



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

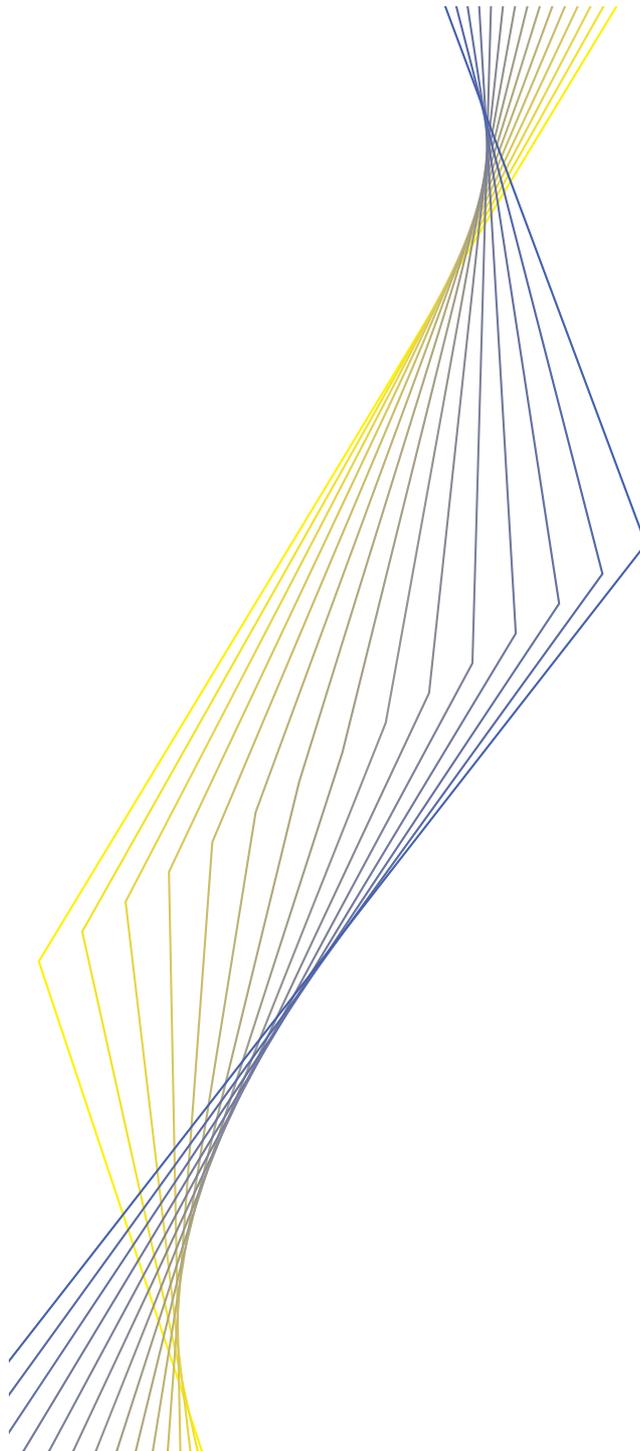
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

Dezember 2003



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Dezember 2003**

© Europäische Zentralbank, 2003

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

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

*Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.*

*Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 3. Dezember 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	38
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	45
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	56
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	62
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	68
Kästen	
1 Neuere Entwicklungen bei der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen	17
2 Neue Statistik der EZB über die Zinssätze der MFIs	24
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	29
4 Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	33
5 Jüngste Entwicklungen am Markt für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet	42
6 Gründe für die Diskrepanzen zwischen BIP-Wachstum und Wachstum der Bruttowertschöpfung	46
7 Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets	49
8 Erklärung des EZB-Rats zu den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats bezüglich der Korrektur übermäßiger Defizite in Frankreich und Deutschland	61
9 Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2003	66
10 Prognosen anderer Institutionen	67
11 Die Bedeutung Asiens (ohne Japan) für die Weltwirtschaft	74
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	103*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	107*

## 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 4. Dezember 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems 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 Zinssätze auf ihrem derzeitigen niedrigen Stand zu belassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass der geldpolitische Kurs weiterhin angemessen ist, um Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Die jährlichen Inflationsraten dürften sich in den kommenden Monaten um 2 % herum bewegen, anschließend jedoch langsam und in begrenztem Umfang sinken. Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet hat eingesetzt und das Vertrauen weiter zugenommen. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Entwicklungen, die seine Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten.

Der EZB-Rat bedauert die jüngsten finanzpolitischen Entwicklungen sehr, insbesondere die vom ECOFIN-Rat am 25. November 2003 getroffene Entscheidung, bezüglich der nächsten Schritte gegen Frankreich und Deutschland im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nicht im Sinne der Kommissionsempfehlungen zu handeln. Wie bereits in der Erklärung des EZB-Rats vom selben Tag hervorgehoben (siehe Kasten 8 in diesem Monatsbericht), könnten durch diese Entwicklungen die Glaubwürdigkeit des institutionellen Rahmens und das Vertrauen in solide öffentliche Finanzen der Mitgliedstaaten im gesamten Euroraum beeinträchtigt werden. Ein glaubwürdiges finanzpolitisches Regelwerk ist nicht nur für die Stabilität, sondern auch für das Wachstum von entscheidender Bedeutung und stellt eine Voraussetzung für weiterhin niedrige Risikoprämien an den Finanzmärkten dar.

Was die den Beschlüssen über die EZB-Leitzinsen zugrunde liegende detailliertere Analyse betrifft, so haben im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse die jüngsten Datenver-

öffentlichungen bestätigt, dass sich die Konjunktur im Eurogebiet in der zweiten Jahreshälfte 2003 belebt hat. Die Erholung des realen BIP-Wachstums im dritten Quartal 2003 spiegelt den Aufschwung in der Weltwirtschaft wider, der sich im nächsten Jahr fortsetzen dürfte.

Gleichzeitig wird von einem Anstieg der inländischen Nachfrage ausgegangen. Der private Verbrauch dürfte von positiven Terms-of-Trade-Effekten der vergangenen Aufwertung des Euro gestützt werden. Im Laufe der Zeit sollte er auch von einer Zunahme des Beschäftigungswachstums profitieren, das mit der Konjunkturbelebung einhergehen dürfte. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen sollte sich vor allem aufgrund einer steigenden Auslandsnachfrage, der niedrigen Zinssätze und allgemein günstiger Finanzierungsbedingungen allmählich erholen. Darüber hinaus dürften den Unternehmensinvestitionen die fortlaufenden Anpassungsbemühungen des Unternehmenssektors zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität zugute kommen.

Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen, die dem EZB-Rat bei seiner letzten Sitzung zur Verfügung standen, werden in diesem Monatsbericht veröffentlicht. Sie basieren auf einer Reihe technischer Annahmen, denen die bis Mitte November 2003 verfügbaren Daten zugrunde liegen. Die Projektionen gehen davon aus, dass das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet 2003 durchschnittlich zwischen 0,2 % und 0,6 % liegt und sich 2004 auf 1,1 % bis 2,1 % und 2005 auf 1,9 % bis 2,9 % erhöhen wird. Die vorliegenden Prognosen von internationalen und privaten Organisationen zeichnen hinsichtlich der Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum ein ähnliches Bild. Auch die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten stimmen mit diesem Ausblick überein.

Der EZB-Rat rechnet für die kommenden Quartale mit einer allmählichen Belebung des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet, die im Jahresverlauf 2004 und im Jahr darauf an Breite und Stärke gewinnen wird. Die Risiken,

mit denen dieses Hauptszenario behaftet ist, scheinen sich die Waage zu halten. Angesichts der Ungleichgewichte in einigen Teilen der Weltwirtschaft bestehen nach wie vor Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des weltweiten Wirtschaftswachstums.

Was die Preisentwicklung betrifft, so lag die am HVPI gemessene Jahresinflationsrate der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im November bei 2,2 % gegenüber einer Rate von 2,0 % im Oktober. Im laufenden Jahr wurden meist ähnliche Teuerungsraten verzeichnet, und auch in den kommenden Monaten dürften sich die Preissteigerungsraten auf einem Niveau von etwa 2 % bewegen. Aufgrund ungünstiger Entwicklungen bei den Nahrungsmittelpreisen, der Entwicklung der Ölpreise und geplanter Erhöhungen von indirekten Steuern und administrierten Preisen werden sich die Inflationsraten nicht so rasch und deutlich zurückbilden, wie dies noch vor einigen Monaten angenommen wurde.

Bei der Beurteilung der Preisentwicklung über den kurzfristigen Horizont hinaus sollten jedoch eine Reihe von Faktoren den Inflationsdruck eindämmen. Zum einen wird die vorangegangene Euro-Aufwertung weiter zu einer verhaltenen Einfuhrpreisentwicklung beitragen. Zum anderen dürfte der inländische Preisdruck gemäßigt bleiben. Insbesondere sollten die Lohnzuwächse im Zusammenhang mit einer nach derzeitigen Erwartungen weiterhin allmählichen Konjunkturerholung moderat ausfallen. Lohnzurückhaltung ist auch für die Förderung der Beschäftigung unabdingbar. Bei einer fortgesetzt verhaltenen Lohnentwicklung dürfte ein konjunkturell bedingter Produktivitätsanstieg das Wachstum der Lohnstückkosten verringern, das bisher vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur relativ hoch war.

Dieser Gesamteindruck spiegelt sich auch in den kürzlich veröffentlichten Prognosen und in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen wider. Den Projektionen zufolge beträgt die durchschnittliche jährliche Teuerungsraten nach dem HVPI im Jahr 2003 zwischen 2,0 % und 2,2 %, im Jahr 2004 zwi-

schen 1,3 % und 2,3 % und 2005 zwischen 1,0 % und 2,2 %.

Gleichzeitig hängen die Inflationsaussichten von einer ganzen Reihe von Annahmen ab, etwa jenen über die weltweite Entwicklung, die Ölpreise, die Wechselkurse, die Lohnentwicklung und die finanzpolitischen Maßnahmen. Potenzielle Risiken für die Preisstabilität müssen daher im Auge behalten werden. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die aus Finanzmarktindikatoren abgeleiteten Inflationserwartungen in den letzten Monaten etwas gestiegen sind. Wenngleich technische Faktoren dabei auch eine Rolle gespielt haben könnten und andere Indikatoren – wie beispielsweise auf Umfragen beruhende Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen – weitgehend unverändert geblieben sind, müssen die Inflationserwartungen genau beobachtet werden.

Die monetäre Analyse zeigt, dass das M3-Wachstum in den letzten beiden Jahren aufgrund von Portfolioumschichtungen, Vorsichtssparen und niedrigen Zinsen äußerst kräftig war. Das geringe Zinsniveau hat auch zu der gestiegenen Kreditnachfrage beigetragen. Der Aufbau von Überschussliquidität stellt zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Gefahr für die Preisstabilität dar, da sich die Wirtschaft aus derzeitiger Sicht nur langsam erholen wird. Sollte der große Liquiditätsüberschuss jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung bestehen bleiben, könnte er auf mittlere Sicht zu Inflationsdruck führen. Daher muss die monetäre Entwicklung sorgfältig beobachtet werden.

Zusammenfassend ergibt sich aus der wirtschaftlichen Analyse, dass das Hauptszenario für die mittelfristige Preisentwicklung weiterhin mit der Definition von Preisstabilität in Einklang steht. Dieser Eindruck wird durch die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse bestätigt.

Was die Finanzpolitik betrifft, so spielt die Aufrechterhaltung des Vertrauens in die Solidität der öffentlichen Finanzen für ein nachhaltiges Wachstum von Konsum und Investi-

tionen eine entscheidende Rolle. Der gesamte finanzpolitische Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts bleibt von zentraler Bedeutung und sollte in allen Punkten respektiert werden. Das Gleiche gilt für die in Artikel 104 des EG-Vertrags niedergelegte Verpflichtung, übermäßige Defizite zu vermeiden und zu korrigieren, sowie für die Referenzwerte von 3 % für die Defizit- und von 60 % für die Schuldenquote, die im Anhang zum EG-Vertrag im Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit festgelegt sind. Hierauf gründet sich das Vertrauen in die WWU.

Der EZB-Rat hat zur Kenntnis genommen, dass sich Frankreich und Deutschland verpflichtet haben, ihre übermäßigen Defizite so schnell wie möglich und spätestens bis zum Jahr 2005 zu korrigieren. Darüber hinaus hat der EZB-Rat vermerkt, dass der ECOFIN-Rat bereit ist, die beiden Regierungen bei einer Nichteinhaltung ihrer Verpflichtungen mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, Maßnahmen für eine Korrektur ihrer übermäßigen Defizite zu ergreifen. Der EZB-Rat fordert die betreffenden Regierungen dringend auf, ihrer Verantwortung gerecht zu werden.

Dies ist auch für strukturelle Reformen entscheidend. Eine stärkere Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets, insbesondere an den Arbeits- und Gütermärkten, eine größere Effizienz der Steuersysteme und die Gewährleistung der Nachhaltigkeit der sozialen Sicherungssysteme tragen zu einer besseren Allokation und Nutzung von Kapital und Arbeit bei. Zweifellos würden Maßnahmen in diesen Bereichen die Wachstumsaussichten des Eurogebiets verbessern und die Flexibilität der einzelnen Mitgliedstaaten bei der Anpassung an wirtschaftliche Schocks erhöhen. Um allerdings auf kürzere Sicht das Vertrauen zu stärken, müssen überzeugende Zusicherungen gegeben werden, dass diese Herausforderungen tatsächlich entschlossen angegangen und klare Maßnahmen getroffen werden. Zwar wurden bereits gewisse Fortschritte erzielt, doch fordert der EZB-Rat die Regierungen nachdrücklich auf, die Umsetzung struktureller Reformen zu beschleunigen, und ruft auch die Sozialpartner auf, sich uneingeschränkt für das Ziel einzusetzen, das Euro-Währungsgebiet zu einer dynamischeren und innovativeren Volkswirtschaft zu machen.



# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

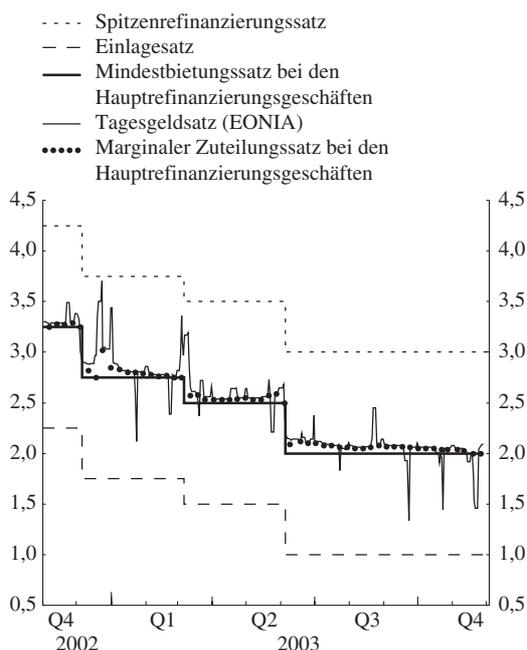
Auf seiner Sitzung am 4. Dezember 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

### M3-Wachstum schwächt sich nur sehr langsam ab

Wengleich das jährliche M3-Wachstum in den Sommermonaten seinen Höchststand erreicht haben dürfte, schwächte es sich anschließend nur sehr langsam ab. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten der Geldmenge M3 ging im Zeitraum von August bis Oktober 2003 weiter auf 7,9 % zurück, nachdem in der Zeit von April bis Juni sowie Mai bis Juli mit 8,5 % ein Höchstwert verzeichnet worden war (siehe

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

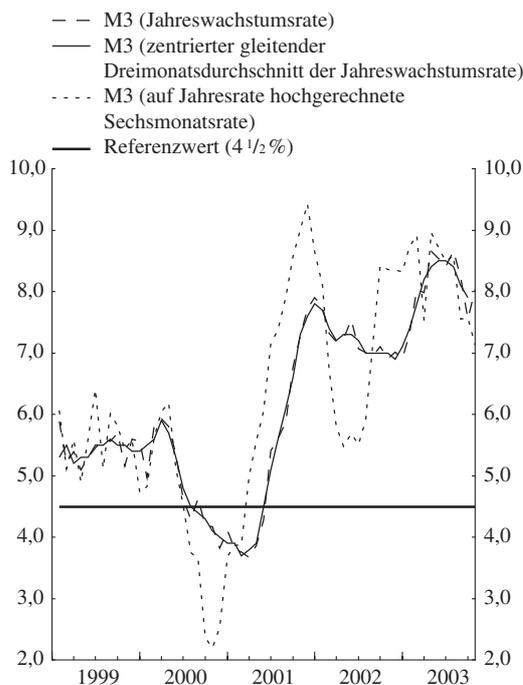


Quellen: EZB und Reuters.

### Abbildung 2

### M3-Wachstum und der Referenzwert

(um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 2). Allerdings stieg die Jahreswachstumsrate von M3 im Oktober erneut (auf 8,0 %), was auf eine starke Ausweitung von M3 gegenüber dem Vormonat zurückzuführen ist.

Angesichts der verbesserten Bedingungen an den Finanzmärkten deuteten die monetären Daten für August und September auf eine beginnende Umkehr früherer Portfolioumschichtungen hin, die zugunsten monetärer Anlageformen vorgenommen worden waren. Unter sonst gleichen Bedingungen hätten die günstige Entwicklung an den Finanzmärkten im Oktober und die anhaltende Verbesserung der Wirtschaftsaussichten zu einer Fortsetzung dieses Trends beitragen müssen. Die Tatsache, dass das M3-Wachstum im Oktober zugenommen hat, deutet allerdings darauf hin, dass einige gegenläufige Faktoren am Werk waren.

So kurbelte die deutliche Verringerung von Einlagen der Zentralstaaten bei MFIs das M3-

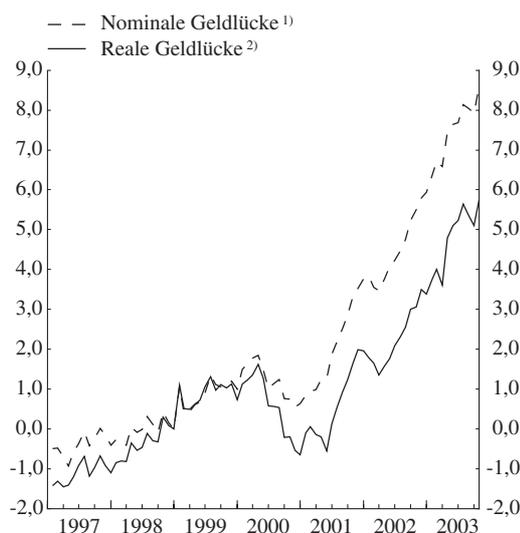
Wachstum an. Die im Rahmen der Schuldenverwaltung vorgenommenen monetären Übertragungen von Zentralstaaten an Nicht-MFIs wirken sich positiv auf die Geldmenge M3 aus, da Zentralstaaten nicht zum geldhaltenden Sektor gezählt werden.

Darüber hinaus scheinen in den vergangenen Monaten auch einige grundlegendere Faktoren eine Rolle gespielt zu haben. So dürften die über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg niedrigen Zinsen und die daraus resultierenden geringen Opportunitätskosten die Nachfrage nach monetären Anlageformen, insbesondere nach den im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen liquiden Anlagen, angekurbelt haben. Überdies hat die gestiegene Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte in den letzten Monaten zu einer vermehrten Geldschöpfung beigetragen.

Das hohe Geldmengenwachstum im Euro-Raum in den vergangenen zwei Jahren hat zur

### Abbildung 3 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Bestands)

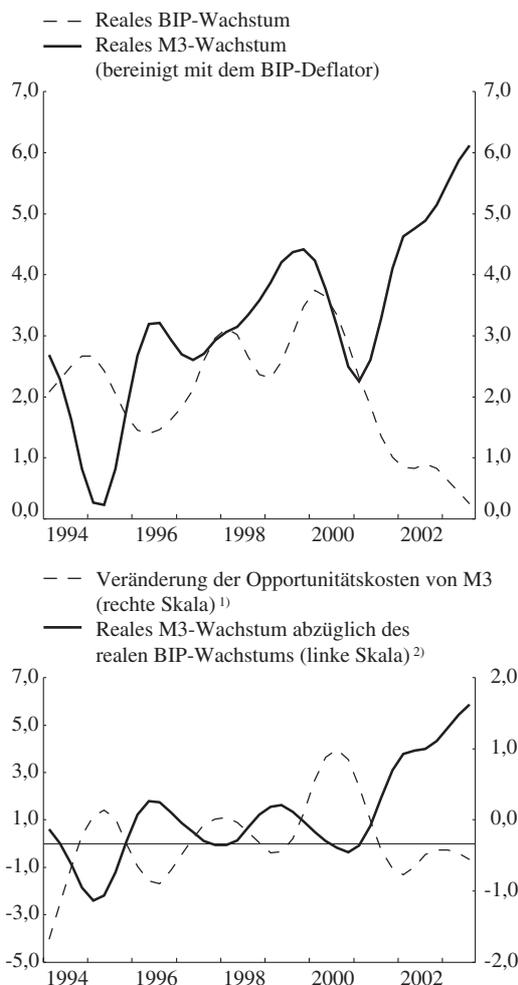


Quelle: EZB.

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

### Abbildung 4 Reales M3- und BIP-Wachstum und Opportunitätskosten von M3

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsraten des realen BIP und des BIP-Deflators im dritten Quartal 2003 gegenüber dem zweiten Quartal unverändert waren. Die Daten zu M3; zum realen BIP und zum BIP-Deflator sind saisonbereinigt.

- 1) Die Opportunitätskosten von M3 sind definiert als die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M3.
- 2) Berechnet als Differenz zwischen dem mit dem BIP-Deflator bereinigten M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum.

Folge, dass bedeutend mehr Liquidität vorhanden ist, als für die Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich wäre. Dies zeigt sich im drastischen Anstieg der nominalen und der realen Geldlücke in diesem Zeitraum (siehe Abbildung 3). Die nominale Geldlücke errechnet sich als Differenz zwischen der tatsächlichen

Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (4½ % p. a.) entsprechenden M3-Wachstum seit Dezember 1998 ergeben hätte. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat. Obgleich der Basismonat relativ willkürlich gewählt wurde, dürfte dies nichts an der Schlussfolgerung ändern, dass derzeit im Eurogebiet eine hohe Überschussliquidität vorhanden ist.

Im dritten Quartal dieses Jahres war die Jahreswachstumsrate von M3 immer noch deutlich höher, als sich durch die Entwicklung ihrer wichtigsten traditionellen Bestimmungsgrößen, d. h. des Realeinkommens und der Opportunitätskosten der Geldhaltung, erklären ließe. Wie aus Abbildung 4 ersichtlich, wächst der Abstand zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum, was nicht allein mit den niedrigen Opportunitätskosten von M3 begründet werden kann. Dies scheint zu bestätigen, dass in

den vergangenen zwei Jahren andere Faktoren, wie etwa Portfolioumschichtungen und Vorsichtssparen, das Geldmengenwachstum angeheizt haben.

### Alle Hauptkomponenten von M3 trugen zum starken Geldmengenwachstum bei

Im Oktober 2003 lag die Jahresrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 bei 12,5 % (siehe Tabelle 1) und erreichte damit einen Stand, der zuletzt 1999 beobachtet worden war. Nach dem hohen Niveau von Anfang 2003 ging die Jahreswachstumsrate des Bargeldumschlufs zwar allmählich weiter zurück, war aber mit 26,1 % immer noch sehr hoch. Das kräftige Wachstum des Bargeldumschlufs im Oktober spiegelt die Tatsache wider, dass sowohl gebietsansässige als auch gebietsfremde Wirtschaftsteilnehmer ihre Bargeldbestände nach der Euro-Einführung am 1. Januar 2002 nach wie vor aufzustocken scheinen. Folglich hat der Bargeldbestand mittlerweile wieder Werte erreicht, die mit seiner langfristigen Entwicklung vor der Euro-Bargeldumstellung weitgehend in Einklang stehen.

Die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen erhöhte sich im bisherigen

**Tabelle 1**

### Komponenten der Geldmenge M3

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

	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Okt.
<b>M1</b>	7,6	8,8	10,3	11,5	11,7	12,5
Bargeldumschluf	-7,7	12,9	39,1	35,7	29,6	26,1
Täglich fällige Einlagen	10,3	8,1	6,6	8,2	9,1	10,4
<b>M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)</b>	5,5	4,9	4,3	5,4	5,5	4,2
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	1,4	1,5	0,4	-0,1	-1,6	-4,0
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	8,8	7,7	7,3	9,6	11,0	10,4
<b>M2</b>	6,5	6,7	7,1	8,2	8,4	8,2
<b>M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)</b>	10,4	8,5	10,5	9,8	7,4	7,4
Repogeschäfte	3,2	2,2	8,4	2,5	-2,1	-0,5
Geldmarktfondsanteile	22,5	18,5	16,6	17,5	16,9	15,3
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren	-9,5	-8,8	-5,4	-5,3	-14,2	-11,8
<b>M3</b>	7,0	7,0	7,6	8,5	8,3	8,0

Quelle: EZB.

## Abbildung 5 Kurzfristige Termin- und Spareinlagen und ihr Zinsabstand

(Abstand in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

- 1) Bis Dezember 2002 Zinsen im Kundengeschäft im Euro-Währungsgebiet; ab Januar 2003 MFI-Zinsen.
- 2) Abstand zwischen der Jahreswachstumsrate kurzfristiger Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) und der Jahreswachstumsrate kurzfristiger Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten); die Daten zu den kurzfristigen Termin- und Spareinlagen sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt.

Jahresverlauf sehr rasch, und zwar von 6,2 % im Januar auf 10,4 % im Oktober. Ausschlaggebend hierfür dürften die niedrigen Opportunitätskosten für diese Einlagen gewesen sein.

Die Jahreswachstumsrate der sonstigen kurzfristigen Einlagen belief sich im Oktober auf 4,2 %, verglichen mit 5,4 % im zweiten Quartal 2003. Das niedrigere Wachstum dieser Komponente von M3 ist auf die gesunkenen Änderungsraten der Termin- und Spareinlagen zurückzuführen. Bei den Termineinlagen sind seit dem zweiten Vierteljahr negative Vorjahrsraten zu verzeichnen, und das negative Wachstumsgefälle zwischen diesen Einlagen und den Spareinlagen hat sich weiter vergrößert. Ein Grund hierfür könnten Umschichtungen sein, die aus dem fast vollständigen Wegfall der Zinsspanne zwischen Termin- und Spareinlagen in den letzten Monaten resultierten (siehe Abbildung 5).

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sank von 9,8 % im zweiten Quartal auf 7,4 % im Oktober. Die Jahresrate der Geldmarktfondsan-

## Tabelle 2 Gegenposten zu M3

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

	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Okt.
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>	5,1	5,2	5,1	5,2	5,6	6,5
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	1,9	2,7	3,5	3,9	4,5	5,0
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	-11,2	-9,1	-7,9	-9,1	-13,2	-14,4
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	8,8	8,1	7,1	7,1	7,6	8,9
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	4,2	4,1	4,2	4,8	5,4	5,7
<b>Kredite an öffentliche Haushalte</b>	1,2	2,0	2,0	3,5	4,8	6,8
Wertpapiere ohne Aktien	2,6	4,2	4,3	6,1	7,4	10,3
Buchkredite	-0,9	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,4
<b>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	5,0	4,7	4,8	5,1	5,5	5,4
Wertpapiere ohne Aktien	7,3	6,8	8,7	14,3	15,7	15,7
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	0,9	2,6	1,2	5,1	6,3	3,2
Buchkredite	5,3	4,8	5,0	4,6	4,9	5,1

Quelle: EZB.

teile, die sich wie die täglich fälligen Einlagen sehr gut zum Parken von Geldern in Zeiten großer Unsicherheit eignen, fiel im Berichtsmonat auf 15,3 % und setzte damit ihren in den vergangenen Monaten beobachteten rückläufigen Trend fort. Im Gegensatz dazu waren die Jahresänderungsraten der sonstigen Komponenten der markfähigen Finanzinstrumente, also der Repogeschäfte und der von MFIs begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen, im Oktober weiterhin negativ.

### Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor im Oktober weitgehend stabil

Bei den in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors des Euro-Währungsgebiets enthaltenen Gegenposten von M3 stieg die jährliche Wachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euroraum weiter von 4,8 % im zweiten Vierteljahr 2003 auf 5,7 % im Oktober und setzte somit ihren im ersten Quartal dieses Jahres einsetzenden Aufwärtstrend fort. Darin spiegelt sich insbesondere die vermehrte Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte wider (siehe Tabelle 2).

Die Jahreswachstumsrate der Kredite an die öffentlichen Haushalte erhöhte sich im Berichtsmonat auf 6,8 % gegenüber 3,5 % im zweiten Quartal 2003. Die Kreditvergabe an den Staat hat seit Mitte 2002 aufgrund der sich verschlechternden Haushaltssalden im Euroraum zugenommen. Ausschlaggebend hierfür war vor allem das starke Wachstum der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen. Allerdings ist seit einigen Monaten auch die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den Staatssektor wieder positiv. So hat das durch gestiegene Haushaltsdefizite bedingte höhere Wachstum der MFI-Kredite an die öffentliche Hand auch weiterhin die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet stimuliert.

Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor lag im Oktober bei 5,1 % gegenüber 4,6 % im zweiten Quartal und 5,0 % im ersten Quartal dieses Jahres. Die kürzerfristige Dynamik der Buchkredite

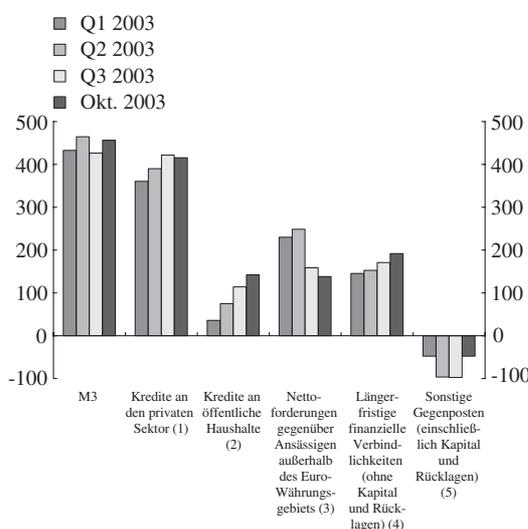
lässt auf ein in den letzten Monaten gestiegenes Wachstum schließen, das vor allem auf die günstigen Finanzierungsbedingungen zurückzuführen sein dürfte.

Was die übrigen Gegenposten von M3 anbelangt, so betrug die jährliche Wachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Oktober 6,5 % gegenüber 5,2 % im zweiten Quartal. Das Wachstum dieses Gegenpostens hat seit Jahresbeginn allmählich zugenommen. Im Berichtsmonat beliefen sich die Jahreswachstumsraten der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren und der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren auf 5,0 % bzw. 8,9 %, verglichen mit 3,5 % bzw. 7,1 % im ersten Quartal dieses Jahres. Die gestiegene Nachfrage nach längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs dürfte auf den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve in den vergangenen Monaten zurückzuführen sein.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets erhöhten sich im Oktober

### Abbildung 6 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

2003 um 8 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Oktober stiegen sie um 138 Mrd €. Gleichzeitig war der Wert der in den jeweils vorangegangenen zwölf Monaten erfolgten Veränderungen bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euroraums in den vergangenen drei Quartalen stark rückläufig (siehe Abbildung 6); ursächlich hierfür dürften wohl einige Portfolioumschichtungen durch Nicht-MFIs im Euroraum gewesen sein. Tatsächlich führt der gestiegene Erwerb ausländischer Vermögenswerte durch Nicht-MFIs des Eurogebiets unter sonst gleichen Bedingungen zu niedrigeren Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets.

#### Weiterhin reichliche Liquiditätsausstattung im Euroraum

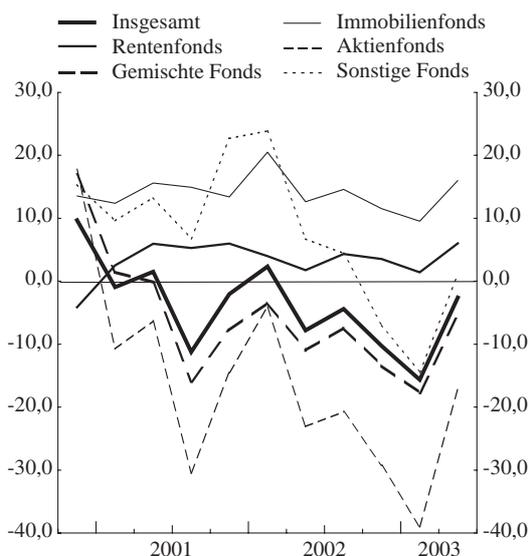
Nach dem starken Geldmengenwachstum im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren ist derzeit deutlich mehr Liquidität vorhanden, als für die Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Diese Überschussliquidität ist das Ergebnis früherer Portfolioumschichtungen, des Vorsichtssparens und der niedrigen Zinssätze. In Zeiten einer verhaltenen Konjunktorentwicklung, wie sie in den letzten beiden Jahren zu beobachten war, dürfte dies keinen Anlass zur Sorge geben; sollte die Überschussliquidität jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbestehen, könnte sie mittelfristig zu inflationären Spannungen führen. 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 angesammelte Liquidität zu höheren gesamtwirtschaftlichen Ausgaben führt.

#### Gewisse Stabilisierung beim Investmentfondsvermögen im zweiten Quartal 2003

Die Jahresänderungsrate des Gesamtvermögens der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet belief sich am Ende des zwei-

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

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



Quelle: EZB.

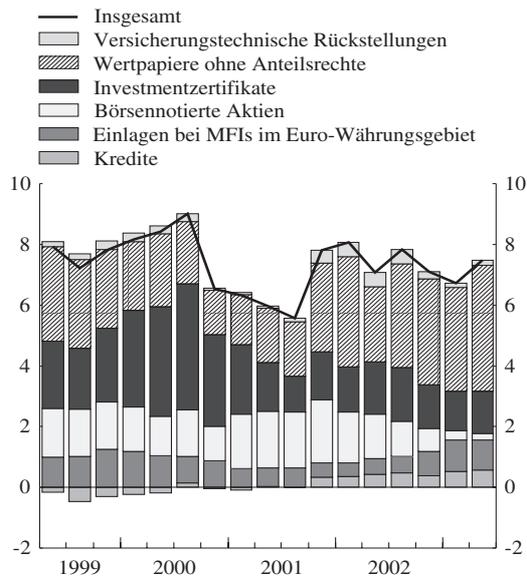
ten Quartals 2003 auf -2,6 %, verglichen mit -15,6 % am Ende des Vorquartals (siehe Abbildung 7). Dieser Entwicklung lagen je nach Anlageschwerpunkt unterschiedliche Trends beim Wert der Aktiva der verschiedenen Investmentfondskategorien zugrunde, die zum großen Teil von der Entwicklung der Preise für Finanzaktiva bestimmt wurden. Der Wert des Gesamtvermögens der Aktienfonds ging im zweiten Quartal 2003 gegenüber dem Vorjahr um 17,2 % zurück. Gleichzeitig büßten der Dow Jones Euro STOXX und der Standard & Poor's 500 im Vorjahresvergleich 20,7 % bzw. 1,6 % ein. Dagegen fiel das jährliche Wachstum der Bilanzsumme der Rentenfonds im Euroraum positiv aus und belief sich auf 6,0 %, was teilweise auf steigende Anleihekurse zurückzuführen war.

Gemäß den Daten der Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement, der europäischen Investmentvereinigung, war im zweiten Quartal dieses Jahres im Gegensatz zu vorhergehenden Quartalen ein Nettozufluss zu den Aktienfonds, zu dem

## Abbildung 8

### Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet

(Jahreswachstumsraten; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

für acht Euro-Länder Zahlen vorliegen, zu verbuchen. Auch bei den Rentenfonds waren in diesem Zeitraum wie zuvor Nettozuflüsse zu verzeichnen.

### Höheres Wachstum der Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im zweiten Quartal 2003

Die Jahreswachstumsrate der Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet stieg von 6,7 % im ersten Quartal 2003 auf 7,5 % im Berichtsquartal (siehe Abbildung 8). Darin spiegelte sich ein Anstieg der jährlichen Wachstumsraten beim Erwerb von Schuldverschreibungen (von 9,7 % auf 11,5 %), Investmentzertifikaten (von 7,4 % auf 8,1 %) und von Krediten (von 5,7 % auf 5,9 %) wider. Im Gegensatz dazu gingen die jährlichen Wachstumsraten der Einlagen bei MFIs im

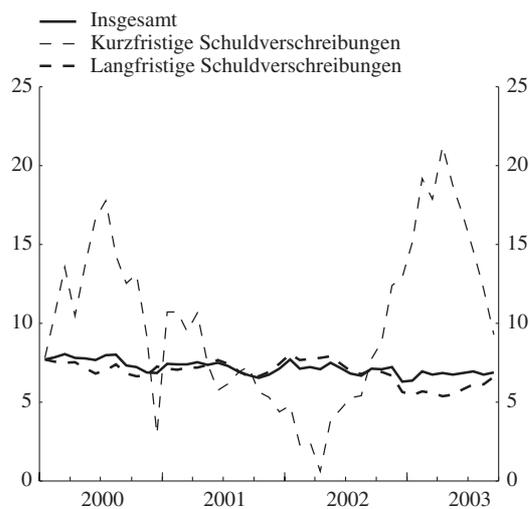
Euroraum und der börsennotierten Aktien der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im zweiten Quartal 2003 von 7,3 % auf 6,7 % bzw. von 1,5 % auf 1,1 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen verringerten also im zweiten Quartal ihren Anteil an börsennotierten Aktien am Gesamtvermögen weiter, während sie ihren jeweiligen Anteil an Schuldverschreibungen und Investmentzertifikaten erhöhten.

Auf der Passivseite des Sektors der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen blieb die Jahreswachstumsrate der versicherungstechnischen Rückstellungen weitgehend unverändert und belief sich im zweiten Quartal auf 6,7 %. Versicherungstechnische Rückstellungen machen rund 95 % der Verbindlichkeiten dieses Sektors aus und bestehen vor allem aus Investitionen von privaten Haushalten und Unternehmen in Versicherungs- und Pensionsprodukte.

## Abbildung 9

### Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

### Nach wie vor kräftige Zunahme der Emission von Unternehmensanleihen im dritten Quartal

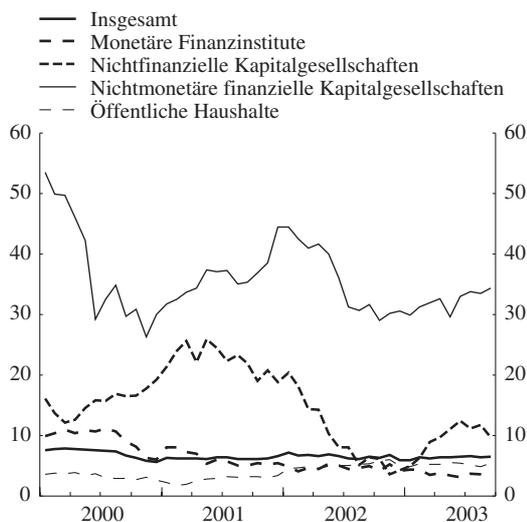
Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen blieb mit 6,5 % im dritten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert (siehe Abbildung 9). Dies war darauf zurückzuführen, dass sich das durchschnittliche Jahreswachstum des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 20,6 % im zweiten auf 14,4 % im dritten Vierteljahr verlangsamte, wohingegen es sich bei den langfristigen Schuldverschreibungen im gleichen Zeitraum um 0,6 Prozentpunkte auf 5,7 % beschleunigte.

Aus der Aufgliederung nach Währungen geht hervor, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im dritten Quartal 6,5 % betrug und somit gegenüber dem Vorquartal unverändert geblieben war. Im gleichen Zeitraum

ging die durchschnittliche Jahresrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen nicht auf Euro lautenden Schuldverschreibungen um 0,2 Prozentpunkte zurück und belief sich im dritten Quartal auf 10,0 %. Am Ende des dritten Quartals 2003 lauteten 91,4 % der von Gebietsansässigen begebenen umlaufenden Schuldverschreibungen auf Euro, was dem Ende des zweiten Vierteljahrs verzeichneten Anteil entsprach.

Die Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen (siehe Abbildung 10) zeigt, dass sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im dritten Quartal nahezu unverändert auf 3,6 % belief. Dahinter verbarg sich ein Rückgang der durchschnittlichen Jahreswachstumsrate bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen auf 12,8 % im dritten Quartal gegenüber 21,9 % im Vierteljahr davor. Gleichzeitig erhöhte sich die entsprechende Rate der umlaufenden langfristigen Schuldverschreibungen auf 2,5 %, verglichen mit 1,4 % im zweiten Quartal. Auf konsolidierter Basis beschleunigte sich das Wachstum der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren im dritten Quartal um 0,7 Prozentpunkte auf 7,9 % gegenüber dem Vorjahr.

**Abbildung 10**  
Aufgliederung der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

Das durchschnittliche Jahreswachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen gab leicht nach und betrug im dritten Quartal dieses Jahres 10,9 %. Dies deutet auf eine Stabilisierung der Zuwachsrates hin, die seit Jahresbeginn 2003 nach oben tendiert hatte. Bei den langfristigen Schuldverschreibungen dieser Emittenten stieg die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs im dritten Quartal geringfügig auf 11,4 % an. Bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen gab sie um 3,0 Prozentpunkte nach und belief sich im dritten Viertel des Jahres auf 8,8 %. Das anhaltend kräftige Wachstum der Begebung von Unternehmensanleihen lässt sich bis zu einem gewissen Grad durch die niedrigen Finanzierungskosten und die fortgesetzte Finanzierung von Fusionen und Übernahmen

über den Anleihemarkt erklären (siehe Kasten I).

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften beschleunigte sich das durchschnittliche Jahreswachstum der Begebung von Schuldverschreibungen im dritten Quartal auf 33,9 % (nach 31,8 % im zweiten Quartal). Die kräftige Zunahme spiegelt die rege Verbriefungstätigkeit durch Zweckgesellschaften wider, die über die Emission von Wertpapieren teilweise der indirekten Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften dienen.

Was die öffentlichen Haushalte angeht, so betrug die durchschnittliche Jahreswachs-

tumsrate des Umlaufs der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im dritten Quartal 2003 unverändert 4,5 %. Die Zentralstaaten nahmen weniger Mittel über die Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen auf, deren jährliche Wachstumsrate im dritten Vierteljahr bei 17,0 % lag (verglichen mit 21,9 % im zweiten Quartal). Gleichzeitig ging die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten (in erster Linie Länder und Gemeinden) begebenen Schuldverschreibungen von 27,5 % im zweiten Quartal auf 20,6 % im dritten Quartal zurück. Die nach wie vor rege Emissionstätigkeit dieses Sektors lässt sich durch den hohen Finanzierungsbedarf der Gemeinden in einigen Euro-Ländern erklären.

## Kasten I

### Neuere Entwicklungen bei der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen

Im vorliegenden Kasten werden einige neuere Entwicklungen bei der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen im Euro-Währungsgebiet näher untersucht. In den späten Neunzigerjahren nahm der Umstrukturierungsprozess bei den Unternehmen, gemessen an den Fusionen und Übernahmen, bislang nicht gekannte Ausmaße an (siehe Abbildung A). Im Jahr 2000 erreichte er seinen Höhepunkt, wobei ein erheblicher Teil dieser Aktivitäten auf einige wenige, sehr umfangreiche Geschäfte zurückzuführen war: Die Vodafone-Mannesmann-Transaktion allein belief sich auf 204,8 Mrd € und machte annähernd 25 % des Gesamtvolumens der Übernahmen und Fusionen in diesem Jahr aus. Auch hinsichtlich der Anzahl der Geschäfte wurde im Jahr 2000 mit insgesamt über 6 500 Transaktionen ein Höchststand erreicht, verglichen mit einem Durchschnitt von 4 000 pro Jahr in den Neunzigerjahren.

Im Zeitraum von 1998 bis 2000 trug die Euro-Einführung, die den Konsolidierungsprozess förderte, zusammen mit dem Boom an den Aktienmärkten zum sprunghaften Anstieg der Fusionen und Übernahmen bei, die ihrerseits wiederum für einen starken Finanzierungsbedarf sorgten. Es gibt empirische Belege dafür, dass sich die umfangreichen Fusions- und Übernahmenaktivitäten auf das Wachstum sowohl der MFI-Kredite als auch des Anleihemarkts auswirkten.<sup>1</sup>

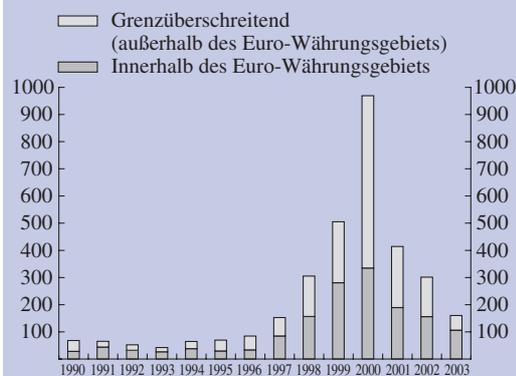
Abbildung A skizziert die Entwicklung der zwischen 1990 und den ersten zehn Monaten des Jahres 2003 im Rahmen von Fusions- und Übernahmenaktivitäten erfolgten Zahlungen. Wie der Abbildung zu entnehmen ist, war der Rückgang der Fusions- und Übernahmenaktivitäten nach dem Jahr 2000 geringer bei den Zahlungsströmen innerhalb des Eurogebiets und ausgeprägter bei den grenzüberschreitenden Zahlungsströmen (zwischen dem Eurogebiet und Drittländern).

Abbildung B zeigt die Entwicklung der baren und unbaren Zahlungen im Rahmen von Fusionen und Übernahmen innerhalb des Eurogebiets. Die unbar abgewickelten Zahlungen – in erster Linie Aktientauschoperationen – hatten von 1999 bis 2001 einen hohen Anteil an den innerhalb des Eurogebiets insgesamt durchgeführten

<sup>1</sup> Siehe A. Bruggeman und M. Donnay, *A monthly monetary model with banking intermediation for the euro area*, Working Paper der EZB Nr. 264, 2003, und G. de Bondt, *Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence*, Working Paper Nr. 164 der EZB, 2002.

Fusionen und Übernahmen, waren jedoch in den ersten Monaten des Jahres 2003 auf rund 10 % zurückgefallen, was zu dem sehr niedrigen Niveau der Aktienemissionen in den Jahren 2002 und 2003 beigetragen hat. Dagegen weisen derzeit die Barzahlungen im Zusammenhang mit Fusions- und Übernahmegeschäften innerhalb des Euroraums verglichen mit Anfang und Mitte der Neunzigerjahre nach wie vor einen hohen Stand auf. Die anhaltende Notwendigkeit zur Finanzierung umfangreicher Barzahlungen im Rahmen von Fusions- und Übernahmeaktivitäten scheint einer der Faktoren zu sein, die für die gegenwärtig hohe Fremdfinanzierung der Unternehmen verantwortlich sind.

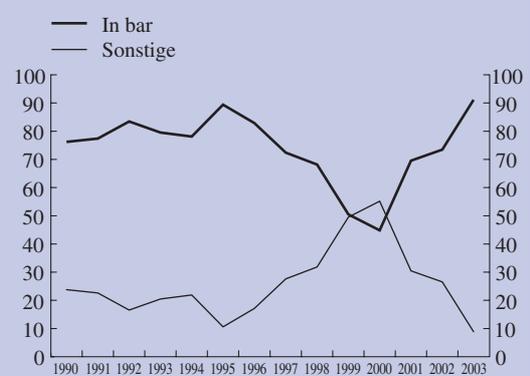
**Abbildung A: Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**  
(in Mrd €)



Quelle: Thomson Financial Deals.

1) Umfasst alle Geschäfte, bei denen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet entweder Bieter- oder Zielgesellschaften sind.

**Abbildung B: Zahlungsformen bei Fusionen und Übernahmen innerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**  
(in % der Gesamtsumme)



Quelle: Thomson Financial Deals.

1) Umfasst alle Geschäfte, bei denen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet Bieter- oder Zielgesellschaften sind.

### Relativ robustes Wachstum der gesamten Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors im dritten Quartal 2003

Die Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors (d. h. der privaten Haushalte, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und öffentlichen Haushalte) nahm im dritten Vierteljahr 2003 weiterhin relativ kräftig zu. Schätzungen zufolge erhöhte sich die Jahreswachstumsrate geringfügig auf 5 ¾ % gegenüber 5,6 % im zweiten Quartal (siehe Tabelle 3). Dieser weitere leichte Anstieg dürfte mit den niedrigen Kosten der Fremdfinanzierung zusammenhängen. Hinzu kommt bei den öffentlichen Haushalten, dass sich das Verhältnis zwischen Staatseinnahmen und -ausgaben durch das schwache Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2003 verschlechtert hat, wodurch sich der Finanzierungsbedarf in diesem Sektor erhöhte.

Die privaten Haushalte weiteten ihre Fremdfinanzierung im dritten Quartal weiterhin rapide aus, was vor allem auf niedrige Hypothekenzinsen und weiter steigende Preise für Wohnimmobilien (siehe Kasten 5 in Abschnitt 2) zurückzuführen war. Schätzungen zufolge erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte auf 6 ¾ % gegenüber 6,4 % im zweiten Quartal (siehe Abbildung 11). Insbesondere setzte sich das kräftige Wachstum der langfristigen Aufnahme von Fremdkapital (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr), die vor allem aus Wohnungsbaukrediten besteht, fort. Dagegen verringerte sich im dritten Quartal weiterhin die Jahresänderungsrate der kurzfristigen Mittelaufnahme (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) durch die Privathaushalte, bei der es sich in erster Linie um Konsumentenkredite und andere Kredite han-

delt. Infolgedessen stieg die am BIP gemessene Schuldenquote der privaten Haushalte schätzungsweise von 51,5 % im zweiten auf 52 % im dritten Quartal (siehe Abbildung 12). Trotz dieses Anstiegs scheint die Finanzlage der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet relativ solide zu sein, wenngleich es von Land zu Land Unterschiede geben kann.

Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nimmt die Fremdfinanzierung weniger rasch zu als bei den privaten Haushalten, wenngleich in den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres ein etwas schnellerer Anstieg zu ver-

zeichnen war. Die im Vergleich zur Beteiligungsfinanzierung niedrigen Kosten der Fremdfinanzierung haben zur gestiegenen Nachfrage nach Schuldtiteln beigetragen. Im dritten Quartal lag das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften den Schätzungen zufolge bei etwa 5 ¼ %, verglichen mit 5,1 % im zweiten Viertel des Jahres. Vor allem dürfte die Zunahme der langfristigen Fremdfinanzierung erneut etwas kräftiger gewesen sein, worin sich das sehr niedrige Niveau der Renditen von Unternehmensanleihen und der langfristigen MFI-Zinsen im Kundengeschäft im dritten

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

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten									
		2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3 <sup>2)</sup>
<b>Nichtfinanzielle Sektoren</b>	<b>100</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	.
<i>Darunter: Langfristige Finanzierung <sup>3)</sup></i>	84,5	4,9	4,6	4,4	4,9	4,6	4,7	4,1	4,1	4,3	.
<i>Fremdfinanzierung <sup>4)</sup></i>	84,7	6,6	6,2	5,5	5,4	5,2	4,8	4,7	5,3	5,6	5 ¼
<i>Darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung</i>	15,5	9,6	6,9	5,1	2,5	1,5	0,7	2,2	5,0	6,9	7 ¾
<i>Darunter: Langfristige Fremdfinanzierung</i>	69,2	6,0	6,0	5,7	6,1	6,0	5,8	5,3	5,4	5,3	5 ¼
<b>Private Haushalte <sup>4),5)</sup></b>	<b>22,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6 ¾</b>
<i>Darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung</i>	7,6	2,2	0,7	-0,7	-0,6	1,0	1,1	2,8	1,0	-1,0	-1 ¼
<i>Darunter: Langfristige Fremdfinanzierung</i>	92,4	6,8	6,3	6,4	6,4	6,8	7,0	7,0	7,1	7,0	7 ½
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>43,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	.
<i>Darunter: Langfristige Finanzierung</i>	80,3	6,0	5,8	5,1	5,1	4,9	4,5	3,5	3,4	3,2	.
<i>Fremdfinanzierung <sup>4)</sup></i>	64,8	13,0	11,4	8,8	6,7	5,8	4,2	3,9	4,9	5,1	5 ½
<i>Darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung</i>	19,7	14,5	8,6	4,7	0,6	-3,0	-3,7	-2,6	0,3	3,7	3 ½
<i>Darunter: Langfristige Fremdfinanzierung</i>	45,1	12,2	12,7	10,9	9,8	10,3	8,0	7,0	7,0	5,7	6 ¼
<i>Darunter: Kredite</i>	52,4	11,6	9,9	7,1	5,5	5,3	3,7	3,8	4,4	4,1	4 ¾
<i>Darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte</i>	8,5	28,7	26,7	24,5	16,2	9,7	7,1	4,2	7,9	11,7	9 ½
<i>Darunter: Pensionsrückstellungen</i>	3,9	5,0	5,1	4,6	4,7	4,7	4,9	5,2	5,1	5,1	5
<i>Börsennotierte Aktien</i>	35,2	2,5	1,7	1,5	1,7	0,9	1,2	0,7	0,4	0,8	.
<b>Öffentliche Haushalte <sup>4)</sup></b>	<b>33,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5 ¼</b>
<i>Darunter: Kurzfristige Fremdfinanzierung</i>	15,4	3,4	6,3	8,6	8,0	11,6	9,7	12,0	16,3	16,1	19 ¼
<i>Darunter: Langfristige Fremdfinanzierung</i>	84,6	1,6	1,6	1,8	3,5	2,8	3,4	2,9	2,9	3,6	3
<i>Darunter: Kredite</i>	15,8	-2,6	-1,6	-0,5	0,4	-0,6	-0,8	-2,1	-2,3	-0,6	½
<i>Darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte</i>	80,4	2,8	2,9	3,2	4,6	4,6	5,0	5,2	6,0	6,4	6
<i>Darunter: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen</i>	3,7	4,9	5,7	8,6	12,9	13,2	13,6	12,7	11,5	12,1	12

Quelle: EZB.

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

- 1) Stand am Ende des zweiten Quartals 2003. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung der Sektoren und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Die Angaben für das jüngste Quartal wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.
- 3) Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- 4) Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige Fremdfinanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) umfasst kurzfristige Kredite, begebene kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die langfristige Fremdfinanzierung entspricht der langfristigen Finanzierung ohne begebene börsennotierte Aktien.
- 5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

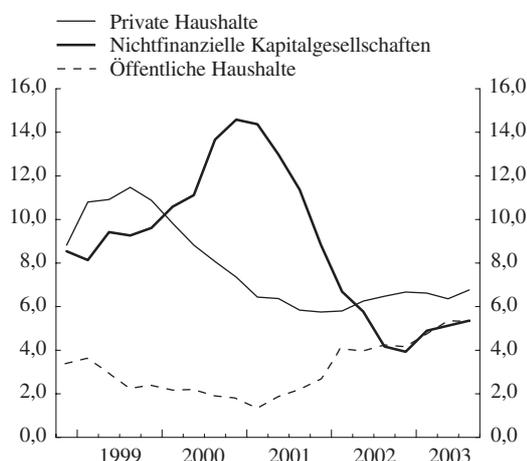
Quartal widerspiegeln. Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb im dritten Vierteljahr 2003 den Schätzungen zufolge weitgehend unverändert bei 3 ½ %, nachdem sie sich im zweiten Quartal etwas erholt hatte. Die am BIP gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hat sich im dritten Quartal schätzungsweise bei gut 63 % stabilisiert.

Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften liegen nur bis zum zweiten Quartal 2003 vor. In jenem Quartal erhöhte sich das jährliche Wachstum der börsennotierten Aktien angesichts günstigerer Aktienmarktentwicklungen geringfügig auf 0,8 % gegenüber 0,4 % im ersten Viertel des Jahres.

Den Schätzungen zufolge belief sich die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der öffentlichen Haushalte im dritten Quartal 2003 ähnlich wie im Vorquartal auf 5 ¼ %. So war insbesondere eine weiterhin kräftige Zunahme der kurzfristigen Mittelaufnahme zu beobachten (19 ¼ %), die auf einen akuten und sehr wahrscheinlich konjunkturell bedingten Finanzierungsbedarf aufgrund von Einnahmefällen und zugleich höheren Aus-

### Abbildung 11 Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

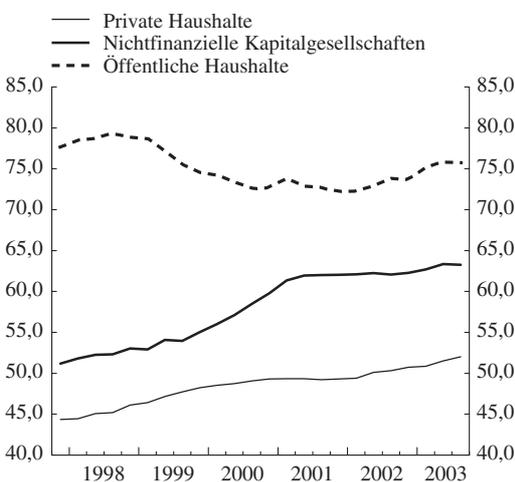


Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

### Abbildung 12 Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3. Die Schuldenquote auf der Grundlage der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen fällt etwas niedriger aus als anhand der jährlichen Berechnungen. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite von nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht erfasst werden. Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte weicht aufgrund von Unterschieden bei der Bewertung, Erfassung und Behandlung aufgelaufener Zinsen leicht von der Abgrenzung des öffentlichen Schuldenstands im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit ab.

gaben zurückzuführen war. Zudem verstärkte wohl auch der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve die Präferenz der öffentlichen Haushalte für kurzfristige Fremdfinanzierungsformen.

### Nichtfinanzieller Sektor investiert im zweiten Quartal 2003 vermehrt in Aktien

Das jährliche Wachstum der Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors beschleunigte sich im zweiten Quartal 2003 auf 5,0 %, verglichen mit 4,5 % im ersten Quartal (siehe Tabelle 4).<sup>1</sup> Dieser Anstieg wurde vor allem von der Entwicklung der kurzfristigen Geldvermögensbildung getragen; die langfristige Geldvermögensbildung blieb hingegen fast unverändert.

<sup>1</sup> Daten zur Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors liegen nur bis zum zweiten Quartal 2003 vor. Außerdem ist zurzeit keine Aufgliederung nach Sektoren verfügbar.

**Tabelle 4****Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Euro-Währungsgebiet**

	Bestand in % der Geld- vermögens- bildung <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten									
		2001	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003
		Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>Geldvermögensbildung</b>	<b>100</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	.
<i>Darunter: Kurzfristige Geldvermögensbildung <sup>2)</sup></i>	43,3	5,1	5,6	5,7	4,8	4,8	5,2	5,4	5,2	5,8	.
<i>Darunter: Langfristige Geldvermögensbildung <sup>3)</sup></i>	55,4	6,7	6,0	4,2	4,6	4,6	4,7	4,1	4,0	4,1	.
Bargeld und Einlagen	38,2	4,2	4,3	4,5	4,7	4,6	4,6	4,9	5,8	6,5	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	13,3	12,2	9,0	7,7	5,4	4,9	5,8	4,4	0,7	-0,4	.
<i>Darunter: Kurzfristig</i>	1,5	32,5	15,9	3,6	-7,7	-12,0	1,3	2,4	-13,1	-6,5	.
<i>Darunter: Langfristig</i>	11,9	9,5	8,0	8,3	7,8	7,5	6,4	4,7	3,0	0,4	.
Investmentzertifikate	12,0	5,4	6,3	5,6	5,4	5,7	5,9	4,4	5,4	6,7	.
<i>Darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile</i>	9,4	4,9	5,0	3,7	3,2	3,9	4,1	3,2	4,3	5,5	.
<i>Darunter: Geldmarktfondsanteile</i>	2,6	9,3	16,8	21,2	21,0	18,1	16,5	11,7	11,3	12,9	.
Börsennotierte Aktien	12,2	5,1	3,9	-0,5	1,2	0,9	1,4	1,2	1,5	2,6	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	24,2	7,6	7,3	7,2	6,9	6,7	6,6	6,5	6,4	6,5	.
M3 <sup>4)</sup>		5,4	6,8	7,9	7,2	7,1	7,1	6,9	8,0	8,4	7,5

Quelle: EZB.

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

1) Stand am Ende des zweiten Quartals 2003.

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

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

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

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Anlagen erhöhte sich von 5,2 % im ersten Quartal auf 5,8 % im zweiten Viertel des Jahres. Darin kommt zum Ausdruck, dass der nichtfinanzielle Sektor weiterhin bevorzugt in sichere und liquide Anlageformen investierte, worauf die Entwicklung der Geldmenge M3 im zweiten Quartal bereits hingedeutet hatte.

Die jährliche Wachstumsrate der langfristigen Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors blieb im zweiten Quartal mit 4,1 % weitgehend stabil. Bei den langfristigen Anlagen war allerdings eine deutliche Verlagerung der Präferenzen zugunsten von Aktien (einschließlich Investmentzertifikaten) und zulasten von Schuldverschreibungen zu beobachten. Die Jahreswachstumsrate der Anlagen in börsennotierten Aktien erhöhte sich im zweiten Vierteljahr auf 2,6 %, verglichen mit 1,5 % im ersten Vierteljahr. Zu dieser Entwicklung haben insbesondere die Erholung der Aktienkurse von ihrem Tiefstand

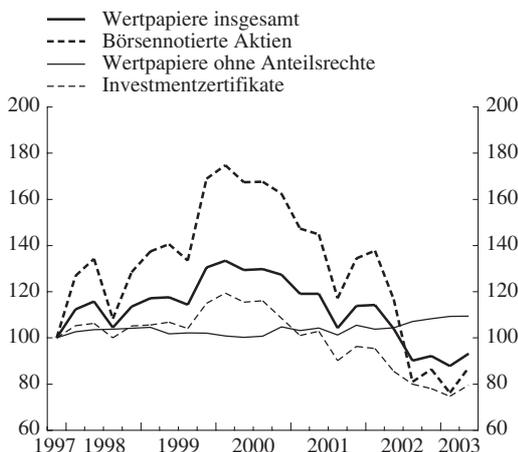
im ersten Quartal wie auch die deutlich geringere Volatilität an den Aktienmärkten beigetragen. Dagegen fiel die Jahreswachstumsrate der Anlagen in langfristigen Schuldverschreibungen auf 0,4 % im Vergleich zu 3,0 % im ersten Quartal. Der starke Rückgang der Anleiherenditen und die Zunahme der Volatilität an den Anleihemärkten im zweiten Quartal könnten dabei eine Rolle gespielt haben.

Insgesamt betrachtet deuten die Daten zur Geldvermögensbildung im zweiten Quartal auf eine Umschichtung der Anlagen vom Anleihemarkt in den Aktienmarkt sowie auf ein nach wie vor starkes Interesse an den in M3 enthaltenen liquiden Anlageformen hin.

Sowohl die Gewinne aus Wertpapieranlagen (siehe Abbildung 13) als auch die Zunahme der Geldvermögensbildung im zweiten Quartal 2003 trugen zur Abnahme des Quotienten aus Verschuldung und Geldvermögen des nichtfinanziellen Sektors bei, womit sich der

**Abbildung 13**  
**Gewinne und Verluste aus Wertpapier-**  
**anlagen des nichtfinanziellen Sektors im**  
**Euro-Währungsgebiet**

(1997 Q4 = 100)

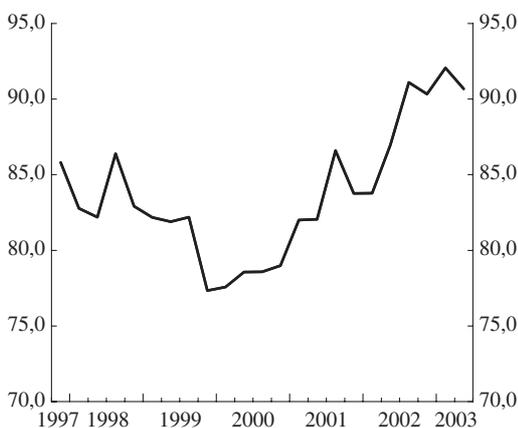


Quelle: EZB.

im ersten Vierteljahr beobachtete Anstieg umkehrte (siehe Abbildung 14). Diese leichte Verbesserung der Finanzlage des nichtfinanziellen Sektors ist allerdings recht gering verglichen mit der allgemeinen Verschlechterung seit Jahresbeginn 2000, als die Aktienkurse zu fallen begannen. Ein weiteres Absinken des Verschuldungsgrads würde insbesondere eine kräftigere Erholung der Unternehmensgewinne voraussetzen.

**Abbildung 14**  
**Relation zwischen Verschuldung und**  
**Geldvermögen des nichtfinanziellen**  
**Sektors**

(in %)



Quelle: EZB.

**Neue Statistik weist Unterschiede bei**  
**der Entwicklung der Zinssätze im Jahr**  
**2003 aus**

In dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht die EZB erstmals Daten zur neuen MFI-Zinsstatistik, die fortan die bisherige Statistik über die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken ersetzen wird. Die neue Statistik, die für den Zeitraum ab Januar 2003 verfügbar ist, umfasst die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen Instituten für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euroraum ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erhobenen Zinssätze. Der größte Vorteil dieser Statistik besteht darin, dass die Daten auf der Grundlage gemeinsamer Definitionen erhoben werden, wodurch die Qualität der Aggregate für den Euroraum erheblich verbessert wird (siehe Kasten 2).

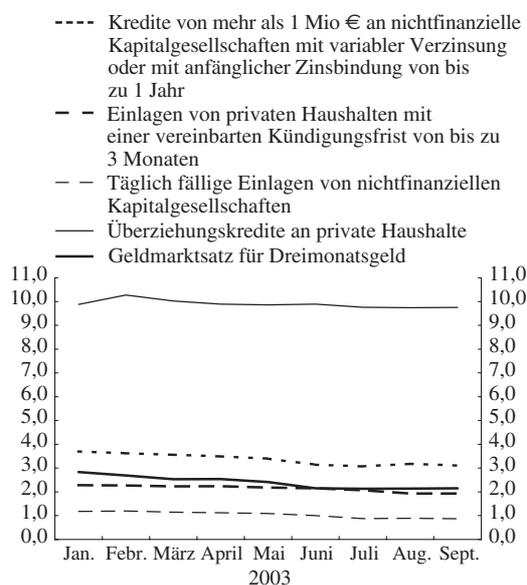
Die Statistik über das Neugeschäft zeigt ein differenziertes Bild von der Entwicklung der kurzfristigen MFI-Zinssätze zwischen Januar und September 2003 (siehe Abbildung 15). Die für kurzfristige Einlagen geltenden Zinssätze gingen bei den täglich fälligen Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und den Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten um 30 bis 35 Basispunkte zurück. In den meisten Fällen waren auch die kurzfristigen Kreditzinsen rückläufig. Die Entwicklung der Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte sah jedoch etwas anders aus. Im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften fielen die Zinsen für Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer variablen Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr um rund 60 Basispunkte. Im Gegensatz dazu ging der Zinssatz für Überziehungskredite an Privathaushalte um lediglich 15 Basispunkte zurück. Der Zinssatz für Konsumentenkredite mit einer variablen Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr erhöhte sich sogar um rund 15 Basispunkte.

Der Entwicklung der kurzfristigen MFI-Zinssätze steht ein Rückgang der Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld um rund 70 Basispunkte zwischen Januar und September 2003 gegenüber. Damit bestätigt sich das in der Vergangenheit beobachtete Verlaufsmuster, wonach sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und die gängigsten Spareinlagen (d. h. Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) besonders langsam an Veränderungen der Geldmarktsätze anpassen. Darüber hinaus scheinen die kurzfristigen Kreditzinssätze für die privaten Haushalte starrer als für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gewesen zu sein.

Bei den langfristigen MFI-Zinssätzen verringerte sich der Zinssatz für Einlagen von den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren zwischen Januar und September 2003 um rund 75 bzw. 60 Basispunkte. Bei den langfristigen Krediten war im gleichen Zeitraum ein Rückgang der Zinsen für Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von zwischen

### Abbildung 15 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

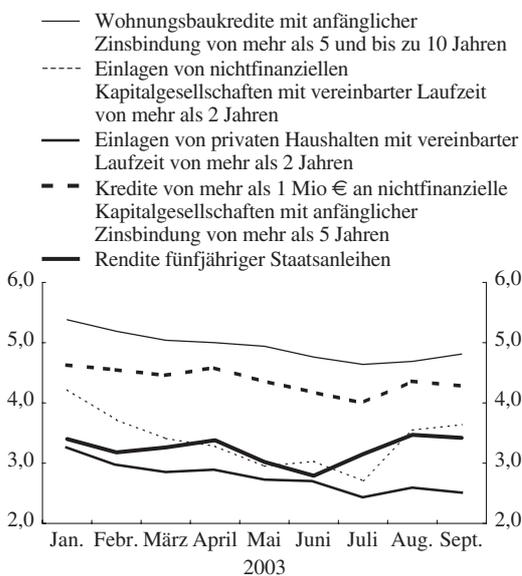
(in % p.a.; Zinssätze für das Neugeschäft)



Quelle: EZB.

### Abbildung 16 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze für das Neugeschäft)



Quelle: EZB.

fünf und zehn Jahren um etwa 60 Basispunkte zu beobachten. Im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sanken die Zinssätze für Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren im Beobachtungszeitraum um lediglich 35 Basispunkte. Diese unterschiedlichen Entwicklungen können bis zu einem gewissen Grad eine veränderte Einschätzung des Kreditrisikos im Zusammenhang mit den verschiedenen Kreditarten widerspiegeln.

Abbildung 16 veranschaulicht die jüngsten Entwicklungen der MFI-Zinssätze verglichen mit der Entwicklung der Renditen fünfjähriger Staatsanleihen. Diese Anleiherenditen unterlagen im Jahresverlauf 2003 gewissen Schwankungen; anfänglich fielen sie, bis sie ab Juli wieder anstiegen und im September in etwa den Stand vom Januar erreichten. Die Zinssätze der MFIs reagieren in der Regel mit einer leichten zeitlichen Verzögerung auf die Entwicklung der Kapitalmarktsätze. So scheinen vor allem die Zinsen für langfristige Einlagen von privaten Haushalten recht zögerlich auf den Anstieg der Kapitalmarktsätze reagiert zu haben.

## Kasten 2

### Neue MFI-Zinsstatistik der EZB

Der vorliegende Monatsbericht enthält erstmals Daten zur MFI-Zinsstatistik für das Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle 3.3 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese Statistik ersetzt die bisher veröffentlichte Statistik über die Zinsen im Kundengeschäft der Banken, die anhand der vor 1999 bestehenden nationalen Zinsstatistiken erstellt wurde. Da Letztere nicht harmonisiert waren, gestatteten sie im Allgemeinen keinen länderübergreifenden Vergleich. Dieser Kasten beschreibt die neue Statistik über die Zinsen der MFIs und stellt einige ihrer wichtigsten Merkmale vor.

Die neue MFI-Zinsstatistik zeichnet ein harmonisiertes, umfassenderes und detaillierteres statistisches Bild von den Zinssätzen der MFIs. Sie bezieht sich auf die Zinssätze der gebietsansässigen Kreditinstitute und sonstigen Finanzinstitute für auf Euro lautende Einlagen und Kredite, die für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum gelten.<sup>1</sup> Beginnend mit dem Referenzmonat Januar 2003 werden monatlich insgesamt 45 Zinssätze erhoben. Die Instrumentenkategorien entsprechen weitgehend jenen der MFI-Bilanzstatistik, die regelmäßig von der EZB veröffentlicht wird.

Die MFI-Zinsstatistik bezieht sich auf die zwischen den MFIs und ihren Kunden individuell vereinbarten Zinssätze. Daher entspricht sie nicht zwangsläufig den ausgeschriebenen Zinssätzen der Institute. Die Zinssätze der MFIs werden in Prozent pro Jahr angegeben. Sie werden für das Neugeschäft und die Bestände separat ausgewiesen. Mit „Neugeschäft“ wird eine neu getroffene Vereinbarung zwischen dem Kunden und dem MFI bezeichnet, während sich die „Bestände“ auf alle zu einem bestimmten Zeitpunkt bestehenden Einlagen und Kredite beziehen. Drei Kategorien von Finanzierungsinstrumenten – täglich fällige Einlagen, Überziehungskredite und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist – bilden eine separate Gruppe, bei der eine Unterscheidung zwischen den Zinssätzen für das Neugeschäft und die Bestände nicht sinnvoll ist. So wird bei einer Änderung der Konditionen für diese Instrumente angenommen, dass sich der Kunde dadurch implizit damit einverstanden erklärt, indem er einen negativen bzw. positiven Saldo auf den entsprechenden Konten belässt.

Die neue Statistik vermittelt ein Bild darüber, wie differenziert die Zinssätze der MFIs sind. Sie zeigt unter anderem, dass die Höhe der MFI-Zinsen von der anfänglichen Zinsbindungsfrist, der Kundenart, der Geschäftskategorie (Einlagen/Kredite), dem Verwendungszweck des Kredits, der Besicherung usw. abhängt. So lag im September 2003 der Zinssatz für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung bzw. einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr bei 3,11 %, während er für vergleichbare Kredite bis zu 1 Mio € 4,08 % betrug. Der Zinssatz für Konsumentenkredite mit variabler Verzinsung bzw. einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr belief sich auf 7,37 %. Der Zinssatz auf täglich fällige Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lag bei 0,87 %, jener auf täglich fällige Einlagen von privaten Haushalten bei 0,68 %. Der Zinssatz für Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von über fünf bis zu zehn Jahren belief sich auf 4,81 %.

In Bezug auf zwei Kreditkategorien gibt die neue Statistik auch Einblick in die vollen Kosten einer Kreditaufnahme. Diese vollständigen Kosten, die anhand des effektiven Jahreszinssatzes gemessen werden, setzen sich nicht nur aus einer Zinskomponente, sondern auch aus sonstigen Gebühren, wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien und Kreditversicherungen, zusammen. Die verfügbaren Messgrößen für den effektiven Jahreszinssatz umfassen die Konsumenten- und Wohnungsbaukredite. Bei den Konsumenten- bzw. Wohnungsbaukrediten betrug der Unterschied zwischen dem effektiven Jahreszinssatz und dem gewichteten Durchschnitt der Zinsen im Zeitraum von Januar bis September 2003 durchschnittlich 65 bzw. 20 Basispunkte.

<sup>1</sup> Die Anforderungen für die MFI-Zinsstatistik wurden in der Verordnung (EG) Nr. 63/2002 der Europäischen Zentralbank vom 20. Dezember 2001 über die Statistik über die von monetären Finanzinstituten angewandten Zinssätze für Einlagen und Kredite gegenüber privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (ABl. L 10 vom 12.1.2002, S. 24) festgelegt.

In die Zinssätze der MFIs für Bestände an auf Euro lautenden Einlagen und Krediten sind die Zinssätze für das Altgeschäft mit eingeflossen. Demzufolge reagieren die Zinssätze für Bestände nur langsam auf Zinsänderungen im Neugeschäft. Die MFI-Zinsstatistik zu den Beständen liefert beispielsweise Angaben über von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gezahlte und vereinnahmte Zinsen, was eine Analyse der Veränderung im verfügbaren Einkommen dieser Sektoren und ihrer Zinsbelastung ermöglicht. Im September 2003 betragen die MFI-Zinsen auf die Bestände an Wohnungsbaukrediten und Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von jeweils mehr als fünf Jahren 5,24 % bzw. 4,75 %. Im Neugeschäft betrug der Zinssatz für Kredite an private Haushalte 4,75 % (mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als zehn Jahren) bzw. 4,81 % (mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf bis zu zehn Jahren). Der

### Unterschiede zwischen den nationalen Zinssätzen der MFIs im September 2003

(in % p.a.; Prozentpunkte; Neugeschäft und annualisierter vereinbarter Jahreszinssatz (soweit nicht anders angegeben)<sup>1)</sup>)

	Mittelwert <sup>2)</sup>	Standardabweichung		Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets <sup>4)</sup>
			Variationskoeffizient <sup>3)</sup>	
<b>Einlagen von privaten Haushalten</b>				
Täglich fällig	0,67	0,36	0,54	0,68
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	1,90	0,24	0,13	1,87
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	1,49	0,75	0,50	1,93
<b>Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften</b>				
Täglich fällig	0,84	0,51	0,61	0,87
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	2,00	0,12	0,06	2,00
<b>Kredite an private Haushalte</b>				
Überziehungskredite	9,70	2,68	0,28	9,75
Konsumentenkredite mit variabler Verzinsung oder mit anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	7,26	2,44	0,34	7,37
Wohnungsbaukredite mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	5,35	1,67	0,31	4,81
Konsumentenkredite (effektiver Jahreszinssatz) <sup>5)</sup>	8,42	1,88	0,22	8,02
Wohnungsbaukredite (effektiver Jahreszinssatz) <sup>5)</sup>	4,26	0,57	0,13	4,41
<b>Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>				
Überziehungskredite	6,44	3,80	0,59	5,46
Kredite bis zu 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder mit anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	4,11	0,84	0,20	4,08
Kredite von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder mit anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,32	0,53	0,16	3,11
Kredite von mehr als 1 Mio € mit Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,11	0,57	0,14	4,28
<b>Bestandszinsen</b>				
Wohnungsbaukredite mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren	4,66	0,81	0,17	5,24
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von mehr als 5 Jahren	4,51	0,62	0,14	4,75

Quelle: EZB.

1) Der annualisierte vereinbarte Jahreszinssatz bezieht sich nur auf die Zinskomponente und nicht auf sonstige möglicherweise zu zahlende Kosten.

2) Ungewichteter Durchschnitt der nationalen MFI-Zinssätze.

3) Der Variationskoeffizient errechnet sich als Quotient aus der Standardabweichung der nationalen Zinsen und dem ungewichteten Durchschnitt dieser Zinsen (d. h. dem Mittelwert).

4) Gewichteter Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets.

5) Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die Gesamtkosten, die der Kunde für einen Kredit zahlen muss, und umfasst sowohl die Zinskomponente als auch sonstige Gebühren wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien und Kreditversicherungen. Diese übergreifende Instrumentenkategorie beinhaltet alle anfänglichen Zinsbindungsfristen zusammengefasst.

Zinssatz für an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften neu vergebene Kredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren belief sich auf 4,28 % (Kredite von mehr als 1 Mio €) bzw. 4,76 % (Kredite bis zu 1 Mio €).

Wie oben erwähnt, liegt ein wichtiger Vorteil der MFI-Zinsstatistik darin, dass sie auf der Grundlage von harmonisierten nationalen Abgrenzungen erstellt wird. Daher werden länderübergreifende Vergleiche der MFI-Zinssätze nicht mehr durch Differenzen in den nationalen Statistiken beeinträchtigt. Die Tabelle zeigt, dass zwischen den in den einzelnen Ländern des Euroraums erhobenen Zinssätzen der MFIs gewisse Unterschiede bestehen. Wird der Variationskoeffizient (d. h. der Quotient aus der Standardabweichung der nationalen Zinsen und dem ungewichteten Durchschnitt dieser Zinsen) zugrunde gelegt, so waren im September 2003 die größten Differenzen bei den täglich fälligen Einlagen, den Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und, hinsichtlich der Kredite, bei Überziehungskrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zu beobachten. Bei den anderen Kategorien des Kredit- und Einlagengeschäfts waren die Unterschiede geringer.

Da die von den MFIs erhobenen Zinssätze von zahlreichen Faktoren beeinflusst werden, kann es zu unterschiedlich hohen nationalen MFI-Zinsen kommen. Zu den zahlreichen Bestimmungsfaktoren für die MFI-Zinsen zählt beispielsweise der Wettbewerbsgrad innerhalb der einzelnen Segmente des Bankgeschäfts mit Krediten und Einlagen. Die Banken müssen ihre Zinsen konkurrenzfähig gestalten, um Kunden zu gewinnen; inwieweit sie die Höhe der Zinsen festsetzen können, hängt im Wesentlichen davon ab, wie stark der Wettbewerb in einem bestimmten Geschäftsbereich ist und ob die Bankkunden über alternative Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten verfügen. Ein weiterer Bestimmungsfaktor für die Höhe der Bankzinsen ist das (erwartete) Zins- und Kreditrisiko oder sonstige Risiko der Bank im Einlagen- und Kreditgeschäft. Die mit der Umsetzung einer Änderung der Bankzinsen verbundenen Verwaltungskosten, die Kundenbeziehungen der Banken und das Verhalten der Kunden bei der Nachfrage nach einem bestimmten Finanzierungsinstrument im Kundengeschäft können ebenfalls bedeutsam für die Festlegung des Zinssatzes sein. Doch auch bankspezifische Faktoren, wie das Verhältnis zwischen Rentabilität und Refinanzierungsbedingungen, und institutionelle oder nationale Merkmale, wie regulierte Zinsen und Besicherungsgrenzen für Kredite, können dabei eine wichtige Rolle spielen. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass in der neuen MFI-Zinsstatistik auch Differenzen hinsichtlich der Angaben zu einem einzigen Land bestehen können. Die genannten Faktoren können also nicht nur zu Unterschieden zwischen den nationalen Zinssätzen führen, sondern auch zur Erklärung eines unterschiedlichen Zinsniveaus innerhalb eines Landes dienen.

Mit der Veröffentlichung der MFI-Zinsstatistik hat das Eurogebiet einen wichtigen statistischen Meilenstein erreicht. Die neue Statistik ist das Ergebnis der intensiven Arbeit von rund 1 800 MFIs und des Eurosystems. Sie kann zur Beurteilung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik im Euroraum herangezogen werden. Ferner leistet sie einen wertvollen Beitrag zur Verbesserung der Analyse der Finanzmarktintegration und Stabilität der Finanzmärkte. Allerdings ist hervorzuheben, dass die neue MFI-Zinsstatistik derzeit nur mit Vorsicht für volkswirtschaftliche Zwecke zu interpretieren ist und die Interpretation vertieft werden muss, sobald ausreichend lange Zeitreihen zur Verfügung stehen. Daher können noch keine endgültigen Schlüsse aus der neuen Statistik gezogen werden.

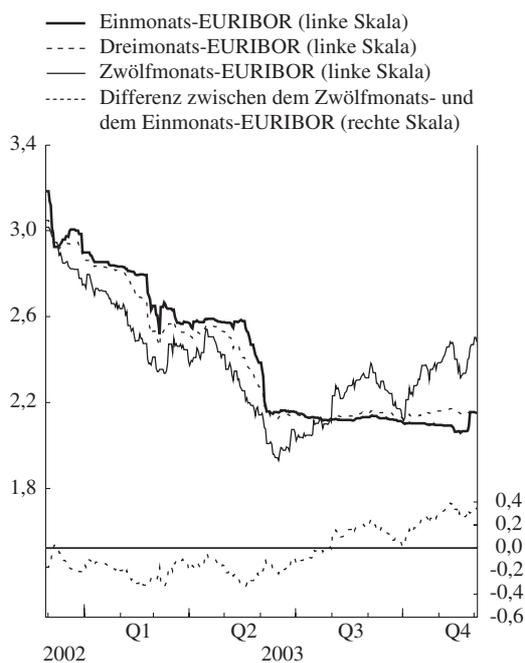
## Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten in den vergangenen Monaten gestiegen

Seit der letzten Senkung der EZB-Leitzinsen im Juni 2003 waren die Zinsen am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt stabil und entsprachen weitgehend den Zinssätzen für die Offenmarktgeschäfte der EZB, während die Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten deutlich gestiegen sind (siehe Abbildung 17). Infolgedessen wies die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) nach einem negativen Wert Mitte Juni im August einen positiven Verlauf auf und hat seitdem zugenommen.

Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember bewegte sich der EONIA abgesehen von einigen kurzfristigen Ausnahmen zwischen 2,04 % und 2,09 %. In diesem Zeitraum

### Abbildung 17 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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



Quelle: Reuters.

schwankte der zweiwöchige EONIA-Swapsatz zwischen 1,99 % und 2,09 % und betrug am 3. Dezember 2,04 %. Bei den im Berichtszeitraum abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Schnitt 1 bzw. 3 Basispunkte über dem für diese Geschäfte geltenden Mindestbietungssatz von 2 % (siehe Kasten 3).

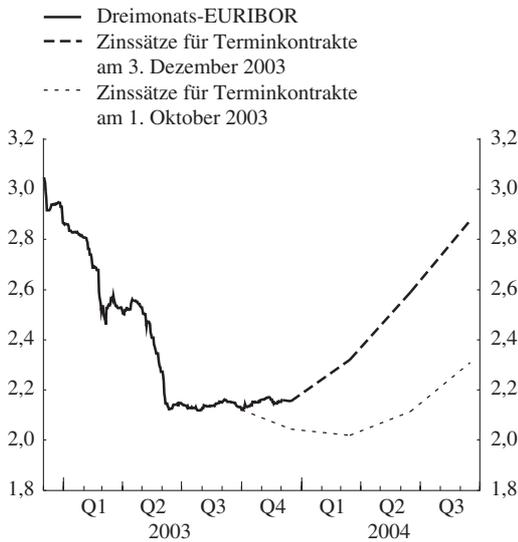
Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember erhöhte sich der Einmonats-EURIBOR um 5 Basispunkte auf 2,15 %, was möglicherweise mit dem Jahresultimoeffekt in Zusammenhang steht, während der Dreimonats-EURIBOR unverändert blieb und am 3. Dezember bei 2,16 % lag. Die Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems wurden wie üblich von der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR beeinflusst. Bei dem am 27. November abgewickelten Geschäft betrug der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,12 % bzw. 2,13 % und lagen somit jeweils 1 Basispunkt unter den Sätzen bei dem am 30. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Wie bereits angemerkt sind die Geldmarktsätze am langen Ende der Zinsstrukturkurve während der letzten Monate angestiegen. Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember erhöhten sich der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR dann um 2 bzw. 9 Basispunkte auf zuletzt 2,23 % bzw. 2,48 %. Im selben Zeitraum nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) leicht zu und belief sich am 3. Dezember auf 33 Basispunkte.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2004 zum Ausdruck kommen, stiegen im Oktober und November deutlich. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Kurzfristzinsen in den vergangenen Monaten nach oben revidiert haben (siehe Abbildung 18). Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember stiegen

**Abbildung 18**  
**Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

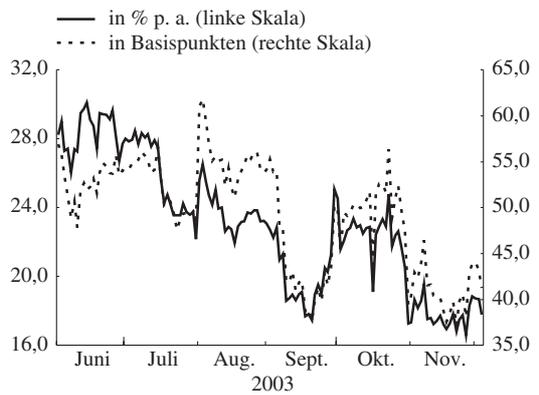
die impliziten Zinssätze, die sich in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni und September 2004 widerspiegeln, um 3, 9 bzw. 13 Basispunkte auf 2,32 %, 2,59 % bzw. 2,88 %.

Die Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit

Fälligkeit im März 2004 abgeleitet wird, ist seit den im Oktober verzeichneten Höchstständen deutlich auf einen im historischen Vergleich relativ niedrigen Stand zurückgegangen. Dies lässt darauf schließen, dass die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern hinsichtlich des für Mitte März 2004 zu erwartenden Niveaus des Dreimonats-EURIBOR recht gering ist (siehe Abbildung 19).

**Abbildung 19**  
**Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im März 2004**

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



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

### Kasten 3

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

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

#### Offenmarktgeschäfte

(in 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	27.10.2003	11.11.2003	135,87	117,00	1,16	255	2,00	2,04	2,05
HRG	05.11.2003	19.11.2003	125,77	84,00	1,50	290	2,00	2,04	2,05
HRG	11.11.2003	26.11.2003	126,83	118,00	1,07	243	2,00	2,03	2,04
HRG	19.11.2003	03.12.2003	113,35	99,00	1,14	281	2,00	2,00	2,02
LRG	30.10.2003	29.01.2004	32,38	15,00	2,16	150	1,8	2,13	2,14

Quelle: EZB.

Der gewichtete Durchschnittssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften ging im Laufe der betrachteten Mindestreserve-Erfüllungsperiode allmählich von 2,05 % auf 2,02 % zurück. Der marginale Zuteilungssatz lag bei den ersten drei HRGs 1 Basispunkt unter dem gewichteten Durchschnittssatz und beim letzten HRG 2 Basispunkte darunter. Damit entsprach er beim letzten Geschäft dem Mindestbietungssatz. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen lag bei drei HRGs unter 1,2 und war damit etwas niedriger als gewöhnlich.

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(in Mrd €)

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

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>250,9</b>	<b>0,3</b>	<b>+ 250,6</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	205,8	-	+ 205,8
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,3	- 0,2
Sonstige Geschäfte	-	-	-
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren <sup>1)</sup></b>	<b>324,0</b>	<b>442,8</b>	<b>- 118,8</b>
Banknotenumlauf	-	399,4	- 399,4
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	43,4	- 43,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	321,8	-	+ 321,8
Sonstige Faktoren (netto)	2,2	-	+ 2,2
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>131,8</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>131,0</b>

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 110,5 Mrd € und 127,7 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich im Zeitraum vom 3. November bis zum 10. November am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 1,4 Mrd €).

Mit Ausnahme eines relativ moderaten Ultimoeffekts am 31. Oktober blieb der EONIA vom Beginn der Erfüllungsperiode bis zum 12. November stabil bei rund 2,05 %. In den darauf folgenden Tagen fiel er auf rund 2,00 %, da die Marktteilnehmer anscheinend von ausreichender Liquidität am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ausgingen. An den letzten drei Geschäftstagen der Erfüllungsperiode sank der EONIA weiter und lag am letzten Tag wegen der anhaltend günstigen Liquiditätsbedingungen bei 1,46 %. Aufgrund der Entwicklung der autonomen Liquiditätsfaktoren endete die Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit einer Netto-Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von insgesamt 4,05 Mrd € (kumuliert von Freitag, dem 21. November, bis Sonntag, den 23. November).

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,73 Mrd €.

### Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen stiegen im Euroraum in den Herbstmonaten weiter an, während sie in den Vereinigten Staaten etwas volatiler waren (siehe Abbildung 20). Die Zunahme der Anleiherenditen im Euroraum deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer Ausmaß und Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet jetzt optimistischer einschätzen. Zwischen

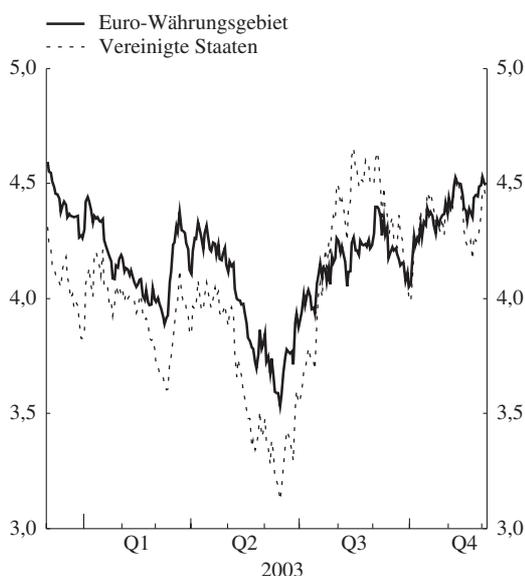
Ende Oktober und dem 3. Dezember stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten jeweils um rund 10 Basispunkte auf zuletzt etwa 4,5 %. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Anleihen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet betrug am 3. Dezember -5 Basispunkte.

Bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten waren in den letzten drei Monaten starke Schwankungen und insgesamt ein leichter Rückgang zu beobachten. Die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen dürfte zum einen von dem Abwärtsdruck beeinflusst worden sein, der von Verlautbarungen der US-amerikanischen Notenbank ausging; diese erweckten bei den Marktteilnehmern den Eindruck, dass die Kurzfristzinsen länger als zunächst erwartet auf einem niedrigen Niveau gehalten werden. Dagegen übte die Veröffentlichung von Daten, die allgemein besser als erwartet ausfielen, einen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen aus.

Die Entwicklung an den Anleihemärkten im November deutet auf eine gewisse Aufwärtskorrektur der durchschnittlichen langfristigen Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer hin. Darauf lässt der zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember beobachtete Anstieg der realen Rendite indexgebundener Staatsanleihen im Zehnjahresbereich um 15 Basispunkte schließen. Die Messgrößen für die durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen der Anleger blieben in diesem Zeitraum weitgehend unverändert. Die zehnjährige (aus dem Renditeabstand zwischen

**Abbildung 20**  
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)

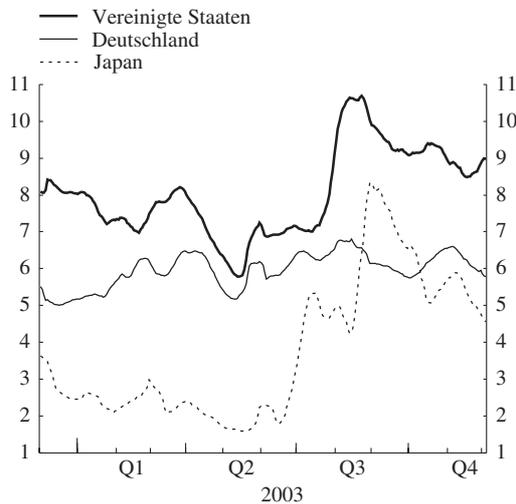


Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

## Abbildung 21 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.

zehnjährigen nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen errechnete) Breakeven-Inflationsrate belief sich am 3. Dezember auf fast 2,3 %.

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen am US-Markt blieb im November nahezu unverändert. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität betrug am 3. Dezember annähernd 9 % und lag damit rund 2 Prozentpunkte über dem seit 1999 beobachteten Durchschnittswert (siehe Abbildung 21).

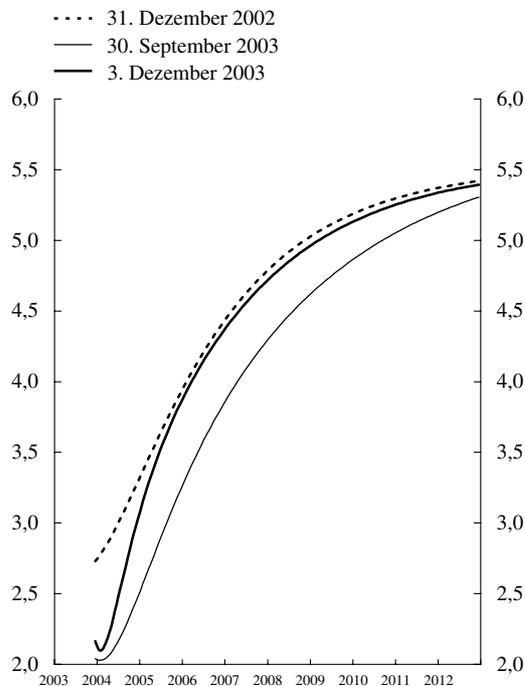
In Japan verlangsamte sich der seit Mitte Juni zu verzeichnende Aufwärtstrend bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den letzten Monaten allmählich. Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember blieben diese Renditen weitgehend unverändert und beliefen sich zuletzt auf 1,5 %. Gleichzeitig scheint die Unsicherheit der Marktteilnehmer über

die künftige Entwicklung der Anleiherenditen abgenommen zu haben. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt belief sich am 3. Dezember auf etwa 4,5 % und lag damit immer noch nahe an seinem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt.

Im Euro-Währungsgebiet setzten die langfristigen Staatsanleiherenditen in den letzten drei Monaten ihren seit Mitte Juni 2003 zu beobachtenden Aufwärtstrend fort. Diese Entwicklung lässt insgesamt auf eine etwas optimistischere Einschätzung der Wirtschaftsaussichten seitens der Marktteilnehmer schließen, möglicherweise jedoch auch auf eine leichte Aufwärtskorrektur ihrer Inflationserwartungen.

## Abbildung 22 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

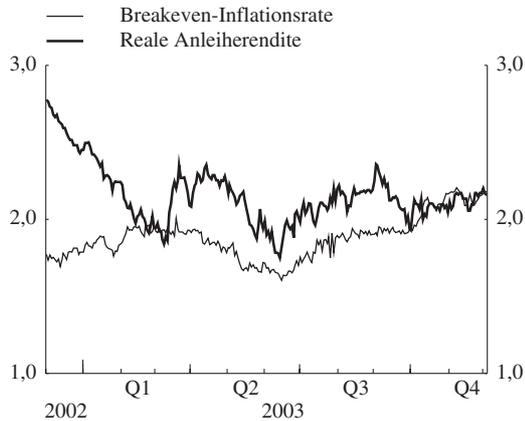


Quelle: EZB-Schätzung.

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 28f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

**Abbildung 23**  
**Reale Anleiherendite und Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Der steilere Verlauf der impliziten Terminalsstrukturkurve für Tagesgeld (siehe Abbildung 22) und die jüngste Entwicklung der realen Rendite inflationsindexierter Anleihen (siehe Abbildung 23) deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer die Konjunkturaussichten etwas positiver einschätzen. Gleichzeitig ist die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate (errechnet aus dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen nominalen und indexgebundenen Anleihen) seit Mitte Juni deutlich gestiegen. Dies war teilweise auf eine Reihe technischer Faktoren zurückzuführen, wobei jedoch nicht ausgeschlossen werden kann, dass sich darin bis zu einem gewissen Grad auch höhere langfristige Inflationserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln (siehe Kasten 4).

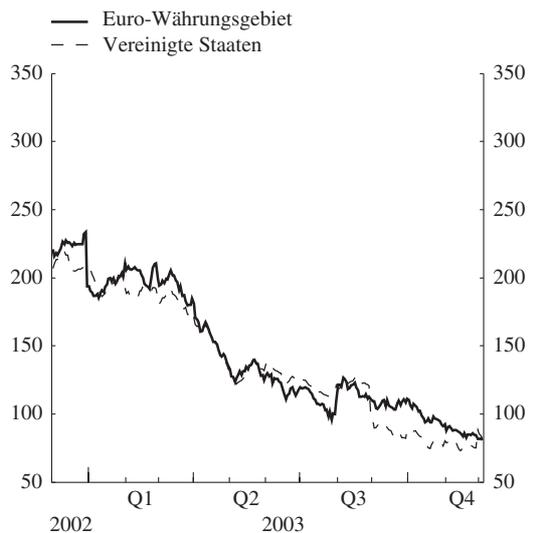
Die Unsicherheit am Anleihemarkt des Euro-Währungsgebiets – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige Bundesanleihen – nahm zwischen Ende Oktober und dem

3. Dezember leicht ab. Am letztgenannten Datum betrug der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt 5,8 % und lag damit über dem seit 1999 verzeichneten Durchschnittswert.

Die Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum waren in den vergangenen Monaten nach wie vor sehr günstig (siehe Abbildung 24). Die Renditen von Anleihen, die von gebietsansässigen Unternehmen mit BBB-Rating begeben wurden, blieben zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember weitgehend unverändert. Die relativen Finanzierungskosten, die an der Renditedifferenz zwischen von Unternehmen mit BBB-Rating emittierten Anleihen und vergleichbaren Staatsanleihen im Euroraum gemessen werden, lagen am 3. Dezember bei 80 Basispunkten. Im historischen Vergleich war dies ein äußerst niedriger Wert.

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

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

## Kasten 4

### Jüngste Entwicklungen am Markt für indexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet

#### Emission neuer indexgebundener Anleihen im Jahr 2003

Im Jahr 2003 hat sich der Markt für inflationsindexierte Anleihen im Euro-Währungsgebiet insbesondere mit dem Auftreten zweier neuer Staaten als Emittenten derartiger Anleihen – Griechenland und Italien – deutlich ausgeweitet. Bis März 2003 hatte lediglich Frankreich an den HVPI des Euro-Währungsgebiets (ohne Tabakwaren) gekoppelte Anleihen, mit zwei verschiedenen Laufzeiten (2012 und 2032) und einem Umlaufvolumen von 16 Mrd €, begeben. Im März 2003 emittierte Griechenland eine inflationsindexierte Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2025 und einem Volumen von 1,25 Mrd €. Im September 2003 schließlich platzierte Italien eine indexierte Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2008 und einem Volumen von 7 Mrd €.

Die beiden neuen indexierten Anleihen besitzen weitgehend dieselben technischen Merkmale wie die bisherigen französischen indexgebundenen Anleihen. Zum einen sind sie ebenfalls an den HVPI des Eurogebiets unter Ausklammerung von Tabakwaren gekoppelt. Zum anderen wird bei den italienischen und griechischen Anleihen genau wie bei den französischen indexgebundenen Anleihen der Rücktausch zum Nennwert garantiert, d. h., dass bei einer während der Laufzeit der Anleihe auftretenden Deflation der Rücktauschbetrag dem Nominalwert entspricht.

Allerdings bestehen zwischen den von den verschiedenen Ländern begebenen Anleihen zwei grundlegende Unterschiede. Erstens unterscheidet sich die Besteuerung zwischen den betreffenden Ländern. Zweitens werden die verschiedenen Anleihen hinsichtlich ihres Kreditrisikos von den Rating-Agenturen unterschiedlich eingestuft. Wie die folgende Tabelle zeigt, weist Frankreich die höchste und Griechenland die niedrigste Bonität auf.

#### Merkmale der an den HVPI (ohne Tabakwaren) gekoppelten Anleihen des Euro-Währungsgebiets

(Stand: Ende September 2003)

Emittent	Laufzeit	Emissionsdatum	Kupon (in % p.a.)	Umlauf (in Mrd €)	Ratings Moody's/S&P/Fitch
Italien	Sept. 2008	Sept. 2003	1,65	7,00	Aa2/AA/AA
Frankreich	Juli 2012	Nov. 2001	3,00	11,00	Aaa/AAA/AAA
Griechenland	Juli 2025	März 2003	2,90	1,25	A1/A+/A1
Frankreich	Juli 2032	Okt. 2002	3,15	5,00	Aaa/AAA/AAA

Quellen: Agence France Trésor, italienisches und griechisches Schatzamt.

#### Ableitung von Messzahlen der Inflationserwartungen

Anhand dieser neuen Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten lässt sich für das Eurogebiet eine rudimentäre Kurve der Breakeven-Inflationsraten konstruieren. Die Breakeven-Inflationsraten dürften durch die unterschiedlichen Kreditrisiken nicht maßgeblich beeinflusst werden, da sie sich aus der Differenz zwischen den Renditen vergleichbarer nominaler und indexgebundener Anleihen errechnen, die beide derselben Kreditrisikoprämie für das jeweilige Land unterliegen (nähere Einzelheiten zu den Breakeven-Inflationsraten finden sich im Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 ff. des Monatsberichts vom Februar 2002). Unterschiede in der Besteuerung können allerdings zu einer Verzerrung der errechneten Breakeven-Inflationsraten der jeweiligen Länder führen. Dies ist jedoch schwer zu messen, da der Einfluss der verschiedenen Steuersysteme auf die einzelnen Anleihenrenditen von den Steuersätzen der jeweiligen (gebietsansässigen oder gebietsfremden) Anleger abhängt. Darüber hinaus dürften auch Unterschiede im Liquiditätsgrad zwischen den

indexierten und den entsprechenden nominalen Anleihen die Vergleichbarkeit der Breakeven-Inflationsraten beeinträchtigen.

Die Zinsstrukturkurve der Breakeven-Inflationsraten, die sich aus den vier an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelten Anleihen errechnen, ähnelt stark der „Kurve der Inflationserwartungen“, die aus inflationsindexierten Nullkupon-Swaps abgeleitet wird (nähere Einzelheiten zu inflationsindexierten Swaps finden sich im Kasten „Ableitung von Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet aus inflationsindexierten Swaps“ auf Seite 34 f. des Monatsberichts vom September 2003). Die nebenstehende Abbildung zeigt die unterschiedlichen Messgrößen der durchschnittlichen Inflationserwartungen über verschiedene Zeitfenster mit Stand von Ende November 2003. Für die Breakeven-Inflationsraten sind zwei verschiedene Kurven konstruiert worden. Die eine zeigt die Breakeven-Inflationsraten für das jeweilige Fälligkeitsdatum der zugrunde liegenden Indexanleihen. Diese Zinsstrukturkurve misst die

durchschnittlichen Inflationserwartungen über die verschiedenen Zeitfenster jedoch nur ungenau. Das liegt daran, dass die zur Berechnung der Breakeven-Inflationsraten verwendeten indexierten und nominalen Anleihen Kuponanleihen sind, deren Laufzeit keinen guten Maßstab dafür liefert, wie lange der Inhaber solcher Anleihen im Durchschnitt warten muss, bis er eine Zahlung erhält. Eine bessere Messgröße hierfür ist die „Duration“ der Kuponanleihe, die kürzer ist als die Laufzeit.<sup>1</sup> Die Abbildung enthält daher auch eine Kurve, die die Breakeven-Inflationsraten der Duration der entsprechenden nominalen Anleihen gegenüberstellt (die Kurve wird daher als „laufzeitbereinigt“ bezeichnet). Es zeigt sich, dass die laufzeitbereinigte Kurve der Breakeven-Inflationsraten der aus den inflationsindexierten Nullkupon-Swaps gebildeten Kurve nahezu entspricht.

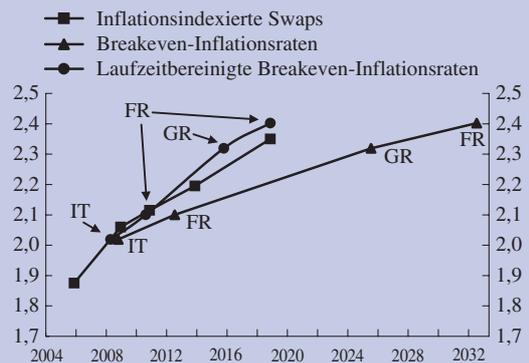
Bei der Interpretation der Abbildung sind eine Reihe von Einschränkungen zu beachten, aufgrund derer die Breakeven-Inflationsraten den durchschnittlichen Inflationserwartungen nicht zwangsläufig entsprechen müssen. Eine Abweichung könnte erstens teilweise auf eine Risikoprämie für die Inflationsunsicherheit zurückzuführen sein, die von den Anlegern für das Halten von nominalen Anleihen mit langen Laufzeiten gefordert wird. Eine solche Risikoprämie bedeutet, dass die Breakeven-Inflationsrate nach oben verzerrt wird. Es ist zu erwarten, dass sich diese Risikoprämie mit zunehmender Laufzeit der Anleihe erhöht. Zweitens kann von der Liquiditätsprämie ein gegenläufiger Effekt ausgehen, da der Liquiditätsgrad indexierter Anleihen in der Regel niedriger als bei entsprechenden nominalen Anleihen ist. Drittens beziehen sich die Breakeven-Inflationsraten auf den HVPI ohne Tabakwaren. Die durchschnittliche Inflationsrate des HVPI unter Einschluss von Tabakwaren lag in den letzten Jahren insgesamt geringfügig über dem HVPI ohne Tabakwaren, was eine Verzerrung der Breakeven-Inflationsraten nach unten zur Folge hat. Viertens werden die Breakeven-Inflationsraten bisweilen von technischen Faktoren beeinflusst.

Wie aus Abbildung 23 hervorgeht, stieg die Breakeven-Inflationsrate im Eurogebiet in den letzten Monaten recht steil an. Eine gewisse anekdotische Evidenz deutet darauf hin, dass die zunehmende Nachfrage nach inflationsindexierten Anleihen durch unterschiedliche Anleger – etwa Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen – die Kurse dieser Anleihen steigen und ihre realen Renditen sinken ließ. Dieser Faktor könnte insbesondere am langen Ende der Breakeven-Inflationskurve für eine Verzerrung nach oben gesorgt haben.

<sup>1</sup> Die Duration einer Anleihe ist ihre Laufzeit bereinigt um vor dem Laufzeitende erfolgende Zahlungen (z. B. Zinsen oder Tilgungsleistungen auf das Anleihekaptal). In der Duration drückt sich auch die Sensitivität des Kapitalwerts der Anleihe gegenüber Veränderungen des Diskontierungssatzes aus.

### Aus indexierten Anleihen und inflationsindexierten Swaps des Euro-Währungsgebiets abgeleitete Inflationserwartungen

(nach Duration bzw. Laufzeit der Anleihen)



Quellen: Agence France Trésor, italienisches und griechisches Schatzamt sowie CDC IXIS Capital Markets.

Die Ankündigung Deutschlands, im Jahr 2004 keine indexierten Anleihen zu emittieren, widersprach den Erwartungen einiger Marktteilnehmer und könnte bei den Preisen der bestehenden Indexanleihen zu einer Art „Knappheitsprämie“ geführt haben, die für weiteren Aufwärtsdruck bei den Breakeven-Inflationsraten sorgte.

Obwohl sich durch diese Sonderfaktoren möglicherweise ein Großteil des gegenwärtig relativ hohen Niveaus der Breakeven-Inflationsraten im Euroraum erklären lässt, ist nicht auszuschließen, dass grundlegendere Faktoren im Spiel waren. So gab es in den vergangenen Monaten eine Vielzahl positiver Nachrichten über die Konjunktur im Eurogebiet, während auch einige sehr enttäuschende Nachrichten auf dem Gebiet der Fiskalpolitik bekannt wurden. Zum derzeitigen Zeitpunkt lässt sich überdies nicht ausschließen, dass diese beiden Faktoren auch einen Einfluss auf die Inflationsunsicherheit und darüber hinaus auf die durchschnittlichen Inflationserwartungen im Eurogebiet hatten. Daher ist es wichtig, die Entwicklungen auf diesen Märkten sorgfältig zu beobachten und sie mit anderen Messgrößen der Inflationserwartung wie etwa den Ergebnissen aus Umfragen zu vergleichen, welche in den vergangenen Monaten weitgehend unverändert geblieben sind.<sup>2</sup>

2 Siehe auch den Kasten „Prognosen anderer Institute“ auf Seite 67 f. in dieser Ausgabe des Monatsberichts.

### Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten weiter gestiegen

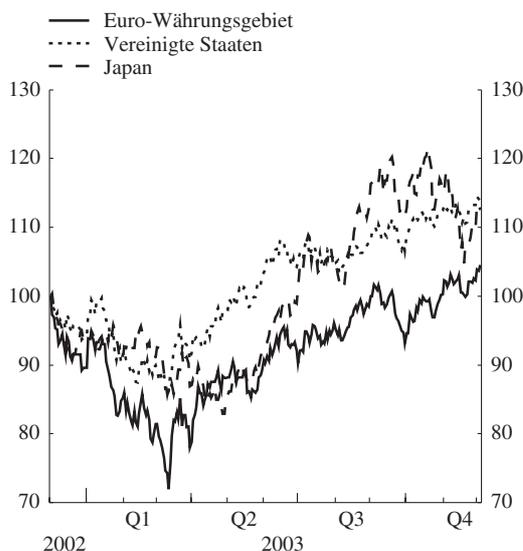
Die Aktienkurse im Euroraum und den Vereinigten Staaten zogen in den Herbstmonaten weiter an, wenngleich der Anstieg moderater ausfiel als im Frühjahr dieses Jahres (siehe Abbildung 25). Zwischen Ende Oktober und dem 3. Dezember legten sie, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und dem Standard-&Poor's-500-Index, um 4 % bzw. 1 % zu. In Japan büßte der Nikkei 225 im selben Zeitraum 2 % ein, nachdem er im früheren Jahresverlauf stark gestiegen war.

Die insgesamt moderaten Kursanstiege in den Herbstmonaten dieses Jahres dürften hauptsächlich auf unerwartet günstige Gewinnmeldungen der Unternehmen und die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten zu Konjunktur und Beschäftigung zurückzuführen sein. Offensichtlich stärkten diese Meldungen das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Belebung der US-Wirtschaft. Ein deutlicher Anstieg war bei den Kursen für Technologiewerte (gemessen am Nasdaq-Composite-Index) zu beobachten. Laut den Gewinnmeldungen von im Standard-&Poor's-500-Index vertretenen Unternehmen war die Steigerung der Unternehmensgewinne im

dritten Quartal 2003 offenbar zum Großteil auf Maßnahmen zur Kostenreduzierung zurückzuführen, da das Wachstum der Einnahmen weiterhin hinter dem der Gewinne zurückblieb.

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

(Index: 1. Dezember 2002 = 100; Tageswerte)

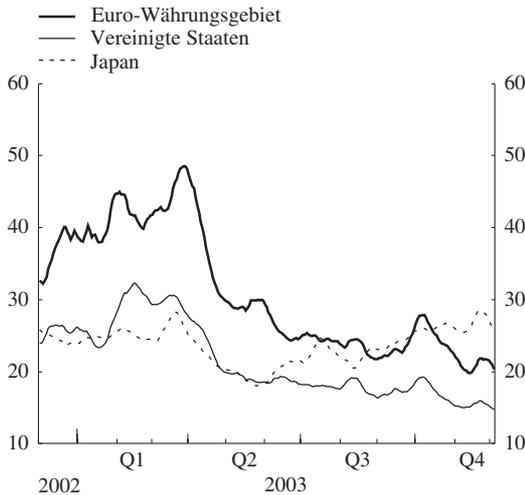


Quelle: Reuters.

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

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

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



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den 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.

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Aktienkursentwicklung nahm in den letzten drei Monaten weiter ab. Am 3. Dezember belief sich der gleitende Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität auf 15 % (siehe Abbildung 26) und lag damit deutlich unter dem seit 1999 verzeichneten Durchschnittswert. Der Rückgang der Unsicherheit in den vergangenen Monaten dürfte aufgrund der niedrigeren Risikoprämien, die die Anleger für das Halten von Aktien fordern, ebenfalls zum allgemeinen Anstieg der Aktienkurse beigetragen haben.

In Japan sanken die Aktienkurse im November. Bedenken hinsichtlich der Aufwertung des japanischen Yen, die sich negativ auf die japanische Exportindustrie auswirken könnten, und schlechter als erwartet ausgefallene vierteljährliche Gewinnmeldungen einiger großer Unternehmen dürften zu diesem Rück-

gang beigetragen haben. Die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität) lag am 3. Dezember bei etwa 26 %. Damit war sie gegenüber ihrem Stand von Ende Oktober weitgehend unverändert und lag etwas unter dem seit 1999 verzeichneten Durchschnittsniveau.

Im Euro-Währungsgebiet stiegen die Aktienkurse in den letzten drei Monaten weiter an, worin sich die Einschätzung am Markt widerspiegelte, dass sich die Konjunkturaussichten aufgehellt haben; gestützt wurde diese Annahme durch die Veröffentlichung von insgesamt besser als erwartet ausgefallenen gesamtwirtschaftlichen Daten. Angaben, nach denen sich die Ertragslage von Unternehmen im Euroraum weiter verbessert hat, könnten sich ebenfalls positiv auf die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet ausgewirkt haben. Darüber hinaus dürfte der Rückgang der Marktsicherheit – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – während der letzten drei Monate den Aktienmarkt zusätzlich gestützt haben. Am 3. Dezember lag die implizite Aktienkursvolatilität bei 20 % und damit deutlich unter dem seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion verzeichneten Durchschnittswert.

Die in den Herbstmonaten beobachteten Kursgewinne im Euroraum waren praktisch über alle Wirtschaftssektoren hinweg zu beobachten (siehe Tabelle 5). Die Kurse der vom Gesundheits-, Finanz- und Technologie-sektor begebenen Aktien legten in den letzten drei Monaten besonders stark zu. Die Entwicklung in den beiden letztgenannten Sektoren scheint auf eine optimistischere Einschätzung der Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet seitens der Marktteilnehmer hinzudeuten. Die relativ schwache Entwicklung der Aktienkurse im Energiesektor war dagegen auf den Rückgang der Preise für Mineralölzeugnisse in den vergangenen drei Monaten zurückzuführen.

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

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
<b>Branchenanteil an der Marktkapitalisierung</b> <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>	5,0	10,6	9,1	8,6	29,7	9,1	7,2	8,8	7,3	4,6	100,0
<b>Kursveränderung</b> <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2002 Q3	-28,8	-29,3	-18,0	-21,0	-36,7	-22,7	-27,8	-35,6	-11,7	-23,8	-28,2
2002 Q4	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
2003 Q1	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-11,8
2003 Q2	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
2003 Q3	4,4	4,4	5,1	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,7	5,7
Oktober	7,6	10,3	1,9	2,6	10,2	3,1	9,1	13,8	5,8	2,0	7,6
November	3,9	1,8	1,9	0,4	1,0	4,7	1,3	2,7	2,3	3,2	1,8
Ende Aug. bis 3. Dez. 2003	6,2	5,3	-0,4	-2,0	10,5	10,4	8,4	9,0	6,7	2,3	6,2
<b>Volatilität</b> <i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2002 Q3	38,2	46,4	31,9	46,5	51,0	49,5	27,8	58,9	47,8	39,4	36,4
2002 Q4	34,2	40,7	20,8	31,1	44,3	30,6	28,8	61,1	35,7	29,8	34,9
2003 Q1	37,2	37,8	29,3	32,1	40,3	36,5	25,6	44,9	35,0	33,3	33,8
2003 Q2	25,3	28,5	19,9	22,2	25,8	24,3	17,6	34,3	21,3	20,4	32,2
2003 Q3	23,6	19,9	12,2	18,4	18,7	18,1	15,5	32,8	14,7	13,7	16,8
Oktober	23,0	21,6	15,1	15,9	17,0	19,3	13,9	27,8	15,6	13,5	16,5
November	16,8	19,0	11,9	14,0	15,1	21,3	13,3	25,7	12,9	10,2	15,1
Ende Aug. bis 3. Dez. 2003	20,0	20,6	12,4	15,0	16,7	19,3	15,1	27,4	14,6	12,1	16,1

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

## 2 Preisentwicklung

### HVPI-Inflation im November Schätzungen zufolge auf 2,2 % gestiegen

Nach der Vorausschätzung von Eurostat stieg die Inflation gemessen am HVPI von 2,0 % im Oktober auf 2,2 % im November (siehe Tabelle 6). Zwar liegen für November noch keine detaillierten Angaben zum HVPI vor, doch dürfte diese Aufwärtsbewegung durch einen ungünstigen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Energiepreisentwicklung bedingt sein. Darüber hinaus dürfte sich die jüngste Anhebung der Tabaksteuern in Frankreich auf die Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel ausgewirkt haben.

Die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet verminderte sich im Oktober auf 2,0 % ge-

genüber 2,2 % im September. Dieser Rückgang der Gesamtinflation ist in vollem Umfang auf die volatilen Komponenten des HVPI, die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, zurückzuführen (siehe Abbildung 27). Die Energiepreisentwicklung trug dazu bei, den Anstieg der HVPI-Inflation insgesamt abzuschwächen, und zwar insbesondere aufgrund eines günstigen Basiseffekts, der die Jahreswachstumsrate der Energiepreise von 1,6 % im September auf 0,7 % im Oktober sinken ließ. Darüber hinaus ließen die Auswirkungen des Preisschocks in diesem Sommer, die allerdings immer noch zu spüren sind, allmählich nach, so dass die Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel von 4,3 % im September auf 3,9 % im Oktober zurückging.

**Tabelle 6**  
**Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet**

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

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

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

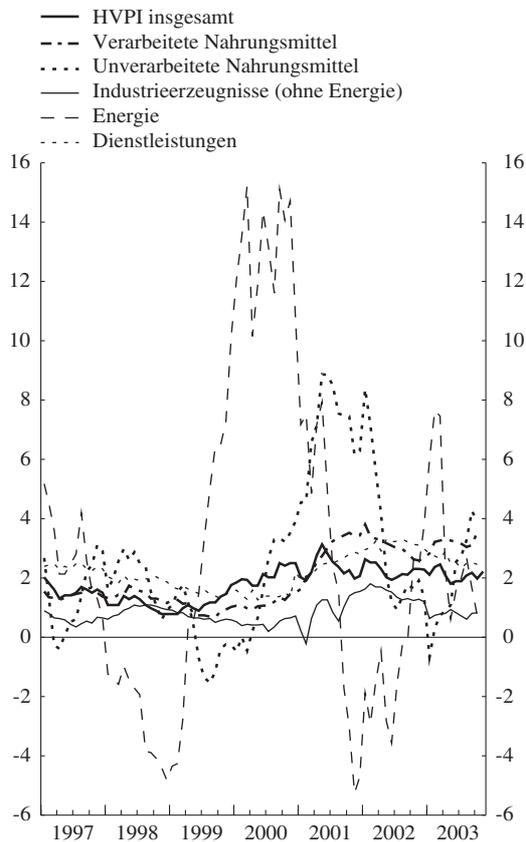
Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

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

### Abbildung 27

#### 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.

Im Gegensatz zur Entwicklung der Gesamtinflation erhöhte sich die Jahresrate des HVPI ohne die volatileren Komponenten um 0,1 Prozentpunkte und lag im Oktober bei 2,0 %. Diese Entwicklung ist ausschließlich auf einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von 3,1 % im September auf 3,5 % im Oktober zurückzuführen, während die Raten der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie unverändert blieben. Der höhere Inflationsbeitrag der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel hing größtenteils mit einem Anstieg der Preise für Tabakwaren zusammen, der im Wesentlichen auf die Erhöhung der Tabaksteuern durch die französische Regierung im Oktober 2003 zurückzuführen war.

#### Teuerungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Oktober 2003 gesunken

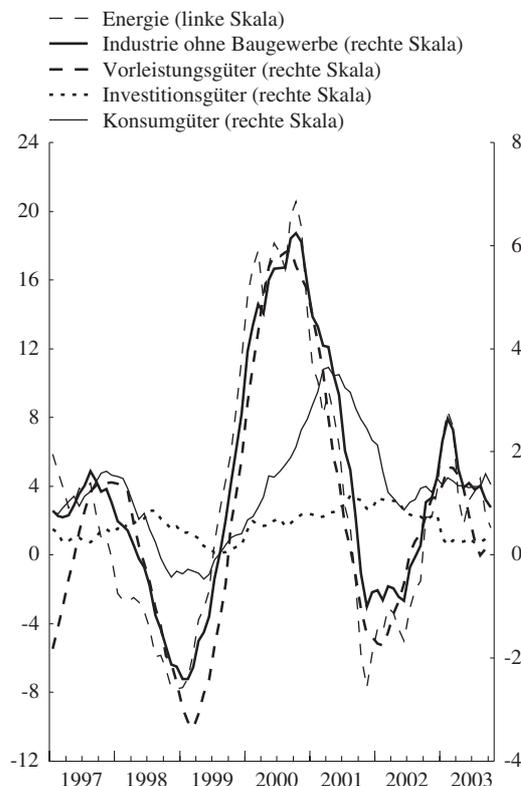
Die Jahreswachstumsrate des Erzeugerpreisindex im Euro-Währungsgebiet ohne Baugewerbe ging von 1,1 % im September auf 0,9 % im Oktober 2003 zurück. Dies war fast gänzlich auf einen günstigen Basiseffekt zurückzuführen, der sich auf die Erzeugerpreise für Energie auswirkte. Die Jahresrate des Erzeugerpreisindex für die Industrie insgesamt ohne Baugewerbe und Energie lag unverändert bei 0,6 %; dahinter verbargen sich leichte gegenläufige Bewegungen in allen Industriezweigen (siehe Abbildung 28).

In der Vorleistungsgüterindustrie erhöhten sich die Erzeugerpreise erneut, und zwar (im Vorjahresvergleich) von 0,1 % im September auf 0,3 % im Oktober. Zu dieser Entwicklung

### Abbildung 28

#### Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

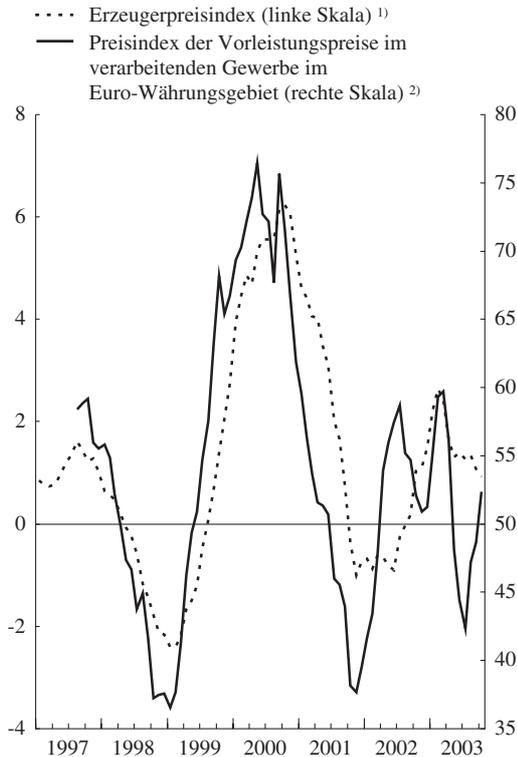


Quelle: Eurostat.

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

**Abbildung 29**  
**Erzeugerpreise insgesamt und**  
**Vorleistungspreise im verarbeitenden**  
**Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet**

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang. In den Angaben zum Preisindex für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

dürfte der deutliche Anstieg der auf Euro lautenden Rohstoffpreise (außer Öl) um mehr als 10 % seit Juni 2003, der sich mit der weltweit steigenden Nachfrage nach Rohstoffen deckt, beigetragen haben. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Anstieg der Erzeugerpreise in der Konsumgüterindustrie (im Vorjahresvergleich) von 1,5 % im September auf 1,3 % im Oktober, was einen sich abschwächenden Beitrag der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel widerspiegeln dürfte. Im Investitionsgütersektor verharrte die jährliche Preissteigerungsrate auf einem niedrigen Niveau, was mit der seit Jahresbeginn verzeichneten Entwicklung in Einklang stand. Insgesamt betrachtet blieb der Preisdruck bei den Erzeugerpreisen gemäßigt und wurde

insbesondere durch die jüngste Euro-Aufwertung abgeschwächt.

Die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren deuten allerdings darauf hin, dass es bei den Erzeugerpreisen wieder zu einem gewissen Aufwärtsdruck kommt (siehe Abbildung 29). Der auf der Umfrage unter Einkaufsmanagern beruhende Preisindex für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich leicht von 52,3 im Oktober auf 52,9 Punkte im November. Laut den Umfrageteilnehmern wurde der durch die weltweit stärkere Nachfrage bedingte deutliche Anstieg der Preise einiger Rohstoffe (insbesondere Eisen, Stahl und Ne-Metalle) nur zum Teil durch die Euro-Aufwertung und deren abschwächende Wirkung auf die Preise für Importwaren ausgeglichen.

**Lohnwachstum gegenüber Vorjahren**  
**weitgehend unverändert**

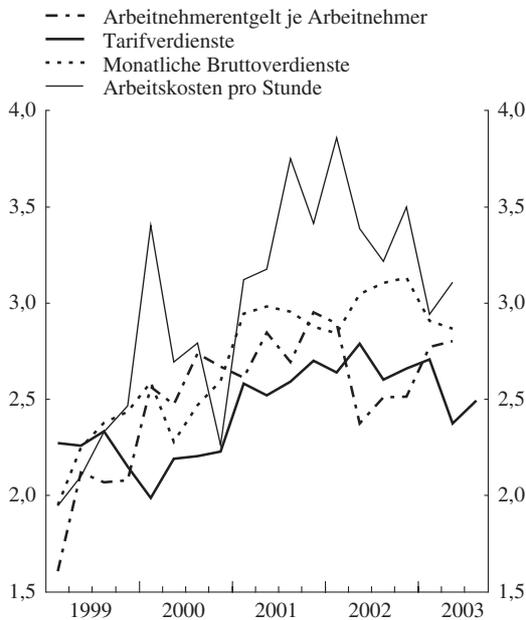
Trotz uneinheitlicher Angaben zu den Arbeitskostenindikatoren weist das Gesamtbild der Lohnentwicklung im Euroraum für 2003 weiterhin auf eine Abflachung des Lohnwachstums auf die in den vergangenen zwei Jahren beobachteten Durchschnittswerte hin (siehe Abbildung 30). In der ersten Hälfte des Jahres 2003 stiegen die monatlichen Bruttoverdienste im Vorjahresvergleich um 2,9 %; ihr Anstieg lag somit nur knapp unter der durchschnittlichen Wachstumsrate der vergangenen zwei Jahre. Die Arbeitskosten pro Stunde im nicht landwirtschaftlichen Gewerbe erhöhten sich im ersten Halbjahr 2003 um rund 3,0 % und lagen damit fast 0,5 Prozentpunkte unter dem für 2001 und 2002 verzeichneten Durchschnitt. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer hingegen lag mit 2,8 % in der ersten Hälfte des Jahres 2003 leicht über dem Durchschnitt für 2002.

Auf sektoraler Ebene dürfte es bei den jährlichen Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in der ersten Hälfte des Jahres 2003 lediglich in der Industrie ohne Baugewerbe und im Bereich der nicht

**Abbildung 30**

**Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

marktbestimmten Dienstleistungen zu einer Abflachung gekommen sein. Dagegen sind die Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei den marktbestimmten Dienstleistungen (die Handel, Gastgewerbe, Finanzdienstleistungen und Dienstleistungen für Unternehmen umfassen) kürzlich angestiegen und lagen in der ersten Jahreshälfte 2003 bei fast 3 %, verglichen mit einem Durchschnitt von 2,3 % in den beiden Vorjahren. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen wächst damit genauso schnell wie das Arbeitnehmerentgelt in der Industrie, während es in den zurückliegenden zehn Jahren in der Regel niedriger war. Angesichts der Volatilität der sektorenspezifischen Angaben und möglicher Revisionen bei späteren Veröffentlichungen ist es allerdings zu früh, um beurteilen zu können, ob die Daten für die ersten sechs Monate dieses Jahres auf einen Anstieg des Lohndrucks in diesem spezifischen Teilsektor hindeuten oder lediglich ein statistisches Artefakt darstellen. Darüber

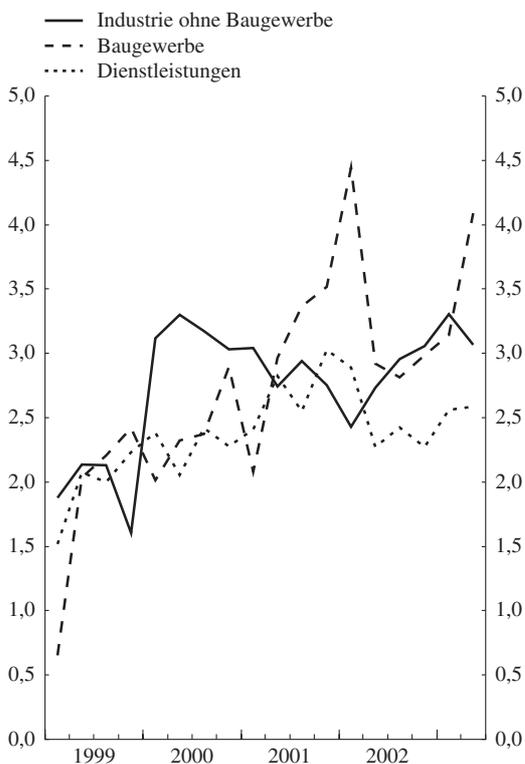
hinaus gleicht das deutlich verlangsamte Lohnwachstum im Bereich der nicht marktbestimmten Dienstleistungen (von durchschnittlich 3,0 % in den beiden Vorjahren auf rund 2,1 % im ersten Halbjahr 2003) das gestiegene Lohnwachstum bei den übrigen Dienstleistungen teilweise aus (siehe Abbildung 31).

Was die jüngere Entwicklung betrifft, so erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste im dritten Quartal leicht auf 2,5 %. Das Durchschnittswachstum der Tarifverdienste dürfte 2003 niedriger ausfallen als in den beiden Jahren davor. Allerdings könnte eine weniger negative Lohndrift zusammen mit einem leichten Anstieg der Sozialversicherungsbeiträge die Auswirkungen des niedrigeren Wachstums der Tarifverdienste auf den Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2003 ausgleichen.

**Abbildung 31**

**Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die allmähliche Erholung des Wachstums der Arbeitsproduktivität im Verlauf des Jahres 2002 kehrte sich im ersten Halbjahr des Jahres 2003 um, wobei das Produktivitätswachstum im Vorjahrsvergleich von 0,7 % im ersten Quartal auf 0,0 % im zweiten Quartal des laufenden Jahres zurückging. Infolgedessen stieg die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten im zweiten Quartal 2003 um 0,8 Prozentpunkte auf 2,8 % und setzte damit das in den letzten drei Jahren verzeichnete relativ stabile Wachstum fort. Allerdings dürfte sich die Produktivität bei fortschreitender wirtschaftlicher Erholung steigern und das Wachstum der Lohnstückkosten dämpfen.

#### **HVPI-Teuerungsrate dürfte in den nächsten Monaten um die 2%-Marke schwanken**

In der Vorausschau dürfte die Inflation im Euro-Währungsgebiet gemessen am HVPI in den nächsten Monaten um die 2%-Marke schwanken. Obwohl die Auswirkungen des Preisschocks bei Nahrungsmitteln, der nach der Hitzewelle dieses Sommers aufgetreten

war, wohl allmählich nachlassen werden, dürfte sich die Inflationsrate im Euroraum bis Anfang 2004 als inflexibel erweisen, und zwar aufgrund der geplanten Erhöhungen indirekter Steuern (insbesondere der Tabaksteuern) und der administrierten Preise (insbesondere der Preise für Gesundheitsleistungen). Allerdings besteht noch eine gewisse Unsicherheit bezüglich der genauen Umsetzung und des Zeitpunkts der staatlichen Maßnahmen, die sich auf die Preisentwicklung auswirken. Sofern die Lohnentwicklung auch künftig gemäßigt bleibt, dürfte die Teuerungsrate nach dem HVPI im späteren Verlauf des Jahres 2004 unter die 2%-Marke sinken und dort verbleiben, da die Aufwertung des Euro den Preisdruck auch weiterhin abschwächen dürfte. Weitere Angaben zu den Wirtschaftsaussichten finden sich im Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“.

Ferner bietet Kasten 5 eine kurze Übersicht über die jüngsten Entwicklungen der Preise für Wohnimmobilien im Euroraum.

### **Kasten 5**

#### **Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet**

Im März dieses Jahres hat die EZB einen Bericht mit dem Titel „Structural factors in the EU housing markets“ veröffentlicht. Die Preise für Wohneigentum liefern wichtige Informationen für die Analyse der Risiken für die Preisstabilität. Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet untersucht, deren Dynamik nach den bis Anfang 2003 verfügbaren Daten relativ stark geblieben ist.

#### **Statistische Grundlagen**

Der Preisindex für Wohneigentum für das Euro-Währungsgebiet wird von der EZB als mit den BIP-Anteilen des Jahres 2001 gewichteter Durchschnitt der jährlichen Wachstumsraten der nationalen Indikatoren berechnet. Das Eurosystem hat sich auf eine Reihe von Zieldefinitionen geeinigt, mit deren Hilfe die Daten zu den Immobilienpreisen in den EU-Ländern möglichst weitgehend harmonisiert werden sollen. Die Auswahl der nationalen Daten zu den Preisen für Wohneigentum basiert auf dem Grad der Markterfassung in den einzelnen Ländern, den bei der Qualitätsbereinigung angewandten Methoden, der Qualität der Datenquelle und dem Stichprobenumfang. Dennoch gibt es nach wie vor erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, sowohl was die Methoden für die Zusammenstellung der Preisindikatoren für Wohneigentum angeht als auch im Hinblick auf den Erfassungsgrad der Daten. Die verfügbaren Indizes für die Immobilienpreise unterscheiden sich hinsichtlich der Markterfassung (geographische Erfassung, Immobilienart, Finanzierung über Hypo-

theiken oder Bartransaktionen), der Qualitätsbereinigung (d. h. der Methoden für die Bereinigung um Unterschiede hinsichtlich der Beschaffenheit der Immobilien, die in den einzelnen Betrachtungszeiträumen gekauft oder verkauft werden), der Datenquellen (Steuerunterlagen, Hypothekenanträge, Immobilienmakler, Zeitungen), der Erstellung des Index und der Gewichtung. Der Preisindex für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet kann daher zwar zur Analyse längerfristiger Entwicklungen herangezogen werden, doch sollten sowohl die spezifischeren kurzfristigen Änderungen des Index als auch das Niveau der jährlichen Wachstumsraten mit großer Vorsicht interpretiert werden.

### Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Aus den für 2003 zur Verfügung stehenden Daten (die sich hauptsächlich auf das erste Quartal beziehen) geht hervor, dass die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet insgesamt weiterhin kräftig gestiegen sind. Abbildung A zeigt, dass die Jahreswachstumsrate dieser Preise im Euroraum in den letzten vier Jahren bei rund 7 % verharrte. Allerdings ist dabei zu beachten, dass sich die Preise für Wohneigentum in den fünf Jahren vor diesem Zeitraum (1994 bis 1998) nur mäßig, und zwar um durchschnittlich rund 1 ½ %, erhöht haben.

Vor dem Hintergrund der oben genannten Messprobleme erscheint es sinnvoll zu prüfen, ob eine Messung der Entwicklung der Preise für Wohneigentum insgesamt im Euro-Währungsgebiet anhand des oben genannten Index zu ähnlichen Ergebnissen kommt wie eine Messung auf der Grundlage alternativer Aufgliederungen (z. B. Preise für Neu- oder Altbauten,

Preise für Wohnimmobilien in großen städtischen Ballungsräumen). Dabei stellt sich heraus, dass die Preisentwicklung bei Neubauten und Altbauten recht ähnlich verläuft (siehe Abbildung B). Unterschiedliche Entwicklungen lassen sich dagegen in großen städtischen Ballungsräumen beobachten. Obwohl das Profil relativ ähnlich ist, scheint die Amplitude der Entwicklung im Verlauf des Zyklus, d. h. die Ausschläge sowohl nach oben als auch nach unten, größer zu sein als in nicht städtischen Gebieten. Das ist insbesondere in Aufschwungphasen nicht überraschend, da dann Angebotsengpässe in großen städtischen Ballungsräumen (in denen der verfügbare Raum begrenzt ist) zu stärkeren Preisanstiegen bei Immobilien führen können als in weniger dicht besiedelten Gebieten.

Zwar sind die länderspezifischen Faktoren für das Verständnis der Entwicklung der Preise für Wohneigentum zweifellos wichtig, doch gibt es offenbar eine Reihe von gemeinsamen Faktoren, die für die relativ starke Dynamik der Immobilienpreise im Euroraum seit 1998 verantwortlich sind. Dazu gehören die zeitlich verzögerten Auswirkungen der starken Wachstums- und Beschäftigungsdynamik von 1997 bis 2001, die insbesondere im Vergleich zu früheren Zinsniveaus relativ niedrigen Zinssätze seit 1998, eine mögliche Verlagerung der Investitionen von den Aktienmärkten hin zu Wohneigentum infolge der Aktienmarktschwäche von 2000 bis 2002 sowie Entwicklungen im Kredit- und Versicherungsgewerbe (wie die Liberalisierung der Finanzmärkte und das verstärkte Zusammenwachsen des Marktes für Wohnungsbaukredite mit dem übrigen Finanzsystem), die die Zinsempfindlichkeit der Immobilienpreise erhöht haben könnten, da sie mit einem Abbau der Beschränkungen bei der Kreditvergabe einhergehen.

**Abbildung A: Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken.

Anmerkung: Die Angaben für 2003 beziehen sich auf das erste Quartal.

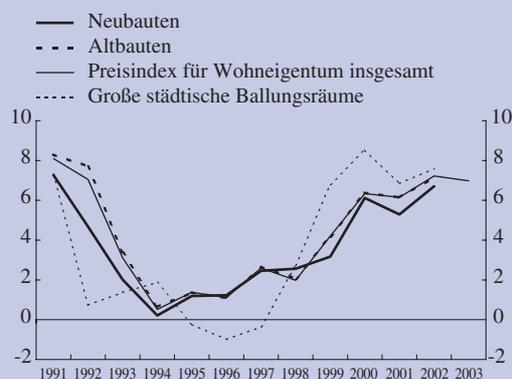
## Entwicklungen in den einzelnen Ländern

Obwohl in fast allen Ländern des Euro-Währungsgebiets seit 1999 ein Anstieg der Preise für Wohneigentum zu verzeichnen war, war das Ausmaß der Preisänderungen von Land zu Land höchst unterschiedlich. Verglichen mit dem Durchschnitt des Euroraums waren in Spanien, Irland, den Niederlanden, Griechenland und Frankreich von 1999 bis 2002 überdurchschnittliche Preisanstiege zu beobachten, wobei der Preisunterschied in Spanien zunahm und in den Niederlanden und Irland zurückging (Abbildung C). Dagegen blieb in Österreich und Deutschland die Preisentwicklung bei Wohneigentum von 1999 bis 2002 hinter der durchschnittlichen Rate für das Euro-Währungsgebiet zurück.

Betrachtet man die möglichen Gründe für die unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Ländern, so sind längerfristige Bestimmungsfaktoren, die vor allem mit dem lokalen Charakter der Wohnungsmärkte (unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten für den Kauf von Wohneigentum, unterschiedliche steuerliche Anreize und Subventionen für Wohnimmobilien, verschiedene Transaktionskosten und Bebauungsvorschriften usw.) sowie mit demographischen Trends zusammenhängen, am wichtigsten. Außerdem könnte das deutlich divergierende Ausmaß der Zinsänderungen in den einzelnen Ländern des Euroraums in den späten Neunzigerjahren zu den beobachteten Unterschieden bei der Preisentwicklung beigetragen haben. Insbesondere der Übergang zur dritten Stufe der WWU führte in Irland, Spanien, Griechenland und Portugal zu einem starken Rückgang der Zinssätze, d. h. in Ländern, in denen (mit Ausnahme Portugals) der Anstieg der Preise für Wohneigentum deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums lag. In den meisten anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets, darunter Deutschland und Österreich, war der Spielraum für stimulierende Konvergenzeffekte viel geringer.

## Abbildung B: Preise für Wohneigentum – alternative Aufgliederungen des Erfassungsbereichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)

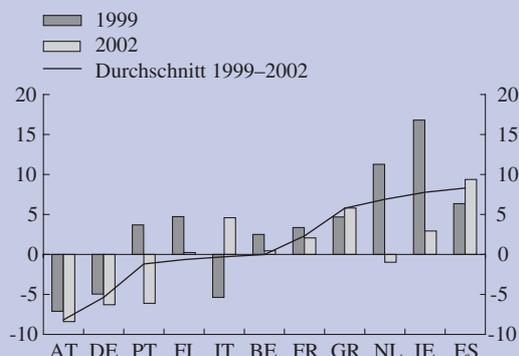


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken. In einigen Fällen, in denen die verfügbaren Daten nicht der Zieldefinition entsprechen, wurden Näherungswerte verwendet.

Anmerkung: Die Angaben für 2003 beziehen sich auf das erste Quartal.

## Abbildung C: Unterschiede bei den Veränderungen der Preise für Wohneigentum in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Prozentpunkte, berechnet als Veränderung gegen Vorjahr in %, bezogen auf den Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Reales BIP im dritten Quartal 2003 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen

Die erste detaillierte Schätzung von Eurostat zeigt, dass sich das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets im dritten Quartal 2003 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal erhöhte (siehe Tabelle 7). Nach der Stagnation der letzten drei Quartale war diese Rückkehr zu positiven Wachstumsraten weitgehend erwartet worden.

Eine Aufgliederung der Verwendungskomponenten des BIP ergibt, dass der gestiegene Außenbeitrag der Motor der Entwicklung im dritten Vierteljahr war. Hinter dem Wachstumsimpuls des Außenbeitrags verber-

gen sich eine kräftige weltwirtschaftlich bedingte Belebung der Exporttätigkeit und ein weiterhin negatives Importwachstum, das auf die schwache inländische Nachfrage zurückzuführen ist. Die privaten Konsumausgaben blieben im dritten Quartal unverändert, was teilweise mit der nach wie vor ungünstigen Lage am Arbeitsmarkt zusammenhängen dürfte. Die Konsumausgaben des Staats stiegen im Quartalsvergleich um 0,5 %, während die Bruttoanlageinvestitionen und die Vorratsveränderungen im dritten Vierteljahr rückläufige Werte aufwiesen. Angebotsseitig war sowohl bei der Industrieproduktion als auch im Dienstleistungssektor eine Expansion zu beobachten (siehe Erläuterungen zur Entstehungsseite des BIP in Kasten 6).

**Tabelle 7**

#### Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

## Kasten 6

### Gründe für die Diskrepanzen zwischen BIP-Wachstum und Wachstum der Bruttowertschöpfung

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist der wichtigste zusammenfassende Konjunkturindikator und lässt sich anhand unterschiedlicher Verfahren berechnen. Auf der Entstehungsseite stellt das BIP die Summe der Bruttowertschöpfung aus der Produktion von Waren und Dienstleistungen in den einzelnen Wirtschaftssektoren dar. Auf der Einkommensseite bildet es die Summe aller durch die Produktion von Waren und Dienstleistungen erwirtschafteten Einkommen, und auf der Verwendungsseite ist es die Summe der Inlands- und der (Netto-)Auslandsnachfrage nach den produzierten Waren und Dienstleistungen. Die Entwicklung des realen BIP-Wachstums auf Basis von Messgrößen der Verwendungskomponenten und des sektoralen Produktionsvolumens wird regelmäßig im Monatsbericht dargestellt. Die Quartalsraten des realen BIP und der realen Bruttowertschöpfung entwickeln sich der Tendenz nach sehr ähnlich, weisen jedoch mitunter auch relativ große und anhaltende Diskrepanzen auf (siehe Abbildung A). Im vorliegenden Kasten werden die konzeptionellen Unterschiede zwischen dem BIP und der Bruttowertschöpfung erläutert und die Abweichungen bei den realen Wachstumsraten seit Anfang der Neunzigerjahre untersucht.

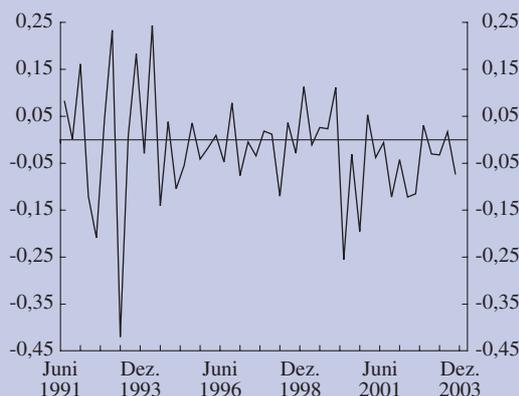
#### Konzeptionelle Unterschiede zwischen dem BIP und der Bruttowertschöpfung

Zwischen dem BIP und der Bruttowertschöpfung gibt es zwei wesentliche Unterschiede. Erstens umfasst die Bruttowertschöpfung eines Sektors auch die indirekt erfassten Dienstleistungen der finanziellen Mitteltätigkeit dieses Sektors, d. h. die unterstellte Bankgebühr. Dabei handelt es sich um die Zahlungen für Dienstleistungen, die Finanzintermediäre für ihre Kunden erbracht haben, etwa in Form von Gebühren und Zinsmargen. Sie werden als Vorleistungen behandelt. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet wird die unterstellte Bankgebühr nicht auf einzelne Sektoren aufgeteilt, sondern als fiktiver Posten gesondert behandelt und von der gesamten Bruttowertschöpfung in Abzug gebracht.<sup>1</sup> Zweitens werden bei der Ermittlung der Bruttowertschöpfung eines Sektors die Gütersteuern (z. B. die Mehrwertsteuer) und die Gütersubventionen herausgerechnet. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum werden die Gütersteuern (abzüglich Subventionen) für die Gesamtwirtschaft ausgewiesen und der Bruttowertschöpfung zugeschlagen.

Die Herausrechnung von unterstellter Bankgebühr und Gütersteuern (abzüglich Subventionen) aus der Bruttowertschöpfung kann bei einem Vergleich zwischen den einzelnen Sektoren wie auch zwischen der sektoralen und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ins Gewicht fallen. Ist zum Beispiel der Anteil der unterstellten Bankgebühr und deren Entwicklung im Konjunkturzyklus von Sektor zu Sektor sehr unterschiedlich, so lässt sich die Wertschöpfung in den einzelnen Sektoren nicht genau vergleichen, und bestimmte Messgrößen wie etwa Produktivität und Lohnstückkosten können leicht verzerrt werden. Ist darüber hinaus der Anteil der Gütersteuern (abzüglich Subventionen) am BIP über den Konjunkturzyklus hinweg starken Schwankungen unter-

#### Abbildung A: Reales BIP und reale Bruttowertschöpfung

(Differenz zwischen den Quartalsraten in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1889/2002 der Kommission vom 23. Oktober 2002 müssen die Mitgliedstaaten im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen die unterstellte Bankgebühr ab dem Jahr 2005 entsprechend einer harmonisierten Methodik aufgliedern.

worfen, so weicht die am BIP gemessene gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Produktivität und der Lohnstückkosten von dem Verlaufsmuster ab, das sich aus den sektoralen Entwicklungen ergibt.

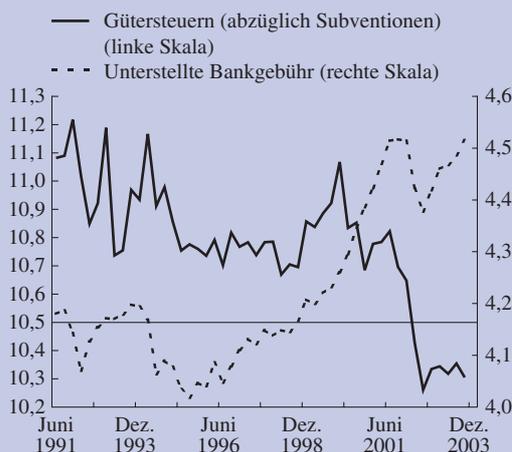
### Empirische Diskrepanzen zwischen dem realen BIP-Wachstum und dem Wachstum der realen Bruttowertschöpfung

Seit Anfang der Neunzigerjahre haben das reale BIP und die reale Bruttowertschöpfung mit etwa gleicher Geschwindigkeit zugenommen, wobei die durchschnittliche absolute Differenz beim vierteljährlichen Wachstum nur 0,02 Prozentpunkte betrug. In einzelnen Quartalen erhöhte sich die absolute Differenz bis auf 0,42 Prozentpunkte, doch wurden solche starke Abweichungen in der Regel in späteren Quartalen wieder ausgeglichen (siehe Abbildung A). Eine deutliche Ausnahme bildeten die Jahre 2000 und 2001, in denen das Wachstum der realen Bruttowertschöpfung durchweg höher war als das reale BIP-Wachstum, die Bruttowertschöpfung also gemessen am realen BIP kontinuierlich zunahm. Dafür gab es zwei Gründe: Erstens waren die Gütersteuern (abzüglich Subventionen) je Einheit der realen Bruttowertschöpfung Ende der Neunzigerjahre stark rückläufig und setzten diesen Trend auch in der Abschwungsphase ab dem Jahr 2000 fast durchweg fort. Nationale Statistiken lassen darauf schließen, dass sich darin im Wesentlichen die Entwicklung in Deutschland widerspiegelt. Zweitens erhöhte sich die unterstellte Bankgebühr je Einheit der realen Bruttowertschöpfung in den späten Neunzigerjahren und bis zum Jahr 2001 deutlich und verstärkte noch die Auswirkungen, die sich aus der Entwicklung der Gütersteuern (abzüglich Subventionen) ergaben. Da die unterstellte Bankgebühr je Einheit der Bruttowertschöpfung in den vergangenen Jahren in nominaler Rechnung weiter rückläufig war, ist ihre relative volumenmäßige Zunahme zum Großteil auf die sinkenden Preise für Dienstleistungen der finanziellen Mittlertätigkeit zurückzuführen.

Insgesamt gesehen ist das im Vergleich zur realen Bruttowertschöpfung geringere Wachstum des realen BIP in den Jahren 2000 und 2001 dadurch zu erklären, dass die Gütersteuern (abzüglich Subventionen) gemessen an der realen Bruttowertschöpfung sanken und die unterstellte Bankgebühr zunahm. Seit Mitte 2002 ist beim realen BIP und bei der realen Bruttowertschöpfung jedoch wieder ein weitgehend ähnliches Wachstum zu verzeichnen.

### Abbildung B: Gütersteuern (abzüglich Subventionen) und unterstellte Bankgebühr

(in % der realen Bruttowertschöpfung)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die unterstellte Bankgebühr bezeichnet indirekt erfasste Dienstleistungen der finanziellen Mittlertätigkeit.

### Industrieproduktion hat sich im dritten Quartal 2003 stabilisiert

Die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet (ohne Baugewerbe) sank im September um 0,3 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Juli und August aufgrund von Ferieneffekten starke Schwankungen aufgewiesen hatte (siehe Tabelle 8). Die Entwick-

lung in den einzelnen industriellen Hauptgruppen verlief im September recht ähnlich, wobei die Produktion von Gebrauchsgütern und Energie den stärksten Rückgang aufwies. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt ergeben sich jedoch für alle Sektoren positive Wachstumsraten. Dies gilt auch für die Investitionsgütererzeugung, die sich erstmals seit November 2002 wieder erhöhte.

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

Trotz des Rückgangs im September nahm die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im dritten Quartal insgesamt um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem sie im zweiten Vierteljahr um 0,6 % abgenommen hatte. Den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge erhöhte sich die Bruttowertschöpfung in der Industrie im dritten Quartal um 0,4 % im Vergleich zum Vorquartal. Die Produktionssteigerung schlug sich auch in der Kapazitätsauslastung nieder, die mit 81 % im dritten Vierteljahr etwas höher ausfiel (siehe Tabelle 9). Der Auslastungsgrad war im Berichtszeitraum in den einzelnen industriellen Hauptgruppen unterschiedlich hoch. Die geringste Auslastung wurde bei den Konsumgüterproduzenten beobachtet. Seit kurzem liegen monatliche Angaben zum Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets vor (siehe Kasten 7). Die in den letzten Monaten verzeichnete Entwicklung des Neugeschäfts steht im Einklang mit der Erwartung einer sich beschleunigenden Konjunkturerholung.

**Weitere Verbesserung der Umfrageergebnisse**

Die Branchenumfrage der Europäischen Kommission deutet darauf hin, dass sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe im November weiter aufhellte. Der gestiegene Vertrauensindikator für die Industrie war auf eine optimistischere Beurteilung der derzeitigen Auftragslage und günstigere Produktionserwartungen für die kommenden Monate zurückzuführen. Ferner verringerte sich der Umfrage zufolge die Lagerhaltung von Fertigwaren im November weiter.

Die Entwicklung des Einkaufsmanagerindex (EMI) steht mit den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission im Einklang. Er setzte im November seinen Aufwärtstrend fort und erreichte mit 52,2 Indexpunkten den höchsten Stand seit Februar 2001 (siehe Abbildung 32). Hinzu kommt, dass der EMI seit September 2003 über 50 Indexpunkten liegt, was auf eine Ausweitung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe hinweist. Ausschlaggebend für den Anstieg des EMI im November war die positive Entwicklung bei der aktuellen Produktion und beim Auftragseingang, der im Berichtsmonat ein Dreijahreshoch erreichte. Insgesamt deuten die immer günsti-

## Kasten 7

### Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

In diesem Kasten wird erläutert, wie der aktuelle Auftragseingang abgegrenzt wird, wie die entsprechenden Daten für das Euro-Währungsgebiet erhoben werden und welchen Nutzen sie für die Wirtschaftsanalyse haben. Die Angaben zum Auftragseingang sind auch Gegenstand der EU-Verordnung über Konjunkturstatistiken. Die Übergangsfrist für die Umsetzung dieser Verordnung in den EU-Mitgliedstaaten ist im Juni 2003 abgelaufen. Im November veröffentlichte Eurostat erstmals eine amtliche euroraumweite Statistik über den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe. Vor der Einführung dieser Statistik waren Branchenumfragen die einzige Informationsquelle zum Neugeschäft.

#### Auftragseingang im Euro-Währungsgebiet – Abgrenzung und Erhebung der Daten

Der Auftragseingang besteht aus *Absichtserklärungen, etwas sofort oder zu einem späteren Liefertermin zu erwerben*. Er wird berechnet als Wert der neu abgeschlossenen Verträge (einschließlich der Aufträge von Zulieferern) im jeweiligen Berichtsmonat. In der EU ist es üblich, dass die aktuellen oder älteren Daten zum Auftragseingang nicht um Auftragsstornierungen bereinigt werden.

Nicht alle Branchen des verarbeitenden Gewerbes arbeiten auftragsorientiert. Die EU-Verordnung bezieht sich nur auf auftragsgebundene Sektoren (wie Textilgewerbe, Papiergewerbe, chemische Industrie, alle Investitionsgüterproduzenten, die meisten Gebrauchsgüter- und ausgewählte Verbrauchsgüterproduzenten). Diese Sektoren werden unter dem Oberbegriff „auftragsorientiertes verarbeitendes Gewerbe“ zusammengefasst. Auf diesen Bereich entfallen etwa 63 % des Gesamtumsatzes im verarbeitenden Gewerbe. Der entsprechende Index für den Euroraum reicht bis Januar 1996 zurück. Da Spanien, Frankreich und Portugal erst seit kurzem Daten über den Auftragseingang erheben, hat sich der Erfassungsgrad des Euro-Währungsgebiets (auf der Grundlage der nationalen Daten) nur langsam erhöht und erst im Jahr 2002 einen Wert von mehr als 90 % erreicht. Eurostat schlüsselt die Angaben zum Neugeschäft auch nach Aufträgen aus dem In- und Ausland auf. Da diese Tiefengliederung auf den jeweiligen nationalen Statistiken beruht, fallen unter die Auftragseingänge aus dem Ausland sowohl die Aufträge aus Drittländern als auch die Bestellungen aus anderen Euro-Ländern (eine Aufgliederung nach „echten“ Inlands- und Auslandsaufträgen des Euro-Währungsgebiets wird nicht vor 2006 vorliegen). Es sei darauf hingewiesen, dass beim euroraumweiten Neugeschäft nur Angaben zum Wert erfasst werden. Gemäß den Meldefristen sollten die Indizes für den Euroraum etwa 50 Tage nach Ende des Berichtsmonats vorliegen, also ein bis zwei Wochen nach den Indikatoren für die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet für denselben Monat.

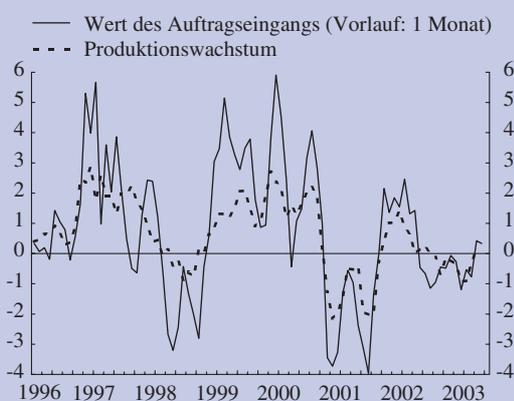
#### Daten über den Auftragseingang und ihr Beitrag zur Wirtschaftsanalyse

Das Neugeschäft gibt grundsätzlich Aufschluss über die aktuelle Nachfragesituation und die künftige Produktionsentwicklung. Es spielt in der Regel eine wichtige Rolle bei der Konstruktion zusammengesetzter Frühindikatoren des realen BIP-Wachstums. Allerdings kann der zeitliche Vorlauf des Auftragseingangs variieren, weil sich der genaue Zeitpunkt, zu dem ein Auftrag in die Produktion übergeht, schwer ermitteln lässt. Genauer gesagt führen Auftragseingänge zu Umsätzen, die sowohl durch die Produktion als auch durch den Verkauf von Lagerbeständen erzielt werden können. In letzterem Fall hängt die Beziehung zwischen dem Neugeschäft und der Produktion davon ab, ob und wie rasch die Vorräte nach einem Verkauf wieder aufgefüllt werden. Überdies sind die Auftragseingänge bisweilen erheblichen monatlichen Schwankungen unterworfen, insbesondere im Zusammenhang mit Verträgen, die hohe Werte betreffen (z. B. Flugzeuge und Schiffe im Transportsektor). Noch nicht erledigte Aufträge stehen in einer engeren Beziehung zur künftigen Produktion, da sie auf Auftragsrückstände und Produktionsengpässe hinweisen. Diese Daten liegen jedoch für das Euro-Währungsgebiet nicht vor.

Eine Korrelationsanalyse zeigt, dass die Dreimonatsraten des Auftragseingangs im *auftragsorientierten verarbeitenden Gewerbe* im Zeitraum von 1996 bis 2003 einen Vorlauf von einem Monat gegenüber den entsprechenden Wachstumsraten der Produktion aufweisen (siehe Abbildung A). Dieselbe Vorlaufzeit hat auch das Verhältnis zwischen Aufträgen und Umsatz, das sich aus den Angaben zu Neugeschäft und Umsatz errechnen lässt (siehe Abbildung B). Mithilfe dieses Quotienten lassen sich die Wendepunkte in der Produktionsentwicklung erkennen, und er trägt zur Analyse der Produktionskapazitäten bei. Wenn die Kapazitätsauslastung bereits hoch ist und die Vorräte gering sind, deutet ein kräftiger Anstieg des Quotienten darauf hin, dass sich die unerledigten Aufträge mehr und mehr aufstauen. Der Quotient aus Aufträgen und Umsätzen weist seit 2001 insgesamt einen Aufwärtstrend auf. Im Sommer des laufenden Jahres hatte er wieder in etwa die Werte erreicht, die zuletzt beim Konjunkturrhoch im Jahr 2000 erzielt worden waren. Dies lässt darauf schließen, dass die Neubestellungen die Verkäufe mittlerweile übersteigen und dass es zu einem Auftragsstau kommen könnte. Das stünde auch im Einklang mit den verfügbaren Umfrageergebnissen für das verarbeitende Gewerbe, wonach sich die Auftragsbücher mehr und mehr füllen und die durch die aktuelle Auftragslage gesicherten Produktionsmonate weiterhin merklich über dem langfristigen Durchschnitt liegen. In diesem Zusammenhang können Angaben zum aktuellen Auftragseingang auch – wenngleich mit einer gewissen Zeitverzögerung – herangezogen werden, um die Umfrageergebnisse zu überprüfen.

#### Abbildung A: Entwicklung des Auftragseingangs und der Produktion

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)

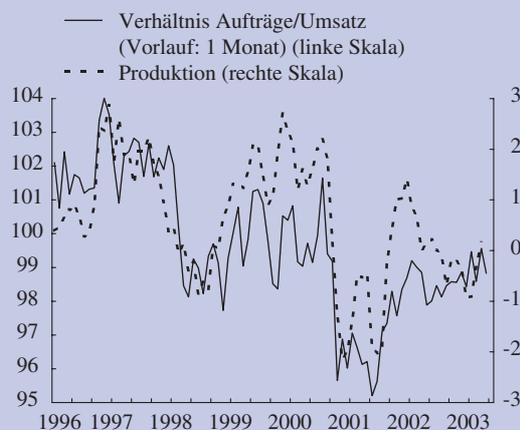


Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben sind saisonbereinigt und beziehen sich auf die Branchen des verarbeitenden Gewerbes, die auftragsgebunden arbeiten.

#### Abbildung B: Verhältnis zwischen Aufträgen und Umsatz sowie Entwicklung der Produktion

(Index 2000 = 100; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



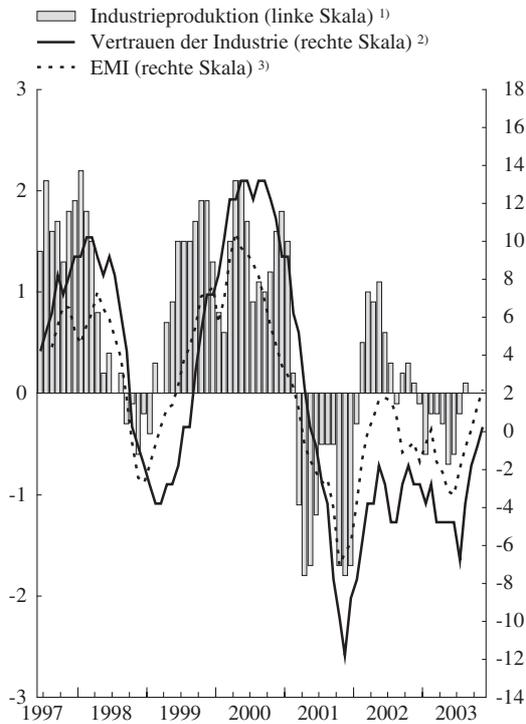
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben sind saisonbereinigt und beziehen sich auf die Branchen des verarbeitenden Gewerbes, die auftragsgebunden arbeiten. Das Verhältnis zwischen Aufträgen und Umsatz wird berechnet als der Index des Auftragseingangs dividiert durch den Umsatzindex.

Alles in allem tragen Angaben über die aktuellen Auftragseingänge dazu bei, eine bedeutsame Lücke in der Verfügbarkeit gesicherter Daten im Bereich der Konjunkturstatistiken zu schließen. Die Entwicklung des Neugeschäfts ist ein Frühindikator für die Produktion, dessen Nutzen allerdings etwas eingeschränkt ist, da die Angaben zum Auftragseingang erst vorliegen, wenn die entsprechenden Produktionsdaten bereits veröffentlicht wurden. Die Statistiken ermöglichen nun jedoch eine kombinierte Analyse von Auftragslage, Umsatz und Produktion, die ausschließlich auf gesicherten Daten beruht, und tragen damit zur Bewertung der Umfrageergebnisse bei. Überdies liefern sie auf disaggregierter Ebene wertvolle Informationen über die einzelnen Sektoren, z. B. das Investitionsgütergewerbe. Wünschenswert wäre auch eine zeitnähere Verfügbarkeit der Daten zum Auftragseingang sowie die Bereitstellung mengenmäßiger Angaben.

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

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchenumfragen 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) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

geren Signale, die von den Erhebungen im Oktober und November ausgehen, auf eine Erhöhung der Industrieproduktion im Schlussquartal hin.

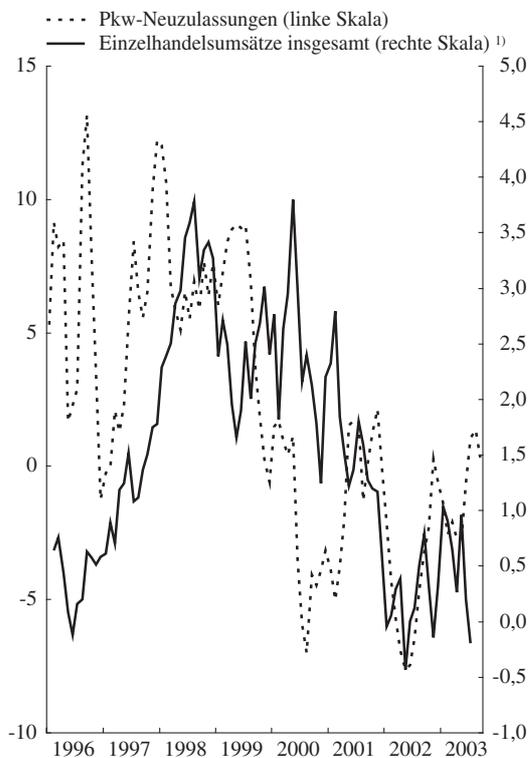
Von den Umfrageergebnissen zum Dienstleistungssektor gehen weiterhin die deutlichsten Signale für einen Aufschwung aus. Der aus der Einkaufsmanagerbefragung abgeleitete Vertrauensindikator stieg im November aufgrund einer optimistischeren Bewertung der aktuellen und der künftigen Auftragslage an. Der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor kletterte im November auf 57,5 Indexpunkte und damit auf seinen höchsten Wert seit Oktober 2000.

**Indikatoren der Konsumausgaben**  
**uneinheitlich**

Aus den ersten aufgeschlüsselten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass sich die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal des laufenden Jahres weiter verhalten entwickelt haben. Dies war angesichts der uneinheitlichen Indikatoren für den privaten Verbrauch weitgehend erwartet worden. Die auf Länderebene verfügbaren Statistiken zeigen, dass die Einzelhandelsumsätze im September im Großen und Ganzen unverändert waren. Damit ergibt sich für das dritte Quartal insgesamt ein Rückgang des Umsatzvolumens im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets gegenüber dem Vorquartal. Dagegen legten die Pkw-Neuzulassungen im August und September

**Abbildung 33**  
**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.

**Tabelle 9****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 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.	2003 Okt.	2003 Nov.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-8	-7	-6	-6	-6	-5
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-7	-4	-2	-1	0
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	16	10	2	-1	1	0	-1	-1	1	-2	-2	-1	1
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-7	-5	-7	-5	-2	-3
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor <sup>2)</sup>	11	-4	-18	-23	-25	-21	-14	-20	-16	-13	-12	-10	-8
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-0,5	-0,2	0,0
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.

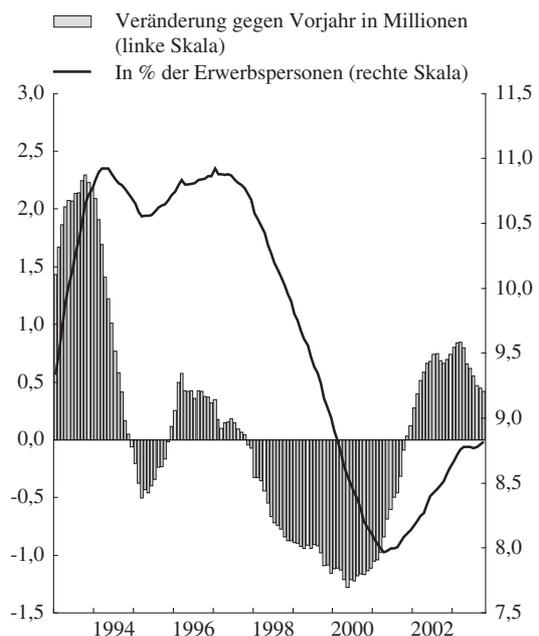
3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

kräftig zu. Für das gesamte dritte Quartal ergab sich hier eine Wachstumsrate von 4,5 % im Quartalsvergleich (siehe Abbildung 33).

Im Oktober gingen die Pkw-Neuzulassungen um 1,1 % gegenüber dem Vormonat zurück. Das Verbrauchervertrauen, das in den drei Monaten zuvor unverändert geblieben war, erholte sich im November geringfügig. Der Vertrauensindikator für den Einzelhandel war im November leicht rückläufig, nachdem er im Vormonat gestiegen war.

**Arbeitslosenquote im Oktober unverändert**

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet betrug im Oktober 8,8 % (siehe Abbildung 34) und blieb damit seit März 2003 unverändert. Allerdings erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen im Berichtsmonat um rund 23 000, nachdem sie im September um 25 000 gestiegen war. Die

**Abbildung 34****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)*

Quelle: Eurostat.

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

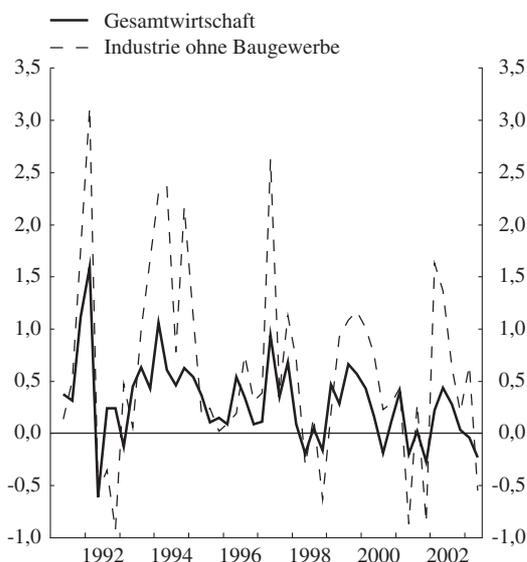
monatliche Zunahme lag somit zuletzt etwas über dem Monatsdurchschnitt des zweiten und dritten Quartals 2003 (12 000), war aber geringer als im Jahr 2002 (monatsdurchschnittlich 62 000) und im ersten Quartal dieses Jahres (76 000). Nach Altersgruppen betrachtet blieb die Arbeitslosenquote sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen im Oktober mit 16,8 % bzw. 7,8 % unverändert (siehe Tabelle 10). Die Arbeitslosenzahl stieg in beiden Altersgruppen weiter an.

Im Quartalsvergleich belief sich das Beschäftigungswachstum in der Gesamtwirtschaft im zweiten Vierteljahr auf null (siehe Tabelle 11). Dabei waren jedoch in den einzelnen Sektoren unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe nahm die Beschäftigung im zweiten Quartal des laufenden Jahres zu, während sie in der Industrie weiter rückläufig war. Zwar ist die gesamtwirtschaftliche Beschäftigung während der jüngsten Konjunkturabschwächung bemerkenswert robust geblieben, doch gibt es Anhaltspunkte dafür, dass es bei den geleisteten Arbeitsstunden zu gewissen Anpassungen gekommen ist. Dies geht aus den Ergebnissen der Arbeitskräfteerhebung hervor, wonach die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer während der jüngsten Wachstumsschwäche rückläufig war.

Das vierteljährliche Wachstum der Arbeitsproduktivität fiel im zweiten Quartal dieses

### Abbildung 35 Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Jahres sowohl in der Industrie als auch in der Gesamtwirtschaft negativ aus (siehe Abbildung 35). Da das Beschäftigungswachstum im gleichen Zeitraum stagnierte, war dieser Rückgang auf die konjunkturelle Abkühlung zurückzuführen. Zur Beschäftigung liegen für das dritte Quartal noch keine Angaben vor, doch deuten die Umfrageergebnisse auf eine anhaltende Schwäche hin. Mit der Erholung des BIP-Wachstums im dritten Jahresviertel dürfte auch die Arbeitsproduktivität wieder etwas zunehmen.

### Tabelle 10 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.	2003 Okt.
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 <sup>1)</sup>	16,7	15,7	16,2	16,4	16,7	16,7	16,7	16,8	16,7	16,7	16,7	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.

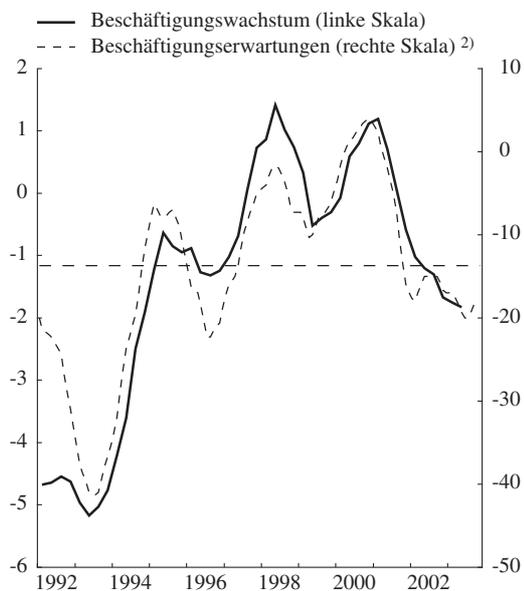
1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,2 % der Arbeitslosen insgesamt.

## Weiterhin verhaltene Entwicklung am Arbeitsmarkt

Die Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet bis November 2003 deuten nach wie vor auf eine gedämpfte Entwicklung am Arbeitsmarkt hin. Den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zufolge gehen die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe von einer weiterhin verhaltenen Entwicklung der Gesamtbeschäftigung aus (siehe Abbildung 36). Bei der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex blieb der Teilindex für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe unter dem Schwellenwert von 50 Punkten, ist jedoch seit Mai kontinuierlich gestiegen und erreichte im November einen Stand von 48,5 Indexpunkten. Angesichts des engen Zusammenhangs zwischen den Beschäf-

### Abbildung 36 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

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



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

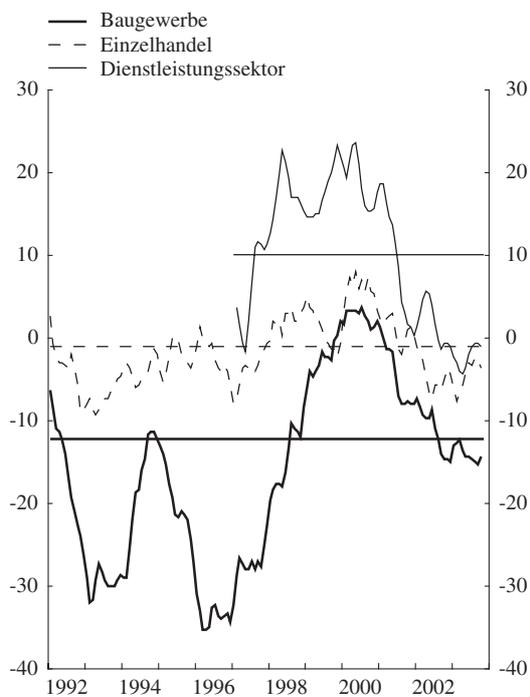
Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

1) Ohne Baugewerbe.

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

### Abbildung 37 Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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

tigungserwartungen und dem Beschäftigungswachstum im verarbeitenden Gewerbe lassen die jüngsten Umfrageergebnisse darauf schließen, dass sich die Beschäftigung in diesem Sektor auch im vierten Quartal dieses Jahres verhalten entwickeln wird. Gemäß den Umfragen der Europäischen Kommission haben sich die Aussichten für die Beschäftigung im Baugewerbe im November verbessert, während sie sich sowohl im Dienstleistungssektor als auch im Einzelhandel verschlechtert haben (siehe Abbildung 37). Dagegen setzte der EMI-Teilindex für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor seinen seit Mai 2003 zu beobachtenden Aufwärtstrend fort und erreichte im November einen Wert von 50,4 Indexpunkten, was auf einen Beschäftigungszuwachs hinweist.

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

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

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

Branchenumfragen und Angaben zur Industrieproduktion sowie die erste Schätzung des realen BIP-Wachstums für das dritte Quartal 2003 lassen darauf schließen, dass die Talsohle durchschritten ist und in der zweiten Jahreshälfte eine allmähliche Belebung eingesetzt hat. Im Einklang mit der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft gewannen die Exporte an Fahrt und waren für das Wachstum im dritten Quartal ausschlaggebend. Nach einem Rückgang im zweiten Quartal war bei der Industrieproduktion im dritten Vierteljahr wieder eine – wenn auch nur geringe – Zunahme zu verzeichnen, und die Umfrageergebnisse lassen auf eine weitere Steigerung im vierten Quartal hoffen. Der weniger konjunkturanfällige Dienstleistungs-

sektor entwickelte sich im dritten Jahresviertel dynamischer, und bei den jüngsten Umfragen in diesem Sektor wurden erneut die positivsten Ergebnisse erzielt. Die inländische Nachfrage blieb im dritten Quartal gedämpft, wird sich aber den Erwartungen zufolge allmählich beleben. Im Einklang mit der Zunahme des verfügbaren Realeinkommens dürften auch die privaten Konsumausgaben steigen, während das niedrige Zinsniveau, allgemein günstige Finanzierungsbedingungen und das verbesserte weltwirtschaftliche Umfeld der Investitionstätigkeit förderlich sein werden. Eine nähere Erläuterung der Wachstumsaussichten ist dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.

## 4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### Für 2003 und 2004 beträchtliche Defizite im Euroraum erwartet

Die Europäische Kommission erwartet im Rahmen ihrer jüngsten Prognose, dass sich das durchschnittliche Staatsdefizit im Euro-Währungsgebiet im dritten Jahr in Folge erhöhen wird, und zwar von 2,2 % des BIP im Jahr 2002 auf 2,8 % des BIP im laufenden Jahr (siehe Tabelle 12). Dies zeigt eine erhebliche Verschlechterung sowohl gegenüber dem Vorjahrsergebnis als auch im Vergleich zur Frühjahrsprognose 2003 der Kommission an (siehe Tabelle 13 im Monatsbericht vom Juni 2003). Der Primärüberschuss (in dem Zinsausgaben nicht enthalten sind) dürfte im laufenden Jahr um 0,7 Prozentpunkte auf 0,7 % des BIP zurückgehen und sich damit gegenüber dem vergangenen Frühjahr deutlich verschlechtern.

Die Prognose der Kommission für die Defizitquote des Euro-Währungsgebiets unterscheidet sich sehr stark von den optimistischeren Zielwerten, die im Durchschnitt in den Ende 2002 bzw. Anfang 2003 vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthalten sind. Für das Jahr 2003 ergibt sich eine Differenz von 1 Prozentpunkt. Der Kommissionsprognose

zufolge werden die Defizite der meisten Staaten im laufenden Jahr höher ausfallen als in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen vorgesehen. Zwei Länder (Deutschland und Frankreich) werden den Referenzwert für das Defizit von 3 % des BIP im zweiten Jahr in Folge überschreiten und Defizitquoten von über 4 % verzeichnen, während diese in drei Ländern (Italien, Niederlande und Portugal) nahe bei der Obergrenze von 3 % liegen werden.

Die gegenüber der Frühjahrsprognose für 2003 zu erwartende weitere Verschlechterung der Haushaltssalden ist hauptsächlich auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren in einem unerwartet ungünstigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld zurückzuführen. Im Vergleich zum Jahr 2002 wird die konjunkturelle Komponente der Veränderung des durchschnittlichen Finanzierungssaldos im Eurogebiet ausschlaggebend für die erwartete Ausweitung der Defizite sein (siehe Abbildung 38). Während in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen des Vorjahres im Durchschnitt noch eine leichte Straffung der Finanzpolitik vorgesehen war, zeigt nun der nahezu unveränderte konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo eine weitgehend neutrale Ausrichtung an. Allerdings wurden die

**Tabelle 12**

### Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

		2002	2003	2004
<b>Finanzierungssaldo</b>	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	-2,2	-2,8	-2,7
	OECD <sup>2)</sup>	-2,3	-2,7	-2,6
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	-2,2	-1,8	-1,1
<b>Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo</b>	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	-2,4	-2,3	-2,2
	OECD <sup>2), 4)</sup>	-1,9	-1,7	-1,5
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	-1,9	-1,3	-0,8
<b>Primärsaldo</b>	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	1,4	0,7	0,7
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	1,5	1,9	2,5
<b>Bruttoverschuldung</b>	Europäische Kommission <sup>1)</sup>	69,0	70,4	70,7
	Stabilitätsprogramme <sup>3)</sup>	69,7	68,7	66,8

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

1) Europäische Wirtschaft 5/2003, Herbstprognose 2003.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, November 2003.

3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten, Stand: Mai 2003.

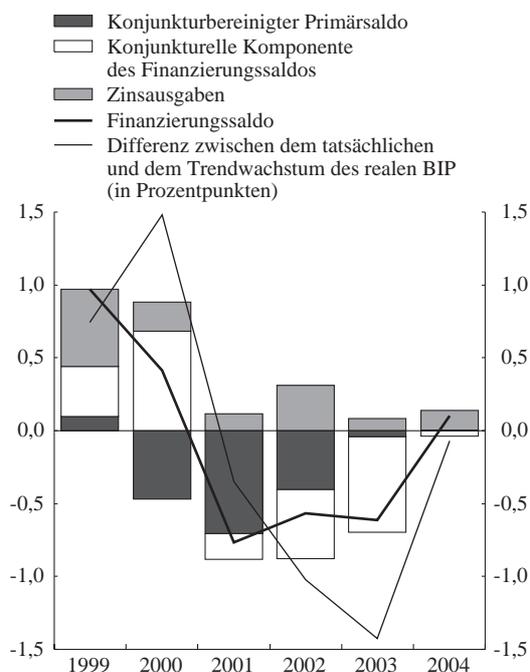
4) Ohne Luxemburg.

Konsolidierungsmaßnahmen einiger Länder durch die ungünstigen Auswirkungen unvorhergesehener Ereignisse neutralisiert, was sich nachteilig in der Haushaltsentwicklung niederschlug. In anderen Ländern wiederum wird die Verschlechterung der Finanzierungssalden durch eine Reihe temporärer Maßnahmen eingedämmt. Dies ist insbesondere in Italien und Portugal der Fall, wo sich derartige Maßnahmen in einer Größenordnung von rund 1,5 % bzw. 2,5 % des BIP bemerkbar machen dürften.

Im Gegensatz zu früheren Jahren haben die Zinsausgaben im laufenden Jahr nur leicht abgenommen und daher kaum zur Verbesserung der gesamtstaatlichen Defizitquote beigetragen. Dennoch kommen die sinkenden Zinsausgaben den Finanzierungssalden der am stärksten verschuldeten Länder weiterhin zugute.

### Abbildung 38 Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbst 2003, und EZB-Berechnungen.

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

Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte (bezogen auf das BIP) im Euroraum dürfte sich um 1,4 Prozentpunkte erhöhen und Ende des laufenden Jahres 70,4 % betragen. Damit würde sie erstmals seit Beginn der dritten Stufe der WWU ansteigen und die seit Mitte der Neunzigerjahre beobachtete allmähliche Rückführung unterbrechen. Ausschlaggebend für diesen Anstieg der Schuldenquoten sind sowohl ein geringeres nominales Wirtschaftswachstum als auch eine Ausweitung der Defizite. In Frankreich dürfte der öffentliche Schuldenstand im laufenden Jahr wohl erstmals die Obergrenze von 60 % des BIP überschreiten. Auch in Deutschland wird die Schuldenquote in diesem Jahr deutlich über dem Grenzwert liegen. In Italien, das – gemessen am BIP – nach wie vor den höchsten Schuldenstand im Euroraum aufweist, wird diese Quote nur geringfügig zurückgehen. Ende des laufenden Jahres werden sechs Länder eine Schuldenquote von über 60 % verzeichnen; ein Jahr zuvor waren es noch fünf Staaten.

Für das Jahr 2004 prognostiziert die Europäische Kommission eine leichte Verbesserung des durchschnittlichen öffentlichen Defizits im Euroraum auf 2,7 % des BIP. Die Verringerung der Haushaltsungleichgewichte in Ländern mit einem übermäßigen Defizit wird teilweise durch das erneute Auftreten beträchtlicher Ungleichgewichte in anderen Mitgliedstaaten aufgezehrt. Drei Staaten (Deutschland, Frankreich und Portugal) dürften Defizitquoten oberhalb des Referenzwerts von 3 % verzeichnen; die Defizite dreier weiterer Länder (Griechenland, Italien und die Niederlande) werden wohl nahe bei 3 % des BIP liegen. Die anderen Euro-Länder werden geringere Ungleichgewichte oder sogar Haushaltsüberschüsse ausweisen.

Die für 2004 zu erwartende Entwicklung deutet auf eine im Durchschnitt neutrale finanzpolitische Ausrichtung im Eurogebiet hin. Da das tatsächliche Wirtschaftswachstum nahe bei seinem Trend liegen dürfte, wird sich der Konjunkturzyklus im Jahr 2004 nicht signifikant auf die Entwicklung der Haushaltssalden auswirken. Die leichte Verbesserung des

gesamtstaatlichen Defizits wird ausschließlich auf die niedrigeren Zinsausgaben zurückzuführen sein, und der durchschnittliche Primärüberschuss wird konstant bleiben. Wie schon im laufenden Jahr werden in einigen Ländern – insbesondere in Italien – temporäre Maßnahmen im Jahr 2004 dazu führen, dass sich die Verschlechterung der Haushaltssalden in Grenzen hält. Für das Jahr 2004 wird ein weiterer leichter Anstieg der Schuldenquote im Euroraum prognostiziert.

Hinter der Entwicklung des Finanzierungssaldos und der finanzpolitischen Ausrichtung auf aggregierter Ebene verbergen sich stark divergierende Verlaufsmuster in den einzelnen Ländern. Lediglich vier Staaten des Euroraums (Belgien, Spanien, Österreich und Finnland) dürften im Jahr 2004 geringfügige Haushaltsdefizite bzw. Überschüsse verzeichnen. Bei den Ländern, deren Finanzierungssalden sich verschlechtern (Griechenland, Irland und Luxemburg), wird derzeit nur für Irland mit einer gewissen Straffung der Finanzpolitik zur Wiederherstellung einer soliden Haushaltslage gerechnet. Darüber hinaus haben von den Ländern mit schwerwiegenden Ungleichgewichten Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal noch keine ausreichenden Konsolidierungsmaßnahmen in die Wege geleitet, während die Niederlande der Prognose zufolge ihre Staatsfinanzen hinreichend konsolidieren dürften, um eine Verletzung der 3 %-Defizitobergrenze im kommenden Jahr zu verhindern.

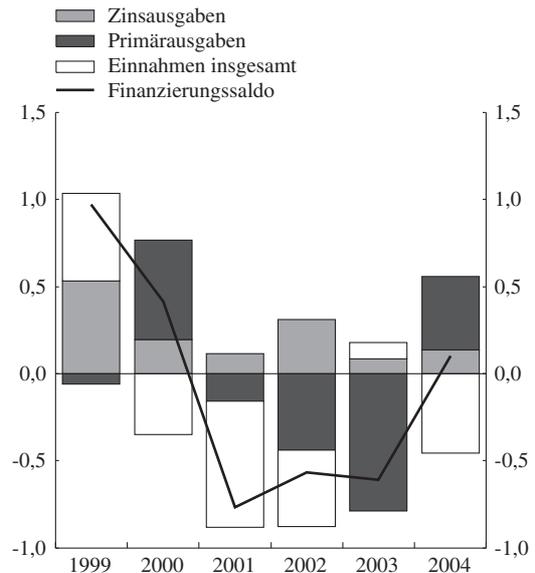
### Steuer- und Ausgabenentwicklung in den Jahren 2003 und 2004

Konjunkturelle Einflüsse bestimmen die Veränderung der Einnahmen und der Primärausgabenquote im laufenden Jahr maßgeblich (siehe Abbildung 39). Die Einnahmen erhöhen sich im Einklang mit dem nominalen BIP-Wachstum nur moderat, worin sich die gedämpfte Entwicklung des privaten Verbrauchs und der Beschäftigung widerspiegelt. Damit dürfte die Einnahmenquote bezogen auf das BIP weitgehend unverändert bei 46,2 % verharren. Weitere Einkommensteuersenkungen

### Abbildung 39

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

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbst 2003, und EZB-Berechnungen.

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

in einer Reihe von Ländern werden auf der Ebene des Euroraums durch Erhöhungen von indirekten Steuern und Sozialabgaben kompensiert. Auf der Ausgabenseite dürfte die Primärausgabenquote bezogen auf das BIP um 0,7 Prozentpunkte auf 45,4 % steigen und damit anhaltenden Druck auf die laufenden Ausgaben ausüben, welcher in erster Linie von den hauptsächlich konjunkturbedingt höheren Aufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung und damit zusammenhängende Sozialleistungen ausgeht.

Für das Jahr 2004 wird damit gerechnet, dass eine konjunkturelle Belebung in Verbindung mit der von den Regierungen geplanten Ausgabenkontrolle zu einer Verbesserung der Haushaltssalden beitragen wird. Allerdings dürften sich die in einer Reihe von Ländern geplanten Einkommensteuersenkungen dämpfend auf das durchschnittliche Einnahmen-

wachstum im Euro-Währungsgebiet auswirken und sich nachteilig in den Finanzierungssalden niederschlagen.

### **Wichtige finanzpolitische Herausforderungen**

Die Fortschritte auf dem Weg zu einem höheren Potenzialwachstum und soliden öffentlichen Finanzen im Euroraum werden derzeit durch die mangelnde politische Entschlossenheit, die öffentlichen Haushalte dauerhaft zu konsolidieren, behindert. Gleichzeitig bremsen fortbestehende, teilweise schwerwiegende Haushaltsungleichgewichte die Konjunkturdynamik. Dies deutet nicht nur auf die schwache Selbstverpflichtung einiger Länder hin, im Rahmen ihrer mittelfristigen Pläne Haushaltskürzungen und Reformen des öffentlichen Sektors vorzunehmen, sondern stellt auch das finanzpolitische Regelwerk in Europa in Frage.

Es ist aber gerade von entscheidender Bedeutung, dass das Vertrauen in die Stabilität der institutionellen Grundlagen der WWU gewahrt bleibt. Dabei geht es keineswegs um bloße verfahrenstechnische Abläufe, sondern vielmehr um tief greifende Auswirkungen auf die Aussichten für Wachstum und Stabilität im Euroraum.

In einer Währungsunion aus souveränen Staaten, die die Kontrolle über ihre Finanzpolitik in den eigenen Händen behalten, ist ein solider Rahmen zur Gewährleistung einer tragfähigen Finanzpolitik auf der Grundlage gemeinsam vereinbarter Regeln unabdingbar. Mit der Verringerung der Renditedifferenzen aufgrund von Ausfallrisiken bei Staatsanleihen hat ein Korrektiv für die defizitäre Finanzpolitik einzelner Mitgliedstaaten an Bedeutung verloren. Die Defizitneigung könnte sich darüber hinaus sogar noch verstärken, da die kurzfristigen politischen Vorteile der Defizite vor allem dem Land zufallen, das seine Haushaltsbeschränkungen lockert, während die negativen Auswirkungen auf das Zinsniveau alle Länder trifft. Die Anleihemärkte würden zwar weiterhin auf Erwartungen einer verfehlten

Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet reagieren, doch ist anzunehmen, dass die von den Finanzmärkten ausgehende Disziplinierung nicht ausreichend ist. Die Reaktion zunehmend globalisierter Märkte auf die abweichende Politik eines einzelnen Mitgliedstaats im Euroraum dürfte nur langsam einsetzen und in den Differenzen der Anleiherenditen nur teilweise zum Ausdruck kommen, auch wenn die Regierungen des Euroraums nicht gezwungen werden können, in finanzpolitisch schwierigen Situationen füreinander einzuspringen. Die vom Finanzmarkt ausgehenden Signale üben daher im Allgemeinen eine viel zu schwache abschreckende Wirkung aus, als dass sie Regierungen dazu veranlassen könnten, langfristige Haushaltsbeschränkungen in vollem Umfang zu berücksichtigen. Ein einheitliches finanzpolitisches Regelwerk, wie im EG-Vertrag und im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankert, stellt eine Ergänzung zu dem Einfluss der Marktkräfte dar und erleichtert die Koordinierung der Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet.

Eine Schwächung des finanzpolitischen Rahmens der WWU – durch eine Aufweichung der Regeln und die Schaffung nicht einschätzbarer Ermessensspielräume – birgt erhebliche Risiken. Die Erfahrung der vergangenen Jahrzehnte hat gezeigt, dass anhaltend hohe Defizite und steigende Schuldenquoten die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und damit auch das Produktionswachstum und die gesamtwirtschaftliche Stabilität gefährden.

Was das Wachstum betrifft, so treibt der steigende Finanzierungsbedarf der Regierungen die Zinssätze vor allem bei den langen Laufzeiten in die Höhe, und die private Kreditnachfrage wird verdrängt. Dadurch sinken die Investitionen und die Bildung von Sachkapital, wodurch wiederum das Produktionspotenzial abnimmt und die Möglichkeiten für die Produktion und den Konsum in Zukunft eingeschränkt werden.

In Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung ist es ein Trugschluss anzunehmen, dass eine Lockerung der finanzpolitischen Re-

geln zugunsten einer kurzfristig orientierten politischen Zweckdienlichkeit die Flexibilität erhöhen und die Ermessensspielräume erweitern würde. Eine Ausweitung des diskretionären Spielraums in der nationalen Finanzpolitik führt zu Unsicherheit darüber, wie die Regeln in Zukunft ausgelegt werden, und bringt somit Besorgnis über die Verpflichtung zu künftiger Solidität der öffentlichen Finanzen mit sich. Diese Unsicherheit beeinträchtigt das Wirtschaftsverhalten der privaten Akteure. So besteht die Gefahr, dass private Haushalte und Unternehmen ihre Konsum- und Investitionsentscheidungen aufschieben, wenn ihr Vertrauen in die wirtschaftliche Stabilität gemindert ist. Negative Vertrauenseffekte auf einige Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage können sogar so bedeutsam werden, dass sie die expansive Wirkung einer finanzpolitischen Lockerung auf einige ihrer anderen Komponenten überwiegen. Eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses kann dann per saldo eine kontraktive Wirkung auf die Produktion entfalten, da sie nicht zu einer Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führt; in diesem Fall spricht man von nichtkeynesianischen Effekten der Fiskalpolitik.

Eine Lockerung der Regeln der Haushaltsdisziplin schlägt nicht nur bei dem Versuch fehl, zusätzlichen Spielraum für diskretionäre politische Maßnahmen zu schaffen, sondern behindert auch den automatischen Stabilisierungseffekt, der sich aus einer systematischen Einhaltung der Regeln ergibt. Hohe Schulden- und Defizitquoten beschränken die Möglichkeit, die Haushalte bei unvorhergesehenen negativen Entwicklungen „atmen“ zu lassen und machen damit die Gesamtwirtschaft anfälliger für Schocks. Denn wenn die Tragfähigkeit der Finanzpolitik in Zweifel gezogen wird, muss das Wirken der automatischen Stabilisatoren eventuell eingeschränkt werden, um die Tragfähigkeit zu erhöhen. Darüber hinaus können die Effekte der automatischen Stabilisatoren auch dadurch kompensiert werden, dass die privaten Wirtschaftsteilnehmer verstärkt sparen, um Vorsorge für eine in Zukunft höhere Besteuerung zu treffen.

## **Finanzpolitische Strategie**

Der Ecofin-Rat hat am 25. November beschlossen, nicht auf der Grundlage der Kommissionsempfehlungen bezüglich Frankreich und Deutschland zu verfahren. Er erstellte stattdessen Schlussfolgerungen, denen zufolge die übermäßigen Defizite so schnell wie möglich und spätestens bis 2005 abgebaut werden müssen. Die darin ebenfalls enthaltenen Konsolidierungsanforderungen für das Jahr 2004 bleiben hinter den Empfehlungen der Kommission zurück. Im Fall Frankreichs wird eine strukturelle Konsolidierung von 0,8 % des BIP im Jahr 2004 und mindestens 0,6 % des BIP im Jahr darauf gefordert, was geringfügig über dem aus dem Haushaltsverfahren ersichtlichen ursprünglichen Vorhaben der französischen Regierung liegt. Was Deutschland betrifft, so lauten die Schlussfolgerungen auf eine strukturelle Haushaltskonsolidierung von 0,6 % des BIP im Jahr 2004, was dem Haushaltsentwurf 2004 wie ins Parlament eingebracht entspricht, und mindestens 0,5 % des BIP im Folgejahr. Des Weiteren sollen die vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen bei der Beurteilung der Frage, ob die beiden Staaten die Empfehlungen umgesetzt haben, berücksichtigt werden. Im Fall Deutschlands wurde das Ziel für 2005 ausdrücklich an die Wachstumsprognosen der Kommission gekoppelt. Der Ecofin-Rat ist darüber hinaus bereit, einen Beschluss im Rahmen von Artikel 104 Absatz 9 des EG-Vertrags auf Basis der Kommissionsempfehlungen zu fassen, falls die beiden Regierungen den in den Schlussfolgerungen vorgesehenen Verpflichtungen nicht nachkommen.

Hinsichtlich der auf dem Weg zu gesunden und tragfähigen öffentlichen Finanzen erforderlichen Fortschritte im Bereich der Haushaltskonsolidierung bleiben die Schlussfolgerungen des Ecofin-Rats deutlich hinter dem zurück, was die Kommission als angemessenen Anpassungspfad erachtet. Außerdem werden darin die Verfahren nicht in der von der Kommission empfohlenen Weise umgesetzt. In der Stellungnahme des EZB-Rats, die in Kasten 8 am Ende dieses Abschnitts

abgedruckt ist, wird das Bedauern der EZB über dieses Ergebnis zum Ausdruck gebracht, und die Regierungen werden aufgefordert, ihrer Verantwortung gerecht zu werden, indem sie wirksame Maßnahmen ergreifen, um so die negativen Auswirkungen auf das Vertrauen zu begrenzen.

Zudem sollten Länder mit weniger schwerwiegenden Haushaltsungleichgewichten die Übereinkunft der Eurogruppe vom Oktober 2002 entschlossen umsetzen. Darin wird gefordert, dass Länder, deren Haushaltsposition noch nicht nahezu ausgeglichen ist oder noch keinen Überschuss aufweist, ihr Defizit um mindestens 0,5 % des BIP pro Jahr zurückzuführen. Was die Anwendung der Regeln und Verfahren des Stabilitäts- und Wachstumspakts anbelangt, so hängt die Glaubwürdigkeit dieses Regelwerks von der vollständigen Umsetzung aller Verfahrensschritte ab.

Längerfristig ist von besonderer Bedeutung, dass sich die Regierungen angesichts der sich abzeichnenden Haushaltsbelastungen durch die Bevölkerungsalterung frühzeitig finanzpolitischen Spielraum verschaffen. Die im Pakt enthaltenen Anforderungen zur Erreichung gesunder Staatsfinanzen und niedriger Schuldenstände setzen die richtigen Anreize für die Regierungen, sich für diese Herausforderung zu wappnen.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Durchführung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in Zeiten unzureichender Haushaltsdisziplin schwieriger wird. Wie oben erläutert, hat die Verdrängung der privaten Kreditnachfrage zur Folge, dass Preisstabilität nur auf Kosten eines höheren Zinsniveaus gewahrt werden kann. Zudem erhöht das Fehlen eines soliden finanzpolitischen Regelwerks die Gefahr, dass diskretionäre Maßnahmen einzelner Länder die gesamtwirtschaftliche Stabilität stören.

## **Kasten 8**

### **Erklärung des EZB-Rats zu den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats bezüglich der Korrektur übermäßiger Defizite in Frankreich und Deutschland**

25. November 2003

Auf seiner letzten Sitzung kam der EZB-Rat zu der Auffassung, dass die Empfehlungen der Europäischen Kommission bezüglich der nächsten Schritte im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit den Spielraum für die Auslegung der Regeln und Verfahren bis an die Grenzen ausschöpfen.

Heute hat der ECOFIN-Rat beschlossen, nicht auf der Grundlage der Kommissionsempfehlungen bezüglich Frankreich und Deutschland zu handeln. Der EZB-Rat bedauert diese Entwicklung sehr und teilt die von der Kommission zu den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats veröffentlichten Ansichten.

Die vom ECOFIN-Rat verabschiedeten Schlussfolgerungen bergen schwerwiegende Gefahren. Das Nichtbefolgen der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Regeln und Verfahren droht die Glaubwürdigkeit des institutionellen Rahmens und das Vertrauen in solide öffentliche Finanzen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zu beeinträchtigen.

Der EZB-Rat nimmt zur Kenntnis, dass sich Frankreich und Deutschland verpflichtet haben, ihre übermäßigen Defizite so rasch wie möglich und spätestens bis 2005 zu korrigieren, und fordert die betreffenden Regierungen nachdrücklich dazu auf, ihrer Verantwortung gerecht zu werden. Es ist jetzt unbedingt erforderlich, wirksame Maßnahmen zu ergreifen, um negative Auswirkungen auf das Vertrauen zu begrenzen.

Die Öffentlichkeit kann sich darauf verlassen, dass der EZB-Rat unbeirrt an seiner Verpflichtung zur Gewährleistung der Preisstabilität festhält.

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

Auf der Grundlage der bis zum 15. November 2003 verfügbaren Daten haben Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden gemeinsam von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt.<sup>1</sup> Sie gehen zweimal jährlich in die vom EZB-Rat vorgenommene Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität ein.

Die von Experten erstellten Projektionen basieren auf einer Reihe von Annahmen im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise, den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets und die Finanzpolitik. Dazu gehört insbesondere die technische Annahme, dass die kurzfristigen Marktzinssätze und die bilateralen Wechselkurse über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Die technischen Annahmen im Hinblick auf langfristige Zinssätze sowie Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) basieren auf Markterwartungen.<sup>2</sup> Die finanzpolitischen Annahmen beruhen auf den nationalen Haushaltsplänen und sonstigen Informationen über die Entwicklung der öffentlichen Haushalte in den einzelnen Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebiets.

Um der Unsicherheit der Projektionen Rechnung zu tragen, werden bei der Darstellung der Ergebnisse der jeweiligen Variablen Bandbreiten verwendet. Sie basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen, die von den Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets über eine Reihe von Jahren erstellt wurden. Die Bandbreiten entsprechen dem Doppelten des Durchschnitts der absoluten Werte dieser Differenzen.

### Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

Den Schätzungen zufolge hat das Weltwirtschaftswachstum im Laufe dieses Jahres zugenommen. Dies steht in Zusammenhang mit einem wieder größeren Vertrauen, das sich auch in einer Verbesserung der Finanzmarktbedingungen widerspiegelt, die in höheren Aktienkursen und einer geringeren Marktvolatilität zum Ausdruck kommt.

Die Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität wird sich den Annahmen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg fortsetzen. 2004 dürfte das Weltwirtschaftswachstum ungefähr auf dem für die zweite Jahreshälfte 2003 geschätzten Niveau verharren und sich 2005 etwas verstärken. Es wird erwartet, dass das Wachstum des realen BIP in den Vereinigten Staaten im Projektionszeitraum robust bleibt, wenn auch auf niedrigerem Niveau als in den späten Neunzigerjahren. Während die aktuelle wirtschaftliche Erholung durch eine stark expansive makroökonomische Politik gestützt wird, dürften die Aussichten für das Wachstum der Unternehmensinvestitionen durch die anhaltende Korrektur der Bilanzen im privaten Sektor und eine niedrige Kapazitätsauslastung etwas getrübt bleiben. Den Erwartungen zufolge werden diese Wachstumsbeschränkungen im Verlauf des Projek-

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

<sup>2</sup> Es wird angenommen, dass die kurzfristigen Zinssätze, gemessen am Dreimonats-EURIBOR, im Projektionszeitraum unverändert bei knapp unter 2,2 % bleiben. Die technische Annahme von unveränderten Wechselkursen bedeutet, dass der EUR/USD-Wechselkurs im Projektionszeitraum bei 1,17 bleiben und der effektive Euro-Wechselkurs um 12 % über dem durchschnittlichen Kurs im Jahr 2002 liegen wird. Die Markterwartungen hinsichtlich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet deuten auf einen leicht ansteigenden Verlauf von durchschnittlich 4,15 % im Jahr 2003 auf 4,3 % im Jahr 2005 hin. Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung wird angenommen, dass die jahresdurchschnittlichen Ölpreise von 28,5 USD je Barrel im Jahr 2003 auf 24,5 USD je Barrel im Jahr 2005 zurückgehen. Dagegen werden die Rohstoffpreise (ohne Energie) den Annahmen zufolge sowohl 2004 als auch 2005 ansteigen, wenn auch langsamer als 2003.

tionszeitraums nachlassen. Auch die konjunkturelle Belebung in Japan sollte sich fortsetzen, während das Wachstum in den anderen asiatischen Ländern lebhaft bleiben dürfte. Darüber hinaus wird für die Volkswirtschaften der der EU beitretenden Staaten und anderer Transformationsländer projiziert, dass sie weiterhin verhältnismäßig rasch wachsen werden. Den Schätzungen zufolge erreichte das *Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets* insgesamt im Jahresdurchschnitt 2003 rund 4,0 %. Für 2004 wird ein Anstieg der Wachstumsrate auf 4,5 % und für 2005 auf 5,0 % projiziert.

Es wird angenommen, dass sich das Welthandelwachstum im Einklang mit dem weltweiten realen BIP-Wachstum entwickeln wird. Den Schätzungen zufolge setzte im Jahresverlauf 2003 eine allmähliche Erholung der *externen Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets* ein, die 2003 zu einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von etwa 4 % führen dürfte. Es wird damit gerechnet, dass diese Wachstumsrate noch weiter ansteigen wird, und zwar auf rund 7 % im Jahr 2004 und auf 8 % im Jahr 2005.

### **Projektionen zum Wachstum des realen BIP**

Nach einer Stagnation des realen BIP im ersten Halbjahr 2003 gingen die vierteljährlichen Wachstumsraten des realen BIP im Euroraum den Schätzungen zufolge in der zweiten Hälfte dieses Jahres in den positiven Bereich über. Im ersten Halbjahr 2004 dürften sie weiter anziehen. Das geschätzte Wachstum des realen BIP betrug im Jahr 2003 im Durchschnitt 0,2 % bis 0,6 %. Im Jahr 2004 dürfte es auf 1,1 % bis 2,1 % und 2005 auf 1,9 % bis 2,9 % ansteigen. Den Projektionen zufolge wird die angenommene Belebung der Auslandsnachfrage im Euroraum trotz verzögerter Auswirkungen der vergangenen effektiven Aufwertung des Euro zu einer Erholung des Exportwachstums führen. Auch eine Zunahme der inländischen Nachfrage im Eurogebiet wird projiziert, die von einer Erholung der Investitionen und der privaten Konsumausgaben ge-

trieben wird. Was die Vorratsinvestitionen und die Nettoexporte betrifft, so lassen die Projektionen keinen deutlich positiven Einfluss auf das Wachstum des realen BIP erkennen.

Bei den Komponenten der inländischen Verwendung lag das durchschnittliche jährliche Wachstum der *privaten Konsumausgaben* den Schätzungen zufolge im Jahr 2003 zwischen 1,0 % und 1,4 %, bei weiterhin mäßigen vierteljährlichen Wachstumsraten in der zweiten Jahreshälfte. Ein stärkeres Wachstum der privaten Konsumausgaben wird ab Anfang 2004 projiziert und dürfte 2004 und 2005 zu durchschnittlichen Jahreswachstumsraten von 1,1 % bis 2,1 % bzw. von 1,4 % bis 3,0 % führen. Den Projektionen zufolge entwickeln sich die Konsumausgaben weitgehend im Einklang mit dem real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Es wird erwartet, dass die privaten Haushalte ihre Sparquote in den nächsten zwei Jahren aufgrund sich ausgleichender Faktoren beibehalten werden. Einerseits dürfte eine allmähliche Besserung der Arbeitsmarktsituation die Notwendigkeit des Vorsichtssparens reduzieren, doch wird andererseits die Unsicherheit über Gesundheits- und Rentenreformen wohl zu verstärktem Sparen anregen. Das Wachstum des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte wird den Projektionen zufolge 2004 durch das schwache Beschäftigungswachstum etwas gedämpft bleiben. 2005 wird es jedoch durch ein höheres Beschäftigungswachstum und einen durch die geringere Inflation bedingten stärkeren Anstieg der Reallöhne gestützt werden. Was die finanzpolitischen Annahmen betrifft, so werden die von Senkungen der Einkommensteuer und der Sozialversicherungsbeiträge auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte ausgehenden positiven Auswirkungen im Jahr 2004 durch höhere indirekte Steuern und administrierte Preise (einschließlich Gebühren im Gesundheitswesen) kompensiert. Ferner wird auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne angenommen, dass der Beitrag der *Konsumausgaben des Staats* zum Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum zurückgeht.

Bei den *Anlageinvestitionen insgesamt* dürfte die durchschnittliche Jahresänderungsrate 2003 negativ sein und zwischen -1,7 % und -0,7 % liegen. Für 2004 wird ein Anstieg dieser Änderungsrate auf 0,2 % bis 3,2 % und für 2005 auf eine Bandbreite zwischen 2,3 % und 5,5 % projiziert. Die Erholung der Investitionen insgesamt ist hauptsächlich auf *Unternehmensinvestitionen* zurückzuführen, die durch die Verbesserung des weltwirtschaftlichen Umfelds und die niedrigen Realzinsen gestützt werden. Dennoch bleibt der Wachstumsbeitrag der Unternehmensinvestitionen 2004 den Projektionen zufolge aufgrund der schlechten Unternehmensrentabilität der letzten Jahre und einer anhaltenden Umstrukturierung der Unternehmensbilanzen gering. Die *privaten Wohnungsbauinvestitionen* dürften sich 2004 nach drei rückläufigen Jahren wieder leicht erholen.

Was den Handel betrifft, so lag die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Exporte den Schätzungen zufolge im Jahr 2003 zwischen -1,6 % und 1,2 %.<sup>3</sup> Diese Rate wird, so die Projektionen, 2004 auf 2,8 % bis 6,0 % ansteigen und sich 2005 in einer Bandbreite von 5,0 % bis 8,2 % bewegen. Das projizierte Exportwachstum liegt unter dem Wachstum der Exportmärkte, da erwartet wird, dass die seit Frühjahr 2002 verzeichnete Euro-Aufwertung zu einem weiteren leichten Rückgang des Exportmarktanteils des Euroraums führen wird. Die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Importe lag den Schätzungen zufolge im Jahr 2003 zwischen 0,1 %

und 2,7 %. Im Jahr 2004 wird sie sich, so die Projektionen, zwischen 2,9 % und 6,3 % bewegen und 2005 auf 5,1 % bis 8,5 % ansteigen. Die Projektion für die Importe spiegelt die Entwicklung der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet, aber auch einen gewissen verzögerten Aufwärtsdruck in Zusammenhang mit der Aufwertung des Euro wider.

Die *Beschäftigung insgesamt* blieb den Schätzungen zufolge 2003 trotz der andauernden Konjunkturschwäche weitgehend unverändert. Aufgrund der üblichen Zeitverzögerung der Beschäftigung im Konjunkturverlauf und aufgrund der Bemühungen der Unternehmen, durch Produktivitätszuwächse wieder rentabel zu werden, dürfte sich die Beschäftigung insgesamt 2004 nur langsam erholen, bevor sie 2005 an Dynamik gewinnt. Das Angebot an Arbeitskräften wird, so die Projektionen, infolge einer höheren Erwerbsbeteiligung zunehmen, allerdings aufgrund der weniger günstigen Arbeitsmarktbedingungen nicht mehr so rasch wie in den letzten Jahren. Die Projektionen für das Arbeitskräfteangebot und die Beschäftigung ergeben, dass ein Rückgang der Arbeitslosenquote erst gegen Ende des Projektionszeitraums einsetzen könnte.

<sup>3</sup> Die Handelsprojektionen stimmen mit den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen überein. Daher schließen sie den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets mit ein.

**Tabelle 13**

**Makroökonomische Projektionen**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)<sup>1)</sup>

	2002	2003	2004	2005
HVPI	2,3	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
Reales BIP <sup>2)</sup>	0,9	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9
Private Konsumausgaben	0,5	1,0 – 1,4	1,1 – 2,1	1,4 – 3,0
Konsumausgaben des Staats	2,8	0,9 – 2,1	0,6 – 1,6	0,3 – 1,3
Bruttoanlageinvestitionen	-2,8	-1,7 – -0,7	0,2 – 3,2	2,3 – 5,5
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	1,7	-1,6 – 1,2	2,8 – 6,0	5,0 – 8,2
Importe (Waren und Dienstleistungen)	0,0	0,1 – 2,7	2,9 – 6,3	5,1 – 8,5

<sup>1)</sup> Bei allen Variablen und Zeithorizonten basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen der Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets.

<sup>2)</sup> Die Projektionen für das reale BIP beziehen sich auf arbeitsstättlich bereinigte Daten.

### Aussichten für Preise und Kosten

Der durchschnittliche Anstieg des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)* insgesamt lag den Schätzungen zufolge im Jahr 2003 bei 2,0 % bis 2,2 %. Im Jahr 2004 dürfte er zwischen 1,3 % und 2,3 % betragen, 2005 zwischen 1,0 % und 2,2 %. Die Energiepreiskomponente dürfte die HVPI-Inflation im Projektionszeitraum dämpfen. Dies spiegelt im Wesentlichen den angenommenen Rückgang der (in Euro gerechneten) Ölpreise wider. Die finanzpolitischen Annahmen implizieren, dass Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise Anfang 2004 einen Aufwärtsdruck auf die Nicht-Energie-Komponente des HVPI ausüben werden. Danach dürfte die Wachstumsrate der Nicht-Energie-Komponente allmählich zurückgehen und so die finanzpolitischen Annahmen, einen nachlassenden inländischen Kostendruck und weiterhin niedrige Importpreise widerspiegeln. Es wird projiziert, dass sich die Wachstumsrate der Nicht-Energie-Komponente gegen Ende des Projektionszeitraums stabilisiert. Die Projektion für den HVPI ist jedoch durch die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Umsetzung der angekündigten finanzpolitischen Maßnahmen einer gewissen Volatilität unterworfen.

Den Schätzungen zufolge sind die Einfuhrpreise im Jahr 2003 aufgrund der Aufwertung des Euro seit dem Frühjahr 2002 und aufgrund des schwachen externen Inflationsdrucks weiter zurückgegangen. Sie dürften 2004 infolge

der verzögerten Wirkung der Euro-Aufwertung und des angenommenen Rückgangs der Ölpreise gedämpft bleiben. Für das Jahr 2005 wird ein leichter Anstieg projiziert.

Unter Berücksichtigung der aktuellen Tarifabschlüsse wird angenommen, dass das Wachstum des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleibt. Für das Wachstum der *Lohnstückkosten* wird eine Verlangsamung projiziert, die vor allem auf die konjunkturbedingte Erholung der Arbeitsproduktivität zurückzuführen ist. Nachdem das Wachstum der Arbeitsproduktivität Anfang dieses Jahres verhalten blieb, hat es sich den Schätzungen zufolge in der zweiten Hälfte des Jahres in Einklang mit der Wirtschaftstätigkeit leicht erholt. Die Projektionen für das Wachstum des realen BIP und die Beschäftigung ergeben, dass das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Verlauf des Projektionszeitraums zunehmen und gegen Ende des Projektionszeitraums seinen langfristigen Durchschnitt wieder nahezu erreichen wird. Infolgedessen wird für 2004 und 2005 ein Rückgang des Wachstums der Lohnstückkosten projiziert. Trotz der schwachen Konjunktur und der vorangegangenen Aufwertung des Euro blieben die *Gewinnspannen* den Schätzungen zufolge im Jahr 2003 weitgehend unverändert. Sie dürften allerdings im Verlauf des Projektionszeitraums, wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt, einen Anstieg verzeichnen.

## Kasten 9

### Vergleich mit den Projektionen vom Juni 2003

Die wesentliche Veränderung gegenüber den im Monatsbericht vom Juni 2003 veröffentlichten, von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen ist eine Verschiebung der für das Jahr 2004 projizierten HVPI-Bandbreiten nach oben. Dies erklärt sich hauptsächlich durch verschiedene geplante finanzpolitische Maßnahmen, die in nationalen Haushaltsplänen dargelegt sind. Diese neuen finanzpolitischen Maßnahmen bestehen in Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise (vor allem der Gebühren im Gesundheitswesen) im Jahr 2004, die den Schätzungen zufolge im Jahr 2004 etwa ½ Prozentpunkt zur HVPI-Inflation im Euroraum beitragen werden. Außerdem berücksichtigen die finanzpolitischen Annahmen die Pläne finanzpolitischer Entscheidungsträger, zusätzliche Senkungen der Steuersätze für Erwerbseinkünfte vorzuziehen und die Sozialversicherungsbeiträge zu senken.

Die projizierten Bandbreiten für das reale BIP-Wachstum sind nun für 2003 leicht nach unten korrigiert worden, bleiben aber für 2004 unverändert. Die Korrektur für 2003 erklärt sich im Wesentlichen durch die im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2003 etwas schwächeren Ergebnisse für das zweite Quartal dieses Jahres. Sie spiegelt einen niedrigeren Beitrag der Nettoexporte und der Investitionen zum BIP-Wachstum wider. Die Auswirkungen der neuen finanzpolitischen Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP im Euroraum 2004 sind begrenzt, da der negative Einfluss des höheren HVPI auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte durch die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen ausgeglichen wird.

Unter Berücksichtigung der aktuellen Tarifabschlüsse wurde das Wachstum des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für 2004 im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2003 nach unten korrigiert. Dies führt auch zu einer leichten Korrektur des Wachstums der Lohnstückkosten nach unten, wobei nun projiziert wird, dass sich die Gewinnspannen stärker ausweiten. Die Veränderungen bei den technischen Annahmen über Ölpreise, Zinssätze und Wechselkurse gegenüber den Projektionen vom Juni 2003 sind gering. Es wird jedoch angenommen, dass die Rohstoffpreise (ohne Öl) stärker ansteigen als im Juni projiziert.

### Vergleich der makroökonomischen Projektionen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2002	2003	2004
HVPI – Dezember 2003	2,3	2,0 – 2,2	1,3 – 2,3
HVPI – Juni 2003	2,3	1,8 – 2,2	0,7 – 1,9
Reales BIP – Dezember 2003	0,9	0,2 – 0,6	1,1 – 2,1
Reales BIP – Juni 2003	0,9	0,4 – 1,0	1,1 – 2,1

## Kasten 10

### Prognosen anderer Institutionen

Von verschiedenen sowohl internationalen als auch privatwirtschaftlichen Organisationen liegen eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet vor. Diese Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie auf unterschiedlichen Annahmen basieren und zu verschiedenen Zeitpunkten mit unterschiedlicher Datenbasis fertig gestellt wurden. Anders als die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen basieren die anderen Prognosen normalerweise nicht auf der Annahme, dass die kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum hinweg konstant bleiben. Darüber hinaus unterscheiden sich die Prognosen in ihren Annahmen bezüglich der fiskalpolitischen, finanziellen und externen Variablen. In den Prognosen von Consensus Economics und dem Survey of Professional Forecasters der EZB werden eine Vielzahl nicht spezifizierter Annahmen verwendet.

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht bei den derzeit vorliegenden Prognosen anderer Institutionen Übereinstimmung darüber, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet allmählich erholen wird. Die konjunkturelle Belebung dürfte 2004 zu einem durchschnittlichen jährlichen BIP-Wachstum von rund 1 ½ % bis 2 % führen. Die Prognosen von Consensus Economics und der Survey of Professional Forecasters ergeben ein jährliches BIP-Wachstum von 1,7 %, während die internationalen Organisationen etwas höhere jährliche Wachstumsraten von 1,8 % bis 1,9 % prognostizieren. Die Prognosen der internationalen Organisationen bewegen sich am oberen Ende der Bandbreiten, die in den Projektionen des Eurosystems genannt

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2003	2004	2005
Europäische Kommission	November 2003	0,4	1,8	2,3
IWF	September 2003	0,5	1,9	.
OECD	November 2003	0,5	1,8	2,5
Prognosen von Consensus Economics	November 2003	0,5	1,7	.
Survey of Professional Forecasters	November 2003	0,5	1,7	2,3

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2003; IWF, World Economic Outlook, September 2003; OECD, Wirtschaftsausblick Nr. 74; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

werden. Anzumerken ist, dass für die Prognosen der Europäischen Kommission nicht arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten herangezogen werden, die 2004 aufgrund der höheren Zahl der Arbeitstage etwa ¼ Prozentpunkt über den in den Projektionen des Eurosystems verwendeten arbeitstäglich bereinigten Wachstumsraten liegen werden. Die OECD-Prognose verwendet arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten;

**Tabelle B: Vergleich der Prognosen zur HVPI-Inflation insgesamt für das Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2003	2004	2005
Europäische Kommission	November 2003	2,1	2,0	1,7
IWF	September 2003	2,0	1,6	.
OECD	November 2003	2,0	1,5	1,4
Prognosen von Consensus Economics	November 2003	2,0	1,6	.
Survey of Professional Forecasters	November 2003	2,0	1,6	1,8

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission von 2003; IWF, World Economic Outlook, September 2003; OECD, Wirtschaftsausblick Nr. 74; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

in den anderen Prognosen wird nicht angegeben, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

Die Europäische Kommission prognostiziert für 2004 eine HVPI-Inflation von 2,0 %. Alle anderen Prognosen weisen auf einen stärkeren Rückgang der Teuerungsrate der Verbraucherpreise im Jahr 2004 hin, wobei die durchschnittliche jährliche Inflationsrate zwischen 1,5 % und 1,6 % beträgt. Diese Prognosen bewegen sich am unteren Ende der vom Eurosystem projizierten Bandbreiten. In Bezug auf die Prognosen des IWF und der OECD könnte dies darauf zurückzuführen sein, dass diese Institutionen die jüngsten Daten im Hinblick auf die für 2004 geplanten Maßnahmen bezüglich der indirekten Steuern und administrierten Preise nicht berücksichtigt haben.

## 6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### Weltweite Konjunkturerholung nimmt weiter Fahrt auf

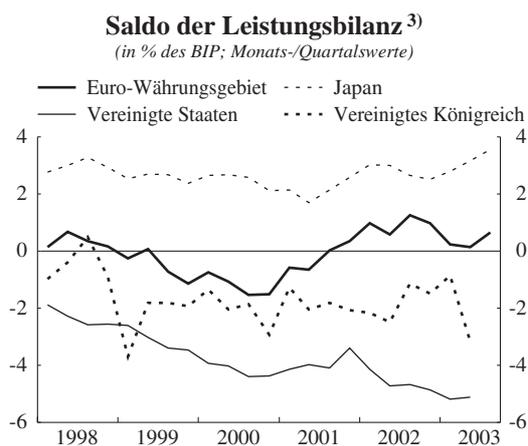
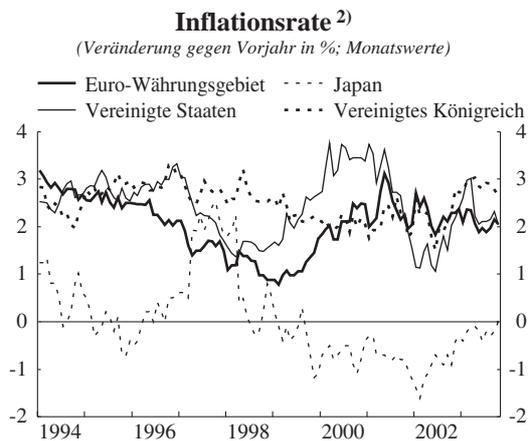
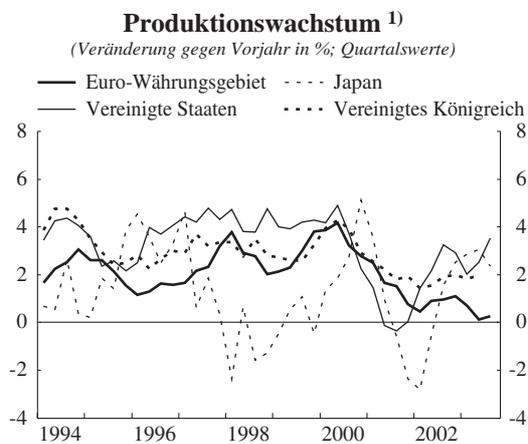
Wie die jüngsten Datenveröffentlichungen bestätigen, gewinnt die Erholung der Weltwirtschaft an Schwung. Angesichts der Wachstumsdynamik in den Vereinigten Staaten und Asien wird damit gerechnet, dass sich das weltwirtschaftliche Wachstum im Jahr 2004 in etwa auf dem für das zweite Halbjahr 2003 geschätzten Niveau bewegen wird. Die schnellere konjunkturelle Gangart in den Vereinigten Staaten wird weiterhin vor allem durch eine stark expansive gesamtwirtschaftliche Politik gefördert. In Japan bessert sich die gesamtwirtschaftliche Lage weiter, und in den Ländern Asiens (ohne Japan) hat sich das Wachstum merklich beschleunigt. Gleichwohl verharren die Unternehmensinvestitionen trotz in jüngster Zeit erkennbarer Anzeichen einer Belebung in den meisten Industrieländern nach wie vor auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Maßgeblich hierfür sind Überkapazitäten und die Verschuldung der Unternehmen, sodass ein sich selbst tragender Aufschwung noch auf sich warten lassen könnte. Angesichts kräftiger Produktivitätssteigerungen und der – fortbestehenden – beträchtlichen Überkapazitäten bleibt der Inflationsdruck weltweit eher gering (siehe Abbildung 40).

Insgesamt scheinen sich die Risiken für eine Erholung der Weltwirtschaft kurzfristig be-

trachtet die Waage zu halten. Einerseits könnten, falls sich die Beschleunigung des wirtschaftlichen Wachstums in den Vereinigten Staaten und Asien fortsetzt, die positiven Auswirkungen auf andere Länder stärker als erwartet ausfallen. Andererseits könnte das anhaltende Missverhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen in einigen großen Ländern – die sich in hohen Leistungsbilanzungleichgewichten niederschlagen – die weltwirtschaftlichen Aussichten weiterhin trüben.

In den Vereinigten Staaten deuten vorläufige Daten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Aktivität im dritten Quartal des laufenden Jahres an Tempo zugelegt hat. Das reale BIP ist um 8,2 % (zum Vorquartal, aufs Jahr gerechnet) gewachsen. Maßgeblich trug hierzu der private Konsum, insbesondere die Nachfrage nach Gebrauchsgütern, bei. Den Ausgaben der privaten Haushalte kam der kräftige Anstieg des real verfügbaren Einkommens aufgrund der Steuersenkungen zugute. In dem stärkeren realen BIP-Zuwachs spiegelte sich außerdem eine spürbare Ausweitung der privaten Anlageinvestitionen wider. Die Wohnungsbauinvestitionen und die Ausgaben für „Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie DV-Software“ expandierten auf Jahresrate hochgerechnet mit zweistelligen Raten. Die Nettoexporte trugen, wenn auch in geringerem Maße, zum sprunghaften Anstieg des BIP-Wachstums bei. Auch von den Vorratsinvestitionen ging ein

**Abbildung 40**  
**Grundlegende Entwicklungen in**  
**wichtigen Industrieländern**



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

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

positiver Impuls aus, während die staatlichen Verteidigungsausgaben eine deutlich geringere Rolle als im Vorquartal spielten.

Auch in den nächsten Monaten ist den vorliegenden Daten zufolge mit einer kräftigen Konjunktur zu rechnen, wobei die Dynamik, besonders beim Konsum, nach dem starken Wachstum im dritten Quartal aber nachlassen dürfte. Da zu erwarten ist, dass die Effekte der expansiven Wirtschaftspolitik allmählich abklingen, hängt ein selbst tragender Aufschwung entscheidend von weiteren Verbesserungen der Arbeitsmarktlage, aber auch der Investitionen und des Unternehmervertrauens ab.

In Bezug auf die Unternehmensausgaben lassen Frühindikatoren erkennen, dass die Investitionspläne der US-Firmen verstärkt ausgeweitet werden. Im Oktober haben die Auftragsgänge sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor deutlich zugenommen. Zudem hat sich die Industrieproduktion den vierten Monat in Folge erhöht, und bei der Kapazitätsauslastung zeichnet sich ein Wiederanstieg nach den historischen Tiefständen ab. Vor diesem Hintergrund dürfte das Unternehmervertrauen die privaten Investitionen in einem Umfeld günstiger externer Finanzierungsbedingungen, relativ niedriger Lagerbestände und der kräftigen Endnachfrage weiterhin stützen. Allerdings könnten die Überkapazitäten und die Verschuldung der Unternehmen das Investitionswachstum nach wie vor bremsen.

Beim privaten Verbrauch dürfte sich das zwar weiterhin robuste Ausgabenwachstum der privaten Haushalte nach den nunmehr vorliegenden Daten in den nächsten Monaten abschwächen. Angesichts der niedrigen Inflation und nach der deutlichen Steigerung des real verfügbaren Einkommens seit Jahresbeginn könnte sich das zuletzt gestiegene Verbrauchervertrauen als zusätzliche Stütze für die Ausgaben der privaten Haushalte erweisen. Darüber hinaus gibt es seit einigen Monaten ermutigende Anzeichen in Bezug auf die Entwicklung am Arbeitsmarkt. Die Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung in den

Vereinigten Staaten setzt kurzfristig eine weitere Verbesserung der Beschäftigungslage voraus.

Die Jahreststeuerung auf der Verbraucherstufe hat sich in den letzten Monaten stabilisiert und belief sich im Oktober auf 2,0 %. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet ist die VPI-Inflation seit Ende 2001 rückläufig. Im Oktober erhöhte sie sich allerdings leicht auf 1,3 % gegenüber dem Vorjahr. Diese jüngste Entwicklung steht offensichtlich im Einklang mit dem im dritten Quartal verzeichneten Wiederanstieg des als Kerninflationsmaß verwendeten Index der persönlichen Konsumausgaben sowie des BIP-Deflators.

Im Bereich der Geldpolitik beschloss der Offenmarktausschuss der US-Notenbank auf seiner Sitzung am 28. Oktober, seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 1 % zu belassen. Er wiederholte seine Erklärung vom September, dass er angesichts des Risikos eines unerwünschten Inflationsrückgangs für längere Zeit an seiner akkommodierenden Geldpolitik festhalten werde.

In Japan setzt sich die konjunkturelle Besserung fort. Das BIP-Wachstum zum Vorquartal betrug im dritten Quartal 0,6 % und war damit etwas geringer als im zweiten Vierteljahr. Zwei Drittel des Wachstums waren der Binnennachfrage zuzuschreiben und der Rest dem Außenbeitrag, der von der weiteren Beschleunigung des Ausfuhrwachstums aufgrund der allmählichen Erholung der Weltkonjunktur profitierte. Gleichzeitig nahmen die Einfuhren nach ihrem SARS-bedingten Rückgang im zweiten Quartal wieder zu. Die Hauptstütze der privaten Nachfrage waren die Investitionsausgaben. Die Investitionen (ohne Wohnungsbau) stiegen um 2,8 %, während der Konsum praktisch unverändert blieb. Das Wachstum der öffentlichen Investitionen ging aufgrund der anhaltenden Konsolidierungsbemühungen der japanischen Regierung weiter auf -3,9 % zurück.

Die allmähliche Belebung der japanischen Wirtschaft wird voraussichtlich anhalten, wobei die Konjunktur wohl von einem weiteren

Anstieg des weltwirtschaftlichen Wachstums gestützt wird. Auch die private Nachfrage dürfte wieder stärker anziehen. Das Konsumwachstum wird sich aufgrund der verbesserten Einkommens- und Arbeitsmarktsituation beleben. Gleichzeitig deuten die aktuellen Auftragseingänge im Maschinenbau auf eine leichte Abschwächung der privaten Investitionsausgaben hin, die trotz gewisser Fortschritte bei den Reformen im Unternehmens- und Finanzsektor noch immer durch strukturelle Hemmnisse gebremst werden. Der Staat schließlich ist wohl weiter zur Ausgabenzurückhaltung genötigt, um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.

Die Preisentwicklung ist unverändert durch Deflationstendenzen gekennzeichnet. Die Jahresänderungsraten des Verbraucherpreisindex und des VPI ohne frische Nahrungsmittel lagen im Oktober bei 0,0 % bzw. +0,1 %. Diese Raten wurden jedoch auch durch verschiedene Sonderfaktoren beeinflusst, wie etwa eine Erhöhung der Tabaksteuern und Zuzahlungen im Gesundheitswesen, von denen ein Aufwärtsdruck auf die Preise ausging. Einen stärkeren Deflationsdruck signalisierte der BIP-Deflator, der sich im dritten Quartal auf -2,7 % belief.

Vor diesem Hintergrund hob die Bank von Japan am 10. Oktober 2003 das obere Ende ihres Reserveziels für das Bankensystem von rund 30 Billionen JPY auf rund 32 Billionen JPY an. Darüber hinaus beschloss sie eine Reihe von Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz der Geldpolitik und stellte klar, dass sie die bisherige quantitative Lockerung der Geldpolitik fortsetzen wolle. Im Einzelnen nannte sie zwei notwendige Voraussetzungen für eine Beendigung der quantitativen Lockerung: Erstens müsse die Jahresänderungsrate des Verbraucherpreisindex (ohne frische Nahrungsmittel) mindestens einige Monate bei null liegen oder positiv sein, zweitens müssen die von den Mitgliedern des geldpolitischen Ausschusses veröffentlichten Prognosen über längere Zeit hinweg im positiven Bereich bleiben.

Im Vereinigten Königreich beschleunigte sich im dritten Vierteljahr 2003 der Anstieg des realen BIP gegenüber dem Vorquartal auf eine Rate von 0,7 % und übertraf damit den entsprechenden Vorjahrswert um 2 %. Eine wichtige Triebkraft war der private Konsum, der im dritten Quartal um 0,8 % stieg und gegenüber dem Vorquartal leicht zulegte. Die Wertzuwächse bei Wohnimmobilien und Geldvermögen sorgen zwar nach wie vor für einen größeren Ausgabenspielraum der privaten Haushalte, doch hat sich das Wachstum des real verfügbaren Einkommens abgeschwächt. Auch der Staatsverbrauch trug mit einem Anstieg von 0,6 % im dritten Quartal zum BIP-Wachstum bei. Die Bruttoanlageinvestitionen sanken im gleichen Zeitraum um 1,3 %. Ausschlaggebend hierfür waren die rückläufigen Unternehmensinvestitionen. Die Investitionsausgaben wurden durch finanzielle Umstrukturierungen und freie Kapazitäten im Unternehmenssektor gedämpft. Bei den Erträgen waren zuletzt aber gewisse Anzeichen für eine Besserung zu erkennen. Trotz der Abwertung des Pfund Sterling in der ersten Jahreshälfte sind die Ausfuhren nach einem Rückgang im zweiten Quartal im dritten Jahresviertel nur geringfügig gewachsen. Die Einfuhren expandierten im gleichen Zeitraum um 1,0 %, sodass sich der Außenbeitrag negativ auf das Wachstum des realen BIP auswirkte.

Die am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) gemessene Teuerung belief sich im Oktober auf eine Jahresrate von 2,7 %, verglichen mit 2,9 % im dritten Quartal. Die jährliche HVPI-Inflation war im Oktober mit 1,4 % deutlich niedriger als der Preisanstieg nach dem RPIX, was den Einfluss der Wohnungskostenkomponenten im RPIX sowie andere methodische Unterschiede widerspiegelt. Der Wertverlust des Pfund Sterling im ersten Halbjahr 2003 hat sich bislang relativ schwach auf die Importpreise ausgewirkt. Die Arbeitslosigkeit war im dritten Vierteljahr insgesamt stabil, und die nominalen Lohnzuwächse blieben gering.

Am 6. November 2003 erhöhte der geldpolitische Ausschuss der Bank of England

seinen Reposatz um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 %. Die Bank of England begründete ihre Entscheidung mit dem Hinweis auf die zunehmend stärkere Erholung der Weltwirtschaft und im Vereinigten Königreich, wo der Aufschwung an Breite gewinnt. Außerdem halte das kräftige Kreditwachstum unvermindert an, und der Wohnungsmarkt sowie der private Konsum hätten sich als widerstandsfähiger erwiesen als zunächst erwartet. Es sei damit zu rechnen, dass diese Entwicklungen zusammen mit der Abwertung des Pfund Sterling Anfang dieses Jahres den Preisauftrieb allmählich verstärken werden.

In Schweden erhöhte sich das reale BIP im dritten Vierteljahr 2003 um 0,5 % zum Vorquartal (2,0 % gegenüber dem Vorjahr), verglichen mit einer Zunahme von 0,3 % im zweiten Quartal. Der Konsum der privaten Haushalte und der Außenbeitrag steuerten einen wesentlichen Teil zum realen Produktionswachstum bei, die Investitionen und Vorräte hingegen wirkten wachstumsdämpfend. Die jährliche HVPI-Inflation lag im Oktober bei 2,3 % und entsprach damit unverändert dem Durchschnitt des dritten Quartals. Während die Energie- und Dienstleistungspreise zum Anstieg des HVPI beitrugen, blieb die Jahresänderungsrate der Preise von Industrieerzeugnissen (ohne Energie) negativ.

In Dänemark verringerte sich das reale BIP im dritten Quartal 2003 um 0,3 % im Quartalsvergleich (0,3 % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit), nachdem es im vorangegangenen Vierteljahr noch um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal abgenommen hatte. Für diesen Rückgang waren hauptsächlich ein geringerer Außenbeitrag sowie eine Abnahme der Vorräte verantwortlich. Die Bruttoanlageinvestitionen nahmen im dritten Jahresviertel zu und waren zusammen mit dem privaten Konsum der wichtigste Faktor, der das Wachstum des realen BIP förderte. Die Jahresrate der HVPI-Inflation ermäßigte sich weiter von 1,6 % im zweiten Vierteljahr auf 1,1 % im Oktober. In dem anhaltenden Inflationsrückgang spiegelten sich hauptsächlich die rückläufigen Einfuhr- und Nahrungsmittelpreise wider.

In der Schweiz signalisieren die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten eine leichte Konjunkturbelebung. Das reale BIP wies im dritten Quartal wieder eine leicht positive Wachstumsrate (1,0 % im Quartalsvergleich, hochgerechnet auf das Gesamtjahr) auf, nach negativen Raten in den vorangegangenen drei Quartalen. Während beim privaten Konsum wiederum nur ein bescheidener Zuwachs zu verzeichnen war, erhöhten sich die Investitionen deutlich, und im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung zogen die Ausfuhren wieder an. Frühindikatoren lassen überdies eine eindeutige konjunkturelle Besserung erkennen, sodass die Wahrscheinlichkeit eines Aufschwungs gegen Jahresende wächst. Nach einem mehrere Monate anhaltenden Rückgang stabilisierten sich die Erzeugerpreise im Oktober wieder. Die Teuerung nach dem VPI dagegen belief sich wie schon im September auf 0,5 % gegenüber dem Vorjahr.

Die Wachstumsaussichten in den der EU beitretenden Staaten sind insgesamt nach wie vor günstig. Die heimische Nachfrage ist unverändert kräftig, wobei allerdings in einigen Ländern die Abkehr von der bisherigen stimulierenden Fiskalpolitik eine gewisse dämpfende Wirkung haben könnte. Die Konsumnachfrage ist ungebrochen und beschleunigt sich sogar in manchen Ländern. Die Exporte halten sich im Allgemeinen auf dem bisherigen Niveau, werden aber deutlich von den äußerst lebhaften Einfuhren übertroffen, die von der Aufhellung des Geschäftsklimas unterstützt werden. Die Investitionen entwickeln sich in den einzelnen Ländern weniger einheitlich, dürften aber in naher Zukunft zunehmen.

Betrachtet man die Länder im Einzelnen, so war in der Tschechischen Republik im zweiten Vierteljahr ein leichter Rückgang des BIP-Wachstums auf etwas über 2 % (auf Jahresbasis) festzustellen. Es wird nach wie vor besonders vom kräftigen privaten Verbrauch angetrieben, während die Bruttoanlageinvestitionen im gesamten zweiten Quartal abnahmen. Die Ausweitung der Einfuhren hat deutlich zugenommen und zu einer Verschlechterung des Außenbeitrags geführt. Die

jährliche Inflation, die im Oktober 2003 wieder im positiven Bereich lag, blieb verhalten. In Ungarn hat sich der Produktionszuwachs im zweiten Jahresviertel abgeschwächt. Nach einem erheblichen Rückgang im ersten Quartal sind die Anlageinvestitionen wieder leicht gestiegen. In Zukunft könnten die Unternehmensinvestitionen dank der Besserung des internationalen Umfelds wieder zunehmen. Der Ausblick für die Wohnungsbauinvestitionen ist dagegen eher gedämpft. In Polen hat sich der BIP-Zuwachs von 2,2 % im ersten Quartal auf 3,8 % im zweiten Vierteljahr erhöht. Der Anstieg war hauptsächlich der Inlandsnachfrage und den Exporten zuzuschreiben, die von der Abwertung des Zloty in den vergangenen zwei Jahren begünstigt wurden.

In Russland sind die Wachstumsaussichten nach wie vor positiv. Das BIP-Wachstum, das sich im zweiten Viertel dieses Jahres auf gut 7 % belief, scheint breit fundiert zu sein. Die Anlageinvestitionen nahmen das zweite Quartal in Folge in sehr stetem Tempo zu. Die Inflation ist leicht zurückgegangen und von 15 % im vergangenen Jahr auf knapp über 13 % im August 2003 gesunken.

In der Türkei hat sich das BIP-Wachstum im zweiten Vierteljahr auf weniger als 4 % abgeschwächt, nach vier Quartalen mit Zuwachsraten zwischen 8 % und 11 % (zum Vorjahr). Diese Entwicklung war durch das langsamere Wachstum des privaten Verbrauchs und der Investitionen bedingt, aber auch eine fortgesetzte Ausweitung der Einfuhren. Die Jahressteuerungsrate ist spürbar gefallen, und zwar von rund 30 % im zweiten Quartal auf gut 20 % im Oktober.

In Asien (ohne Japan) hat sich die Wachstumsdynamik im dritten Quartal 2003 spürbar verstärkt. Die kräftige Belebung des Wachstums spiegelt neben einer Erholung von den Auswirkungen der SARS-Epidemie im zweiten Quartal auch die lebhaftere Inlandsnachfrage in China, eine Verbesserung der Auslandsnachfrage aus den Vereinigten Staaten sowie den zunehmenden Handel innerhalb der Region wider. In den letzten Monaten wiesen die

Exporte aus China, Südkorea, Taiwan und Singapur ein ausgesprochen robustes Wachstum auf. Kasten 11 gibt einen Überblick über die Rolle Asiens (ohne Japan) in der Weltwirtschaft.

In China expandierte das reale BIP, gestützt durch die kräftige Inlandsnachfrage, im dritten Quartal 2003 im Vorjahresvergleich um 9,1 %. Haupttriebkraft der Konjunkturbelebungen waren die Anlageinvestitionen mit einer Jahreswachstumsrate von 30,2 % in den ersten zehn Monaten dieses Jahres. Die Einzelhandelsumsätze verzeichneten im Oktober mit einem Anstieg von 10,2 % im Vergleich zum Vorjahr ihren höchsten Zuwachs seit zwei Jahren. Die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums hat jedoch Bedenken über eine mögliche Überhitzung der Konjunktur aufkommen lassen. Das Geldmengenaggregat M2 expandierte im Oktober im Vorjahresvergleich um 21 %, und die Teuerung auf der Verbraucherstufe wies mit einer sprunghaften Zunahme auf 1,8 % die höchste Steigerung seit August 1997 auf. Vor diesem Hintergrund hob die People's Bank of China im September den Mindestreservesatz von 6 % auf 7 % an.

Dagegen blieb das Tempo des Wirtschaftswachstums in Südkorea mit einem Anstieg des realen BIP im dritten Quartal um 2,3 % gegenüber dem Vorjahr (nach 1,9 % im zweiten Quartal) eher verhalten. Die Konjunkturentwicklung wird weiterhin durch die relativ schwachen Konsum- und Investitionsausgaben gebremst, die das bessere Ergebnis des Exportgeschäfts zu einem gewissen Teil aufgezehrt haben. Die Ausfuhren haben zuletzt angesichts der sich mehrenden Anzeichen einer Wiederbelebung im weltweiten Informationstechnologiesektor von der Erholung der Auslandsnachfrage profitiert.

In Lateinamerika deuten die neuesten Angaben darauf hin, dass die konjunkturelle Aktivität nach wie vor durch die relativ schwache Wirtschaftsleistung der zwei größten Länder der Region, Mexiko und Brasilien, gebremst wird und dadurch die in Argentinien eingetretene kräftige Erholung etwas in den Hin-

tergrund tritt. In Mexiko übertraf das reale BIP im dritten Quartal 2003 seinen Vorjahresstand um 0,4 %, nachdem es im Vorquartal um lediglich 0,2 % gegenüber dem Vorjahr gewachsen war. Das verarbeitende Gewerbe schrumpfte im dritten Quartal im Vorjahresvergleich um 3,6 %, wobei der starke Wettbewerb durch die Erzeuger in Asien (ohne Japan) eine Rolle gespielt haben dürfte. In Brasilien wirkte sich die schleppende Inlandsnachfrage ungeachtet der vom kräftigen Exportzuwachs ausgehenden positiven Impulse bremsend auf die Wirtschaftstätigkeit aus. In Argentinien ist die kräftige wirtschaftliche Erholung mittlerweile breiter fundiert, da die vom robusten Exportwachstum ausgehenden Impulse auf die Inlandsnachfrage übergesprungen sind. Die Industrieproduktion hat sich im Oktober um 16 % gegenüber dem Vorjahr erhöht. Trotz dieser günstigen Entwicklungen bleiben die Aussichten für die argentinische Volkswirtschaft mit Risiken im Zusammenhang mit der laufenden Umschuldung ihrer Auslandsverbindlichkeiten behaftet.

### **Euro befestigte sich im November**

Das Geschehen an den Devisenmärkten war im November von einer allgemeinen Befestigung des Euro gegenüber allen wichtigen Währungen und einem vergleichsweise stabilen Yen/Dollar-Wechselkurs geprägt.

Trotz einer gewissen Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar in der ersten Novemberwoche, die vor allem im Zusammenhang mit sich verdichtenden Anzeichen einer kräftigen Erholung in den Vereinigten Staaten stand, befestigte sich der Euro ab der zweiten Woche des Monats gegenüber der US-Währung. Ausschlaggebend hierfür war ein Zusammenspiel von uneinheitlichen Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten und anhaltenden geopolitischen Spannungen (siehe Abbildung 41). So übte insbesondere die Ausweitung des US-Außenhandelsdefizits einen Abwertungsdruck auf die US-Währung aus, der sich im späteren Verlauf des Monats noch verschärfte, als sich das Hauptaugenmerk auf die Finanzie-

## Kasten I I

### Die Bedeutung Asiens (ohne Japan) für die Weltwirtschaft

#### Dynamik der asiatischen Volkswirtschaften (ohne Japan)

Asien (ohne Japan) ist – gemessen am Wirtschaftswachstum – die weltweit dynamischste Wirtschaftsregion. Die Wirtschaft dieser Länder ist in den vergangenen zwei Jahrzehnten um durchschnittlich rund 7 % pro Jahr gewachsen und liegt damit deutlich vor dem Rest der Welt. Infolgedessen hat sich der Beitrag der asiatischen Länder (ohne Japan) zum globalen BIP-Wachstum wesentlich erhöht. In den Jahren 2001 und 2002 wuchs die Weltwirtschaft um 2,1 % bzw. 3,1 %, wovon mehr als die Hälfte auf diese Region entfiel.

Zu den wichtigsten Volkswirtschaften in diesem Raum zählen China, Indien und die vier Staaten Südkorea, Taiwan, die Sonderverwaltungsregion (SVR) Hongkong sowie Singapur, die erst seit kurzem zu den Industrieländern gehören und auch als NIE4 (newly industrialised economies) bezeichnet werden. Zusammen hatten diese Volkswirtschaften im Jahr 2002 einen Anteil von 79 % an der Gesamtwirtschaft Asiens (ohne Japan). Mit einem Anteil von 48 % am BIP der asiatischen Länder (ohne Japan) ist China die größte Volkswirtschaft dieses Wirtschaftsraums. Auf Indien und die vier Staaten Korea, Taiwan, die SVR Hongkong sowie Singapur entfallen 18 % bzw. 13 % des BIP. Die zunehmende Bedeutung der asiatischen Länder (ohne Japan) für die Weltwirtschaft spiegelt vor allem die Dynamik der chinesischen Wirtschaft wider. Seit dem Beginn der Öffnungs- und Reformpolitik Chinas im Jahr 1979 beläuft sich das BIP-Wachstum des Landes auf durchschnittlich rund 9 % jährlich; dadurch erhöhte sich das reale Pro-Kopf-Einkommen um das Fünffache.

#### Auswirkungen auf den Welthandel

Die zunehmende Bedeutung der asiatischen Märkte (ohne Japan) für die Weltwirtschaft zeigt sich vor allem an ihrer Rolle im Welthandel. Sie bilden einen der weltweit wichtigsten Handelsräume und lagen im Jahr 2002 mit 19,6 % aller weltweit exportierten Waren und Dienstleistungen an zweiter Stelle hinter dem Euro-Währungsgebiet. In den vergangenen fünf Jahren stieg der Anteil dieser Länder an den globalen Ausfuhren um annähernd 1 Prozentpunkt. Bei den Einfuhren von Waren und Dienstleistungen lagen die asiatischen Länder (ohne Japan) im vergangenen Jahr mit einem Anteil von 17,3 % aller Importe weltweit an dritter Stelle. Die größten Volkswirtschaften in diesem Raum weisen einen kräftigen Leistungsbilanzüberschuss auf. Im Jahr 2002 belief sich der Überschuss in der Leistungsbilanz aller Länder Asiens (ohne Japan) auf insgesamt 133,2 Mrd USD (siehe Tabelle).

#### Leistungsbilanzsaldo und Weltexportanteil der asiatischen Länder (ohne Japan) für das Jahr 2002

(in Mrd \$; in %)

	Exporte		Saldo der Leistungsbilanz	
	Betrag	In % der Weltexporte	Betrag	In % des BIP
China	325,6	4,6	35,4	2,8
Indien	52,2	0,9	4,8	1,0
NIE4	621	9,7	68	6,8
<i>Südkorea</i>	<i>162,6</i>	<i>2,5</i>	<i>6,1</i>	<i>1,3</i>
<i>Taiwan</i>	<i>129,9</i>	<i>2,0</i>	<i>25,7</i>	<i>9,1</i>
<i>SVR Hongkong<sup>1)</sup></i>	<i>200,1</i>	<i>3,1</i>	<i>17,5</i>	<i>10,8</i>
<i>Singapur</i>	<i>128,4</i>	<i>2,1</i>	<i>18,7</i>	<i>21,5</i>
Übrige Länder Asiens (ohne Japan)	318,7	4,4	25	..
Insgesamt	1 317,5	19,6	133,2	..

Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

1) Die Ausfuhren aus der SVR Hongkong beinhalten die Re-Exporte aus China.

Die Länder Asiens (ohne Japan) zählen zu den wichtigsten Exportmärkten der großen Industriestaaten. Mit einem Anteil von 22,4 % der Exporte aus dem Eurogebiet war diese Region beispielsweise in den ersten neun Monaten dieses Jahres der bedeutendste Zielmarkt für den Euroraum. Die in den letzten zehn Jahren zunehmende Bedeutung Asiens (ohne Japan) im Welthandel stützte sich zu großen Teilen auf die Außenhandelsstärke Chinas; in dieser Zeit haben sich die Gesamtimporte Chinas mit einem Anstieg von 104,0 Mrd USD im Jahr 1993 auf 295,3 Mrd USD im vergangenen Jahr beinahe verdreifacht.

Seit einiger Zeit verzeichnen die asiatischen Länder (ohne Japan) auch eine merkliche Zunahme im Handel untereinander. Die treibende Kraft hierfür ist China, das in zunehmendem Maße Vorleistungs- und Investitionsgüter aus anderen asiatischen Ländern importiert und anschließend die fertig gestellten Endprodukte in die übrige Welt exportiert. In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres betrug der Überschuss im Handel Chinas mit den Vereinigten Staaten und dem Euroraum 89,7 Mrd USD bzw. 27,2 Mrd USD.<sup>1</sup> Der Handelsüberschuss insgesamt belief sich auf etwa 9 Mrd USD, was darauf hinweist, dass sich Chinas Handelsdefizit gegenüber den übrigen Ländern Asiens deutlich ausgeweitet hat. Die meisten ostasiatischen Volkswirtschaften haben in den vergangenen Jahren einen außergewöhnlich hohen Anstieg ihrer Ausfuhren nach China verzeichnet, das ohnedies schon der wichtigste Handelspartner Taiwans und der SVR Hongkong war. Im Jahr 2002 entwickelte sich China auch zum wichtigsten Zielmarkt für südkoreanische Ausfuhren sowie zur bedeutendsten Importquelle und zum zweitgrößten Exportmarkt Japans.

Die asiatischen Länder (ohne Japan) und insbesondere China spielen eine immer wichtigere Rolle im weltweiten Rohstoffhandel. Ihr steigender Beitrag zur Weltwirtschaft spiegelt sich im Anstieg der globalen Nachfrage nach Rohstoffen wider. Im Energiesektor beispielweise konsumierten China, Indien sowie die vier Staaten Korea, Taiwan, die SVR Hongkong und Singapur in der ersten Hälfte dieses Jahres 11,5 Mio Barrel Ölerzeugnisse pro Tag; dies entspricht einem Anteil von 14,8 % am gesamten Weltverbrauch. Im Jahr 1990 belief sich ihr Verbrauch noch auf 5,7 Mio Barrel pro Tag und ihr Anteil am Weltverbrauch auf 8,5 %.

#### **Ausländische Direktinvestitionen in Asien (ohne Japan)**

Neben ihrer Rolle im Einfluss auf den Welthandel erhalten die Länder Asiens (ohne Japan) auch bereits seit vielen Jahren den größten Anteil der ausländischen Direktinvestitionen. Im Jahr 1996, vor Beginn der Asienkrise, entfielen zum Beispiel auf die asiatischen Länder (ohne Japan) mehr als 22 % aller Zuflüsse an Direktinvestitionen weltweit, womit sie die Vereinigten Staaten leicht übertrafen. Während der Asienkrise ging dieser Anteil allerdings auf unter 10 % zurück. Nach dem Abklingen der Krise erholten sich die Direktinvestitionen in Asien wieder und legten im Jahr 2002 auf rund 13,5 % der globalen Zuflüsse an Direktinvestitionen zu.<sup>2</sup>

Vor der Asienkrise floss ein beträchtlicher Teil der Direktinvestitionen in diese Region den südostasiatischen Ländern wie Singapur, Malaysia, Indonesien und Thailand zu. Danach war China das Land, das die meisten in die Region fließenden Direktinvestitionen erhielt, vor allem weil es sich in der Krise als widerstandsfähig erwiesen hatte und seine stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen das Vertrauen internationaler Investoren gewannen. Darüber hinaus wurde der riesige Binnenmarkt Chinas nach dessen Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 zu einem zunehmend wichtigen Grund für Direktinvestitionen in diesem Land. Im vergangenen Jahr erhielt China Direktinvestitionen in Höhe von 52,7 Mrd USD und wurde damit zum weltweit größten Empfängerland ausländischer Direktinvestitionen. Die Direktinvestitionen in China machten einen Anteil von 60 % aller Zuflüsse in die Länder Asiens (ohne Japan) aus.

<sup>1</sup> Die offiziellen Statistiken Chinas weisen für die ersten neun Monate dieses Jahres einen Überschuss im Handel mit den Vereinigten Staaten und dem Euroraum von 41 Mrd USD bzw. 7 Mrd USD aus. Diese Abweichung spiegelt hauptsächlich die Rolle der SVR Hongkong als zentraler Umschlaghafen Chinas wider.

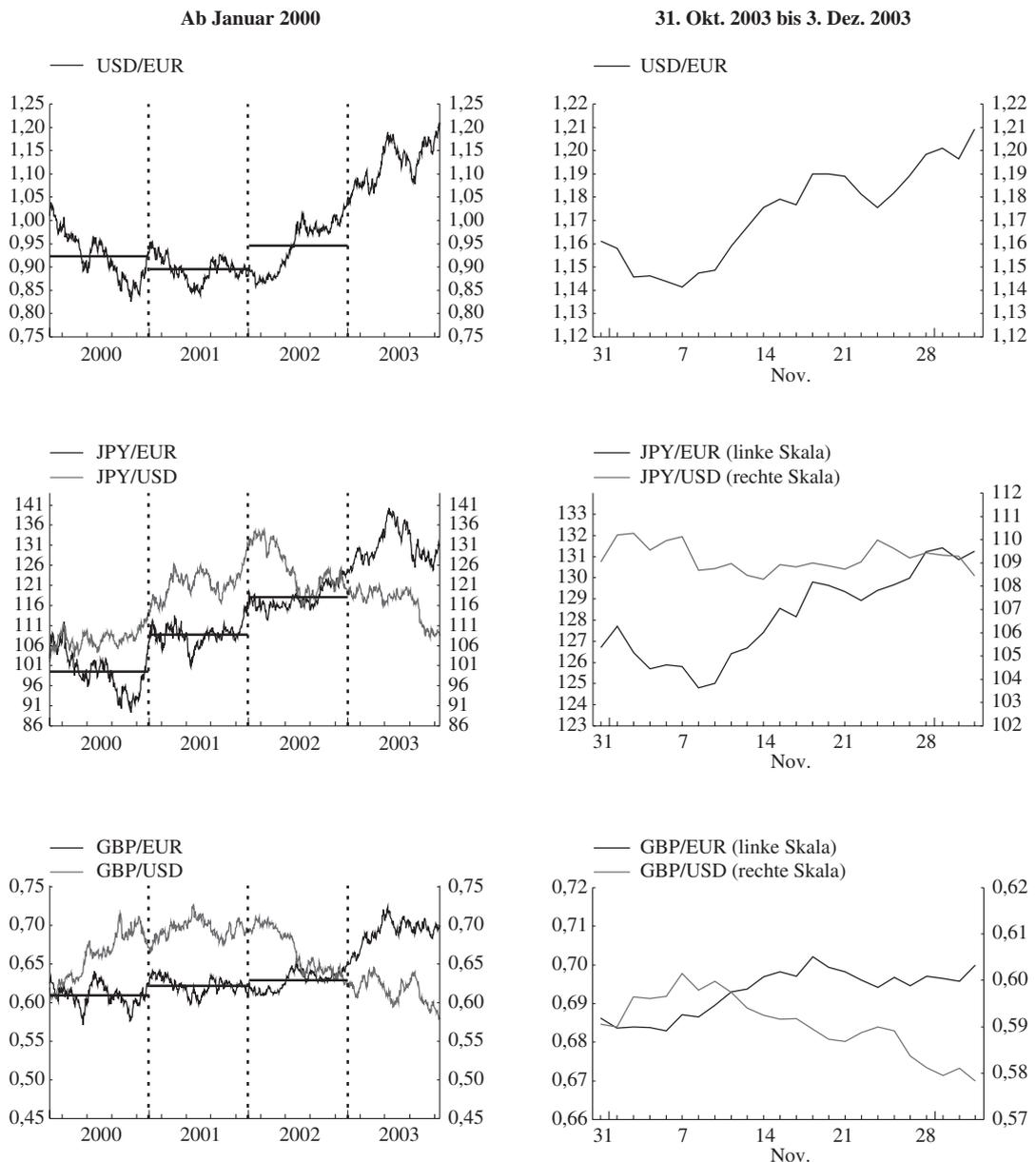
<sup>2</sup> Quelle: UNTAD.

zung des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten richtete. Mit der Sorge der Marktteilnehmer um eine mögliche Zunahme des Handelsprotektionismus und die Ereignisse im Nahen Osten und in der Türkei hat sich die – auch den US-Dollar belastende – Risiko-

aversion der Investoren offensichtlich verstärkt. Am 3. Dezember notierte der Euro bei 1,21 USD und lag damit 4,1 % über seinem Stand von Ende Oktober und 28 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

### Abbildung 4 I Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

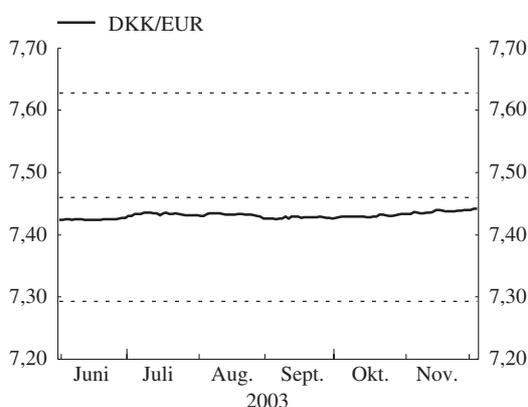
Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar. Die horizontalen Linien geben Jahresdurchschnittswerte an.

Gegenüber dem japanischen Yen wies der Euro im November – mit einer Abwertung zu Beginn des Monats und einer Aufwertung in der Folgezeit – ein ähnliches Verlaufsmuster auf wie gegenüber dem US-Dollar, während sich der Dollar/Yen-Wechselkurs im Berichtszeitraum vergleichsweise stabil entwickelte (siehe Abbildung 41). Der Yen reagierte kaum auf die Veröffentlichung recht günstiger Daten, die die Aussichten auf eine allmähliche Erholung der japanischen Volkswirtschaft untermauerten. Die Belege für eine allmähliche Besserung der Wirtschaftslage in Japan rührten von den besser als erwartet ausgefallenen Daten zur Konjunktur und verschiedenen Stimmungsindikatoren her. Am 3. Dezember notierte der Euro mit 131,3 JPY 3,6 % fester als Ende Oktober und 11,2 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2002.

Gegenüber dem Pfund Sterling wurde der Euro in der ersten Novemberwoche in einem recht engen Band gehandelt. Der Beschluss des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England vom 6. November, den Reposatz um 25 Basispunkte auf 3,75 % anzuheben, war weitgehend erwartet worden und hatte daher keine erkennbare Auswirkung auf die Devisenmärkte. In der Folgezeit wertete sich der Euro gegenüber der britischen Währung kontinuierlich auf (siehe Abbildung 41). Ge-

### Abbildung 42 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

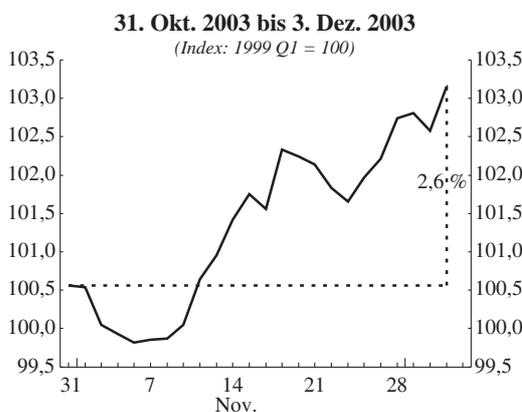


Quelle: EZB.

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

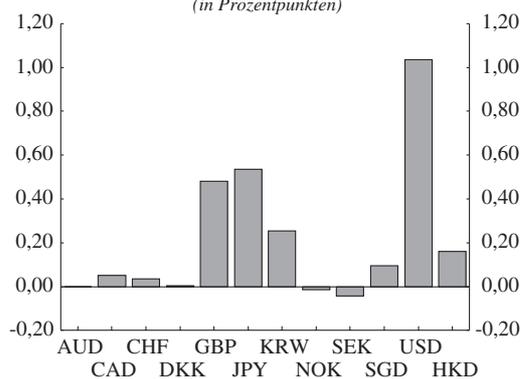
### Abbildung 43 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)



#### Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>

(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.

gen Ende des Berichtszeitraums schwächte sich die Aufwertungstendenz des Euro gegenüber dem Pfund Sterling etwas ab. Am 3. Dezember lag der Euro mit 0,70 GBP 2 % über seinem Niveau von Ende Oktober und 11,2 % über seinem Durchschnitt im vergangenen Jahr.

Im WKM II bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 42). Was die anderen europäischen Währungen betrifft, so notierten die schwedische Krone und die norwegische Krone innerhalb recht enger Bandbreiten zum Euro. Auch der Schweizer Franken zeigte sich gegenüber dem

Euro weitgehend stabil, was darauf hindeutet, dass er nicht von den Überlegungen der Anleger, angesichts einer erneuten Zunahme der globalen Spannungen einen „sicheren Hafen“ zu suchen, profitiert hat.

Vor diesem Hintergrund übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner – am 3. Dezember seinen Stand von Ende Oktober um 2,6 % und sein Durchschnittsniveau im Jahr 2002 um 14,7 % (siehe Abbildung 43). Die Befestigung des Euro in effektiver Rechnung ist vor allem seiner Aufwertung gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen, zuzuschreiben. Aus einer eher mittelfristigen Perspektive betrachtet entwickelte sich der reale effektive Wechselkurs des Euro – auf Basis der Entwicklungen der Verbraucherpreis- und Erzeugerpreisindizes sowie der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe – nach wie vor im Gleichschritt mit den Bewegungen des nominalen Index. Im dritten

Quartal 2003 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro in der Nähe seines Niveaus vom ersten Quartal 1999, während die Indizes des realen effektiven Wechselkurses dieses Niveau leicht übertrafen (siehe Abbildung 44).

### Überschuss in der saisonbereinigten Leistungsbilanz im September 2003

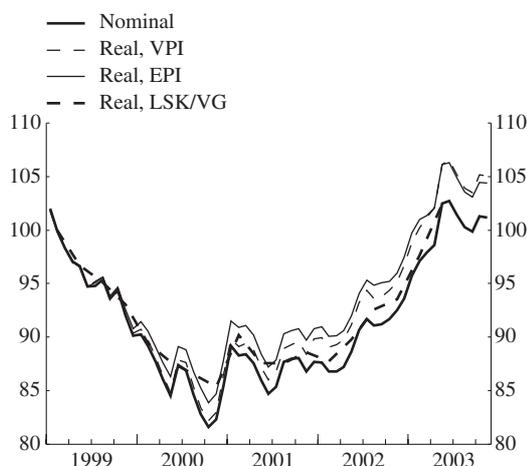
Die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im September 2003 einen Überschuss in Höhe von 7,7 Mrd € auf (siehe Tabelle 14). Dies war auf Überschüsse sowohl beim Warenhandel als auch bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen teilweise ausgeglichen wurden.

Betrachtet man die vierteljährlichen Zahlen, so nahm der Leistungsbilanzüberschuss im dritten Quartal 2003 gegenüber dem Vorquartal um gut 9 Mrd € zu, was vor allem dem Anstieg des Warenhandelsüberschusses um 7,6 Mrd € in diesem Zeitraum zuzuschreiben war (siehe Tabelle 8.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts). Wie aus Abbildung 45 hervorgeht, war der höhere Warenhandelsüberschuss im dritten Quartal auf eine Zunahme des Werts der Exporte (um fast 2 %) und eine Abnahme des Werts der Importe (um rund 1 %) zurückzuführen.

Der wertmäßige Anstieg der Exporte stand im Gegensatz zu den in den vorangegangenen drei Quartalen verzeichneten Rückgängen und dürfte der Belebung der Auslandsnachfrage zu verdanken sein. Zudem scheinen sich die mit Verzögerung zum Tragen gekommenen Effekte der zwischen dem zweiten Quartal 2002 und dem zweiten Quartal 2003 verzeichneten Euro-Aufwertung inzwischen etwas abgeschwächt zu haben. Gleichzeitig ist der niedrigere Wert bei den Wareneinfuhren offenbar zum Teil das Ergebnis der sinkenden Einfuhrpreise infolge der Euro-Aufwertung in Verbindung mit der verhaltenen Nachfrage im Euro-Währungsgebiet.

### Abbildung 44 Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro<sup>1)</sup>

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



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf November 2003. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2003 und sind teilweise geschätzt.

**Tabelle 14****Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(in Mrd €; saisonbereinigt)*

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2003
	Apr.	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Sept.	Sept.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,7	7,7	55,3	36,1
Saldo des Warenhandels	10,1	9,0	7,8	10,6	10,2	13,7	127,2	115,4
Ausfuhr	87,4	85,5	82,2	86,0	86,6	87,3	1 050,4	1 036,1
Einfuhr	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	73,6	923,2	920,7
Saldo der Dienstleistungen	0,8	0,3	0,9	1,1	0,9	1,4	8,3	14,9
Einnahmen	26,4	25,8	26,0	26,3	26,0	26,2	330,9	323,2
Ausgaben	25,6	25,4	25,1	25,2	25,0	24,8	322,7	308,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-2,2	-30,1	-39,8
Saldo der laufenden Übertragungen	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,6	-5,2	-50,1	-54,4

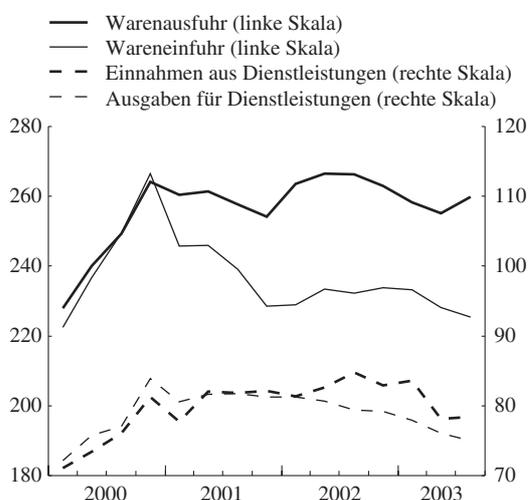
Quelle: EZB.

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.

Im Bereich der Dienstleistungen war der höhere Überschuss im dritten Quartal dieses Jahres auch einem leichten Anstieg der Einnahmen und einer Abnahme der Ausgaben zuzuschreiben (siehe Abbildung 45). Die Einnahmen aus Dienstleistungen haben sich somit im dritten Quartal noch nicht von ihrem starken Rückgang im zweiten Quartal erholt. Dabei könnte die fortbestehende Auswirkung der geopolitischen Unsicherheit auf die Einnahmen aus dem Reise- und Flugverkehr – die teilweise auch für den Rückgang der Ausgaben für Dienstleistungen im selben Zeitraum verantwortlich ist – eine Rolle gespielt haben.

Längerfristig gesehen lag der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets für den Zeitraum bis Ende September 2003 mit 36,1 Mrd € nahezu 20 Mrd € unter seinem Stand vom September 2002. Entscheidend hierfür waren in erster Linie die Abnahme des Warenhandelsüberschusses um 11,7 Mrd € und der Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 9,7 Mrd €. Der leichte Rückgang des Werts der Warenausfuhren ist ein Ausdruck der schwachen Auslandsnachfrage sowie der Effekte der Euro-Aufwertung. Teilweise lässt sich mit der Euro-Aufwertung auch der Rückgang der

Einnahmen aus den Erwerbs- und Vermögenseinkommen in diesem Zeitraum – und der damit einhergehende Anstieg des Defizits bei diesem Posten der Zahlungsbilanz – erklären, da die aus der übrigen Welt in Fremdwährung zugeflossenen Vermögenseinkommen einen niedrigeren Wert aufweisen, wenn sie in Euro ausgedrückt werden.

**Abbildung 45****Warenausfuhr und -einfuhr sowie Einnahmen und Ausgaben in der Dienstleistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(in Mrd €; Quartalswerte; saisonbereinigt)*

Quelle: EZB.

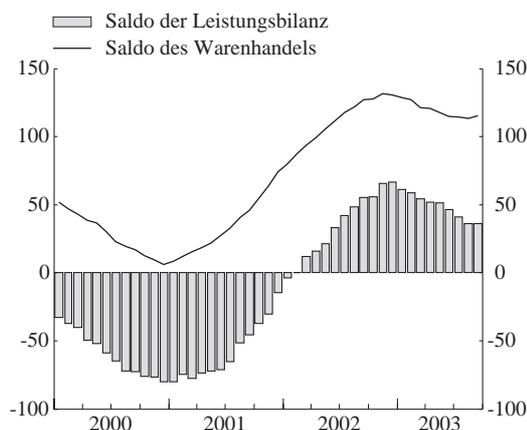
### Ausgeglichene Kapitalströme bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im September 2003

Die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Euro-Währungsgebiet wiesen im September 2003 einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf (siehe Tabelle 15). Darin spiegelten sich vor allem Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen (9,6 Mrd €) wider, die weitgehend durch Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (8,3 Mrd €) ausgeglichen wurden.

Verglichen mit den Angaben für August 2003 gingen die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im September erheblich (um 43,7 Mrd €) zurück (siehe Tabelle 15). Für diesen Rückgang waren vor allem die Entwicklungen beim Erwerb von Schuldverschreibungen des Eurogebiets durch Gebietsfremde verantwortlich. Während im Juli und August 2003 Gebietsfremde noch als Nettoverkäufer von Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets auftraten, erwarben sie im September Schuldverschreibungen des Euro-raums im Wert von mehr als 15 Mrd €.

### Abbildung 46 Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets

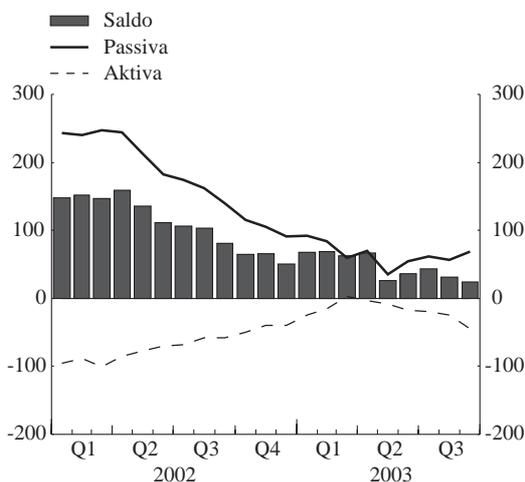
(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.

### Abbildung 47 Euro-Währungsgebiet – Anlagen in Dividendenwerten

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



Quelle: EZB.

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

Eine längerfristige Betrachtung auf der Basis von über einen Zwölfmonatszeitraum kumulierten Werten ergibt, dass die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kontinuierlich abnahmen und im September mit 4,5 Mrd € (das sind 52,5 Mrd € weniger als ein Jahr zuvor) einen nahezu ausgeglichenen Saldo erreichten. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war die beträchtliche Reduzierung der Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen, insbesondere bei den Dividendenwerten (siehe Tabelle 15). Die über zwölf Monate kumulierten Zahlen zeigen, dass sich die Netto-Kapitalzuflüsse in Dividendenwerte seit dem zweiten Quartal 2002 sukzessiv verringert und erst in letzter Zeit – möglicherweise aufgrund eines weltweiten Anstiegs der Aktienkurse – stabilisiert haben (siehe Abbildung 47).

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsaktivitäten bewegten sich in den zwölf Monaten bis September im Vergleich zu früheren Jahren weiterhin auf gedämpftem Niveau. Im September allerdings haben die von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets getätigten Direktinvestitionen zugenommen, während sich die

**Tabelle 15****Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(in Mrd €; nicht saisonbereinigt)

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.	2002 Sept.	2003 Sept.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-10,0	-0,1	3,1	2,0	4,9	9,3	55,3	34,7
Saldo des Warenhandels	6,9	7,6	10,5	15,3	10,6	12,7	126,5	114,8
Saldo der Dienstleistungen	0,4	1,3	2,5	2,8	0,8	1,5	8,6	14,4
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-10,9	-3,6	-2,8	-10,1	-0,9	0,8	-30,5	-40,9
Saldo der laufenden Übertragungen	-6,5	-5,5	-7,2	-6,1	-5,5	-5,7	-49,4	-53,6
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	0,1	0,2	1,5	0,8	1,7	0,2	6,8	8,9
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	16,1	-33,4	-24,0	-6,1	-3,0	-13,8	-79,1	-137,8
Direktinvestitionen	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-2,6	-9,6	-16,5	-16,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-24,4	-15,6	9,9	-7,6	-5,9	-12,0	-225,5	-133,2
Im Euro-Währungsgebiet	6,0	16,3	13,2	4,4	3,3	2,5	209,1	116,4
Wertpapieranlagen	25,1	1,1	16,0	-35,6	-42,5	8,3	73,4	21,4
Dividendenwerte	9,0	-17,8	7,0	5,0	-6,4	7,3	81,3	23,7
Aktiva	-7,1	-10,4	-14,8	-8,1	-0,2	-6,5	-58,4	-44,9
Passiva	16,0	-7,4	21,8	13,1	-6,1	13,9	139,6	68,5
Schuldverschreibungen	16,1	19,0	8,9	-40,6	-36,1	0,9	-7,9	-2,3
Aktiva	-9,9	-25,2	-28,8	-21,4	-11,9	-14,3	-171,8	-194,1
Passiva	26,1	44,2	37,8	-19,2	-24,2	15,2	163,9	191,8
Nachrichtlich:								
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	6,7	1,8	39,1	-38,9	-45,0	-1,3	57,0	4,5
Finanzderivate	-4,7	1,4	0,5	-2,7	-1,6	-0,0	-13,1	-12,5
Übriger Kapitalverkehr	13,3	-37,0	-64,4	33,8	43,4	-12,2	-125,3	-144,0
Währungsreserven	0,8	0,4	0,9	1,6	0,3	-0,2	2,3	14,2
<b>Restposten</b>	-6,2	33,3	19,4	3,4	-3,6	4,3	17,0	94,2

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.

Direktinvestitionen Gebietsfremder im Euro-Währungsgebiet nach wie vor in engen Grenzen hielten.

### Euro-Währungsgebiet weist zum Jahresende 2002 Netto-Schuldnerposition auf

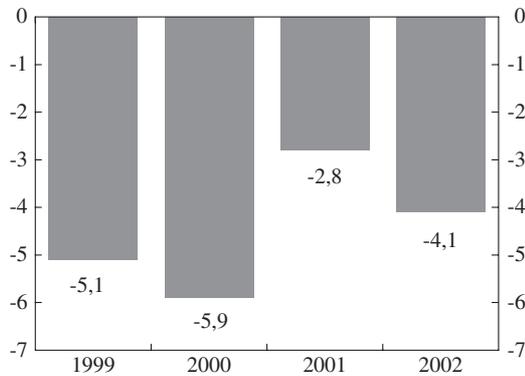
Tabelle 8.8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht präsentiert Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, die nun für das Jahr 2002 vorliegen. Der Auslandsvermögensstatus stellt die Forderungen und Verbindlichkeiten des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt zum Ende eines Kalenderjahrs dar; er umfasst die Posi-

tionen Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, übrige Anlagen und Währungsreserven.

Der Bestand der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Ausland gehaltenen Aktiva belief sich Ende 2001 auf 7,5 Billionen €, verglichen mit 7,3 Billionen € zum Jahresende 2002. Im gleichen Zeitraum nahm der Bestand der von Gebietsfremden gehaltenen Aktiva des Euro-Währungsgebiets (d. h. Passiva des Euro-Währungsgebiets) von 7,7 Billionen € auf 7,6 Billionen € ab.

Infolgedessen wies der Auslandsvermögensstatus des Eurogebiets gegenüber der übrigen Welt zum Jahresende 2002 Netto-

**Abbildung 48**  
**Der Auslandsvermögensstatus des Euro-**  
**Währungsgebiets in % des BIP<sup>1)</sup>**



Quelle: EZB.

1) Ein Minuszeichen bedeutet eine Netto-Schuldnerposition.

verbindlichkeiten in Höhe von 289,6 Mrd € auf, was 4,1 % des BIP des Euroraums entspricht. Damit war die Netto-Schuldnerposition höher als Ende 2001, als sie 189,6 Mrd € (2,8 % des BIP) betrug, aber niedriger als in den Jahren 1999 und 2000, als sie bei 318,5 Mrd € (5,1 % des BIP) bzw. 386,8 Mrd € (5,9 % des BIP) gelegen hatte (siehe Abbildung 48).

Der Anstieg der Nettoverbindlichkeiten im Auslandsvermögensstatus zwischen 2001 und 2002 lässt sich dadurch erklären, dass die Verbindlichkeiten bei den Direktinvestitionen stärker gestiegen sind als die Forderungen und die Aktiva bei den Wertpapieranlagen kräftiger abnahmen als die Passiva. Die Direktinvestitionsposition verringerte sich insbesondere durch Bewertungsänderungen von im Ausland gehaltenen Aktiva des Eurogebiets von 496,4 Mrd € im Jahr 2001 auf 425,1 Mrd € im Jahr 2002. Umgekehrt erhöhte sich die Netto-Schuldnerposition bei den Wertpapieranlagen – hauptsächlich aufgrund von Portfoliozuflüssen in das Eurogebiet – von 691,4 Mrd € im Jahr 2001 auf 756,3 Mrd € im Jahr 2002.

Die Veränderung des Netto-Auslandsvermögensstatus im Bereich der Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets war weitgehend auf Entwicklungen bei den Anleihen zurückzuführen. Die Bestände des Eurogebiets an ausländischen Anleihen verminderten sich vorwiegend infolge negativer Bewertungsänderungen, während sich die ausländischen Bestände an Anleihen des Eurogebiets erhöhten, da die Käufe des Auslands die vergleichsweise geringeren Kapitalverluste bei den Euro-Anleihen überwogen. Der Erwerb von Anleihen des Eurogebiets durch Gebietsfremde im Jahr 2002 könnte teilweise durch die Verbreiterung und Vertiefung des Marktes für Unternehmensanleihen im Euroraum sowie – in Anbetracht der äußerst schwankungsanfälligen Situation an den internationalen Aktienmärkten – durch Umschichtungen von Dividendenwerten in Anleihen angeregt worden sein. Unterdessen wurden die Bestände an Dividendenwerten sowohl auf der Aktiv- wie auch auf der Passivseite durch Bewertungsänderungen und insbesondere durch den Verfall der Aktienkurse im Jahr 2002 beeinflusst, mit dem Ergebnis, dass die Nettoposition nahezu unverändert blieb.

Mit Blick auf die sonstigen Posten im Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets war unter „übrige Anlagen“ im Jahr 2002 eine Netto-Schuldnerposition von 316,4 Mrd € zu verzeichnen, gegenüber 388,8 Mrd € im Jahr 2001. Wie schon in den vorherigen Jahren fiel der Saldo bei den Finanzderivaten auch Ende 2002 relativ gering aus und ergab eine Netto-Schuldnerposition von 8,1 Mrd €. Die Währungsreserven verringerten sich von 392,7 Mrd € im Jahr 2001 auf 366,1 Mrd € im Jahr 2002.