beurteilen; gleichwohl könnte ihr gegenüber den Konsumentenkrediten eher verhaltenes Wachstum auf die in den letzten Jahren erheblich langsamer zunehmende Kreditvergabe an kleine Unternehmen zurückzuführen sein.

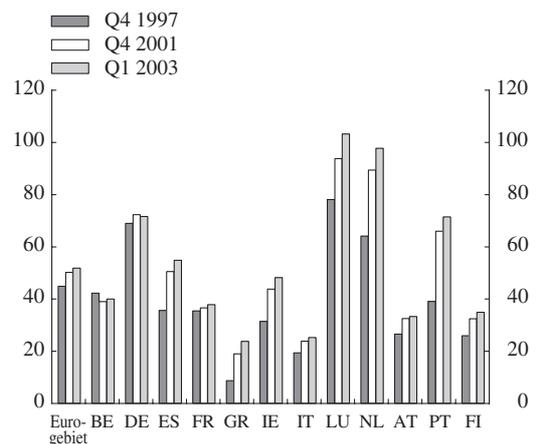
Die zuvor beschriebene Wachstumsentwicklung der Kreditvergabe schlug sich ab

der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre in einem Anstieg des Verschuldungsstands der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP (Schuldenquote) nieder. Schätzungen zufolge belief sich im zweiten Quartal 2003 die Schuldenquote (gemäß den vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen) für das Eurogebiet insgesamt auf 51 %.

Aus Abbildung 8 geht hervor, dass das Verschuldungsniveau der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP in den einzelnen Ländern erheblich voneinander abweicht und diese Schuldenquote in den vergangenen Jahren in sehr unterschiedlichem Ausmaß zunahm. Vor allem in Ländern wie den Niederlanden, Portugal und Spanien, in denen die Vergabe von Wohnungsbaukrediten weiter auf hohem Niveau anstieg, war die Zunahme der Schuldenquote besonders ausgeprägt. In Griechenland dagegen, wo die Vergabe von Woh-

Abbildung 8 Schuldenquote der privaten Haushalte in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben zur Verschuldung in Finnland, Griechenland, Irland und Luxemburg beziehen sich nur auf die Summe der MFI-Kredite an private Haushalte. Für Griechenland liegen Angaben erst ab dem ersten Quartal 1998 statt dem vierten Quartal 1997 vor. Im Fall Luxemburgs wurden für das 1. Quartal 2003 die Jahresangaben für das BIP 2002 verwendet. Im Vergleich zur jährlichen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung fällt die Schuldenquote auf Basis der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen etwas niedriger aus. Dies liegt in erster Linie daran, dass die von den nichtfinanziellen Sektoren sowie außerhalb des Euroraums ansässigen Banken gewährten Kredite in den vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen nicht erfasst sind.

nungsbaukrediten gleichfalls hohe Wachstumsraten aufwies, blieb der Verschuldungsgrad moderat.

Ungeachtet der zunehmenden Verschuldung hielten sich die Zinszahlungen der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren Einkommen dank der rückläufigen Finanzierungskosten, die geringer als zu Beginn der Neunzigerjahre waren, in Grenzen. Anzumerken ist außerdem, dass die höheren Schuldenquoten der privaten Haushalte angesichts der markanten Wertsteigerung der Immobilien

vielfach mit einem Anstieg ihrer Vermögenswerte einhergingen. Allerdings bestehen gewisse Risiken. Die Erfahrung zeigt, dass auf Phasen stark zunehmender Immobilienpreise häufig eine Korrektur folgt. In diesem Fall wäre die Verschuldung der privaten Haushalte nicht mehr vollständig durch ihr Vermögen gedeckt. Tatsächlich sind in einigen Ländern des Eurogebiets von den Behörden bereits Bedenken hinsichtlich der Tragbarkeit der Immobilienpreisentwicklung der letzten Jahre geäußert worden.

4 Entwicklung der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

Unter den verschiedenen Finanzierungsformen waren Kredite mit einem Anteil von über 80 % der ausstehenden Unternehmensverschuldung in den letzten Jahren weiterhin die wichtigste Fremdfinanzierungsquelle nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Dabei stellen MFI-Kredite zwar den Löwenanteil aller von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgenommenen Kredite dar, doch gewinnt seit einigen Jahren der Anteil der von nichtmonetären Finanzinstituten gewährten Kredite, der von 11 % Ende 1997 auf 17 % im ersten Quartal 2003 gestiegen ist, an Terrain. Hierin spiegelt sich vor allem der Trend zur Verbriefung über diese Institute wider, bei denen es sich häufig um Zweckgesellschaften handelt, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zur Kapitalaufnahme am Markt für Unternehmensanleihen benutzt werden. Dies bietet nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Allgemeinen mehrere Vorteile. Neben den Steuervorteilen, die Zweckgesellschaften in manchen Ländern genießen, ist das Rating dieser Institute in der Regel höher, so dass die Finanzierungskosten niedriger sind und sie unter Umständen Zugang zu Finanzierungsmitteln von institutionellen Anlegern erhalten, die Gelder nur in Anleihen hoher Bonität anlegen dürfen.

Mit dem Entstehen eines euroraumweiten Marktes für Unternehmensanleihen hat der Absatz von Schuldverschreibungen nicht-

finanzieller Kapitalgesellschaften in den letzten Jahren gegenüber Krediten an Bedeutung gewonnen. Im ersten Quartal 2003 entfielen knapp 13 % des ausstehenden Fremdkapitals nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf Schuldverschreibungen, verglichen mit 10½ % Ende 1997. Insgesamt sind die Möglichkeiten der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften somit in den vergangenen Jahren immer vielfältiger geworden.

Betrachtet man die Fälligkeitsstruktur, so zeigt sich, dass die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften überwiegend aus langfristigen Verbindlichkeiten besteht.⁸ Im ersten Quartal 2003 machten diese 70 % der Gesamtverschuldung aus. Der Anteil der kurzfristigen Schulden belief sich Anfang 2003 also auf 30 % und entsprach damit praktisch dem Stand von Ende 1997, nach einem Höchstwert von knapp 34 % Ende 2000.

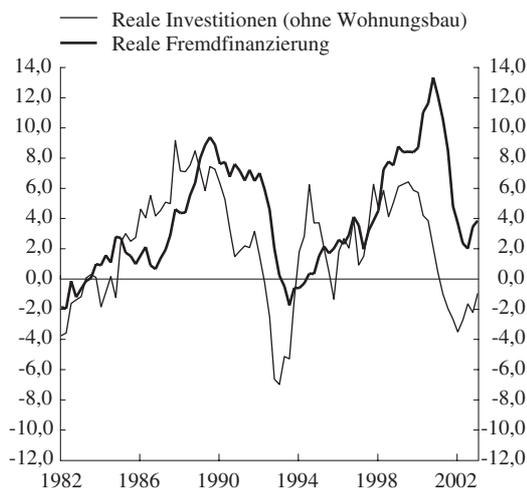
Seit Anfang der Achtzigerjahre waren bei der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Wesentlichen zwei Wachstumszyklen zu beobachten (siehe Abbildung 9). Das durchschnittliche Jahreswachstum der entsprechenden Unternehmensverschuldung lag über den gesamten Zeitraum hinweg real gesehen (inflationbereinigt mit dem Investitionsdeflator) bei 4 %.

⁸ Mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr.

Abbildung 9

Reale Fremdfinanzierung nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften und reale Investitionen (ohne Wohnungsbau)

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; Fremdfinanzierung inflationsbereinigt mit dem Investitionsdeflator)



Quellen: EZB, Eurostat.
Anmerkung: Die Fremdfinanzierung wurde für das zweite Quartal 2003 und die Zeit vor dem vierten Quartal 1997 geschätzt. Die Investitionen (ohne Wohnungsbau) wurden für die Zeit vor 1991 geschätzt.

Die jährliche Zunahme der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ist eng mit der Entwicklung der realen Investitionen ohne Wohnungsbau verknüpft (siehe Abbildung 9). Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die in der Regel per saldo Kapitalnehmer sind, nehmen Kredite auf oder begeben Schuldverschreibungen, um ihre Investitionen und den Erwerb von Beteiligungen zu finanzieren. In den Achtzigerjahren folgte das reale Wachstum der Fremdfinanzierung dem Anstieg der Investitionen ohne Wohnungsbau mit leichter Verzögerung, während die Entwicklung der beiden Größen im Konjunkturaufschwung der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre weitgehend parallel verlief. Betrachtet man die Zeit seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU etwas näher, so ist ein etwas weniger enger Zusammenhang zwischen dem Anstieg der realen Investitionen ohne Wohnungsbau und der Ausweitung der Fremdfinanzierung zu erkennen. In der Zeit von 1999 bis Anfang 2001 hat sich die Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften stark ausgeweitet, und zwar in erheblich größerem Ausmaß als der reale Zuwachs an Investitionen ohne

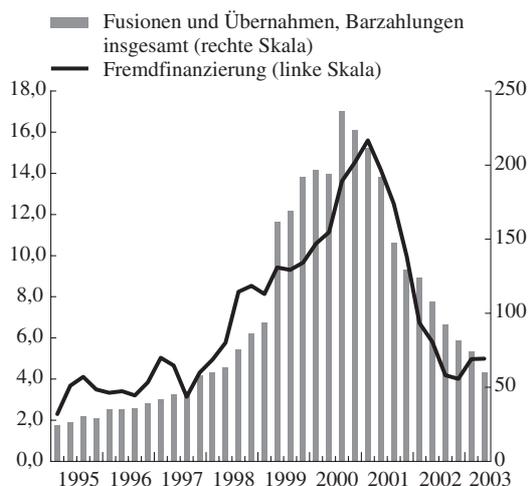
Wohnungsbau. Das reale Wachstum der Fremdfinanzierung erreichte Anfang 2001 mit knapp 14 % p.a. einen Höchststand, gefolgt von einem beträchtlichen Rückgang im Zuge der Konjunkturabschwächung. Seit Ende 2002 ist die jährliche Wachstumsrate der Fremdfinanzierung wieder leicht gestiegen.

Wie in Abschnitt 2 erwähnt hing der hohe Finanzierungsbedarf nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den Jahren 1999 und 2000 mit den regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten bei den Unternehmen im Euroraum vor allem in Drittländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten, sowie dem einmaligen Kapitalbedarf der Telekommunikationsgesellschaften zur Finanzierung des Erwerbs von UMTS-Lizenzen zusammen. Abbildung 10 zeigt, dass in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ein enger Zusammenhang zwischen dem in bar bezahlten Wert von Fusionen und Übernahmen und der Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung be-

Abbildung 10

Fremdfinanzierung und Fusionen und Übernahmen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

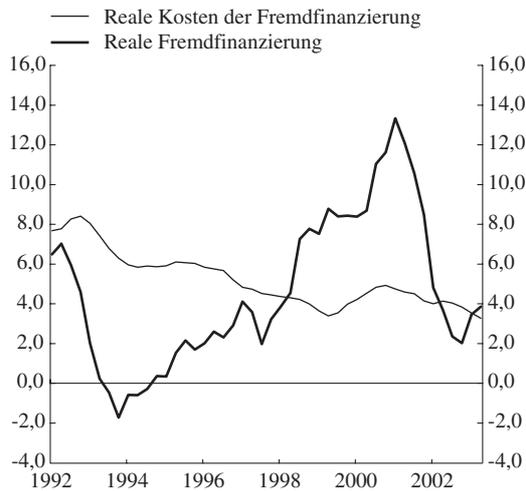
(Jahreswachstumsraten in %; Veränderungen gegenüber Vorjahr in Mrd €)



Quellen: EZB, Thomson Financial.
Anmerkung: Für das zweite Quartal 2003 und die Zeit vor dem vierten Quartal 1997 ist die Fremdfinanzierung geschätzt. Fusionen und Übernahmen bezieht sich auf in bar abgewickelte Übernahmen innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euro-raums.

Abbildung 11
Reale Fremdfinanzierung und Kosten
der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller
Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Prozentpunkte)



Quellen: EZB, Bloomberg, Consensus Forecast.

Anmerkung: Die Werte für die Zeit vor dem vierten Quartal 1997 sind geschätzt. Die Fremdfinanzierung ist mit dem Investitionsdeflator inflationsbereinigt. Die realen Kosten der Fremdfinanzierung sind ein gewichteter Durchschnitt aus Kreditzinsen im Firmengeschäft der Banken und einem Renditeindex für Unternehmensanleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf der Grundlage ausstehender Volumina, bereinigt um die Consensus Forecast-Inflationserwartungen.

stand. Besonders die kurzfristige Fremdfinanzierung nahm in diesem Zeitraum sprunghaft zu, weil Unternehmen sie teilweise zur Überbrückung des Zeitraums bis zur Emission längerfristiger Wertpapiere nutzten. Seit Ende 2000 haben die Fusions- und Übernahmeaktivitäten nachgelassen, und dies ist mit ein Grund für die deutlich schwächeren Zuwächse bei der Fremdfinanzierung.

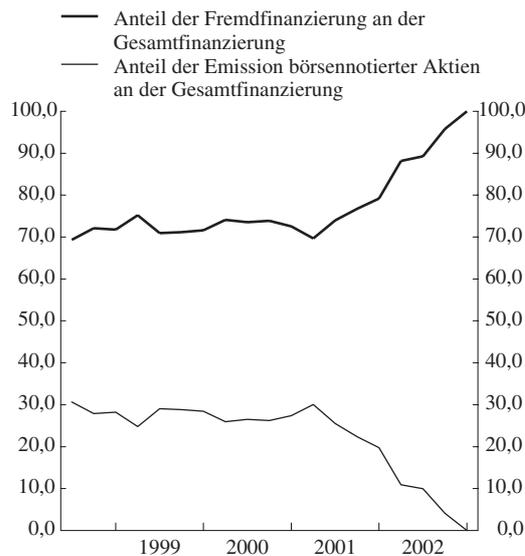
Daneben hängt die Entwicklung der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wesentlich von den Fremdfinanzierungskosten ab. In Abbildung 11 sind die Fremdfinanzierungskosten als gewichteter Durchschnitt der Kosten der Aufnahme neuer Kredite bzw. der Emission von Schuldverschreibungen dargestellt. Die trendmäßig sinkenden Fremdfinanzierungskosten dürften zur steigenden Nachfrage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach Fremdfinanzierungsmitteln in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre beigetragen haben.

Ein weiterer Faktor, der in den letzten Jahren die Nachfrage nach Fremdkapital anregte, war die Entwicklung der Eigenkapitalkosten. Diese waren Anfang 2003 infolge der seit dem Jahr 2000 verzeichneten Kurseinbrüche am Aktienmarkt auf ein hohes Niveau gestiegen. Aufgrund der Verteuerung alternativer Finanzierungsquellen relativ zum Fremdkapital hat der Anteil der Fremdfinanzierung an der Gesamtfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (ohne nicht-börsennotierte Aktien) in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. In der Tat bestand der Nettuzugang an Verbindlichkeiten zu Beginn dieses Jahres, als der Absatz börsennotierter Aktien praktisch zum Erliegen kam (und per saldo negativ war), ausschließlich aus Schuldtiteln (siehe Abbildung 12).

Im Ergebnis ist die Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre sowohl im Verhältnis zum BIP

Abbildung 12
Bedeutung der Fremdfinanzierung für
die Gesamtfinanzierung
nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

(jährliche Transaktionen; Anteil an der Gesamtfinanzierung in %)

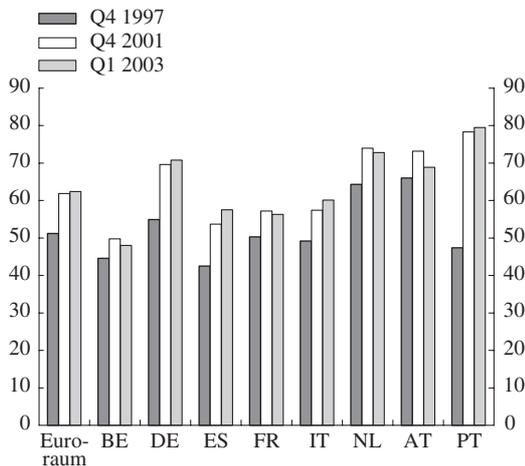


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierung bezieht sich hier auf die Summe aus Fremdfinanzierung und der Begebung börsennotierter Aktien, das heißt nicht-börsennotierte Aktien bleiben unberücksichtigt.

Abbildung 13
Schuldenquote nichtfinanzieller
Kapitalgesellschaften in den Ländern
des Euro-Währungsgebiets

(in % des jeweiligen BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Für Griechenland, Irland, Luxemburg und Finnland liegen keine Angaben vor. Im Vergleich zur jährlichen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung fällt die Schuldenquote auf Basis der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen etwas niedriger aus. Dies liegt in erster Linie daran, dass die von den nichtfinanziellen Sektoren sowie außerhalb des Euroraums ansässigen Banken gewährten Kredite in den vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen nicht erfasst sind.

als auch im Verhältnis zum Betriebsergebnis vor Steuern erheblich gestiegen. Beide Quoten stabilisierten sich aber in den Jahren 2001 und 2002 weitgehend. Für das zweite Quartal 2003 wurde das Verhältnis der Unternehmensverschuldung zum BIP gemäß der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung auf rund 63 % geschätzt. Gleichzeitig ist die Bewertung des Geldvermögens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (das zum Teil Ende der Neunzigerjahre erworben wurde, als die Gewinnerwartungen insbesondere in den neuen Technologiesektoren sehr optimistisch waren) vor dem Hintergrund rückläufiger Aktienkurse seit Anfang 2000 gesunken. Infolgedessen ist das Verhältnis zwischen Verschuldung und Finanzaktiva in diesem Sektor in den Jahren 2001 und 2002 gestiegen.

Trotz der höheren Verschuldung lag die Zinsbelastung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften relativ zu den Erträgen im Jahr 2002 wegen des trendmäßigen Zinsrückgangs in den

Neunzigerjahren in etwa auf dem Niveau vom Jahr 1991. Zwar sorgte das über den Konjunkturzyklus hinweg durchschnittlich relativ niedrige Zinsniveau dafür, dass die höhere Verschuldung verkraftet werden konnte. Jedoch machte das hohe Verschuldungsniveau die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nicht nur anfälliger gegenüber starken Zinssteigerungen – insbesondere wenn in größerem Umfang kurzfristige beziehungsweise variabel verzinsliche Mittel aufgenommen worden waren –, sondern auch gegenüber Ertragsschwankungen und Schwankungen der Vermögenspreise.

Vor diesem Hintergrund haben viele nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet Kostensenkungs- und interne Umstrukturierungsmaßnahmen ergriffen, um ihre Bilanzen zu verbessern. Insbesondere Gesellschaften aus einigen Sektoren, die ihre Verschuldung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre stark ausgeweitet hatten (z. B. der Telekommunikationssektor), haben in den letzten Quartalen Fortschritte bei der Verringerung des Fremdkapitalanteils erzielt.

Abbildung 13 verdeutlicht, dass in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets, für die entsprechende Daten zur Verfügung stehen, die (am BIP gemessene) Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zwischen Ende 1997 und Ende 2001 gestiegen ist.⁹ Am stärksten hat sich diese Schuldenquote in Deutschland, Spanien und Portugal erhöht. Zu ihrem beträchtlichen Anstieg in Deutschland trugen Übernahmeaktivitäten und der hohe Finanzierungsbedarf für den Erwerb von UMTS-Lizenzen bei. Im Verlauf des vergangenen Jahres und zu Beginn dieses Jahres hat sich die Schuldenquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in vielen Ländern weitgehend stabilisiert oder sogar verringert. Dagegen hat sie vor allem in Spanien und Italien weiter zugenommen, möglicherweise sowohl

⁹ Für Griechenland, Irland, Luxemburg und Finnland liegen keine vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen vor. Aufgrund unterschiedlicher Bewertung von Schuldverschreibungen in der Finanzierungsrechnung und der Wertpapieremissionsstatistik sowie fehlender Angaben zu den Pensionsrückstellungen sind die Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in diesen Ländern in Abbildung 13 nicht enthalten.

im Zusammenhang mit der weiteren Anpassung der Verschuldung an das in diesen Ländern im historischen Vergleich niedrige Zins-

niveau als auch vor dem Hintergrund des im WWU-Vergleich weit überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums Spaniens.

Schlussbemerkungen

In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre nahm die Verschuldung der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowohl absolut als auch im Verhältnis zum BIP stark zu. Das beschleunigte Wachstum der Fremdfinanzierung kann teilweise dem trendmäßigen Zinsrückgang in diesem Jahrzehnt zugeschrieben werden. Dieser Zinsrückgang hatte zur Folge, dass trotz höherer Verschuldung die Zinszahlungen sowohl der privaten Haushalte als auch der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gemessen am Sektoreinkommen im Jahr 2002 auf niedrigerem oder vergleichbarem Niveau lagen wie zu Beginn der Neunzigerjahre. Gleichwohl ist mit der höheren Verschuldung die Anfälligkeit dieser Sektoren gegenüber Zinsrisiken sowie Einkommens- und Vermögenspreisschwankungen gestiegen.

Die höhere Verschuldung der privaten Haushalte hängt vor allem mit der anhaltenden Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten zusammen. Dies ist vor dem Hintergrund des

Anstiegs der Preise für Wohnimmobilien in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu sehen, der zum Teil durch den trendmäßigen Rückgang der Zinsen begünstigt wurde und Wertzuwächse beim Immobilienvermögen mit sich brachte.

Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hatten Übernahmeaktivitäten und der Erwerb von UMTS-Lizenzen einen entscheidenden Anteil an der in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre beträchtlich ansteigenden (am BIP gemessenen) Schuldenquote dieses Sektors. Nach dem Einbruch der Aktienkurse zwischen 2000 und Anfang 2003 haben die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zuvor erworbenen Beteiligungen großenteils an Wert verloren, was die Schuldenquote in Relation zu den Finanzaktiva steigen ließ. Wenngleich die Unternehmen im Euroraum in den letzten Quartalen Kostensenkungs- und interne Umstrukturierungsmaßnahmen durchgeführt haben, dürfte dennoch ein gewisser weiterer Anpassungsbedarf bestehen.

Krisenbewältigung in Schwellenländern – Herausforderungen für die internationale Gemeinschaft

Seit Mitte der Neunzigerjahre hat eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften schwere Kapitalbilanzkrisen durchlaufen. Im Vergleich zu früheren Zahlungsbilanzkrisen in Entwicklungsländern waren diese Krisen durch neue Merkmale gekennzeichnet. Ihre Ursachen waren vielfältiger als in der Vergangenheit und umfassten neben gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten auch Bilanzschwächen im privaten Finanz- und im Unternehmenssektor. Darüber hinaus wurde die Übertragung der Krisen auf andere Länder anfangs durch die zunehmende Integration der nationalen Kapitalmärkte in das globale Finanzsystem, die Verbriefung von Verbindlichkeiten und eine Palette von Schuldinstrumenten begünstigt. Diese Krisen entfalteten sich sehr schnell und manifestierten sich in der Zahlungsbilanz durch abrupte Veränderungen beim Kapitalverkehr. Auch waren mehr Akteure auf Schuldnerseite (öffentliche und private Schuldner) und vor allem auf Kreditgeberseite (Inhaber unterschiedlicher Finanzinstrumente wie Bankkredite, Anleihen und Forderungen aus Direktinvestitionen im Ausland) involviert.

Die jüngsten Finanzkrisen stellten das Krisenmanagement daher vor neue und schwierige Herausforderungen. Schuldnerländer, private Gläubiger und die internationalen Finanzinstitutionen sind dazu aufgerufen, ihre Arbeitsweise an die besonderen Gegebenheiten der jeweiligen Krise anzupassen. In diesem Zusammenhang hat der IWF seit Ende der Neunzigerjahre eine Reihe neuer Instrumente und Verfahren eingeführt, um den neuen Herausforderungen gerecht zu werden. Darüber hinaus sind auf den drei wichtigsten Gebieten der Krisenbewältigung, d. h. der inländischen Anpassung, der offiziellen Finanzierung und der Einbindung des privaten Sektors, eine Reihe von Maßnahmen beschlossen worden bzw. derzeit im Gespräch. Eine der Herausforderungen im Rahmen dieses laufenden Prozesses der Krisenbewältigung ist es, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen klar formulierten Grundprinzipien und effizienter Gestaltung der Instrumente auf der einen Seite und einer flexiblen Vorgehensweise entsprechend den besonderen Gegebenheiten der jeweiligen Krise auf der anderen Seite herzustellen.

I Einleitung

Die jüngsten Finanzkrisen in Schwellenländern, etwa in Mexiko in den Jahren 1994 und 1995, in Ostasien zwischen 1997 und 1998, in Russland im Jahr 1998, in Brasilien und der Türkei im Zeitraum von 1999 bis 2001 und in Argentinien seit 2001, weisen eine Reihe wichtiger gemeinsamer Merkmale auf. Sie waren von einer plötzlichen Umkehr der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, einer erheblichen Kapitalflucht, einem Abwertungsdruck auf die Inlandswährung, einem deutlichen Preisverfall der inländischen Vermögenswerte, einer äußerst ungünstigen Entwicklung der Finanzvariablen, Bankenkrisen¹ und einem Rückgang der inländischen Produktion gekennzeichnet. Da die Krisen ihren Ursprung hauptsächlich in der Kapitalverkehrsbilanz der Zahlungsbilanz hatten, werden sie in der Regel als Kapitalbilanzkrisen bezeichnet; frühere Krisen wurden hingegen meist durch negative Leistungsbilanzentwicklungen ausgelöst.

Die hohen Kosten, die den betroffenen Volkswirtschaften sowie der Weltwirtschaft im Allgemeinen dabei entstehen – diese werden in Abschnitt 3 näher beleuchtet –, haben das Bewusstsein der Weltgemeinschaft für die Notwendigkeit einer besseren Krisenprävention und -bewältigung geschärft. Die internationale Gemeinschaft hat daraufhin bereits vorhandene Instrumente zur Krisenprävention überprüft und eine Reihe neuer Instrumente entwickelt. So haben beispielsweise die verstärkte Überwachung der Finanzsektoren in den Kreditnehmerländern durch den IWF, die Entwicklung von Frühwarnsystemen, eine größere Transparenz der Tätigkeiten des IWF sowie die Förderung von

¹ Eine bemerkenswerte Ausnahme ist Brasilien; hier konnte eine Bankenkrise durch eine Absicherung in Form von Devisen-Terminkontrakten und durch dollarindexierte Staatstitel verhindert werden.

Standards und Kodizes zu einer effektiveren Krisenprävention beigetragen.²

Desgleichen haben die Erfahrungen aus diesen Krisen auch eine Diskussion über die Möglichkeiten einer besseren Krisenbewältigung ausgelöst. Aufgrund der Eigenart von Kapitalbilanzkrisen gestaltet sich die Bestimmung des besten Weges zur raschen und geordneten Wiederherstellung von gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Stabilität sowie der internen und externen Schuldentragfähigkeit – unter voller Berücksichtigung der Gläubigerrechte – in Krisenländern schwierig. Dies erforderte Reformen bei einigen der wichtigsten Instrumente zur Krisenlösung.

Eine geordnete Krisenbewältigung ist für die EZB von besonderer Bedeutung, da Krisen in Schwellenländern erhebliche gesamtwirtschaftliche und finanzielle Auswirkungen auf das Euro-Währungsgebiet haben können. Darüber hinaus ist die EZB durch ihre Rolle, die sie im internationalen geld- und finanzpolitischen Kooperationsprozess spielt, in die Beratungen über eine verbesserte Krisenbewältigung eingebunden. Vor diesem Hintergrund beleuchtet der vorliegende Artikel die Herausforderungen, die sich aus den jüngsten Kapitalbilanzkrisen ergeben (Abschnitt 2), und erörtert die bereits implementierten oder in Erwägung gezogenen Maßnahmen für eine bessere Krisenbewältigung (Abschnitt 3).

2 Herausforderungen bei der Bewältigung von Kapitalbilanzkrisen

Die Bewältigung der jüngsten Kapitalbilanzkrisen hat sich als eine besondere Herausforderung erwiesen, da sich diese in einer Reihe von Merkmalen von früheren Zahlungsbilanzkrisen unterscheiden. Erstens waren die Krisen in den Neunzigerjahren anders als in den Achtzigerjahren dadurch geprägt, dass private Finanzinstitute und Unternehmen eine ausgesprochen wichtige Rolle in den Kreditnehmerländern spielten; dies machte es erforderlich, neben den Indikatoren für die gesamtwirtschaftliche Stabilität auch die Indikatoren für die Finanzstabilität genau zu beobachten. Darüber hinaus standen diese Kapitalbilanzkrisen in engem Zusammenhang mit Veränderungen an den internationalen Finanzmärkten und den daraus entstehenden Übertragungswegen für grenzüberschreitende Ansteckungseffekte. Gleichzeitig integrierten sich die aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend in das weltweite Finanzsystem, was durch die Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen in den betreffenden Schwellenländern ermöglicht wurde. Diese Entwicklung war Teil eines Prozesses, der unter dem Namen „Washington Consensus“³ bekannt wurde; hierbei handelte es sich um eine ganze Reihe von Maßnahmen zur Liberalisierung internationaler Transaktionen Anfang der Neunzigerjahre, die teilweise aus den

Lehren, die man aus den Staatsschuldenkrisen der Achtzigerjahre gezogen hatte, resultierten. Zudem fand die Liberalisierung vor dem Hintergrund einer allgemeinen Zunahme der weltweiten Kapitalströme und der Entwicklung neuer Finanzinstrumente statt. Eine solche, wenn auch unvollständige, Integration ist von Vorteil, da sie zu einer besseren internationalen Allokation von Ersparnissen und Investitionen beiträgt. Gleichzeitig erhöhte sich durch die Kapitalmarktintegration und die damit verbundene vermehrte Nutzung von marktfähigen und liquiden Finanzinstrumenten die Anfälligkeit im Falle eines plötzlichen

2 In dem Artikel „Jüngste Entwicklungen in der internationalen Zusammenarbeit“ im Monatsbericht vom Februar 2002 werden einige Fragen im Zusammenhang mit der Krisenprävention erörtert.

3 Der Begriff „Washington Consensus“ wurde von John Williamson geprägt, der darunter die in den späten Achtzigerjahren und Neunzigerjahren vorherrschende Meinung zusammenfasste, dass die Volkswirtschaften verstärkt auf den Markt vertrauen sollten. Hinsichtlich der inländischen Maßnahmen beinhalteten die in diesem Zusammenhang ausgesprochenen Empfehlungen eine Privatisierung und Deregulierung, mit Blick auf die Außenpolitik wurde die Öffnung von streng regulierten inländischen Märkten für grenzüberschreitende Transaktionen empfohlen. Der letztgenannten Empfehlung lag die Ansicht zugrunde, dass marktwirtschaftlich orientierte Länder am weltweiten Wirtschafts- und Finanzsystem teilnehmen sollten, um vom größeren Wettbewerb zu profitieren. Es setzte sich die Auffassung durch, dass zunächst die Leistungsbilanz liberalisiert werden sollte, da diese Maßnahme am einfachsten umzusetzen ist, und sich daran eine relativ rasche Liberalisierung des Kapitalverkehrs anschließen kann.

Ausbleibens oder einer Umkehr der Kapitalströme sowie die Wahrscheinlichkeit grenzüberschreitender Ansteckungseffekte. Erst in jüngster Zeit hat dieses Ansteckungspotenzial durch eine größere Markttransparenz sowie die Tatsache, dass Investoren jetzt besser zwischen den Schuldnern differenzieren können und Reformen in den Kreditnehmerländern durchgeführt wurden, abgenommen.

Ein zweites Merkmal der jüngsten Krisen ist die stärkere Involvierung des privaten Sektors sowohl als Gläubiger als auch als Schuldner. In den Achtzigerjahren beschränkten sich die Krisen meist auf den Bereich der Staatsschulden, und es war lediglich eine kleine Anzahl von kreditgebenden Banken aus entwickelten Volkswirtschaften betroffen, da Konsortialkredite das am häufigsten verwendete Kreditinstrument waren. Die Umschuldung mit Hilfe von Brady-Anleihen Ende der Achtzigerjahre und die darauf folgende Schaffung eines internationalen Markts für Anleihen aus Schwellenländern ermöglichte es den meisten Kreditnehmern aus diesen Ländern, sich neben Bankkrediten auch durch die Begebung von Anleihen zu refinanzieren. Zudem erhielten Kreditnehmer aus dem privaten Sektor durch die Liberalisierung der heimischen und internationalen Kapitalmärkte entsprechend dem „Washington Consensus“ Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten. Dies führte dazu, dass sowohl die Zahl der Emittenten als auch die der Käufer, darunter Investmentfonds und Privatanleger, stieg. Seit Ende der Neunzigerjahre haben private Kreditgeber durch die vermehrte Nutzung des zusätzlichen Instruments der ausländischen Direktinvestitionen noch an Bedeutung gewonnen. Öffentliche Schuldner waren als Kreditnehmer jedoch aus zwei Gründen auch in die jüngsten Krisen verwickelt. Zum einen haben die weit reichenden Krisen im Unternehmens- und Bankensektor zu einer Beteiligung öffentlicher Stellen geführt, die ein Sicherheitsnetz bereitgestellt haben, um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarktinstabilität zu verringern. Zum anderen schließt die gewichtigere Rolle des privaten Sektors in einem Schuldnerland nicht aus, dass der Staat aufgrund einer nicht trag-

fähigen Finanz- und/oder Geldpolitik weiterhin der größte Schuldner der ausländischen Kreditgeber und damit auch Hauptverursacher der Krise ist. Infolge der zunehmenden Anzahl der Akteure, die in die Finanzierung von Schwellenländern einbezogen sind, der Liberalisierung grenzüberschreitender Kapitalströme seit Ende der Achtzigerjahre sowie der Verbriefung internationaler Verbindlichkeiten unterscheidet sich die Verschuldung der Schwellenländer heute deutlich von dem Ende der Achtzigerjahre noch weitgehend homogenen Schuldenbestand. Der derzeitige Schuldenbestand setzt sich neben Konsortialkrediten von Banken und der offiziellen Finanzierung auch aus Anleihen und ausländischen Direktinvestitionen zusammen, wobei Letztere seit den späten Neunzigerjahren deutlich zugenommen haben.

Aufgrund dieser besonderen Merkmale ist die Bewältigung von Kapitalbilanzkrisen mit besonderen Herausforderungen verbunden. Eine davon hängt mit der Geschwindigkeit, mit der sich die Krisen entfalten, zusammen. Im Gegensatz zu Leistungsbilanzkrisen, die sich normalerweise über einen längeren Zeitraum hinweg aufbauen, können Kapitalbilanzkrisen aufgrund der hohen Kapitalmobilität plötzlich auftreten. Deshalb erfordern diese Krisen oftmals ein schnelleres Eingreifen in Form von politischen Maßnahmen seitens der nationalen Behörden und der internationalen Finanzgemeinschaft. Darüber hinaus verursachen die gestiegenen grenzüberschreitenden Kapitalströme, die sich aus der Liberalisierung Ende der Achtzigerjahre ergaben, in Krisenzeiten eine viel höhere Volatilität der gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Variablen. Ein Verlust des Vertrauens der Marktteilnehmer in die Politik oder die Fundamentaldaten eines Landes kann sich so stark auf die Kurse von Staats- und Unternehmensschuldtiteln sowie die Wechselkurse und Zinssätze auswirken, dass diese plötzlich schwanken und über ihr neues langfristiges Gleichgewichtsniveau hinausschießen.

Ein weiteres Problem ergibt sich aus der Rolle der Finanzinstitute und der Vertiefung der Finanzmärkte in Kreditnehmerländern.

Bei den jüngsten Kapitalbilanzkrisen wurde die Feststellung des Umfangs und der Ursachen unter anderem durch den Prozess der Finanzmarktvertiefung erschwert, der sich in den Schwellenländern noch immer gestützt auf die Banken vollzieht. Vor allem die von Banken durchgeführte Liquiditätstransformation erschwert häufig in erheblichem Maße die Beurteilung der Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer. Zudem schwächten auch gleichzeitig auftretende Laufzeiten- und Währungsinkongruenzen die Banken deutlich, da sie bzw. die Unternehmen, denen sie Kredite gewährten, aufgrund einer partiellen Dollarisierung plötzlichen und meist nicht abgesicherten Wechselkurausschlägen ausgesetzt waren. Eine zusätzliche Schwierigkeit ergab sich dort, wo die Regierung eines Landes als Garant für dessen Finanzstabilität fungierte, was eine staatliche Beteiligung an der Sanierung einheimischer Banken zur Folge hatte. Schließlich kann sich die Instabilität des Finanzsektors bei einer Bankenkrise auf die Realwirtschaft übertragen, die dann möglicherweise von Kapitalzuflüssen abgeschnitten wird. Angesichts der Mittlerrolle der Banken haben Insolvenzen in diesem Sektor einen Multiplikatoreffekt, der zum einen die Kosten einer Krise in die Höhe treibt und zum anderen deren Beurteilung erschwert.

Mit diesem Problem steht auch die Tatsache in Zusammenhang, dass es schwierig ist, die Fähigkeit und Bereitschaft eines Kreditnehmerlandes zu beurteilen, seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber seinen Gläubigern nachzukommen, was die Wahl der angemessenen politischen Reaktion erschwert. Im Falle einer Kapitalbilanzkrise führen die Vergrößerung der Kreditspreads, der Druck auf den Wechselkurs und der Anstieg der inländischen Zinssätze in der Regel dazu, dass der öffentliche Schuldner Probleme hat, seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland nachzukommen. Grundsätzlich sollte bei der Entscheidung über die angemessensten Lösungsmaßnahmen für solche Zahlungsprobleme die Tragfähigkeit der Verschuldung berücksichtigt werden. Wird die Krise durch einen vorübergehenden Finanzierungsengpass bei gleichzeitig soliden wirtschaftlichen Fun-

damentaldaten und weiterhin tragfähiger Verschuldung ausgelöst (Liquiditätskrise), ist die bloße Bereitstellung zusätzlicher Finanzmittel oder eine Umschuldung, bei der der Netto-Gegenwartswert unverändert bleibt, die Zahlungsziele aber vorübergehend gestreckt werden, die wirksamste Reaktion. Vor diesem Hintergrund kann eine kurzfristige Finanzierung durch den offiziellen Sektor zur Bereitstellung der während der Krise benötigten zusätzlichen Liquidität vorteilhaft sein, die es dem Land ermöglicht, seine Zahlungsverpflichtungen über einen längeren Zeitraum zu verteilen. Dagegen ist es bei einer Krise, die aus einer untragbaren Schuldenlast resultiert (Solvenzkrise), besser, eine Umschuldung anzustreben, bei der der Netto-Gegenwartswert reduziert wird. In Krisenzeiten erweist sich eine verlässliche Beurteilung der Tragfähigkeit der Verschuldung jedoch oft als extrem schwierig, da es problematisch ist, die genaue Art der Kapitalbilanzkrise zu bestimmen, und die Ereignisse äußerst rasch eintreten und Wirkung zeigen können.

Eine weitere Herausforderung ist schließlich die komplexer gewordene Koordination zwischen den Gläubigern, was auf die Verwendung neuer Finanzinstrumente und eine breiter werdende Gläubigerbasis zurückzuführen ist. Während der Verschuldungskrisen in den Achtzigerjahren gestaltete sich die Koordination relativ einfach, da es nur wenige Gläubiger gab und diese meist ähnliche Interessen hatten. Staatliche Gläubiger koordinierten ihre Maßnahmen im Rahmen des Pariser Clubs, und Geschäftsbanken richteten informelle Koordinierungsmechanismen im Rahmen des Londoner Clubs ein. Die steigende Zahl der Kreditgeber und Finanzinstrumente hat die Koordinierung, die Wahrung der Gläubigerrechte und die Vermeidung einer Benachteiligung einzelner Gläubiger inzwischen erheblich erschwert. Darüber hinaus muss dort, wo der inländische Finanzsektor einen Teil der Staatschuldentitel hält, ein befriedigender Ausgleich zwischen dem Prinzip der Gleichbehandlung der Gläubiger, welches die volle Einbeziehung der einheimischen Gläubiger in eine Streckung oder Umstrukturierung der Schulden bedeutet, und der Be-

wahrung der nationalen Finanzstabilität, die eine eher begrenzte Einbeziehung einheimi-

scher Gläubiger erfordern kann, gefunden werden.

3 Politische Maßnahmen zur Förderung einer geordneten Krisenbewältigung

Die Erfahrungen mit den in jüngster Zeit aufgetretenen Kapitalbilanzkrisen haben das Bewusstsein geschärft und die Notwendigkeit deutlich gemacht, die Aktivitäten und politischen Maßnahmen der verschiedenen involvierten Parteien zu überdenken. Die Anstrengungen zur Bewältigung der Krisen haben zu gemischten Resultaten geführt, was sich an den mehr oder weniger erfolgreichen mittelfristigen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Finanzmärkte zeigt. Meist erholte sich das Wirtschaftswachstum im Anschluss an eine Krise sehr rasch, wobei jedoch in einigen Fällen der durch die Krise erlittene Produktionsausfall erst nach mehreren Jahren vollständig aufgeholt werden konnte (siehe Tabelle 1). Desgleichen wurde die hohe Volatilität der Finanzvariablen, wie etwa der Zinssätze, Wechselkurse und Aktienkurse, in einem von Land zu Land unterschiedlichen Tempo gesenkt. In einigen Fällen hielten die Marktturbulenzen über längere Zeit an. In den Fällen, in denen sich die Auslandsverschuldung als untragbar erwies, gestaltete sich die Rückkehr zu einer tragfähigeren Entwicklung von Land zu Land unter-

schiedlich und bedurfte manches Mal längerer und schwieriger Verhandlungen. Überdies brachte die Gesundung der Bilanzen im Finanz- und Unternehmenssektor in den meisten Ländern eine erhebliche Belastung der öffentlichen Haushalte mit sich und erforderte umfassende Strukturreformen, die kurzfristige Kosten verursachten.

Eine der größten politischen Herausforderungen, die sich während der gesamten Dauer der Krisen stellte, war, ein angemessenes Verhältnis zwischen den drei wichtigsten Komponenten der Krisenbewältigung zu finden. Die erste Komponente der Krisenlösung ist die Anpassung auf nationaler Ebene, d. h. die politischen Maßnahmen des Schuldnerlandes, mit denen die Ursachen der Krise bekämpft und die Tragfähigkeit der Verschuldung wiederhergestellt werden sollen. Die zweite Komponente ist die Beteiligung des privaten Sektors, d. h. Kapitalströme von privaten Kreditgebern, die in Ausnahmefällen eine Umschuldung in Verbindung mit einer Reduzierung des Netto-Gegenwartswerts beinhalten können. Bei der dritten Komponente handelt

Tabelle

Reales BIP-Wachstum in ausgewählten Schwellenländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Argentinien	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	5,5
Brasilien	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,4	1,5	1,5
Indonesien	7,5	8,2	8,0	4,5	-13,1	0,8	4,9	3,4	3,7	3,5
Südkorea	8,3	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,1	6,3	2,5
Mexiko	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,2	0,7	1,5
Russland	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,3	10,0	5,0	4,3	6,0
Thailand	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,6	1,9	5,3	5,0
Türkei	-5,0	6,9	6,9	7,6	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,8	5,3

Quelle: IWF, World Economic Outlook, September 2003.

Anmerkung: Die fett gedruckten Zahlen zeigen das Jahr bzw. die Jahre an, in dem/denen sich eine Kapitalbilanzkrise ereignete.

1) Bei den Angaben für 2003 handelt es sich um Projektionen.

es sich um die offizielle Finanzierung, d. h. die Finanzierung durch den offiziellen Sektor, vor allem durch den IWF, die Weltbank, die regionalen Entwicklungsbanken sowie in einigen Fällen durch zwischenstaatliche Kredite. Diese drei Komponenten stehen in engem Zusammenhang miteinander und verstärken sich wechselseitig. Im Interesse einer Begrenzung der Kosten einer Krise ist ein schnelles Wiedereinsetzen von Kapitalzuflüssen seitens privater Kreditgeber wünschenswert. Bleiben diese aus, können die Preise für inländische Vermögenswerte und die Finanzvariablen eine störungsverursachende Entwicklung nehmen, was einen erfolgreichen Anpassungsprozess erschwert. Die inländische Anpassung ist eine Grundvoraussetzung für die wirksame Beteiligung des privaten Sektors, da die Wiederherstellung des Marktvertrauens von der nachhaltigen Korrektur der internen Ungleichgewichte abhängig ist. Auch die offizielle Finanzierung spielt eine wichtige Rolle, da sie dazu beitragen kann, die Kosten einer Krise einzudämmen, indem sie in Zeiten, in denen sich der Zugang zu den Kapitalmärkten schwierig gestaltet, neues Geld bereitstellt. Gleichzeitig sollte ein solcher Kredit aber nur dann gewährt werden, wenn es eine angemessene inländische Anpassung gibt, da nur die Korrektur gesamtwirtschaftlicher und bilanzieller Ungleichgewichte eine Sicherheit bietet, dass der Topf der IWF-Mittel auch weiterhin für eine mögliche Inanspruchnahme durch andere Mitgliedstaaten zur Verfügung steht.

Als Reaktion auf diese Herausforderungen hat die internationale offizielle Gemeinschaft und dabei insbesondere der IWF seine Erfahrungen mit dem Krisenmanagement auf Basis von internen wie auch externen Berichten laufend überprüft. Das Unabhängige Evaluierungsbüro, das vom IWF eingerichtet wurde, um eine objektive und unabhängige Beurteilung von IWF-relevanten Aktivitäten zu liefern, könnte ebenfalls eine zunehmend bedeutsame Rolle bei dieser Überprüfung übernehmen.

Der IWF hat eine Reihe von Maßnahmen eingeleitet, die zu einer raschen und geordneten

Bewältigung von Kapitalbilanzkrisen beitragen sollen. Im Folgenden werden einzelne Maßnahmen erörtert, die für die drei Bereiche der Krisenbewältigung bereits getroffen wurden oder derzeit zur Diskussion stehen. Zu Beginn sollten jedoch zwei Anmerkungen gemacht werden, die alle drei Komponenten betreffen.

Zum einen sollten die Maßnahmen zur Verbesserung der Krisenbewältigung einen angemessenen Kompromiss zwischen festen Regeln und Entscheidungsspielraum darstellen. Einerseits sind klare Regelungen vonnöten, die die Koordinierung der Erwartungen und des Verhaltens der verschiedenen Parteien erleichtern, da das Fehlen solcher Regelungen meist zu einer unangemessenen Anreizstruktur für das Risikoverhalten führt. Andererseits sollte auch ein gewisser Ermessensspielraum vorhanden sein, um auf die spezifischen Probleme und Herausforderungen jeder einzelnen Krise eingehen zu können und übermäßig präskriptive und detaillierte Rahmenregelungen zu vermeiden, die eine zeitnahe und angemessene Reaktion erschweren können.

Zum anderen ist die Schuldentragfähigkeit ein wichtiges Kriterium für die Bestimmung des angemessensten Verhältnisses dieser Komponenten. Ist die Verschuldungssituation nicht tragbar, so ist eine inländische Anpassung in Kombination mit einer Umschuldung notwendig. Ist die Verschuldung tragbar, kann eine deutliche inländische Anpassung in Verbindung mit einer reichlichen, jedoch zeitlich begrenzten offiziellen Finanzierung den erneuten Zugang zu privaten Finanzierungsquellen erleichtern und helfen, die Krise einzudämmen. Daraus ergibt sich, dass eine adäquate Prüfung der Schuldentragfähigkeit eine grundlegende Voraussetzung für eine erfolgreiche Krisenbewältigung ist. Vor diesem Hintergrund hat der IWF erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Techniken für seine Schuldentragfähigkeitsanalysen zu verbessern, und hat damit begonnen, solche Beurteilungen systematischer in Dokumente einzuarbeiten, die dem Exekutivdirektorium vorgelegt werden.

Wenngleich zu berücksichtigen ist, dass die Ermittlung der mittelfristigen Tragfähigkeit wesentlich auf Einschätzungen beruht und die analytische Grundlage einer erheblichen Fehlermarge unterliegen kann, sind die anhaltenden Bemühungen des IWF zur Steigerung der Genauigkeit des Verfahrens zu begrüßen. Vor diesem Hintergrund sollten Tragfähigkeitsanalysen auch verschiedene Szenarien auf der Grundlage alternativer Annahmen in Bezug auf die gesamtwirtschaftlichen Variablen und Finanzierungsströme präsentieren, um abschätzen zu können, wie das Ergebnis im schlimmsten Fall aussehen könnte. Darüber hinaus hat der IWF beschlossen, durch die Veröffentlichung von Beurteilungen der Schuldentragfähigkeit eine größere Transparenz zu schaffen und gleichzeitig die Genauigkeit bei der Erstellung zu fördern.

Nationale Anpassungsmaßnahmen

Nationale Anpassungsmaßnahmen sind der Eckpfeiler der Krisenbewältigung, da sie eine Grundvoraussetzung für die Wiederherstellung des Vertrauens und einen erneuten Kapitalzufluss darstellen. Die Hauptverantwortung für solche Maßnahmen liegt bei den politischen Entscheidungsträgern des von der Krise betroffenen Landes. Es liegt im eigenen Interesse des jeweiligen Landes, die Schwächen, die zu der Krise geführt haben, zu beseitigen und möglichst schnell wieder zu gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Stabilität sowie einer tragfähigen Verschuldung zurückzukehren. Das Auftreten von Kapitalbilanzkrisen macht jedoch eine Überprüfung der Art der nationalen Anpassungsmaßnahmen erforderlich. Vor allem die neuen Merkmale der jüngsten Krisen, die in Abschnitt 2 dargestellt wurden, implizieren, dass Anpassungsmaßnahmen nicht nur auf gesamtwirtschaftliche Schwächen wie Leistungsbilanzdefizite oder Haushaltsungleichgewichte ausgerichtet sein sollten. Vielmehr sollten sie auch auf die zugrunde liegenden Bilanzschwächen im privaten oder öffentlichen Sektor wie Währungs- und Laufzeitinkongruenzen sowie auf mögliche Schwachstellen des regulatorischen oder aufsichtsrechtlichen

Rahmens abzielen. Eine besondere Herausforderung im Rahmen der nationalen Anpassung besteht darin, dringend erforderliche Sofortmaßnahmen, mit denen möglicherweise die unmittelbaren Auswirkungen einer Krise eingedämmt werden müssen, mit langfristigen Strukturreformen zu kombinieren, die notwendig sind, um das langfristige Wachstumspotenzial der Wirtschaft zu erhalten.

Die internationale Gemeinschaft spielt aufgrund der Konditionalität der IWF-Finanzierungsprogramme bei der nationalen Anpassung ebenfalls eine Rolle. Die Konditionalität gewährleistet, dass die Finanzmittel des IWF zur Lösung der wirtschaftlichen Probleme eines Schuldners genutzt werden und das Land am Ende des Finanzierungsprogramms in der Lage ist, seine Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF zu begleichen. Sie spielt auch bei der Wiederherstellung des Marktvertrauens eine wichtige Rolle, da sie privaten Kreditgebern Sicherheit im Hinblick auf die Qualität der nationalen Anpassung bietet. Aufgrund der Erfahrung mit Kapitalbilanzkrisen hat der IWF während der letzten Jahre eine Reihe von Elementen seines Ansatzes der wirtschaftspolitischen Auflagen überprüft. Zunächst passte der IWF nach den Asienkrisen in den späten Neunzigerjahren seine Auflagen zunehmend an, um sicherzustellen, dass sie den besonderen Problemen und Bedürfnissen des betroffenen Landes entsprechen. Dabei wurde der bis dahin auf der makroökonomischen Politik liegende Schwerpunkt auf andere Gebiete wie die Finanzmarktpolitik ausgedehnt. Zwar ermöglicht dies, auf die der Krise zugrunde liegenden strukturellen Faktoren einzugehen, doch wurde in der Folge erkannt, dass die Ausweitung in bestimmten Fällen zu weit gegangen war. Aus diesem Grund beschloss der IWF, die Kreditkonditionalität durch eine Fokussierung auf Bereiche, die für die Bewältigung einer Krise von entscheidender Bedeutung sind, zu straffen. Darüber hinaus besteht zunehmend Übereinstimmung darüber, dass Kreditkonditionalität nur dann effektiv wirken kann, wenn die nationalen Stellen die administrative Kapazität sowie die nötige Entschlossenheit und politische Unterstützung zur Umset-

zung der Korrekturmaßnahmen haben. Der IWF hat deshalb bei der Ausgestaltung seiner Programme sein Augenmerk verstärkt auf die gesellschaftliche Akzeptanz (country ownership) gerichtet.

Offizielle Finanzierung

Der Übergang von Leistungsbilanz- zu Kapitalbilanzkrisen hat die Beurteilung, welche Rolle die öffentliche Finanzierung spielen soll, erschwert. Die jüngsten Kapitalbilanzkrisen waren von einem sehr hohen Bedarf an Außenfinanzierungsmitteln im öffentlichen und privaten Sektor des Schuldnerlandes geprägt, der durch die vorhandenen Währungsreserven nicht voll gedeckt werden konnte. Die internationale Gemeinschaft hat darauf mit einer Auffüllung der Reserven durch umfangreiche Finanzpakete reagiert. Dieser Ansatz hat eine Diskussion über die angemessene Rolle der offiziellen Finanzierung ausgelöst, wobei die Frage im Mittelpunkt stand, ob sie als internationaler „Kreditgeber der letzten Instanz“ (lender of last resort) fungieren könnte, analog zu der auf nationaler Ebene von den Zentralbanken wahrgenommenen Funktion. Auch wenn diese Analogie zunächst einleuchtend erscheint, unterliegt sie doch einer Reihe von Einschränkungen. Zum einen muss ein Kreditgeber der letzten Instanz über sehr umfangreiche Finanzmittel verfügen, während die Mittel der internationalen Finanzinstitutionen begrenzt sind. In einem nationalen Kontext hingegen verfügt die Zentralbank, die ihr eigenes Notengeld ausgibt, über unbegrenzte Ressourcen, um privaten Kreditinstituten bei Liquiditätsproblemen zu helfen. Zum anderen kann die Vergabe von großen Finanzpaketen zu einem größeren Kreditengagement der internationalen Institutionen und vor allem des IWF gegenüber wenigen großen Kreditnehmern führen; dies hätte eine unerwünschte Konzentration von IWF-Krediten und ein nicht hinnehmbares Kreditausfallrisiko für den IWF und somit indirekt für die internationale Gemeinschaft zur Folge. Drittens kann die Zentralbank ihre Unterstützung einer in Schwierigkeiten geratenen Bank in einem nationalen Kontext an obligatorische Änderun-

gen in der Unternehmensführung koppeln, darunter auch die Ablösung einer inkompetenten Geschäftsführung. In einem internationalen Rahmen kann die Kreditkonditionalität des IWF genutzt werden, um eine untragbare nationale Politik zu korrigieren, wobei die Wirksamkeit dieses Mittels begrenzter sein dürfte. Schließlich erschweren praktische Probleme bei der Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzkrisen zwar auch die Ausübung der Funktion eines Kreditgebers der letzten Instanz auf nationaler Ebene, sie sind aber in einem internationalen Rahmen zwangsläufig noch größer, da es schwieriger ist, Bilanzangaben für ein ganzes Land zu sammeln und auszuwerten als nur für ein einzelnes Kreditinstitut.

Angesichts dieser Einschränkungen ist die Wahrnehmung der Funktion eines internationalen Kreditgebers der letzten Instanz auch der Gefahr von Politikirrtümern ausgesetzt. So besteht insbesondere das Risiko, dass ein Land großzügige Finanzierungsmittel erhält, dessen Schuldensituation als tragbar angesehen wird, sich später jedoch als untragbar erweist. Im Laufe der Zeit kann die Wahrnehmung dieser Funktion das Risiko bergen, dass der internationalen Gemeinschaft im Falle einer allmählichen Verschlechterung von einer zunächst tragbaren zu einer nicht länger tragbaren Schuldensituation letztendlich kaum eine andere Wahl bleibt, als ihre Finanzierung zu verlängern. Schließlich kann es auch zu einem Moral-Hazard-Problem kommen, wenn die Marktdisziplin (also die von privaten Kreditgebern ausgehenden Anreize, die ein Schuldnerland dazu bewegen, eine solide Politik zu verfolgen und damit die Kredite wieder zurückzahlen zu können) durch die offizielle Finanzierung gestört wird. Dies kann dann eintreten, wenn Kreditnehmer und Kreditgeber davon ausgehen, dass die offizielle Finanzierung eine Art kostenlose Versicherung bietet. In diesem Fall könnte es kreditnehmenden Ländern vorteilhafter erscheinen, eine untragbare Politik zu verfolgen (Moral Hazard des Kreditnehmers), und Investoren könnten bei der Wahl ihrer Investitionen dem Kreditrisiko geringere Aufmerksamkeit schenken (Moral Hazard des Kredit-

gebers). Wenngleich das Problem des Moral Hazard kein spezifisches Problem der internationalen Kreditvergabe ist und es bislang nur wenige empirische Belege gibt, sollten offizielle Großkredite an Kreditnehmerländer weiterhin eine Ausnahme darstellen, und es sollte triftige Gründe für einen derartigen Kredit geben. Die Gefahr eines Moral Hazard könnte im internationalen Zusammenhang ein größeres Problem darstellen, da es im Rahmen der Krisenbewältigung schwieriger ist, einen Teil der aus einer untragbaren Politik resultierenden Kosten auf die Kreditgeber abzuwälzen, wenn Gläubiger und Schuldner nicht dem gleichen Rechtssystem unterliegen. Darüber hinaus sind die Rangordnungsstrukturen bei Staatsschulden in der Regel komplexer und nicht so eindeutig definiert wie bei privaten Instituten.

Es wurde daher anerkannt, dass die Übernahme der Funktion eines internationalen Kreditgebers der letzten Instanz im Wesentlichen weder möglich noch wünschenswert ist. Die Auffassung, dass die offizielle Finanzierung klaren Regeln – einschließlich strikten Zugangsbeschränkungen zur Verringerung möglicher Verzerrungen der Marktfunktion – unterliegen sollte, ist daher als ein positives Ergebnis der Diskussion anzusehen.

Diese Ansicht spiegelt sich auch im Rahmenwerk des IWF über den Zugang zu seinen Mitteln in Ausnahmefällen (framework for exceptional access) wider. Danach sollte die Finanzierung durch den IWF generell im Voraus festgelegte Grenzen, die als Funktion der Quote jedes IWF-Mitgliedstaats berechnet werden, nicht überschreiten. In der Regel liegt diese Grenze in einem bestimmten Jahr bei 100 % der Quote (jährliche Finanzierungsobergrenze), und alle ausstehenden IWF-Kredite zusammengefasst sollten 300 % der Quote nicht überschreiten (kumulierte Finanzierungsobergrenze). In besonderen Fällen kann der IWF jedoch beschließen, Kredite zu vergeben, die ausnahmsweise über diesen Grenzen liegen. Bis März 2003 war dies in „Ausnahmefällen“, die nicht genauer spezifiziert wurden, oder durch die Inanspruch-

nahme der Fazilität zur Stärkung der Währungsreserven (Supplemental Reserve Facility, SRF), die keinen Beschränkungen unterlag, möglich. (Die Fazilität zur Stärkung der Währungsreserven kann dann in Anspruch genommen werden, wenn die Gefahr besteht, dass durch einen Dominoeffekt das internationale Finanzsystem in Mitleidenschaft gezogen wird.) Seit 1995 erhielten neun Länder, und zwar Argentinien, Brasilien, Indonesien, Südkorea, Mexiko, Russland, Thailand, die Türkei und Uruguay, Kredite, die über die festgelegten Obergrenzen hinausgingen. In dieser Zeit stellten derartige Kredite auch den überwiegenden Teil der gesamten Kreditvergabe des IWF dar.

Im März dieses Jahres beschloss der IWF, die Rahmenbedingungen für den Zugang zu IWF-Mitteln durch die Festlegung einer Reihe von verfahrenstechnischen Erfordernissen und grundlegenden Kriterien für Ausnahmefälle zu verbessern. Nach dem neuen Verfahren ist nun vorgesehen, dass die Programmdokumentation eine detailliertere Begründung für den angestrebten offiziellen Finanzierungsbetrag enthalten muss und das Exekutivdirektorium des IWF frühzeitig konsultiert wird; außerdem wird eine systematische Ex-post-Bewertung der Programme, die durch zusätzliche Kredite finanziert werden, erwartet. Kriterien für einen außerordentlichen Kredit sind das Vorhandensein außergewöhnlicher Spannungen in der Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz, die durch die regulären Kredite nicht ausgeglichen werden können, eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Verschuldung tragbar bleibt, die Erwartung, dass das Land wieder Zugang zu den Märkten erlangt, und eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass das Anpassungsprogramm erfolgreich sein wird. Die Regelungen für den Zugang in Ausnahmefällen wurden im Juni 2003 weiter gestrafft, als der IWF beschloss, dass die für die Entscheidung über einen außergewöhnlichen Zugang erstellten Berichte ab Juli 2004 veröffentlicht werden müssen; diese Maßnahme soll eine disziplinierende Wirkung auf den Entscheidungsprozess ausüben.

In der Einbeziehung eines Kriteriums zur Tragfähigkeit der Verschuldung könnte man ein Element einer Lender-of-last-resort-Funktion für den IWF sehen, da einem Land, das sich in einer reinen Liquiditätskrise befindet, damit größere Kredite gewährt werden können. Doch auch unter diesem Aspekt kann der IWF nicht als Kreditgeber der letzten Instanz angesehen werden, da die Finanzierung auch in Ausnahmefällen begrenzt ist. Der Kreditbetrag muss immer in einem angemessenen Verhältnis zu bestimmten Indikatoren, wie etwa dem BIP und der Finanzierungslücke, stehen.

Einbindung des privaten Sektors

Die Einbeziehung des privaten Sektors wird in diesem Aufsatz in einem weiten Sinne definiert, d. h., sie umfasst nicht nur Umschuldungen (also die Verringerung des Netto-Gegenwartswerts bzw. des „Sicherheitsabschlags“), sondern auch Fälle, in denen private Kreditgeber bestehende Kredite erneuern oder neue Kredite vergeben, ohne dass es zu einer Verringerung des Netto-Gegenwartswerts kommt. Vor diesem Hintergrund ist die Einbindung des privaten Sektors vor allem aus zwei Gründen ein wichtiges Element bei jeder Art von Krisenbewältigung. Erstens ist sie erforderlich, da die private Finanzierung in den Schwellenländern das Gros der Außenfinanzierung darstellt. Die beiden anderen Komponenten des Krisenmanagements, die inländische Anpassung und die offizielle Finanzierung, reichen nicht aus, um den hohen Finanzierungsbedarf bei Kapitalbilanzkrisen aufzufangen. Grund hierfür ist, dass die inländische Anpassung eher mittelfristig und weniger kurzfristig Wirkung zeigt und die offizielle Finanzierung nur auf beschränkte Ressourcen zurückgreifen kann. Zweitens ist die Beteiligung privater Kreditgeber auch im Hinblick auf das Moral-Hazard-Problem von Bedeutung. Wie im Zusammenhang mit der offiziellen Finanzierung dargelegt, können Märkte ihre disziplinierende Funktion nur dann ausüben, wenn Kreditgeber dazu ermutigt werden, die Risiken, die mit ihrem Investitionsverhalten zusammenhängen, zu be-

rücksichtigen. Dies geschieht nur dann, wenn Investoren im Falle des Eintretens derartiger Risiken dazu gezwungen sind, die damit verbundenen Kosten zumindest teilweise selbst zu tragen.

Allerdings wird die Einbindung des privaten Sektors durch die allgemeinen, in Abschnitt 2 erörterten Herausforderungen, wie etwa die Geschwindigkeit der Entwicklungen am Markt und – was noch wichtiger ist – Koordinations- und Informationsprobleme, erschwert. Koordinationsprobleme entstehen, wenn das Optimierungsverhalten jedes einzelnen Gläubigers zu einer suboptimalen Lösung führt. So kann im Falle einer geplanten Umschuldung jeder Gläubiger ein Interesse daran haben, das Angebot abzulehnen und eine volle Rückzahlung anzustreben, in der Hoffnung, dass andere Gläubiger sich an der Umschuldung beteiligen und die Lasten tragen (Trittbrettfahrerverhalten). Verfolgen alle Kreditgeber die gleiche Trittbrettfahrerstrategie, so könnte das Endergebnis ungeordneter und schlechter ausfallen als bei einer koordinierten Lösung. Informationsprobleme hängen mit den zuvor erwähnten Schwierigkeiten bei der Beurteilung der tatsächlichen Zahlungsfähigkeit staatlicher Schuldner sowie deren Strategie bei der Umschuldung zusammen. Daher ist der Verhandlungsprozess mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet, was dazu führen kann, dass private Gläubiger zögern, eine Beteiligung an der Krisenlösung zu akzeptieren.

Zur Überwindung der Koordinierungs- und Informationsprobleme wurden drei weit gefasste Instrumentenkategorien vorgeschlagen. Ein Lösungsvorschlag, der nach der Krise in Mexiko in den Vordergrund rückte und im Bericht „The resolution of sovereign liquidity crises“ (Die Lösung staatlicher Liquiditätskrisen) der G-10-Staaten vom Mai 1996 unterstützt wurde, besteht darin, den vertraglichen Rahmen durch die Aufnahme von Umschuldungsklauseln (collective action clauses, CACs) in Schuldverträgen zu erweitern (vertraglicher Ansatz). In jüngster Vergangenheit lotete der IWF die Möglichkeit der Schaffung eines internationalen Rechtsrahmens mithilfe

eines Verfahrens zur Umstrukturierung von Staatsschulden (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM) aus (statutorischer Ansatz). Schließlich wird derzeit ein dritter Vorschlag, die Entwicklung eines Verhaltenskodex (kodexbasierter Ansatz), ausgearbeitet. Diese drei Lösungen werden in den folgenden Abschnitten genauer beschrieben, und zwar mit Blick auf die Probleme, die mit ihnen gelöst werden sollen, sowie auf ihre vertragliche oder gesetzliche Wirksamkeit bzw. ihre Unverbindlichkeit. Der vertragliche Ansatz zielt vor allem darauf ab, das Koordinationsproblem der Gläubiger zu lösen. Der statutorische Ansatz stellt auf das Koordinationsproblem der Gläubiger und die Schwierigkeiten beim Sammeln von Informationen ab und wäre Teil eines rechtsverbindlichen Rahmenwerks. Der kodexbasierte Ansatz schließlich befasst sich mit den Problemen bei der Koordination und dem Sammeln von Informationen, wäre jedoch nicht bindend.

Der vertragliche Ansatz beruht auf Umschuldungsklauseln, d. h. Bestimmungen in Schuldverträgen, die eine Koordinierung zwischen den Gläubigern erleichtern. Sie setzen insbesondere das für eine Umschuldung notwendige Zustimmungserfordernis herab. Das heißt, es ist keine Einstimmigkeit mehr erforderlich; eine qualifizierte Mehrheit, z. B. 75 % des ausstehenden Kreditbetrags, ist ausreichend (majority restructuring provisions). Dies trägt zur Vermeidung von Situationen bei, in denen eine Minderheit von Gläubigern eine Umschuldungsvereinbarung blockiert. Umschuldungsklauseln schränken auch die Möglichkeit ein, dass einige wenige Gläubiger ein Gerichtsverfahren gegen den Schuldner anstrengen, das die Umschuldungsverhandlungen beeinträchtigen könnte (majority enforcement provisions). Derartige Klauseln sind in fast allen Rechtssystemen möglich, wurden jedoch bis vor kurzem in einigen wichtigen Rechtssystemen (vor allem New York) aufgrund der vorherrschenden Marktgepflogenheiten nicht angewandt. Derzeit enthalten schätzungsweise nur rund ein Drittel der internationalen Staatsanleihen Umschuldungsklauseln. In jüngster Zeit wurden allerdings erhebliche Fortschritte auf dem Weg

zu einer verstärkten Verwendung von Umschuldungsklauseln erzielt: Sie wurden in die meisten Staatsschuldverschreibungen, die seit März 2003 nach New Yorker Recht neu emittiert wurden, aufgenommen. Entgegen den Befürchtungen von Schuldnern, dass Umschuldungsklauseln von den Gläubigern als Mittel angesehen werden könnten, ungerechtfertigterweise Umschuldungsverhandlungen einzuleiten, und die Risikoprämien damit steigen könnten, hatten sie bisher keinen erkennbaren Einfluss auf die Finanzierungskosten. Fortschritte in Richtung einer stärkeren Einbeziehung von Umschuldungsklauseln wurden durch die intensive Arbeit an Modellklauseln in Foren des offiziellen und privaten Sektors erzielt, wie etwa der Working Group on Contractual Clauses der Zehnergruppe, an der auch die EZB teilnahm. Außerdem verpflichteten sich die EU-Mitgliedstaaten in der Absicht, mit gutem Beispiel voranzugehen, im April 2003 dazu, künftig Umschuldungsklauseln in ihre nach fremdem Recht emittierten Anleihen aufzunehmen.

Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass zufrieden stellende Fortschritte in Richtung einer stärkeren Berücksichtigung von Umschuldungsklauseln gemacht wurden. Allerdings dürfte der vertragliche Ansatz für sich allein genommen keine umfassende Lösung für alle Herausforderungen, die mit der Einbeziehung des privaten Sektors zusammenhängen, bieten. Bedenken bestehen zum Beispiel dahingehend, dass es viele Jahre dauern kann, bis Umschuldungsklauseln in den gesamten Bestand an Staatsschulden aufgenommen worden sind. Ferner beziehen sich Umschuldungsklauseln in der Regel auf eine bestimmte Anleiheemission und ermöglichen insofern den Inhabern unterschiedlicher Titel keine Aggregation, wobei jedoch im Rahmen des vertraglichen Ansatzes Fortschritte bei der Erreichung eines gewissen Aggregationsgrads gemacht wurden. So enthalten insbesondere die in jüngster Zeit von Uruguay begebenen Anleihen Umschuldungsklauseln, die eine gewisse Aggregation zulassen. Die Aufnahme von vertraglichen Bestimmungen, die eine Aggregation möglich machen, birgt jedoch bestimmte Schwierigkeiten, und ihre

Ausgestaltung befindet sich noch in einem eher experimentellen Stadium. Schließlich bleibt anzumerken, dass der vertragliche Ansatz zwar bei Koordinierungsproblemen zwischen den Kreditnehmern hilft, aber möglicherweise keine Lösung für andere Herausforderungen, die sich im Zusammenhang mit der Krisenbewältigung ergeben, bietet; hierzu zählt beispielsweise die Notwendigkeit eines symmetrischen Informationsaustauschs zwischen Schuldner und Gläubigern. Insgesamt lässt sich daraus schließen, dass weitere Maßnahmen und innovative Lösungen zur Verbesserung einiger Aspekte dieses Ansatzes erforderlich sind.

Eine alternative Lösung, an der der IWF zwischen 2001 und Anfang 2003 arbeitete, war ein gesetzlicher Ansatz, der auf einem rechtsverbindlichen Verfahren zur Umstrukturierung von Staatsschulden (SDRM) beruht. Dieser Ansatz gründet auf der Idee, dass einige Elemente der Konkursverfahren, die auf nationaler Ebene bei privaten und öffentlichen Schuldner Anwendung finden, auch bei Staaten angewandt werden könnten. Nach diesem Vorschlag wäre das SDRM-Verfahren auf Fälle beschränkt gewesen, in denen sich die Schuldensituation eines Landes als mittlerweile untragbar erwiesen hätte. Alle relevanten Schuldtitel eines staatlichen Schuldners wären in eine begrenzte Anzahl von Forderungskategorien unterteilt worden, und eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger jeder dieser Kategorien hätte einem Umschuldungsplan zustimmen müssen. Darüber hinaus war ein Streitbeilegungsforum (dispute resolution forum) vorgesehen, das dazu befugt gewesen wäre, administrative Aufgaben zu übernehmen (z. B. Benachrichtigung der Gläubiger, Registrierung von Forderungen, Leitung des Abstimmungsprozesses) und bestimmte rechtliche Entscheidungen zu treffen, um Streitigkeiten zwischen Schuldner und Gläubigern oder unter Gläubigern zu schlichten.

Der statutorische Ansatz würde einen soliden Rahmen zur Lösung von Informations- und Koordinationsproblemen bieten. Im Gegensatz zu den Umschuldungsklauseln wäre

eine Aggregation verschiedener Schuldverträge, die unterschiedliche Gläubigerkategorien zusammenfasst, möglich. Ferner könnte der SDRM ab dem ersten Tag seiner Einführung auf alle ausstehenden Schulden angewandt werden. Er wäre darüber hinaus rechtlich bindend, da er zum Beispiel mittels einer Novellierung der IWF-Statuten in einen völkerrechtlichen Rahmen eingebettet wäre.

Auf der Frühjahrstagung des IWF im April 2003 wurde jedoch deutlich, dass sich keine ausreichende politische Mehrheit für einen SDRM finden würde. Die kreditnehmenden Schwellenländer wollten den Vorschlag nicht unterstützen, da es seitens der Kreditgeber des privaten Sektors Widerstand gab und man Bedenken hinsichtlich einer möglichen Erhöhung der Finanzierungskosten hegte. Einige der fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren ebenfalls skeptisch. Daher wurde die Entwicklung des Verfahrens zur Umstrukturierung von Staatsschulden vorläufig ad acta gelegt; es wurde jedoch beschlossen, einige seiner Merkmale, die von allgemeiner Bedeutung für eine geordnete Krisenlösung sein könnten, weiter zu untersuchen. Zukünftig wird es daher wichtig sein herauszufinden, inwiefern diese Merkmale – z. B. eine verbesserte Transparenz und Offenlegung, die Aggregation verschiedener Anleiheemissionen und die Schaffung eines Streitbeilegungsforums – außerhalb des internationalen rechtlichen Rahmens repliziert werden können.

Eine dritte Lösung, die derzeit genauer untersucht wird, ist ein Verhaltenskodex, in dem vorbildliche Verfahren (best practices) und Richtlinien für den Schuldner, die Gläubiger und die internationale Gemeinschaft aufgestellt werden sollen. Wenngleich diese vorbildlichen Verfahren nicht bindend wären, könnten sie den Prozess der Krisenbewältigung verbessern. Derzeit ist eine Gruppe von Vertretern des privaten Sektors und Repräsentanten der Schwellenländer und Gläubigerstaaten damit beschäftigt, die Grundlagen für den Entwurf eines solchen Kodex zu schaffen. Dieser würde auf einer Reihe von Prinzipien zur Lösung von Staatsschuldenkrisen beruhen, wie etwa der

frühzeitigen Absprache zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern, dem rechtzeitigen Informationsaustausch, Transparenz und einer fairen Behandlung. Ferner würde er auf verschiedene Instrumente verweisen, die bei der Umsetzung dieser Prinzipien helfen sollen. Dabei könnte es sich beispielsweise um Verfahren für den Informationsaustausch, Umschuldungsklauseln und Mechanismen zur Organisation von Verhandlungen zwischen einem Schuldner und seinen Gläubigern handeln. Die Umsetzung des Verhaltenskodex könnte schließlich auch durch bestimmte Überwachungs- und Überprüfungsverfahren gewährleistet werden.

Der Kodex könnte zu einer besseren Krisenbewältigung beitragen, da seine Grundprinzipien die Handlungen von Schuldnern und

Gläubigern bestimmen und damit bei der Lösung von Koordinations- und Informationsproblemen helfen. Ferner würde er eine bessere Krisenprävention ermöglichen, da er den anhaltenden Dialog zwischen den betroffenen Parteien fördern und erleichtern würde. Dadurch würde er zu einem angemessenen Verhalten beitragen und frühzeitige Korrekturmaßnahmen unterstützen. Zum jetzigen Zeitpunkt ist noch ungewiss, ob der Kodex angesichts seines unverbindlichen Charakters ausreichend effiziente Mittel und Anreize bietet, um wirksam zu sein. Einige Beobachter haben eingewendet, dass ein derartiger Ansatz nur dann wirklich effektiv sein kann, wenn er „im Schatten des Rechts“ wirkt, das heißt, dass ein umfassender institutioneller Rahmen vorhanden sein muss, auf den gegebenenfalls zurückgegriffen werden kann.

4 Schlussbemerkungen

In diesem Artikel wurden die jüngsten Erfahrungen mit Kapitalbilanzkrisen in Schwellenländern erörtert. Die Bewältigung dieser Krisen hat sich als sehr schwierig erwiesen, was an den gemischten Ergebnissen in Bezug auf die Kosten für die Wirtschaft und die Zeitdauer, in der das Vertrauen und die Stabilität in den krisengeschüttelten Ländern wiederhergestellt wurde, abzulesen ist.

Die internationale Gemeinschaft hat bereits Lehren aus den jüngsten Erfahrungen gezogen und sich auf eine Reihe von Maßnahmen zur Maximierung der Effektivität der drei Hauptelemente der Krisenbewältigung, nämlich der inländischen Anpassung, der offiziellen Finanzierung und der Einbeziehung des privaten Sektors, geeinigt. Neben den makroökonomischen Ungleichgewichten werden die Bilanzschwächen im Unternehmens- und Finanzsektor eines Landes mittlerweile als eine der Hauptursachen für Instabilität angesehen; diese haben das Potenzial, eine schwere Krise hervorzurufen. Im Hinblick auf die offizielle Finanzierung hat der IWF eine Reihe von Initiativen gestartet; hierzu zählt unter anderem das im März 2003 verabschiedete neue Rahmenwerk, in dem festgelegt wurde,

wie die außergewöhnliche Kreditvergabe des IWF bei Kapitalbilanzkrisen gehandhabt werden soll. Dieser neue Rahmen soll Rechenschaftspflicht und Transparenz stärken. Schließlich wurden hinsichtlich der Einbindung des privaten Sektors verschiedene neue Vorschläge zur Beseitigung von Koordinations- und Informationsproblemen gemacht, die die Marktentwicklung stören können. Allerdings dürfte keiner der Vorschläge eine Lösung für alle Probleme, die die Krisenbewältigung in jüngster Vergangenheit erschwert haben, bieten. Umschuldungsklauseln haben den Vorteil, dass sie relativ einfach umzusetzen sind, wie die weit reichende Aufnahme von Umschuldungsklauseln in die jüngsten Emissionen internationaler Staatsanleihen von Schwellenländern zeigt. Außerdem tragen sie dazu bei, das Problem der Koordination der Gläubiger untereinander abzumildern. Andererseits bieten sie den Investoren keine zusätzlichen Informationen und erleichtern auch nicht die titelübergreifende Aggregation verschiedener Schuldverschreibungen desselben Landes. Der Vorschlag zur Entwicklung eines SDRM wird einstweilen nicht weiter verfolgt, da einige der beteiligten Parteien ein derartiges Verfahren als einen zu starken

Eingriff ansehen, um Marktunvollkommenheiten zu begegnen. Einige seiner Elemente könnten es allerdings lohnen, weiter verfolgt zu werden, da sie möglicherweise zur Lösung von Koordinierungs- und Informationsproblemen bei langwierigen Umschuldungsprozessen beitragen können. Ein dritter Vorschlag, die Erstellung eines Verhaltenskodex, könnte ebenfalls bei der Lösung von Koordinations- und Informationsproblemen helfen, wobei seine genaue Ausgestaltung noch offen ist und die Wirksamkeit vorbildlicher Verfahren auf freiwilliger Basis noch geprüft werden muss.

Allerdings dürften mit diesen Vorschlägen und ihrer Umsetzung nicht alle Möglichkeiten, die in den nächsten Jahren noch in Betracht gezogen werden können, ausgeschöpft sein. Wenngleich in jüngster Zeit Fortschritte bei der Krisenbewältigung erzielt wurden, werden wohl aufgrund der noch anstehenden politischen Herausforderungen weitere Anstrengungen seitens der internationalen Gemeinschaft erforderlich sein.

Die internationale Rolle des Euro: die wichtigsten Entwicklungen seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion

Der vorliegende Aufsatz gibt einen kurzen Überblick über die Hauptmerkmale der internationalen Rolle des Euro, d. h. über seine Verwendung durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Seit 1999 wird der Euro zunehmend von Gebietsfremden verwendet. Er hat seine Bedeutung als zweitwichtigste internationale Währung gefestigt und weist spezifische Merkmale auf, die er mit der bedeutendsten internationalen Währung, dem US-Dollar, gemein hat. Außerhalb des Euroraums wird der Euro vor allem von den großen Finanzinstituten und Kapitalgesellschaften der Industrieländer verwendet. Seine Bedeutung hat insbesondere in Regionen zugenommen, die sich geographisch nah am Euroraum befinden, darunter der Finanzplatz London sowie die mittel- und südosteuropäischen Länder, wo vor Beginn der Währungsunion die Vorläuferwährungen des Euro in Umlauf waren. Diese Entwicklungen sind im Wesentlichen vom Markt bestimmt und unterstreichen das Vertrauen, das Gebietsfremde dem Euro entgegenbringen. Die EZB veröffentlicht jährlich den analytischeren „Review of the international role of the euro“, der dieses Thema ausführlicher behandelt.

I Entwicklungen in den vergangenen vier Jahren

In diesem Aufsatz werden einige Segmente der internationalen Finanzmärkte untersucht, in denen währungspolitische Überlegungen eine entscheidende Rolle spielen. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf der Emission und Platzierung von Schuldverschreibungen, dem Devisenhandel am Kassamarkt und auf internationalen Bankgeschäften – einschließlich Transaktionen am Interbankenmarkt –, wobei es sich um grenzüberschreitende oder in Fremdwährung getätigte Geschäfte handelt. Andere Marktsegmente, in

denen währungspolitische Überlegungen weniger wichtig sind – z. B. beim Handel mit Aktien oder bestimmten Arten von Derivaten –, werden nicht berücksichtigt.

In den drei zuvor genannten Segmenten hat sich der Euro als zweitwichtigste internationale Währung fest etabliert. Von Mitte 1999 bis Mitte 2001 stieg sein Marktanteil stetig und zwischen Mitte 2001 und Mitte 2003 etwas schwächer an (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

Die internationale Verwendung von Währungen – Währungsanteile an ausgewählten Finanzmärkten

	US-Dollar	Euro	Japanischer Yen	Sonstige
Anleihen und Geldmarktpapiere, die von Nicht-Ansässigen des jeweiligen heimischen Finanzmarkts begeben wurden ^{1), 2)}				
Juni 1999	46,8	21,7	16,6	14,9
Juni 2001	44,1	27,4	14,3	14,2
Juni 2003	43,7	30,4	10,5	15,3
Insgesamt getätigte Devisengeschäfte mit der Landeswährung außerhalb des Euro-Währungsgebiets ³⁾				
April 2001	47,5	16,9	12,5	23,1
Internationale Bankpassiva ^{1), 4)}				
Juni 1999	55,2	19,6	8,7	16,5
Juni 2001	54,4	24,1	7,7	13,7
Dezember 2002	53,2	24,6	6,2	16,0

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) Zu konstanten Wechselkursen des ersten Quartals 1994.

2) Umlauf an Schuldverschreibungen, die aus der Warte des Landes des Schuldners (im Falle des Euro des gesamten Euro-Währungsgebiets) in Fremdwährung begeben wurden.

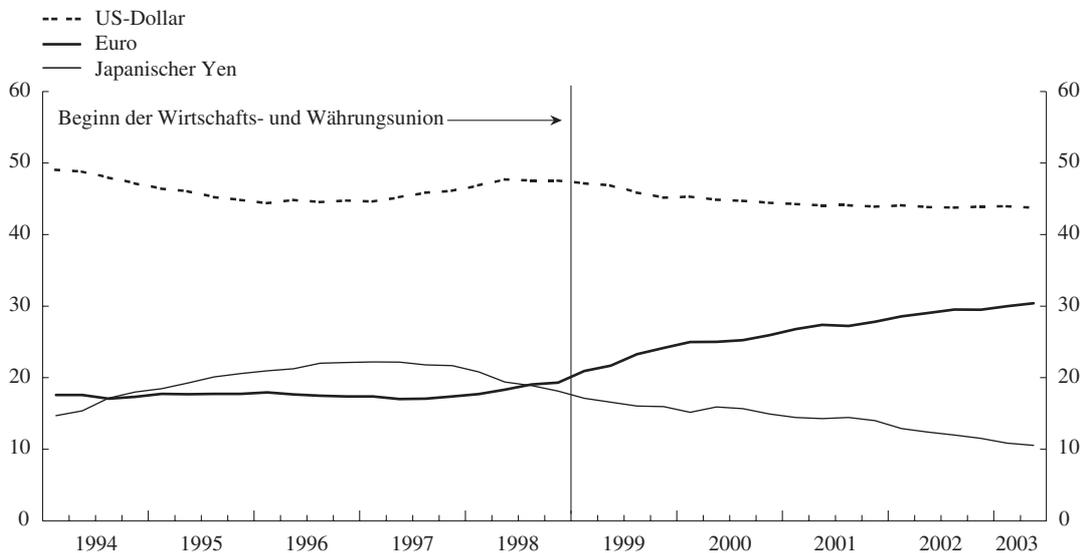
3) Einschließlich Devisengeschäften mit dem US-Dollar in den Vereinigten Staaten und mit dem japanischen Yen in Japan.

4) Passiva von Kreditinstituten gegenüber dem Ausland und inländische Passiva von Kreditinstituten in Fremdwährung.

Abbildung 1

Bestand an internationalen Schuldverschreibungen nach Währungsanteilen¹⁾

(in %)



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) Anleihen und Geldmarktpapiere (ohne Emissionen in Landeswährung) als prozentualer Anteil am gesamten Umlauf und auf Basis der Wechselkurse des ersten Quartals 1994.

1) Daten zur Denominierung des Umlaufs an internationalen Schuldverschreibungen (darunter Anleihen und Geldmarktpapiere), die auf eine andere Währung als die des Landes des Schuldners lauten, zeigen, dass sich der Anteil des Euro Mitte 2003 auf 30 % belief und somit 9 Prozentpunkte höher war als Mitte des Jahres 1999 (siehe auch Abbildung 1).

2) Aus den Daten der alle drei Jahre stattfindenden Devisenmarkterhebung der BIZ, die im Jahr 2002 veröffentlicht wurde, geht hervor, dass im April 2001 beim Devisenhandel (am Kassa-, Termin- und Swapmarkt) in Finanzzentren außerhalb des Euro-Währungsgebiets etwa 17 % der Transaktionen in Euro getätigt wurden.¹ An den internationalen Devisenmärkten (einschließlich der Finanzzentren im Euroraum) wurde das Währungspaar USD/EUR mit 30 % aller Transaktionen am häufigsten gehandelt.²

3) Was die internationalen Geschäfte des Bankensektors betrifft (dazu zählen auch die Geschäftsbeziehungen zwischen MFIs

des Euroraums und Gebietsfremden), so entfielen Ende 2002 auf den Euro 24,6 % der internationalen Bankpassiva und 25,5 % der internationalen Bankaktiva. Damit hatte sein Anteil gegenüber Mitte 1999 um 5 bzw. 6 Prozentpunkte zugenommen.

Statistische Daten zum Ort der von Gebietsfremden in Euro getätigten Finanzgeschäfte liegen nur zum Teil vor. Die verfügbaren Daten zu den Anleiheemissionen, zum Devisenhandel und zur Vermögensverwaltung lassen jedoch darauf schließen, dass der Finanzplatz London in dieser Hinsicht eine entscheidende Rolle spielt. Marktquellen ist zu entnehmen, dass zwischen 1999 und 2002 auf im Vereinigten Königreich ansässige Schuldner 30 % der von Gebietsfremden begebenen

1 Ein Vergleich mit den Daten der BIZ von 1998 ist schwierig, was auf den strukturellen Bruch zurückzuführen ist, der aufgrund des Wegfalls des Devisenhandels zwischen den Vorläuferwährungen mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Wahrungunion (WWU) im Jahr 1999 entstand (weitere Einzelheiten hierzu finden sich im Artikel „Die internationale Rolle des Euro“ im Monatsbericht vom August 1999).

2 Daten zu Währungspaaren (z. B. EUR/USD) sind nicht unmittelbar mit dem Anteil einzelner Währungen (z. B. des Euro) an den Devisenmärkten vergleichbar. Ihre nächste Devisenmarkterhebung führt die BIZ im Jahr 2004 durch.

Kasten I

Vor- und Nachteile einer „engen“ Abgrenzung der internationalen Rolle des Euro

Die internationale Rolle des Euro bezieht sich auf die Verwendung der Gemeinschaftswährung durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Aus Sicht der Finanzierung wird dabei lediglich jenen Wertpapieren Rechnung getragen, die von Ansässigen außerhalb des Euroraums begeben wurden. Aus Sicht der Investitionen sollten aber auch die Wertpapiere des Eurogebiets im Besitz von Gebietsfremden berücksichtigt werden; eine Aufgliederung dieser Wertpapiere nach Währungen liegt jedoch bislang noch nicht vor. Im vorliegenden Artikel wird eine „enge“ Abgrenzung des Begriffs „international“ verwendet, die ausschließlich Wertpapiere umfasst, die von Ansässigen außerhalb des Euroraums begeben wurden. Neben dieser eng gefassten Definition gibt es auch eine „weit gefasste“ Definition, wonach die BIZ Schuldtitlemissionen Gebietsansässiger als international bezeichnet, wenn sie internationalen Investoren gezielt angeboten werden (z. B. über ein aus gebietsfremden Finanzinstituten bestehendes Bankenkonsortium). Die enge Definition grenzt Vermögenswerte, die von Finanzmarktteilnehmern in der Regel als international angesehen werden, immer dann aus, wenn sie aus dem Euroraum stammen. Allerdings umfasst die breite Abgrenzung auch jene Fälle, in denen sowohl der Emittent als auch der Inhaber der Wertpapiere im Euroraum ansässig sind, sofern die Emission ursprünglich „international“ sein sollte.

Der Anteil des Euro am Bestand der internationalen Schuldverschreibungen ist in der weit gefassten Abgrenzung größer (41,5 % Mitte 2003) als in der engen Abgrenzung und fast genauso groß wie jener des US-Dollar (42,5 % Mitte 2003). Während die EZB in der Vergangenheit von beiden Definitionen Gebrauch machte, konzentriert sich dieser Artikel nicht zuletzt der Klarheit und Einfachheit halber nur auf die enge Abgrenzung. Die Schlussfolgerungen wären jedoch auch bei Verwendung der weiten Definition die gleichen.

Euro-Anleihen entfielen. 60 % der so genannten „Konsortialführer“ (d. h. der Finanzinstitute, die für die Begebung von Schuldverschreibungen am Primärmarkt zuständig sind) hatten ihren Sitz im Vereinigten Königreich. Im April 2001 wurden an Devisenmärkten außerhalb des Euroraums 47 % der Transaktionen, bei denen der Euro involviert war, im Vereinigten Königreich getätigt.³ Darüber hinaus entfielen etwa 60 % der gesamten auf Euro lautenden Aktiva und Passiva außerhalb des Euroraums auf im Vereinigten Königreich ansässige Banken.

Im Hinblick auf die Verwendung als Zahlungsmittel im internationalen Handel hat der Euro in jüngster Zeit auch als Abrechnungs-/Fakturierungswährung an Bedeutung gewonnen. Statistische Daten, die derzeit für eine Reihe von Euro-Ländern vorliegen, lassen darauf schließen, dass rund 50 % ihrer Ausfuhren in Drittländer und 45 % ihrer Einfuhren aus Drittländern nunmehr in Euro fakturiert

sind (siehe Tabelle 2). Der Unterschied zwischen dem Anteil am Import und dem Anteil am Export spiegelt den Einfluss der Rohstoffe – die weitgehend in US-Dollar fakturiert sind – auf die Importe ins Euro-Währungsgebiet wider. Er steht auch mit der Hypothese in Einklang, dass die Wirtschaftsteilnehmer ihre eigene Währung als Abrechnungs-/Fakturierungswährung leichter für die Exporte als für die Importe festlegen können (auch bekannt als Gesetz von Grassmann). Die zunehmende Verwendung des Euro begann zwar bereits vor der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen, trat im Jahr 2002 jedoch stärker zutage. Möglicherweise hat die Bargeldumstellung Exporteure und Importeure dazu veranlasst, ihre Fakturierungspraktiken zugunsten des Euro zu überdenken.

³ Devisenmarktgeschäfte in Euro wurden auch in den Vereinigten Staaten (23 % der Transaktionen außerhalb des Euroraums), der Schweiz (7 %) sowie in Japan und Singapur (je 6 %) getätigt.

Tabelle 2**Anteil des Euro als Abrechnungs-/Fakturierungswährung in ausgewählten Euro-Ländern am Warenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

(in %)

	Ausfuhren			Einfuhren		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Belgien	...	...	53,4	...	...	53,3
Frankreich	48,0	49,2	55,3	35,0	39,8	46,8
Deutschland	...	...	49,0	...	...	48,0
Griechenland	...	23,5	39,3	...	29,3	35,8
Italien	...	52,7	54,1	...	40,8	44,2
Luxemburg	...	...	51,6	...	...	35,3
Portugal	40,1	43,5	48,5	47,0	53,6	57,6
Spanien	49,0	52,0	57,6	44,0	49,7	55,8

*Quellen: NZBen und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: „...“ steht für „nicht verfügbar“. Die Daten beziehen sich auf die Verwendung des Euro als Abrechnungswahrung, außer in Deutschland. Für Deutschland geben die Daten den Durchschnittswert der Daten wieder, die im ersten und dritten Quartal 2002 im Rahmen von Stichprobenerhebungen der Deutschen Bundesbank zusammengetragen wurden. Sämtliche in der Tabelle enthaltenen Daten zu den Jahren 2000 und 2001 beinhalten in Euro und in dessen Vorläuferwährungen abgewickelte Geschäfte.***2 Die vier wichtigsten Verwendergruppen**

Seit 1999 haben vier Verwendergruppen die internationale Rolle des Euro geprägt: 1) gebietsfremde private Wirtschaftsakteure, insbesondere Finanzinstitute und große internationale Kapitalgesellschaften, 2) gebietsfremde öffentlich-rechtliche Körperschaften, wenn auch in geringerem Maße, 3) Investoren im Euroraum als Käufer von Euro-Anleihen, die außerhalb des Euroraums begeben wurden, und 4) Nachbarländer des Euro-Währungsgebiets.

Gebietsfremde private Wirtschaftsakteure

Gebietsfremde Finanzinstitute und nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, vor allem in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, emittierten im Betrachtungszeitraum mit 80 % des Gesamtabsatzes den Großteil der auf Euro lautenden Anleihen. In Tabelle 3 sind die zehn wichtigsten Emittenten des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aufgeführt. Auf der Investitionsseite rührte die Nachfrage von Ansässigen außerhalb des Euroraums überwiegend von institutionellen Anlegern her, wobei ein beträchtlicher Teil aus dem Vereinigten Königreich und den europäischen Ländern außer-

halb des Euroraums stammte. Das Interesse der US-Investoren blieb verhalten.

Gebietsfremde öffentlich-rechtliche Körperschaften

Die Emission durch Regierungen und öffentliche Stellen außerhalb des Euroraums machte durchschnittlich 14 % der zwischen 1999 und 2002 insgesamt begebenen internationalen Euro-Anleihen aus, wobei der am Hypothekenmarkt agierende US-Finanzdienstleister Freddie Mac die meisten Anleihen emittierte (siehe Tabelle 4).⁴ Der Anteil der staatlichen Emittenten der Schwellenländer hat im Laufe der Zeit abgenommen, vor allem seit der Zahlungsunfähigkeit Argentinien.

Auf der Investitionsseite scheinen öffentlich-rechtliche Körperschaften im Berichtszeitraum zumeist nicht in größerem Umfang Anleihen erworben zu haben. Daten des IWF zeigen, dass der Anteil des Euro an den Zentralbankreserven leicht zunahm, nämlich

⁴ Auch die Bank of England ist ein aktiver Emittent von Euro-Schuldverschreibungen (früher im Namen des Schatzamts und jetzt in eigener Verantwortung); zwischen 2001 und 2003 begab sie dreijährige Anleihen im Wert von 6,6 Mrd €. Die Bank of England emittiert regelmäßig auch kurzfristige Euro-Wechsel.

Tabelle 3**Die zehn wichtigsten gebietsfremden Emittenten des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (1999 bis Ende August 2003)**

Unternehmen	Anzahl der Emissionen	Emissionsvolumen insgesamt (in Mrd €)	Sitz
General Electric Capital Corp	71	29,1	Vereinigte Staaten
Ford Motor Credit Co	19	23,3	Vereinigte Staaten
General Motors Acceptance Corp – GMAC	21	19,4	Vereinigte Staaten
Tecnost International Finance NV	4	15,6	Niederländische Antillen
DaimlerChrysler North America Holding Corp	19	12,5	Vereinigte Staaten
Spintab AB	42	11,0	Schweden
British Telecommunications plc	7	9,5	Vereinigtes Königreich
Household Finance Corp	12	8,4	Vereinigte Staaten
BAT International Finance plc	7	4,9	Vereinigtes Königreich
Vodafone Group plc	7	4,3	Vereinigtes Königreich

Quellen: Dealogic (Bondware) und EZB-Berechnungen.

Tabelle 4**Die zehn wichtigsten gebietsfremden Emittenten des öffentlichen Sektors (1999 bis Ende August 2003)**

Unternehmen	Anzahl der Emissionen	Emissionsvolumen insgesamt (in Mrd €)	Sitz
Federal Home Loan Mortgage Corp – Freddie Mac	12	44,5	Vereinigte Staaten
Republik Argentinien	35	11,5	Argentinien
Republik Türkei	19	9,1	Türkei
Föderative Republik Brasilien	10	6,8	Brasilien
Hamburgische LB Finance (Guernsey) Ltd	22	6,8	Guernsey
Swedish National Housing Finance Corp – SBAB	21	4,9	Schweden
Republik Polen	6	4,6	Polen
Vattenfall Treasury AB	16	4,1	Schweden
Republik Ungarn	7	4,0	Ungarn
Vereinigte Mexikanische Staaten	4	2,9	Mexiko

Quellen: Dealogic (Bondware) und EZB-Berechnungen.

von 12,6 % im Jahr 1999 auf 14,6 % im Jahr 2002. Darin kam auch das stärkere Interesse der Schwellenländer zum Ausdruck, in denen sich der Anteil des Euro von 14,1 % im Jahr 1999 auf 16,8 % ihrer Währungsreserven im Jahr 2002 erhöhte. Dies steht mit vergangenen Entwicklungen in Einklang, die nahe legen, dass sich die Währungszusammensetzung von Reserven nur schrittweise verändert.

Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Ein beträchtlicher Teil der in Euro denominierten Anleihen, die von Gebietsfremden begeben werden, wird von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet erworben. Statistiken zur

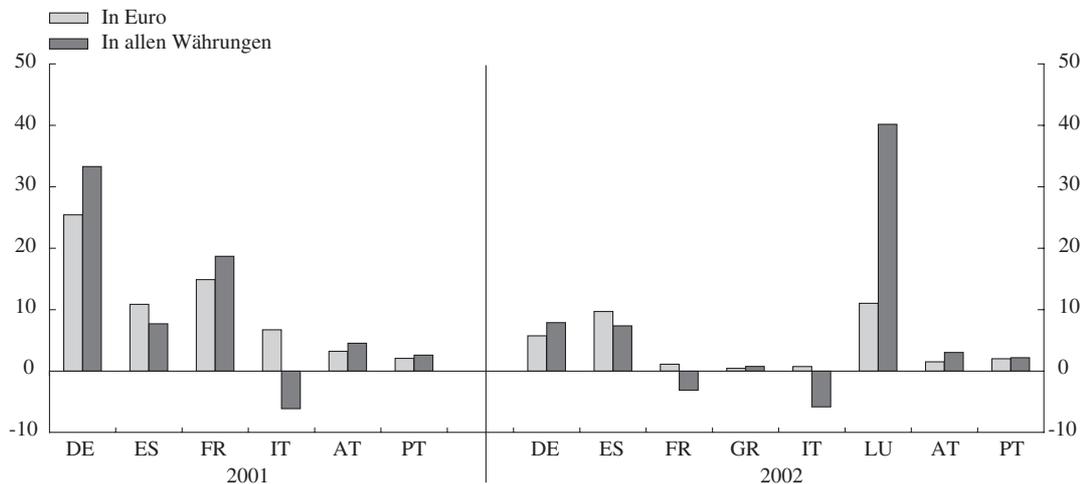
Aufgliederung der Zahlungsbilanz nach Währungen, die für einige Euro-Länder vorliegen, lassen darauf schließen, dass Ansässige im Euro-Währungsgebiet – mit Ausnahme von Luxemburg – eine Präferenz für auf Euro lautende Anleihen haben, da diese den größten Teil ihres Nettoerwerbs von auf alle Währungen lautenden Anleihen von Gebietsfremden ausmachen (siehe Abbildung 2).

Dies wird durch Hinweise von Marktteilnehmern auf Roadshows am internationalen Anleihemarkt weiter untermauert, aus denen hervorgeht, dass internationale Emittenten von Euro-Anleihen explizit auf Investoren im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in nordischen Ländern abzielen.

Abbildung 2

Von Gebietsfremden begebene Anleihen: Nettoerwerb durch Ansässige ausgewählter Euro-Länder

(in Mrd €)



Quellen: NZBen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Erfasst ist die Währung, in der die Schuldverschreibungen denominiert sind, außer im Fall von Luxemburg, Spanien und Griechenland, wo es sich um die Abrechnungswährung der Transaktionen handelt. Positive (negative) Beträge stellen den Nettoerwerb (Nettoverkauf) von Anleihen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet von Gebietsfremden (an Gebietsfremde) dar. Für das Jahr 2001 liegen keine Daten zu Griechenland und Luxemburg vor.

Nachbarregionen des Euro-Währungsgebiets

In den Nachbarregionen des Euroraums ist das Verwendungsspektrum des Euro viel breiter als in anderen Regionen der Welt. Dazu zählen die vier folgenden Funktionen: die Verwendung des Euro als Finanzierungswährung, als Vehikelwährung⁵ an den Devisenmärkten, als Referenzwährung in Wechselkurssystemen und schließlich zur Substitution von Bargeld und Vermögenswerten, d. h. die Verwendung des Euro in Form von Bargeld und Buchgeld außerhalb des Euroraums.

Für einige Regierungen, vor allem in Mittel- und Osteuropa, ist die Wahl des Euro als bevorzugte Kreditwährung mit strategischen politischen Überlegungen verbunden. Die Behörden von Ländern, die der Europäischen Union beitreten, begeben auf Euro lautende staatliche Schuldtitel entsprechend ihrer Zielsetzung der Euro-Einführung. In anderen Ländern steht die Wahl des Euro als Kreditwährung mit der stark ausgeprägten Substitution von Vermögenswerten im Bankensystem

(z. B. in Kroatien) oder der starken Nutzung des Euro als Fakturierungswährung im Außenhandel (Marokko und Tunesien) in Einklang.

Während an den internationalen Devisenmärkten die meisten Transaktionen zwischen zwei Währungen über den US-Dollar abgewickelt werden, kommt in einigen Finanzzentren, die sich in der Nähe des Euroraums befinden, dem Euro die Rolle als Vehikelwährung zu. In diesen Ländern ist der Euro zu einem überwiegenden Teil (Ungarn und Slowenien) bzw. zu einem großen Teil (Tschechische Republik und Slowakei) an allen Devisengeschäften mit der Landeswährung beteiligt. Der prozentuale Anteil der Geschäfte mit Beteiligung des Euro ist auch in westeuropäischen Ländern außerhalb des Euroraums (Dänemark, Schweden und Schweiz) vergleichsweise hoch.

⁵ An den Devisenmärkten können Transaktionen zwischen zwei Währungen durch den Erwerb und Verkauf einer dritten Währung (der so genannten „Vehikelwährung“) erfolgen, sofern der Handel mit dieser Drittwährung liquider und daher kostengünstiger für die Handelspartner ist.

In den Nachbarregionen der EU verfolgen zudem mehrere Länder eine Wechselkurspolitik, die den Euro als Referenzwährung beinhaltet und von einer festen Wechselkursanbindung bis hin zu kontrolliertem Floating reichen kann. Einige Länder haben eine auf dem Euro basierende Currency-Board-Regelung eingeführt (Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Estland und Litauen) oder ihre Währung fest an den Euro gebunden (die Länder der CFA-Franc-Währungsunion in West- und Zentralafrika). Bestimmte Gebiete haben dem Euro unilateral den Status als offizielles Zahlungsmittel eingeräumt (Kosovo und Montenegro). Zwei EU-Beitrittsländer lassen eine Schwankungsbreite von 15 % auf beiden Seiten eines Leitkurses gegenüber dem Euro zu (Zypern und Ungarn), und andere Länder richten ihren Wechselkurs am Euro aus (Slowenien, Slowakei und Rumänien). Schließlich weisen einige Länder dem Euro eine wichtige Rolle in dem Währungskorb zu, an dem sie ihre Devisenpolitik orientieren (Lettland, Malta, Marokko und Tunesien).

Wie kürzlich in dem Artikel „Die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung“ im Monatsbericht vom Januar 2003 beschrieben, ist ein Umlauf des Euro als Parallelwährung außerhalb des Euroraums vorwiegend in unmittelbarer geographischer Nachbarschaft zu fin-

den. Daten des Eurosystems zum Versand von Banknoten in Drittländer deuten darauf hin, dass der Umlauf von Euro-Banknoten seit Veröffentlichung des genannten Artikels weiter zugenommen hat. Die Menge an ins Ausland versandten Euro-Banknoten (bereinigt um Zuflüsse) ist von 28 Mrd € (Ende 2002) auf etwa 38 Mrd € (Juli 2003) gestiegen. Darin nicht berücksichtigt ist Euro-Bargeld, das auf anderem Wege (Tourismus, Überweisungen, Schattenwirtschaft usw.) ins Ausland gelangt ist.

Der Euro ist vor allem in einigen Ländern Mitteleuropas und des westlichen Balkans als Parallelwährung in Umlauf und wird sowohl in Form von Bargeld als auch in Form von Einlagen verwendet. Allgemeiner betrachtet nahmen die auf Euro lautenden Einlagen in rund 30 Schwellenländern in der Nachbarregion des Euroraums, zu denen Daten vorliegen, in den Monaten vor der Euro-Bargeldumstellung um 13,5 Mrd € zu und beliefen sich Ende 2001 auf etwa 52 Mrd €, da privat gehortete Bargeldbestände der Euro-Vorläuferwährungen bei den Banken eingezahlt wurden.⁶ Seitdem haben die Euro-denominierten Einlagen in absoluter Rechnung nur geringfügig zugenommen, während ihr Anteil an den gesamten Einlagen recht stabil blieb.

3 Hauptdeterminanten der internationalen Rolle des Euro

In dem hier betrachteten Zeitraum wurde die internationale Rolle des Euro sowohl durch Elemente der Kontinuität als auch durch Veränderungen bewirkende Faktoren geprägt.

Elemente der Kontinuität

Elemente der Kontinuität, die die internationale Rolle des Euro prägen, umfassen das Erbe der Euro-Vorläuferwährungen sowie die historischen, institutionellen und wirtschaftlichen Beziehungen des Euroraums zu seinen Nachbarregionen.

- Aufgrund des Stellenwerts einiger Vorläuferwährungen erlangte der Euro bereits unmittelbar nach seiner Einführung den Status einer Weltwährung. Als Nachfolger vor allem der Deutschen Mark und des Französischen Franc wurde er sofort als internationale Reservewährung und als Ankerwährung in den Wechselkursystemen einiger EU-Nachbarländer eingesetzt.

⁶ Die Zahlen basieren auf einer Untersuchung, die von der EZB in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken von 30 Nachbarländern durchgeführt wurde.

- Auf regionaler Ebene wurde die Bedeutung des Euro auch durch enge wirtschaftliche und institutionelle Beziehungen zwischen dem Euroraum und seinen Nachbarregionen gestützt, die weitgehend schon vor der Einführung des Euro bestanden. Auf das Euro-Währungsgebiet entfällt ein ausgesprochen großer Anteil des Außenhandels und der internationalen finanziellen Verflechtungen der Nachbarregionen. Aufgrund der bevorstehenden EU-Erweiterung und der Einleitung von Assoziierungsmaßnahmen mit den Ländern des westlichen Balkans und des Mittelmeerraums durch die EU haben diese Verbindungen eine neue Perspektive dazugewonnen.
- Gestützt durch die Einrichtung von Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystemen für den Euroraum hat das Wachstum der Finanzmärkte des Eurogebiets dazu geführt, dass internationale Kreditnehmer größeres Interesse am Euro zeigen. Ihre Zielgruppe sind nun auch Anleger aus einem immer stärker zusammenwachsenden Binnenmarkt; somit profitieren sie von der höheren Liquidität im Vergleich zu den einzelnen Märkten der zwölf Euro-Länder.
- Angesichts ihres gestiegenen Finanzierungsbedarfs sind internationale Kapitalgesellschaften bemüht, ihre Anlegerbasis außerhalb des heimischen Finanzmarkts auszuweiten. Dadurch ist es ihnen gelungen, ihre Abhängigkeit von der heimischen Anlegerbasis zu reduzieren und gelegentlich ihre Kreditfinanzierungskosten bei günstigen Swapmöglichkeiten zu senken. Bei einigen Kapitalgesellschaften in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich wurde dieses Ziel durch die Emission von auf Euro lautenden Papieren erreicht.

Änderungsfaktoren

Die Änderungsfaktoren beziehen sich auf die Vertiefung der Finanzmärkte des Euroraums und die zunehmende Internationalisierung der Kreditaufnahmestrategien internationaler Kapitalgesellschaften.

Kasten 2

Fortschritte bei der Erarbeitung eines statistischen Rahmens zur Beurteilung der internationalen Rolle des Euro

Da die Beurteilung der internationalen Rolle einer Währung nur für eine begrenzte Anzahl von Währungen von Bedeutung ist, befassen sich die weltweit gültigen Statistikstandards nicht mit der bei wirtschaftlichen und finanziellen Transaktionen verwendeten Währungseinheit. Deshalb sind die für die Beurteilung der internationalen Bedeutung des Euro (sowie anderer Währungen) verfügbaren statistischen Daten begrenzt und stammen sehr häufig nicht aus standardisierten Quellen. Seit 1999 hat die EZB erhebliche Anstrengungen zur Erschließung einschlägiger Informationsquellen unternommen und in einigen Fällen zur Erhebung zusätzlicher Daten beigetragen, die eine bessere Beurteilung der verschiedenen Dimensionen der internationalen Rolle des Euro ermöglichen sollen.

Wichtige Faktoren für die Beurteilung der internationalen Rolle des Euro

Die Bestimmung der internationalen Bedeutung einer Währung beruht auf zwei Faktoren: den Funktionen der Währung und ihrer geographischen Verbreitung. Die Funktionen internationaler Währungen wurden in dem bereits genannten Artikel im Monatsbericht vom August 1999 beschrieben: Dazu zählt zum einen die private Verwendung einer Währung, d. h. als Anlage-, Emissions- oder Fakturierungswährung oder Instrument zur Kursangabe, zum anderen die öffentliche Verwendung in Form von internationalen Währungsreserven oder als Ankerwährung für Wechselkursarrangements.

Graduelle Erweiterung des Datensatzes zur Bestimmung der internationalen Rolle des Euro

Die im Artikel vom August 1999 verwendeten Angaben basierten weitgehend auf den von multilateralen Institutionen zur Verfügung gestellten Statistiken, insbesondere auf IWF-Daten zur Zusammensetzung der weltweiten Währungsreserven und BIZ-Daten zur Emission internationaler Schuldverschreibungen.

Seitdem wurden weitere Verbesserungen vorgenommen:

- Erhebung von Daten zum Versand von Euro-Banknoten in Drittländer
- Aufgliederung nach Währungen bei einigen Posten der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus von Euro-Ländern: Einige nationale Zentralbanken des Eurosystems waren in der Lage, diese Aufgliederung für Transaktionen oder Positionen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums im Hinblick auf Transaktionen im Waren- und Dienstleistungsverkehr sowie für Bestände an ausländischen Schuldverschreibungen vorzunehmen.

Parallel dazu liegen folgende Daten vor:

- Eine Aufgliederung von Außenhandelsstatistiken nach Währungen wird in verschiedenen Ländern veröffentlicht, darunter Japan, das Vereinigte Königreich, Polen, Bulgarien und Tunesien.
- Eine Reihe von EU-Nachbarstaaten erheben Daten zu Bankeinlagen aufgliedert nach Währungen.

Das Eurosystem plant, seine statistischen Quellen für Transaktionen zwischen dem Euroraum und Drittländern weiterzuentwickeln. Eine systematische Erhebung verschiedener Zahlungsbilanzposten nach Währungen wird derzeit von den europäischen Institutionen erörtert, die für die Erstellung von Zahlungsbilanzstatistiken zuständig sind.

4 Schlussbemerkungen

Der Euro hat seine Bedeutung als zweitwichtigste internationale Währung in den ersten vier Jahren der Währungsunion gefestigt, worin sich das Vertrauen widerspiegelt, das Ansässige außerhalb des Euroraums dem Euro entgegenbringen. Die EZB beobachtet diese Entwicklungen aufmerksam und veröffentlicht einmal jährlich einen „Review of the international role of the euro“. Eine umfassende Analyse wird jedoch so lange nicht vorgenommen, bis die Ergebnisse der laufenden Weiterentwicklung der Statistiken in diesem Bereich vorliegen.

Die internationale Rolle des Euro wurde hauptsächlich durch Finanzinstitute und Kapitalgesellschaften in Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, vor allem aber in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich, geprägt. Wie die Daten aus einer Reihe von Euro-Ländern belegen, hat die Rolle des Euro als Abrechnungs-/Fakturierungs-

währung auch im internationalen Handelsverkehr an Bedeutung gewonnen.

In den ersten Jahren seit Beginn der Währungsunion ließ sich die zunehmende Verwendung des Euro durch Gebietsfremde vor allem an der Emission von Euro-Schuldverschreibungen ablesen. Weitere Faktoren, die seine internationale Bedeutung gefördert haben, sind Effizienzsteigerungen durch die Erweiterung der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet sowie Finanzierungsstrategien großer Kapitalgesellschaften in Industrieländern.

Die internationale Bedeutung des Euro hat nicht in allen Regionen der Welt gleichermaßen zugenommen. Am Finanzplatz London wurde der größte Teil der Euro-Transaktionen außerhalb des Euroraums getätigt, vor allem an den Rentenmärkten und im Devisenhandel. In einer Reihe von Ländern der Nach-

barregionen des Euro-Währungsgebiets wird der Euro für eine Vielzahl von Zwecken eingesetzt: Er dient als bevorzugte Währung bei Kreditbeziehungen, als Vehikelwährung an den Devisenmärkten, als Ankerwährung für Wechselkurssysteme und in manchen Ländern auch als Parallelwährung.

Diese Entwicklungen haben sich als Folge eines marktinduzierten Prozesses herausgebil-

det und spiegeln daher die Präferenzen des privaten Wirtschaftssektors wider. Die EZB hat entsprechend ihrer Grundsatzposition diesen Prozess weder forciert noch blockiert. Die führende Rolle spielten dabei der Unternehmenssektor – an den Finanzmärkten, beim Devisenhandel und bei der Fakturierung im Handelsverkehr – und in Ländern, in denen der Euro als Parallelwährung in Umlauf ist, die privaten Haushalte.