



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

MONATSBERICHT
FEBRUAR





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT FEBRUAR 2004

Auf allen
Veröffentlichungen
der EZB ist im
Jahr 2004 ein
Ausschnitt der
100-€-Banknote
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2004

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 4. Februar 2004.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	9
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	12
Preise und Kosten	30
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	37
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	44
Kästen:	
1 Ergebnisse der im Januar 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	15
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte im Zeitraum vom 24. November 2003 bis zum 23. Januar 2004	22
3 Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom ersten Quartal 2004 und sonstige verfügbare Indikatoren	34
4 Beurteilung der aktuellen und zukünftigen Konjunkturlage gemäß den Umfragen der Europäischen Kommission	42
AUFSÄTZE	
Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union	49
Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten	63
Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität	77
STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2003	V
GLOSSAR	IX

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
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
MFI	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.



EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 5. Februar 2004 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 ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Der Beschluss, die Leitzinsen der EZB auf ihrem niedrigen Stand zu belassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass es keine fundamentalen Veränderungen der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität gibt. Der derzeitige geldpolitische Kurs ist daher weiterhin angemessen. Der Beurteilung des EZB-Rats zufolge sollten die Inflationsrisiken durch die etwas günstigere Importpreisentwicklung in Grenzen gehalten werden, während sich die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet den bisherigen Erwartungen entsprechend fortsetzen dürfte. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Entwicklungen, die seine Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten. Hinsichtlich der Wechselkurse unterstrich der EZB-Rat nochmals insbesondere die Bedeutung der Stabilität und blieb besorgt über allzu starke Wechselkursbewegungen.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so stehen die neuesten Daten zur Produktion im Eurogebiet sowie die Ergebnisse der Umfragen zum Unternehmervertrauen nach wie vor im Einklang mit dem anhaltenden Wirtschaftswachstum zur Jahreswende, sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte sich das außenwirtschaftliche Umfeld des Euroraums weiterhin günstig entwickeln. Insbesondere ist davon auszugehen, dass ein kräftiges Wachstum des realen BIP in den Volkswirtschaften der wichtigsten Handelspartner des Euroraums die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets stützt, wengleich das Exportwachstum durch die ge-

sunkene preisliche Wettbewerbsfähigkeit etwas gedämpft werden könnte.

Die Voraussetzungen für eine Verbesserung der inländischen Nachfrage sind ebenfalls günstig. Die Investitionstätigkeit dürfte nicht nur von der globalen Nachfrageentwicklung profitieren, sondern auch von den Anstrengungen der Unternehmen zur Steigerung ihrer Produktivität und Ertragskraft, den niedrigen Zinsen und den allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen. Das Wachstum des privaten Verbrauchs, das bislang relativ verhalten gewesen ist, sollte sich – im Einklang mit einer Zunahme der verfügbaren Realeinkommen – ebenfalls erholen. Dieses Gesamtbild einer allmählichen wirtschaftlichen Erholung spiegelt sich in allen verfügbaren Prognosen öffentlicher und privater Organisationen wider und scheint durch die Entwicklung an den Finanzmärkten bestätigt zu werden.

Auf kürzere Sicht bleiben die Risiken, mit denen dieses Hauptszenario behaftet ist, ausgewogen. Längerfristig gesehen ergeben sich Unsicherheiten aus den anhaltenden Ungleichgewichten in einigen Regionen der Welt und ihren potenziellen Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit des weltwirtschaftlichen Wachstums.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so fiel die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI im Dezember 2003 auf 2,0 %. Diese Rate wird von Eurostat auch für Januar 2004 veranschlagt. Im Jahresverlauf dürften die Inflationsraten unter 2 % sinken und in der Folgezeit mit Preisstabilität vereinbar bleiben. Zwar sind die auf US-Dollar lautenden weltweiten Rohstoffpreise in den vergangenen Monaten gestiegen, doch werden die Auswirkungen dieses Anstiegs auf die inländischen Preise durch die zurückliegende Euro-Aufwertung gedämpft. Zudem dürften sich die Löhne angesichts hoher Arbeitslosenquoten und einer allmählichen Konjunkturerholung weiterhin moderat entwickeln. Die jüngsten Angaben zu den Arbeitskosten scheinen die Einschätzung sich einpendelnder Lohnsteigerungen weitgehend zu bestätigen. Ingesamt hält

sich der Preisauftrieb weiter in Grenzen; diese Einschätzung wird von allen verfügbaren Prognosen gestützt. Da zukunftsgerichtete Analysen immer auf einer Reihe von Annahmen beruhen, ist es natürlich wichtig, hinsichtlich der Aussichten für die Preisstabilität alle Risikofaktoren im Auge zu behalten. Darüber hinaus ist es erforderlich, die Inflationserwartungen genau zu beobachten.

Was die monetäre Analyse angeht, so hat sich die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 in den letzten Monaten weiter nur leicht verringert. Dies ist auf nur allmähliche Portfolioumschichtungen von monetären Anlageformen in längerfristige, nicht in M3 enthaltene Finanzanlagen zurückzuführen. Darüber hinaus trägt das niedrige Zinsniveau zur anhaltend kräftigen Zunahme der sehr liquiden Aktiva bei. Gleichzeitig spiegeln sich in dem Wachstum der Kredite an den privaten Sektor die Effekte sowohl niedriger Zinsen als auch einer Verbesserung der Wirtschaftslage wider.

Das kräftige Geldmengenwachstum in den vergangenen Jahren bedeutet, dass im Eurogebiet deutlich mehr Liquidität vorhanden ist, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigt wird. Ob die aufgebaute Überschussliquidität auf mittlere Sicht zu inflationären Spannungen führen wird, hängt davon ab, inwieweit die in der Vergangenheit vorgenommenen Portfolioumschichtungen rückgängig gemacht werden und wie kräftig das Wirtschaftswachstum ausfallen wird. Sollte der Liquiditätsüberschuss fortbestehen, könnte er auf mittlere Sicht Inflationsdruck erzeugen.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Analyse nach wie vor darauf hin, dass das Hauptszenario für die Preisentwicklung auf mittlere Sicht mit Preisstabilität im Einklang steht. Die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse ändert an dieser Einschätzung nichts.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik gibt es mehrere wichtige Themen, die aufmerksam verfolgt werden müssen. So sollte erstens die Durchführung der Finanzpolitik mit den im letzten Jahr

von Regierungen eingegangenen Verpflichtungen vereinbar sein. In diesem Zusammenhang werden die neuen Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten derzeit einer eingehenden Beurteilung unterzogen. Gesunde öffentliche Finanzen leisten einen unerlässlichen Beitrag zu stabilen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die wiederum das Vertrauen stärken und Investitionen, Wachstum sowie die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet fördern.

Zweitens teilt der EZB-Rat, was den institutionellen Rahmen für die Finanzpolitik betrifft, die Bedenken der Europäischen Kommission hinsichtlich der Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats im November letzten Jahres. Die Kommission ist die Hüterin des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die EZB respektiert die Entscheidung der Kommission, Rechtsklarheit hinsichtlich der Umsetzung des Pakts zu schaffen. Darüber hinaus sieht die EZB keine Notwendigkeit, den EG-Vertrag zu ändern, und sie hält den Stabilitäts- und Wachstumspakt in seiner derzeitigen Form für angemessen. Der EZB-Rat stimmt mit der Kommission darin überein, dass die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts weiter verbessert werden könnte, vor allem mit Blick auf die Analyse von strukturellen Ungleichgewichten und die Verstärkung von Anreizen für eine solide Finanzpolitik in wirtschaftlich günstigen Zeiten. Klarheit und Durchsetzbarkeit des finanzpolitischen Rahmens sollten verbessert werden.

Stabile gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen sind notwendig, um das Potenzialwachstum des Eurogebiets zu erhöhen, reichen aber alleine nicht aus. Eine Erhöhung der Beschäftigung, eine Förderung der Arbeitsproduktivität und eine optimale Nutzung des technologischen und wissenschaftlichen Fortschritts im Zusammenhang mit einer Überalterung der Bevölkerung setzen allesamt Struktur-reformen voraus – auf dem Gebiet der Finanzpolitik wie auch an den Finanz-, Güter- und Arbeitsmärkten. Die Vorgaben von Lissabon liefern den angemessenen Leitfaden für diesbezügliche Fortschritte. Die Verantwortlichkeit für ihre Umsetzung liegt allerdings bei den Re-

gierungen, Parlamenten und Sozialpartnern. Der EZB-Rat unterstützt mit Nachdruck die in einigen Ländern unternommenen Bemühungen, die Strukturreformen voranzutreiben. Gleichzeitig teilt er uneingeschränkt die Auffassung, dass zusätzliche Maßnahmen erforderlich sind, wie kürzlich von der Europäischen Kommission in ihrem Fortschrittsbericht über die Umsetzung der Strategie von Lissabon und die Prioritäten für 2004 erneut bekräftigt wurde. Alle Beteiligten müssen die Öffentlichkeit davon überzeugen, dass – mit Blick auf das Wachstum, mehr und bessere Arbeitsplätze sowie höhere Einkommen – jeder Einzelne von solchen Strukturreformen profitieren würde.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste untersucht einige der makroökonomischen und strukturellen Schlüsselfaktoren der Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union. Der zweite vergleicht die wichtigsten Entwicklungen in den Bereichen Ersparnis, Finanzierung und Investitionen sowie die daraus resultierenden Trends bei Verschuldung und Geldvermögen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten seit Mitte der Neunzigerjahre. Der dritte Aufsatz gibt einen Überblick über die aktuelle Diskussion um eine breitere Anwendung der zeitwertorientierten Bilanzierung und ihrer Auswirkungen auf den Bankensektor.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die konjunkturelle Entwicklung und der Handel haben weltweit weiter angezogen, und die Perspektiven für das außenwirtschaftliche Umfeld dürften sich zusehends aufhellen. Die Erholung der weltweiten Nachfrage und des Welthandels hat, gestützt durch günstige Finanzierungsbedingungen, sowohl an Breite als auch an Intensität gewonnen. Die Preise für Rohstoffe – insbesondere ohne Öl – sind weiter gestiegen.

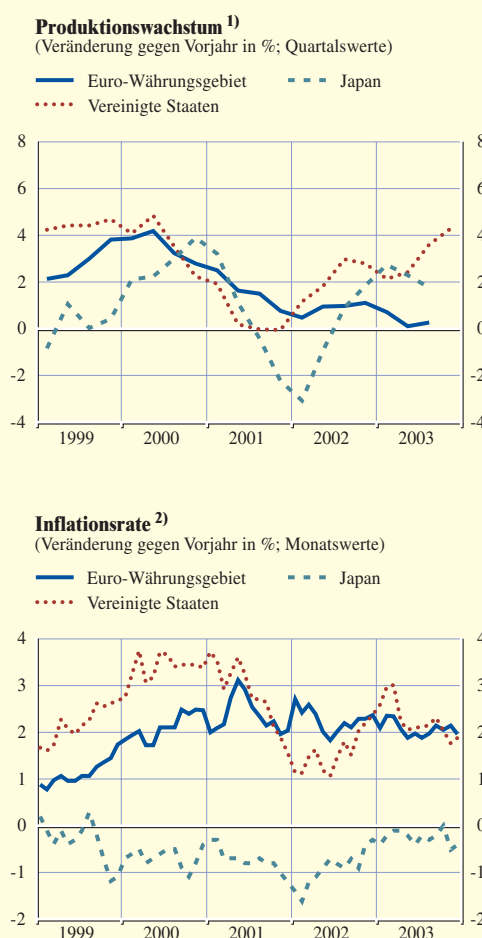
WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Jüngste Datenveröffentlichungen deuten darauf hin, dass sich die weltwirtschaftlichen Bedingungen weiter verbessert haben und die Erholung in den meisten Regionen inzwischen breiter fundiert ist.

In den Vereinigten Staaten hat sich die lebhaft konjunkturelle Entwicklung weiter fortgesetzt; so beschleunigte sich das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal um 4,0 % (gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet), nachdem es im dritten Quartal 2003 um 8,2 % zugenommen hatte. Das Beschäftigungswachstum ist in den letzten Monaten allerdings zum Stillstand gekommen, wenngleich dies die konjunkturelle Dynamik bislang nicht beeinträchtigt zu haben scheint. Das Vertrauen der Verbraucher ist nach wie vor hoch, und die vorliegenden Daten weisen auf einen anhaltend kräftigen Wiederanstieg der Unternehmensinvestitionen hin. Vor allem die sehr gute Liquiditätsausstattung der US-Firmen in Verbindung mit günstigen Finanzierungsbedingungen erweisen sich weiter als Stütze der privaten Unternehmensinvestitionen. Die Inflation hat sich weitgehend stabilisiert. So belief sich die jährliche Inflation nach dem VPI im Dezember auf 1,9 %, verglichen mit 1,8 % im Monat zuvor; der Deflator der privaten Konsumausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie lag in den letzten drei Monaten des Jahres 2003 bei rund 1 %. Auf seiner Sitzung am 28. Januar 2004 beschloss der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank, seinen Zielzinssatz für Tagsgeld bei 1 % zu belassen.

Die japanische Konjunktur erholt sich weiter schrittweise. Trotz eines Kursanstiegs des Yen wurde das Wachstum nach wie vor hauptsächlich von steigenden Exporten getragen, worin die kräftige Ausweitung der weltweiten Nachfrage ihren Niederschlag findet. Die lebhaftere Auslandsnachfrage springt allmählich auch auf

Abbildung I Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



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

1) Für das Euro-Währungsgebiet werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten. Bei allen Ländern sind die BIP-Zahlen saisonbereinigt.

2) Auf Basis des HVPI.

den inländischen Sektor über, wobei die Industrieproduktion im November gegenüber dem Vormonat um 1,0 % zulegte. Die Konsumausgaben entwickelten sich aber weiterhin verhalten. Was die Preisentwicklung betrifft, so dauerte die leichte Deflation nach wie vor an: Der VPI ging im Dezember verglichen mit dem Vorjahr um 0,4 % zurück, während der VPI ohne frische Nahrungsmittel um 0,1 % sank. Am 20. Januar hob die Bank von Japan den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken von zuvor 27 Billionen JPY bis 32 Billionen JPY auf nunmehr 30 Billionen JPY bis 35 Billionen JPY an.

Im Vereinigten Königreich zog die wirtschaftliche Aktivität auch im vierten Quartal 2003 weiter an, wobei sich das Wachstum des realen BIP auf eine Quartalsrate von 0,9 % beschleunigte, sodass sich eine jährliche Zuwachsrate von 2,5 % ergab. Ausschlaggebend für das Produktionswachstum scheint vor allem der Dienstleistungssektor gewesen zu sein, während die Industrieproduktion stagnierte. Die kräftigen Einzelhandelsumsätze im vierten Quartal 2003 deuten darauf hin, dass sich die Konsumausgaben auf einem hohen Niveau behaupten; Grund hierfür sind eine rege Kreditaufnahme der privaten Haushalte sowie ein starker Wohnungsmarkt. Die Inflation nach dem HVPI lag im Dezember unverändert bei einer Jahresrate von 1,3 % und damit deutlich unter dem Zielwert von 2 %.

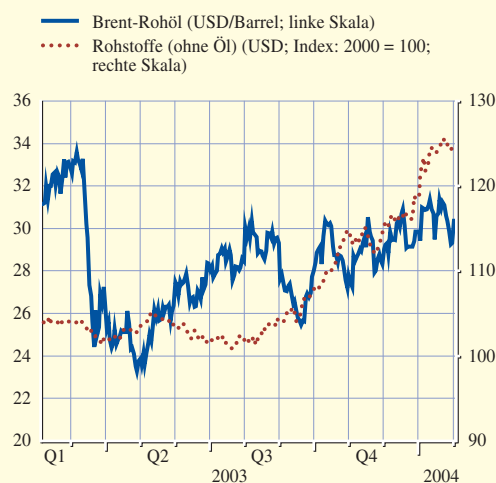
In Asien (ohne Japan) setzte sich die kräftige Expansion der Wirtschaft fort. In China erreichte das BIP-Wachstum im Jahr 2003, gestützt durch die Anlageinvestitionen, mit einer jährlichen Rate von 9,1 % den höchsten Stand seit sieben Jahren. Gleichzeitig stieg die VPI-Inflation im Dezember verglichen mit dem Vorjahr deutlich auf 3,2 % an. Die konjunkturelle Entwicklung hat sich auch in den beitretenden Staaten und Lateinamerika weiter verbessert, wenn auch in langsamerem Tempo als in Asien (ohne Japan).

In Asien (ohne Japan) setzte sich die kräftige Expansion der Wirtschaft fort. In China erreichte das BIP-Wachstum im Jahr 2003, gestützt durch die Anlageinvestitionen, mit einer jährlichen Rate von 9,1 % den höchsten Stand seit sieben Jahren. Gleichzeitig stieg die VPI-Inflation im Dezember verglichen mit dem Vorjahr deutlich auf 3,2 % an. Die konjunkturelle Entwicklung hat sich auch in den beitretenden Staaten und Lateinamerika weiter verbessert, wenn auch in langsamerem Tempo als in Asien (ohne Japan).

ROHSTOFFMÄRKTE

Im Januar stiegen die Ölpreise auf ihr höchstes Niveau seit März 2003. Der Preis für Rohöl der Marke Brent erreichte am 4. Februar einen Stand von 29,60 USD (23,70 €). Zu dem Ölpreisanstieg trugen insbesondere die kräftige Nachfrage in den Vereinigten Staaten und Asien sowie die im historischen Vergleich geringen kommerziellen Ölvorräte in den USA bei. Zudem ließ die Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) zu, dass der Ölpreis die Obergrenze des OPEC-Korbpreises von 28 USD überstieg. Darüber hinaus setzte sich der relativ starke Anstieg der in Dollar gerechneten Preise für sonstige Rohstoffe, der in der zweiten Hälfte des letzten Jahres zu beobachten war, im Januar dieses Jahres – im Wesentlichen aufgrund der kräftigeren weltweiten Nachfrage – weiter fort (siehe Abbildung 2). Seit Anfang Juli 2003 sind diese Preise um 22 % gestiegen.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Datastream und Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

AUSSICHTEN FÜR DIE AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets dürfte sich auch weiterhin günstig entwickeln. Die Erholung der Weltkonjunktur und des weltweiten Handels hat an Breite und Stärke hinzugewonnen und wird unter anderem durch günstige Finanzierungsbedingungen und eine Wiederbelebung der Binnennachfrage in den meisten Regionen unterstützt.

Die Risiken, mit denen die Aussichten für die Weltwirtschaft behaftet sind, gleichen sich offenbar weitgehend aus. Auf der einen Seite könnte sich die globale konjunkturelle Entwicklung beschleunigen, wenn der Produktivitätszuwachs, insbesondere in den Vereinigten Staaten, so kräftig bleibt wie in den letzten Monaten. Auf der anderen Seite liegen die Abwärtsrisiken vor allem in den anhaltenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten in wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt und ihren möglichen Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit des Weltwirtschaftswachstums begründet.



2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die Anzeichen für ein sich seit dem Sommer 2003 verlangsamendes M3-Wachstum wurden durch die Zahlen für Dezember bestätigt. Infolge der verbesserten Bedingungen an den Finanzmärkten und der geringeren Unsicherheit hinsichtlich der Konjunkturaussichten scheinen die Wirtschaftsteilnehmer ihre Anlageportfolios allmählich umstrukturiert und monetäre Anlageformen durch längerfristige, nicht in M3 enthaltene Finanzaktiva ersetzt zu haben. Gleichzeitig schwächte sich das M3-Wachstum nur relativ langsam ab, was sich zumindest teilweise durch das niedrige Zinsniveau erklären lässt. Vor diesem Hintergrund erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kredite der MFIs an den privaten Sektor im Schlussquartal 2003. Dieser Anstieg rührte hauptsächlich von der Zunahme der Kreditvergabe an die privaten Haushalte her. Insgesamt ist trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums immer noch deutlich mehr Liquidität im Euroraum vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist.

WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Zwischen November und Dezember 2003 weitete sich das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 nur langsam aus. Die Jahreswachstumsrate ging im Dezember auf 7,1 % zurück, verglichen mit 7,4 % im November und einem Höchststand von 8,7 % im Juli des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 3). Die Angaben für Dezember bestätigen damit den seit dem Sommer 2003 rückläufigen Trend des M3-Wachstums. Steigende Aktienkurse, ein steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve, die rückläufige Unsicherheit an den Finanzmärkten und die sich aufhellenden Konjunkturaussichten scheinen dazu geführt zu haben, dass die Anleger ihre Portfolios vorsichtig zugunsten längerfristiger Finanzaktiva umschichten. Gleichzeitig förderten die niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung weiterhin das Geldmengenwachstum. Dies könnte zum Teil erklären, weshalb sich das M3-Wachstum nur verhältnismäßig zögerlich normalisiert.

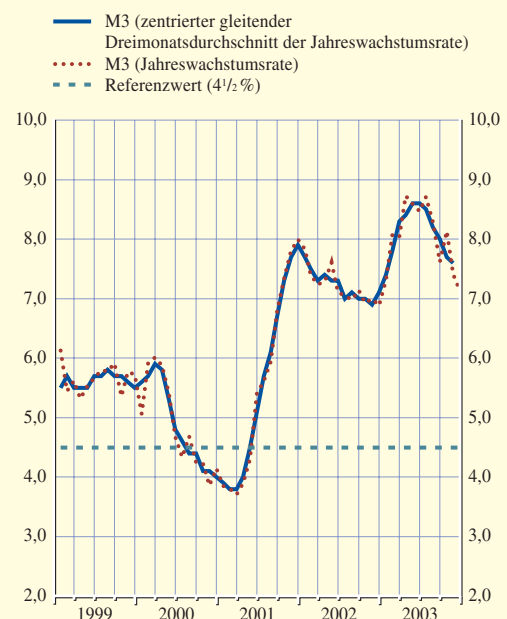
Trotz der Verlangsamung des Wachstums von M3 seit den Sommermonaten war im Dezember im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Inwiefern diese Überschussliquidität mittelfristig zu inflationären Spannungen führen wird, hängt entscheidend vom Ausmaß der Umkehr früherer Portfoliumschichtungen und der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung ab. Sollte die Überschussliquidität nicht abgebaut werden, könnte sie – insbesondere bei einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum – mittelfristig Inflationsdruck auslösen.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 war im Dezember 2003 nach wie vor hoch (siehe Tabelle 1). Dies

Abbildung 3 M3-Wachstum und der Referenzwert

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



Quelle: EZB.

Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; die Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % von M3 ¹⁾	Jahreswachstumsrate					
		2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2003 Nov.	2003 Dez.
M1	43,1	10,1	11,4	11,5	11,3	10,7	10,6
Bargeldumlauf	6,3	39,1	35,7	29,6	26,2	26,3	25,0
Täglich fällige Einlagen	36,8	6,6	8,2	9,0	9,1	8,4	8,4
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	42,0	4,3	5,4	5,7	4,7	4,7	4,6
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	17,0	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,0	-2,5
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	25,0	7,5	9,8	11,4	10,8	10,7	10,1
M2	85,1	7,1	8,3	8,5	7,9	7,6	7,5
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,9	10,5	9,8	7,4	6,1	6,1	4,8
M3	100,0	7,6	8,5	8,3	7,6	7,4	7,1
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	169,0	4,2	4,8	5,4	5,9	6,3	5,9
Kredite an öffentliche Haushalte	36,4	2,1	3,5	4,8	6,6	7,1	6,6
Buchkredite an öffentliche Haushalte	13,6	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,5	1,9
Kredite an den privaten Sektor	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	6,0	5,7
Buchkredite an den privaten Sektor	115,5	5,0	4,6	4,9	5,3	5,6	5,4
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	51,1	5,1	5,2	5,6	6,4	6,7	6,7

Quelle: EZB.

1) Stand vom Ende des Monats, für den die letzten Daten vorliegen. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

hängt zum Teil mit dem anhaltenden, umfangreichen Wiederaufbau von Bargeldbeständen innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets zusammen. Beim Wachstum des Bargelds gibt es bislang noch keine deutlichen Anzeichen einer Abschwächung, obwohl der Bargeldumlauf mittlerweile fast wieder einen Stand erreicht hat, der den vor der Euro-Bargeldumstellung vorherrschenden Trends entspricht. Überdies wurde die Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen weiterhin durch die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung dieser Einlagenart angeregt.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) insgesamt blieb im Dezember mit 4,6 % weitgehend stabil. Die von den Wirtschaftsakteuren vorgenommene Substitution von kurzfristigen Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) durch kurzfristige Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten), die seit Mitte 2002 zu beobachten war, scheint sich deutlich verlangsamt zu haben. Diese Verlangsamung, die sich in den kürzerfristigen Zuwachsraten zeigt, hängt wahrscheinlich mit der seit August 2003 zu verzeichnenden Stabilisierung des Zinsabstands im Kundengeschäft der MFIs bei diesen Einlagen zusammen.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sank im Dezember weiter auf 4,8 % gegenüber 6,1 % im November und einem Höchststand von 12,5 % im April. Diese Entwicklung deckt sich mit dem Eindruck, dass die Wirtschaftsteilnehmer vor dem Hintergrund der günstigeren Bedingungen an den Finanzmärkten ihre Portfolios langsam zugunsten risikoreicherer, nicht in M3 enthaltener Anlageformen umstrukturieren.

WICHTIGE GEGENPOSTEN ZU M3

Bei den wichtigsten Gegenposten zu M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors verringerte sich die jährliche Zuwachsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor im Dezember des vergangenen Jahres leicht (siehe Tabelle 1). Betrachtet man jedoch das Schlussquartal 2003 insgesamt, so

Tabelle 2 MFI-Kredite an den privaten Sektor

(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsrate					
		2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	42,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,6	3,5
Bis zu 1 Jahr	31,6	-2,6	-2,6	-1,0	0,5	-0,9	-1,0
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,4	8,9	6,3	5,8	2,4	4,4	3,8
Mehr als 5 Jahre	51,1	6,2	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3
Private Haushalte²⁾	49,5	5,9	5,9	5,9	5,5	5,8	6,3
Konsumentenkredite ³⁾	13,8	4,2	3,9	3,1	3,3	2,3	3,1
Wohnungsbaukredite ³⁾	67,0	7,4	7,7	7,5	7,3	7,5	7,8
Sonstige Kredite	19,2	2,2	1,4	2,5	1,3	2,7	3,6
Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	0,5	5,9	-11,1	7,2	4,7	10,4	13,9
Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute	7,1	11,4	5,9	1,9	3,8	6,0	10,9

Quelle: Geld- und Bankenstatistiken der EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in den Fußnoten zu Tabelle 2.4 und im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des letzten vorliegenden Quartals. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

ist eine deutliche Belebung der Kreditvergabe zu verzeichnen. Die stärkere Kreditnachfrage durch den privaten Sektor gegen Ende 2003 dürfte wohl mit den günstigeren Wirtschaftsaussichten zusammenhängen und von den nach wie vor niedrigen Kreditzinsen der Banken im Euroraum gestützt worden sein.

Schlüsselt man die Kredite der MFIs nach Schuldnergruppen auf (siehe Tabelle 2), so wird deutlich, dass die Zunahme der Kredite zum Großteil durch die Kreditvergabe an private Haushalte bedingt war. Die Vorjahrsrate der Wohnungsbaukredite stieg im vierten Quartal weiter auf 7,8 %, nach 7,5 % im dritten Vierteljahr. Das anhaltende Wachstum dieser Kreditart dürfte sowohl die nach wie vor niedrigen Hypothekenzinsen als auch die in einigen Euro-Ländern merklich gestiegenen Preise für Wohnimmobilien widerspiegeln. Die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite und der sonstigen Kredite an die privaten Haushalte stieg im Berichtsquartal ebenfalls an.

Im Gegensatz dazu blieb die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im vierten Quartal 2003 weitgehend unverändert (3,5 % gegenüber 3,6 % im Vorquartal). Sie lag damit weiterhin innerhalb der Bandbreite von 3½ % bis 4 %, in der sie sich seit mehr als einem Jahr hauptsächlich bewegt. Bei der Interpretation dieser Zahlen sollte berücksichtigt werden, dass der deutliche Anstieg der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an nichtmonetäre Finanzintermediäre im Dezember unter anderem auf die höhere Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über sonstige Finanzinstitute (z. B. Zweckgesellschaften) zurückzuführen sein dürfte.

Die Ergebnisse der vom Eurosystem im Januar 2004 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft weisen per saldo auf einen anhaltenden Rückgang des prozentualen Anteils der Banken hin, die eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite in den vorangegangenen drei Monaten meldeten. Darüber hinaus war der Nettoanteil der Banken, die über restriktivere Kreditrichtlinien für private Haushalte berichteten, weiterhin niedrig (siehe Kasten 1).

Kasten I
**ERGEBNISSE DER IM JANUAR 2004 DURCHFÜHRTEN UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-
WÄHRUNGSGEBIET**

Das Eurosystem hat Anfang Januar 2004 seine fünfte Umfrage zum Kreditgeschäft durchgeführt. Die Umfrage gibt Aufschluss über die Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten im Eurogebiet und soll die vorhandenen Statistiken über Zinssätze und Kredite der Banken ergänzen. In diesem Kasten werden die zentralen Ergebnisse für das vierte Quartal 2003 sowie die Erwartungen für das erste Quartal 2004 beschrieben und mit den Resultaten der Umfrage vom Oktober 2003 verglichen.¹ Dabei ist anzumerken, dass die Formulierung der Fragen auf die Änderungen in den letzten drei Monaten sowie auf die für die kommenden drei Monate erwarteten Änderungen abstellt. Die Antworten zu diesen Fragen werden dann allgemein ausgewertet, indem man auf die Differenz („prozentualer Saldo“) zwischen dem Anteil der Banken, die z. B. eine Verschärfung der Kreditrichtlinien melden, und derjenigen Banken, die eine Lockerung der Kreditrichtlinien angeben, fokussiert. Somit richtet sich das Augenmerk sowohl auf die Höhe dieses prozentualen Saldos als auch auf die Veränderung im Zeitverlauf.

Tabelle A Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten sowie der Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien)

(prozentualer Saldo)

	Insgesamt			Kredite an mittelständische Unternehmen			Kredite an große Unternehmen			Kurzfristige Kredite			Langfristige Kredite		
	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage
	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate
Januar 2003	65	46	-31	59	40	-29	67	48	-24	47	31	-19	59	50	-22
April 2003	46	39	-31	31	35	-19	51	36	-26	32	29	-4	43	39	-14
Juli 2003	27	19	-25	30	14	-17	25	24	-15	19	5	-6	28	21	-30
Oktober 2003	23	13	-17	20	11	-9	17	16	-20	16	14	-13	25	19	-11
Januar 2004	17	22	3	20	12	12	15	26	-5	10	11	2	17	26	7

Anmerkung: Bei den Kreditrichtlinien stellt der prozentuale Saldo die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Bei der Kreditnachfrage stellt er die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar.

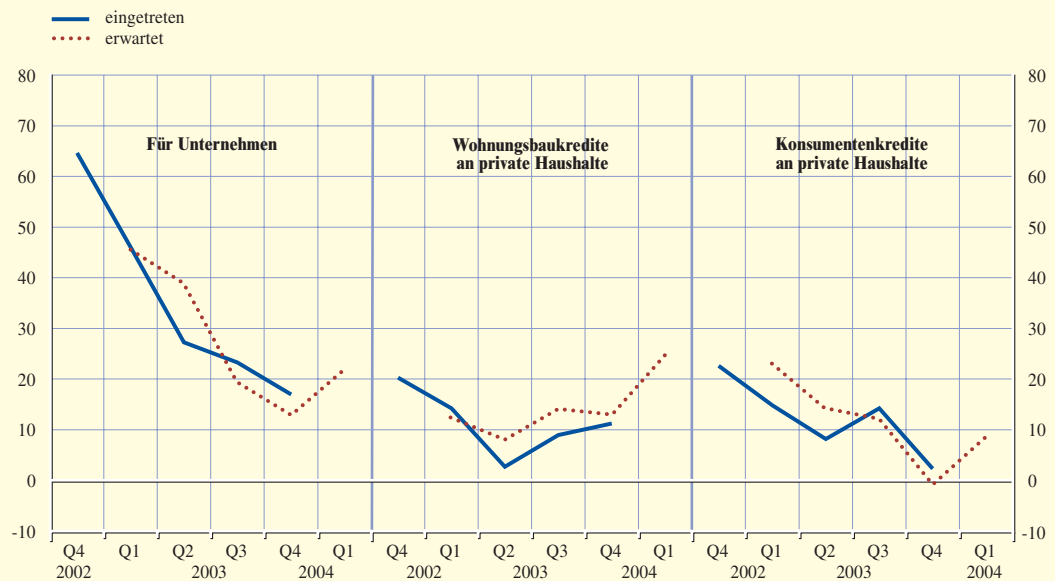
Die Resultate für das Euro-Währungsgebiet basieren auf der Aggregation der nationalen Ergebnisse, gewichtet mit dem Anteil des ausstehenden Gesamtvolumens der nationalen Kredite an der gesamten Kreditgewährung des Euro-Währungsgebiets an Ansässige im Euroraum.

Die Auswertung der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken vom Januar 2004 (die auf den Antworten aller 86 Umfrageteilnehmer beruht) zeigt, dass der Anteil der Banken, die per saldo verschärfte Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen meldeten, im vierten Quartal 2003 weiter zurückgegangen ist. Zugleich blieb der Nettoanteil der Banken, die restriktivere Richtlinien für die Bewilligung von Krediten an private Haushalte meldeten, gering.

¹ Eine ausführlichere Darstellung kann auf der Website der EZB abgerufen werden.

Abbildung Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien

(prozentualer Saldo)



Anmerkungen: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar.

„Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechnete prozentuale Salden. So wurden die Banken in der Januar-Umfrage nach ihren Erwartungen für das erste Quartal 2004 gefragt.

Die Resultate für das Euro-Währungsgebiet basieren auf der Aggregation der nationalen Ergebnisse, gewichtet mit dem Anteil des ausstehenden Gesamtvolumens der nationalen Kredite an der gesamten Kreditgewährung des Euro-Währungsgebiets an Ansässige im Euroraum.

Unternehmen

Bei näherer Betrachtung der Kreditvergabe an die Unternehmen zeigt sich, dass der Nettoanteil der Banken, die eine Verschärfung der Unternehmenskreditrichtlinien meldeten, weiter zurückging und von 23 % im Oktober 2003 auf 17 % im Januar 2004 gefallen ist (siehe Tabelle A). Dies steht weitgehend im Einklang mit dem, was die Banken im Oktober 2003 für das vierte Quartal erwartet hatten (siehe Abbildung, linke Grafik). Der Rückgang des prozentualen Saldos der Banken, die im Januar 2004 eine Verschärfung der Kreditrichtlinien meldeten, betraf alle Kreditkategorien mit Ausnahme von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen.

Der Faktor, der laut Umfrage am stärksten zu der per saldo kontinuierlich rückläufigen Verschärfung der Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten im vierten Quartal beigetragen hat, war die Tatsache, dass die Risiken für die Gesamtkonjunktur sowie für die branchen- und unternehmensspezifischen Aussichten als deutlich geringer angesehen wurden. Die im Januar 2004 gegenüber Oktober 2003 am deutlichsten gelockerten Konditionen für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen bezogen sich auf die Zinsmargen für risikoreichere, aber auch durchschnittliche Kredite sowie die Höhe des Kredits bzw. der Kreditlinie.

Was die Erwartungen hinsichtlich der Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten für das erste Quartal 2004 betrifft, so erhöhte sich der Anteil der Banken, die per saldo von

einer Verschärfung der Richtlinien ausgehen (siehe Tabelle A). Dieses Ergebnis ist angesichts der sich allgemein aufhellenden Stimmung in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets etwas überraschend.

Bezüglich der Nachfrage der Unternehmen nach Krediten oder Kreditlinien meldeten im Januar 2004 per saldo 3 % der Banken eine in den vorangegangenen drei Monaten stärkere Kreditnachfrage, während im Oktober 2003 per saldo noch 17 % der Befragten eine schwächere Nachfrage angegeben hatten (siehe Tabelle A). Als Grund für die gestiegene Nachfrage nach Unternehmenskrediten wurde vor allem der Finanzierungsbedarf im Zusammenhang mit Anlageinvestitionen, Vorratsinvestitionen und Betriebskapital sowie mit Unternehmensumstrukturierungen bzw. Fusionen und Übernahmen genannt. Bei den kleinen und mittleren Unternehmen scheint die gestiegene Nachfrage besonders ausgeprägt gewesen zu sein.

Private Haushalte

Per saldo berichteten 11 % der Banken von einer Verschärfung der Richtlinien für die Bewilligung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im vierten Quartal 2003 (siehe Tabelle B). Dies ist gegenüber den Ergebnissen von Oktober 2003 weitgehend unverändert und entspricht den Erwartungen für das vierte Quartal desselben Jahres, wie aus der Oktoberumfrage hervorgeht (siehe Abbildung, mittlere Grafik). Hinsichtlich der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte gaben im Januar 2004 per saldo 2 % der teilnehmenden Banken eine Verschärfung der Richtlinien im vierten Quartal 2003 an (nach 14 % im Oktober 2003). Dies steht mit den in der vorherigen Umfrage geäußerten Erwartungen für das vierte Quartal im Einklang (siehe Abbildung, rechte Grafik).

Die insgesamt größtenteils unveränderte Verschärfung der Richtlinien für die Gewährung von Wohnungsbaukrediten im vierten Quartal 2003 spiegelt einerseits eine leicht erhöhte Risikoeinschätzung im Zusammenhang mit den Wohnungsmärkten wider, andererseits eine Verbesserung der Erwartungen bezüglich der allgemeinen Konjunktorentwicklung. Neben dem zuletzt ge-

Tabelle B Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an private Haushalte sowie der Nachfrage nach Krediten durch private Haushalte

(prozentualer Saldo)

	Wohnungsbaukredite			Konsumentenkredite und sonstige Kredite		
	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage	Kreditrichtlinien		Kreditnachfrage
	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate	Letzte drei Monate	Nächste drei Monate	Letzte drei Monate
Januar 2003	20	12	29	22	23	-8
April 2003	14	8	19	15	14	-2
Juli 2003	3	14	29	8	12	5
Oktober 2003	9	13	31	14	-1	-7
Januar 2004	11	25	23	2	8	-14

Anmerkung: Bei den Kreditrichtlinien stellt der prozentuale Saldo die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Bei der Kreditnachfrage stellt er die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar.

Die Resultate für das Euro-Währungsgebiet basieren auf der Aggregation der nationalen Ergebnisse, gewichtet mit dem Anteil des ausstehenden Gesamtvolumens der nationalen Kredite an der gesamten Kreditgewährung des Euro-Währungsgebiets an Ansässige im Euroraum.

nannten Faktor trug der Umfrage zufolge eine geringere Risikowahrnehmung hinsichtlich der Bonität der Verbraucher zur insgesamt geringeren Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite bei.

Im Hinblick auf die Erwartungen für das erste Quartal des laufenden Jahres gehen die Banken insgesamt von einer leichten Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten aus (siehe Tabelle B).

In Bezug auf die Kreditnachfrage der privaten Haushalte hat die Umfrage vom Januar 2004 gezeigt, dass insgesamt weniger Banken einen etwas niedrigeren Anstieg der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten gemeldet haben (23 % nach 31 % im Oktober 2003) (siehe Tabelle B). Unter dem Strich meldeten die Banken einen stärkeren Rückgang der Nachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an Privathaushalte im Januar 2004 als noch im Oktober 2003.

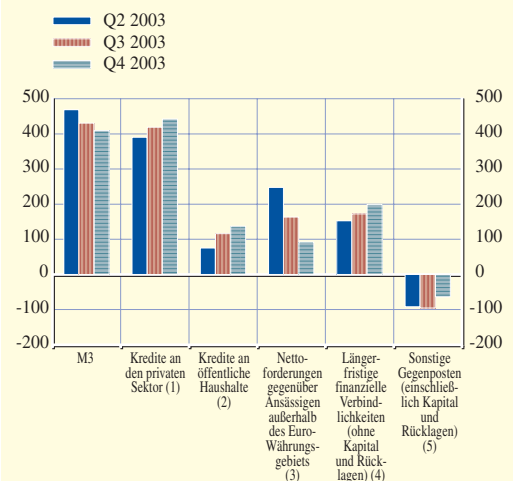
Die Jahreswachstumsrate der weiter gefassten Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor (wozu neben den MFI-Krediten auch MFI-Bestände an Aktien und sonstigen Dividendenwerten sowie Wertpapieren ohne Aktien des privaten Sektors zählen) belief sich im Dezember 2003 auf 5,7 % gegenüber 6,0 % im Vormonat. Die Vorjahrsrate der Kreditvergabe der MFIs an die öffentlichen Haushalte blieb mit 6,6 % relativ hoch.

Die Wirtschaftsteilnehmer investierten im Dezember weiterhin in erheblichem Maße in längerfristige Einlagen und Bankschuldverschreibungen. Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) war im Berichtsmonat mit 6,7 % unverändert. Betrachtet man die kürzerfristige Entwicklung, so stieg die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate dieser Position im Dezember auf 8,6 % und erreichte damit den höchsten Stand seit Beginn der Datenreihe im März 1998. Die verhältnismäßig steile Zinsstrukturkurve und der Rückgang der Volatilität an den Anleihemärkten könnten zu der starken Nachfrage nach längerfristigen Einlagen und Bankschuldverschreibungen beigetragen haben.

Die jährliche Zuwachsrate der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euroraums ging im Dezember 2003 weiter auf 92 Mrd € zurück und lag damit 155 Mrd € unter ihrem Höchststand vom Juni. Veränderungen dieser Forderungen sind vor allem auf Transaktionen zwischen Nicht-MFIs im Euroraum und Gebietsfremden zurückzuführen, die vom MFI-Sektor des Eurogebiets abgewickelt werden. Die Zahlungsbilanzdaten (welche nur bis November vorliegen) lassen darauf schließen, dass der seit Juli geringere jährliche Zu-

Abbildung 4 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



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

wachs der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde hauptsächlich darauf zurückzuführen war, dass Gebietsansässige vermehrt ausländische Anleihen und Dividendenwerte erwarben.

Die Gegenposten zu M3 – und hier insbesondere die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euroraums und der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs – zeigen insgesamt, dass Geldhalter ihre Anlageportfolios zugunsten von nicht in M3 enthaltenen Anlageformen umgeschichtet haben. Gleichzeitig wurde das M3-Wachstum weiterhin vom Anstieg des jährlichen Wachstums der MFI-Kredite an Gebietsansässige im Schlussquartal 2003 getragen (siehe Abbildung 4).

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Vorjahrsrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen war im November 2003 leicht rückläufig. Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien verharrte auf einem relativ moderaten Niveau, das seit Juli 2003 weitgehend unverändert ist.

SCHULDVERSCHREIBUNGEN

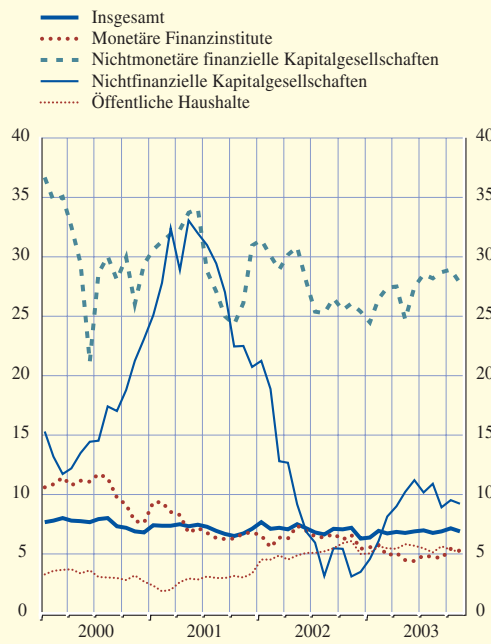
Im November 2003 ging die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen leicht auf 6,9 % zurück, nach 7,2 % im Oktober (siehe Abbildung 5). Dahinter verbarg sich ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen um 3,0 Prozentpunkte auf 7,3 % im November. Das jährliche Wachstum der Emission langfristiger Schuldverschreibungen belief sich im Berichtsmonat auf 6,9 % und war damit nahezu unverändert.

Eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate der vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im November 2003 bei 5,3 % und damit leicht unter ihrem Vormonatsstand lag (siehe Tabelle 3). Im Nicht-MFI-Sektor, der die nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften umfasst, verringerte sich das jährliche Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen zwischen Oktober und November letzten Jahres um 0,6 Prozentpunkte auf 18,4 %. Dies war zum Teil auf einen Rückgang der Jahresrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen von 29,0 % im Oktober auf 27,8 % im November zurückzuführen. Die anhaltend hohen Jahresraten in diesem Sektor sind auf einige wenige Länder beschränkt und spiegeln teilweise die Mittelaufnahme an den Anleihemärkten mittels eigens eingerichteter Finanzierungsgesellschaften der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und MFIs wider. Das jährliche Wachstum der direkt von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen verringerte sich ebenfalls leicht und belief sich im November auf 9,3 %. Ungeachtet dieser Entwicklung blieb die Jahreswachstumsrate der Emission von Schuldverschreibungen im Nicht-MFI-Sektor relativ hoch, was unter anderem auf das verhältnismäßig niedrige Renditeniveau der Unternehmensanleihen zurückzuführen war.

Was den öffentlichen Sektor betrifft, so verringerte sich die Vorjahrsrate der von den Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im November auf 4,4 %, gegenüber 4,6 % im Vormonat. Bei den sonstigen öffentlichen Haushalten, zu denen hauptsächlich Länder und Gemeinden zählen, war im November weiterhin eine sehr rege Emission von Schuldverschreibungen zu verzeichnen.

Abbildung 5 Aufgliederung der Emission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

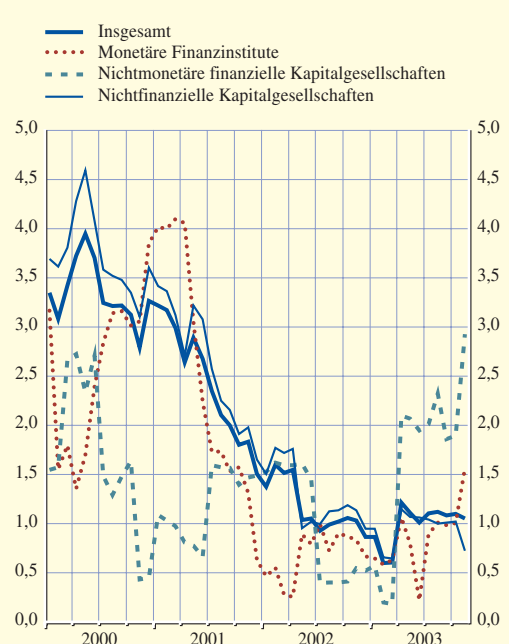
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Wachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

Abbildung 6 Aufgliederung der Emission börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Wachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und enthalten daher keine Neubewertungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

Die anhaltend starke Ausweitung der Emissionstätigkeit dieses Sektors lässt sich durch den hohen Finanzierungsbedarf der Gemeinden in einigen wenigen Euro-Ländern erklären.

BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien belief sich im November 2003 auf 1,1 % und verharrte somit auf dem seit Juli 2003 relativ niedrigen Stand (siehe Abbildung 6 und Tabelle 3).

Eine Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Vorjahrsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien, die etwa drei Viertel des Gesamtumlaufs ausmachen, im November auf 0,7 % zurückging (nach 1,0 % im Vormonat). Vor allem das Volumen der Börseneinführungen an den Aktienmärkten des Euroraums blieb im letzten Jahr gering, wohingegen eine regere Nutzung von Zweitemissionen seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum verzeichnet wurde. In der Vorausschau hat eine steigende Zahl nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften die Absicht bekundet, im Jahr 2004 Aktien zu begeben, was auf eine Zunahme der Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten des Euroraums hindeutet. Die Jahreswachstumsrate der Emission börsennotierter Aktien durch MFIs erhöhte sich von 1,0 % im Oktober auf 1,6 % im November, worin sich die Anstrengungen der MFIs zur Stärkung ihrer Bilanzen

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2003 Q3	Jahreswachstumsrate (Veränderung gegen Vorjahr in % ¹⁾)					
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Okt.	2003 Nov.
Emission von Schuldverschreibungen:	8,662	6,9	6,7	6,8	6,9	7,2	6,9
MFIs	3,264	6,1	5,4	4,7	4,8	5,5	5,3
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	646	25,7	26,1	26,6	28,5	29,0	27,8
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	577	4,0	6,3	10,2	10,0	9,5	9,3
Öffentliche Haushalte	4,173	5,7	5,4	5,7	5,4	5,4	5,2
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	3,964	4,8	4,4	4,7	4,7	4,6	4,4
Sonstige öffentliche Haushalte	209	28,4	31,4	28,8	22,0	21,3	22,8
Emission börsennotierter Aktien:	3,286	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
MFIs	494	0,8	0,6	0,7	1,0	1,0	1,6
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	307	0,5	0,3	2,0	2,1	1,9	2,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,484	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0	0,7

Quelle: EZB.

1) Quartalsdurchschnitt der monatlichen Jahreswachstumsraten für börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen.

widergespiegelt haben dürften. Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften stieg die entsprechende Rate im selben Zeitraum von 1,9 % auf 2,9 %.

2.3 GELDMARKTSÄTZE

Die Geldmarktzinsen waren im Lauf des Januar 2004 vor allem am längeren Ende leicht rückläufig, sodass sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt abflachte.

Im Zeitraum zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 lag der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz meist knapp über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2 %. Gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 23. Januar 2004 unterlag der Tagesgeldsatz gewissen Schwankungen, die die veränderte Einschätzung der Liquiditätsbedingungen zum Ausdruck brachten (siehe Abbildung 7 und Kasten 2).

Nach ihrem deutlichen Rückgang im Dezember 2003 sanken die EURIBOR-Sätze zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 nur noch leicht. So gab der Zwölfmonats-EURIBOR um 11 Basispunkte auf zuletzt 2,20 % nach. Bei den kürzeren Laufzeiten fiel der Rückgang noch geringer aus; hier verharrten die Zinssätze relativ nahe bei 2 %. Im Ergebnis flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt geringfügig ab. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR betrug am 4. Februar 2004 nur 13 Basispunkte, nach 21 Basispunkten Ende Dezember 2003 (siehe Abbildung 8).

Wie der Rückgang der impliziten Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte zeigt, reduzierten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Niveaus der Kurzfristzinsen im Verlauf des Januar 2004 etwas. So fiel der implizite Zinssatz für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2004 zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 um 20 Basispunkte auf zuletzt 2,24 %.

Kasten 2

LIQUIDITÄTSBEDINGUNGEN UND GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE IM ZEITRAUM VOM 24. NOVEMBER 2003 BIS ZUM 23. JANUAR 2004

In diesem Kasten wird die Liquiditätssteuerung der EZB in den am 23. Dezember 2003 und am 23. Januar 2004 endenden Mindestreserve-Erfüllungsperioden untersucht. Abbildung A enthält eine zusammenfassende Darstellung der Entwicklung der Liquiditätsfaktoren im Betrachtungszeitraum.

Liquiditätsbedarf des Bankensystems

Der Liquiditätsbedarf der Banken erhöhte sich im Berichtszeitraum aufgrund eines saisonalen Anstiegs des Banknotenumlaufs erheblich. Der Banknotenumlauf, der den größten „autonomen Faktor“ (d. h. einen Faktor, der sich in der Regel nicht aus der Verwendung geldpolitischer Instrumente ergibt) darstellt, erreichte am 26. Dezember 2003 mit 439,2 Mrd € einen historischen Höchststand. Tagesdurchschnittlich schöpften die autonomen Faktoren im Berichtszeitraum Liquidität in Höhe von 146,3 Mrd € ab und damit mehr als in jeder anderen Erfüllungsperiode seit der Einführung des Euro. Das Mindestreserve-Soll, welches den zweiten wichtigen Bestimmungsfaktor für den Liquiditätsbedarf der Banken darstellt, blieb dagegen mit rund 132,3 Mrd € unverändert. Die Überschussreserven, d. h. die Guthaben auf Girokonten des Eurosystems, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, waren höher als üblich (0,79 Mrd € in der ersten und 0,88 Mrd € in der zweiten Erfüllungsperiode). Dies dürfte mit den niedrigen Leitzinsen der EZB (und den dadurch geringeren Opportunitätskosten für die Haltung von Überschussreserven) und einem höheren Bedarf an Liquiditätspuffern während der Weihnachtszeit zur Absicherung gegen unerwartete Zahlungsverpflichtungen zusammenhängen.

Abbildung A Liquiditätsbedarf des Bankensystems und Liquiditätsversorgung

(Mrd €; die Zahlen nach den jeweiligen Posten geben die Tagesdurchschnitte für den Gesamtzeitraum an)

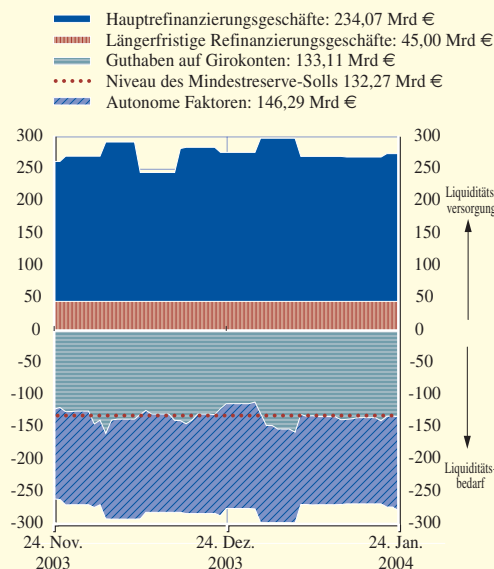
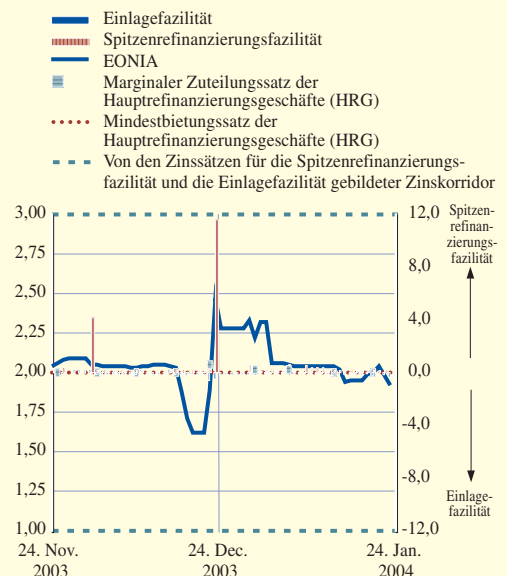


Abbildung B EONIA und die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

(linke Skala: tägliche Zinssätze in %; rechte Skala: tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in Mrd €)



Liquiditätsangebot und Zinssätze

Im ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) des Berichtszeitraums, das am 26. November 2003 abgewickelt wurde, kam es zu einer geringfügigen Unterbietung, d. h., die teilnehmenden Banken fragten etwas weniger Liquidität nach, als das Bankensystem insgesamt für eine reibungslose Erfüllung des Mindestreserve-Solls benötigt hätte. Der EONIA (Euro Overnight Index Average) stieg nach dieser Unterbietung zeitweise an, sank dann aber schnell wieder auf einen Stand, der leicht über dem Mindestbietungssatz lag (siehe Abbildung B). In den darauf folgenden drei HRGs war das Bietungsverhalten weiterhin von Zurückhaltung geprägt, und der marginale Zuteilungssatz entsprach bei allen drei Geschäften dem Mindestbietungssatz.

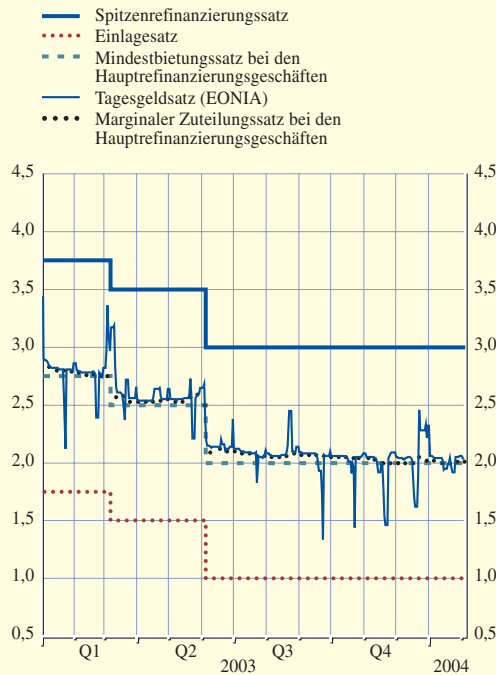
Mitte Dezember fiel der EONIA unter den Mindestbietungssatz, da die Marktteilnehmer trotz der Tatsache, dass am 23. Dezember 2003 noch ein HRG abgewickelt werden sollte, von einer entspannten Liquiditätslage zum Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode hin auszugehen schienen. Allerdings strebte die EZB mit dem letzten HRG neutrale Liquiditätsbedingungen zum Ende der Erfüllungsperiode an. Aufgrund der unvermuteten Entwicklung der autonomen Faktoren und der Nachfrage nach Überschussliquidität an den letzten beiden Tagen der Erfüllungsperiode kam es am 23. Dezember dann tatsächlich zu einer Nettoinanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität in Höhe von 11,1 Mrd €, und der EONIA stieg an diesem Tag auf 2,46 %.

Wie in den vergangenen Jahren war angesichts der verstärkten Nachfrage nach Liquidität das Bietungsaufkommen um die Jahreswende herum bei den beiden HRGs relativ hoch. In dem am 23. Dezember abgewickelten HRG erhöhte sich das Verhältnis zwischen abgegebenen und zuteilten Geboten (also das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen) merklich auf 1,43. Auch die Streuung der Gebote vergrößerte sich: Der marginale Zuteilungssatz stieg auf 2,05 %, der gewichtete Durchschnittssatz auf 2,08 %. Im ersten HRG der darauf folgenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode, das am 30. Dezember 2003 abgewickelt wurde, waren die Gebote sogar noch breiter gestreut; der marginale Zuteilungssatz belief sich auf 2,02 %, während der gewichtete Durchschnittssatz 2,09 % betrug. Wie gewöhnlich war der EONIA Ende Dezember ebenfalls relativ hoch, worin sich der Wunsch der Banken nach zusätzlicher Liquidität für ihre Bilanzen am Jahresende widerspiegelt.

Im weiteren Verlauf der am 23. Januar 2004 endenden Erfüllungsperiode verringerte sich die Streuung der Bietungssätze wieder, und die marginalen Zuteilungssätze gingen auf 2,00 % bzw. 2,01 % zurück. Nach Neujahr kehrte der EONIA auf einen Wert von rund 2,04 % zurück. In der letzten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode lag er in der Regel etwas unter dem Mindestbietungssatz, da die Marktteilnehmer erneut von entspannten Liquiditätsbedingungen am Ende der Erfüllungsperiode auszugehen schienen. Die EZB strebte mit der letzten Zuteilung eines HRG in der Erfüllungsperiode am 21. Januar 2004 jedoch neutrale Liquiditätsbedingungen an. Die Tatsache, dass die Erfüllungsperiode mit einer Nettoinanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität in Höhe von 5,2 Mrd € endete, war fast ausschließlich auf unvorhergesehene Entwicklungen der autonomen Faktoren nach dem letzten HRG zurückzuführen. Da die Liquiditätslage von den Marktteilnehmern bis zum späten Nachmittag des 23. Januar nicht als angespannt empfunden wurde, lag der EONIA (bei dem es sich um einen Tagesdurchschnittswert handelt) an diesem Tag bei lediglich 1,92 %.

Abbildung 7 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

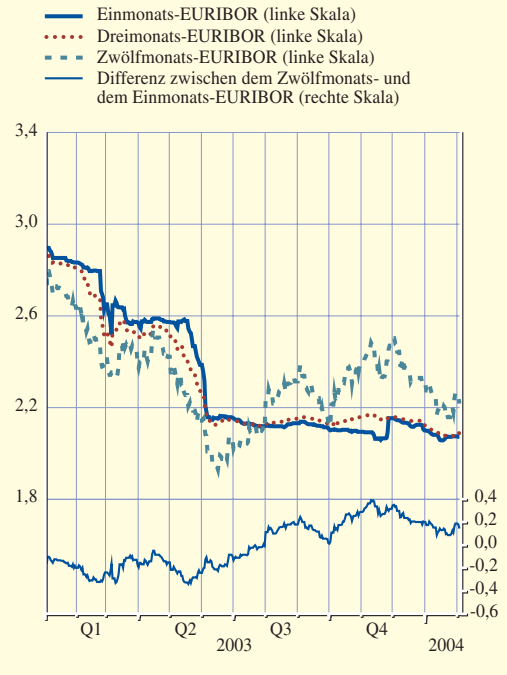
(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 8 Kurzfristzinsen und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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



Quelle: Reuters.

Bei den im Januar 2004 abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems bewegten sich die Zuteilungssätze relativ nahe am Mindestbietungssatz. Der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz lagen während des Berichtszeitraums im Durchschnitt 1 bzw. 2 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei dem am 28. Januar 2004 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft belief sich der durchschnittliche Zuteilungssatz auf 2,03 % und lag damit leicht unter dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Dreimonats-EURIBOR sowie dem durchschnittlichen Zuteilungssatz des vorhergehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts, das am 18. Dezember 2003 abgewickelt worden war.

2.4 ANLEIHEMÄRKTE

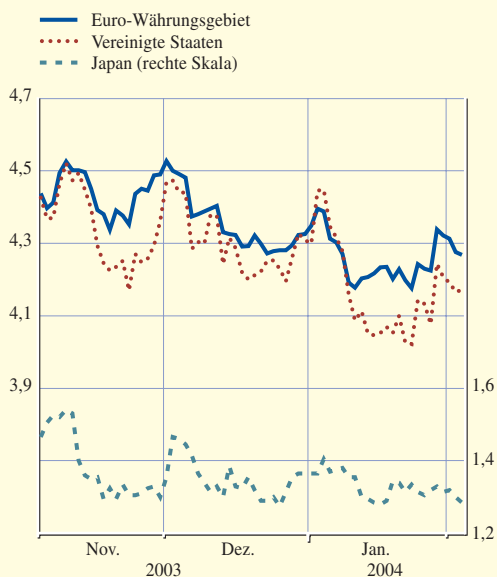
In einem recht volatilen Umfeld waren die langfristigen Renditen von Staatsanleihen im Eurogebiet und den Vereinigten Staaten im Januar 2004 leicht rückläufig. An den wichtigen Anleihemärkten war die implizite Volatilität – eine Messgröße für die am Markt herrschende Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen – in den letzten Wochen verhältnismäßig stabil.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 um rund 15 Basispunkte auf zuletzt 4,2 % zurück (siehe

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen

(in % p.a.; Tageswerte)

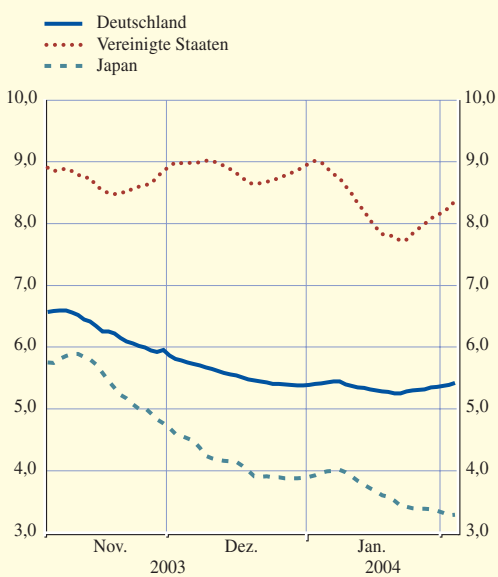


Quelle: Reuters.

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

Abbildung 10 Implizite Volatilität an den 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.

Abbildung 9). Während des Berichtszeitraums schwankten die Anleiherenditen deutlich. Dieser Entwicklung am Rentenmarkt lagen verschiedene Faktoren zugrunde. In den ersten Januarwochen korrigierten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Leitzinsbewegungen zunächst nach unten, was dazu führte, dass die Anleiherenditen über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg nachgaben. Diese Entwicklung kehrte sich zumindest teilweise wieder um, nachdem der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank am 28. Januar 2004 im Anschluss an seine Sitzung eine Erklärung veröffentlichte, aus der die Marktteilnehmer schlossen, dass die Leitzinsen früher und rascher als zuvor erwartet angehoben werden könnten. Die im Januar veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten unterstützten im Allgemeinen die optimistischeren Wachstumserwartungen. Allerdings wirkten technische Faktoren – vor allem umfangreiche Käufe von US-Treasuries durch das Ausland, und zwar vornehmlich vonseiten der Zentralbanken – dem sich daraus ergebenden Auftrieb bei den Renditen entgegen. Die implizite Volatilität an den US-amerikanischen Anleihemärkten verringerte sich im Januar und Anfang Februar insgesamt leicht und lag am Ende dieses Zeitraums etwas über dem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt (siehe Abbildung 10).

JAPAN

In Japan gaben die langfristigen Staatsanleiherenditen zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 leicht um 10 Basispunkte nach und lagen zuletzt bei 1,3 %. Zwar schienen die Anleger die Konjunkturaussichten im Allgemeinen positiv einzuschätzen, doch gerieten die An-

leiherenditen durch eine weitere quantitative Lockerung der Geldpolitik, die von der japanischen Zentralbank am 20. Januar beschlossen wurde, unter Druck. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Anleiherenditen – die in der impliziten Volatilität an den Rentenmärkten ihren Ausdruck findet – nahm im Berichtszeitraum geringfügig ab und verharrte auf einem Niveau, das leicht unter dem seit Januar 1999 verzeichneten Durchschnittswert lag.

EURO-WÄHRUNGSGBIET

Im Januar und Anfang Februar unterlagen die langfristigen Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet analog zu jenen in den Vereinigten Staaten erheblichen Schwankungen. Insgesamt gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 leicht um 5 Basispunkte nach und lagen zuletzt bei 4,3 %. Hinter dieser weitgehenden Stabilität der langfristigen Staatsanleiherenditen verbargen sich offenbar verschiedene Faktoren, deren Effekte sich gegenseitig ausglich. Einerseits ergab sich aus der Markterwartung, dass die Geldmarktzinsen länger als zuvor angenommen auf ihrem derzeitigen niedrigen Niveau verharren würden, ein Abwärtsdruck (siehe Abbildung 11).

Andererseits führten die veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten, die im Großen und Ganzen die Annahme eines anhaltenden Konjunkturaufschwungs im Euroraum untermauerten, zu einem Aufwärtsdruck bei den Renditen im Eurogebiet.

Die Renditen indexgebundener (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Anleihen sowie die zehnjährige (aus dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen nominalen und indexgebundenen Staatsanleihen errechnete) Breakeven-Inflationsrate fielen im Berichtszeitraum um jeweils rund 5 Basispunkte. Die anhand der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Anleihemärkten im Eurogebiet blieb im Januar unverändert und entsprach in etwa ihrem seit Januar 1999 verzeichneten Durchschnitt.

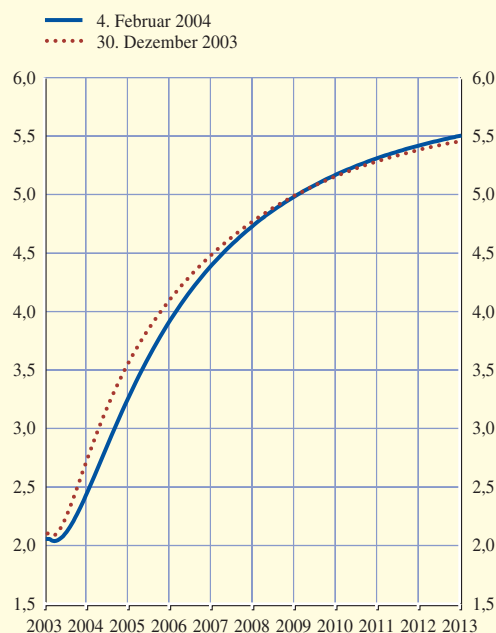
2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Von Juni bis November 2003 blieben die kurzfristigen MFI-Zinsen zumeist unverändert, während sich die langfristigen MFI-Zinsen uneinheitlich entwickelten.

Wie schon in den vorangegangenen vier Monaten blieben die meisten kurzfristigen MFI-Zinsen im November 2003 praktisch unverändert, nachdem sie im ersten Halbjahr 2003 rückläufig gewesen waren (siehe Abbildung 12). Insgesamt sanken zwischen Januar und November 2003 die Sätze für

Abbildung 11 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

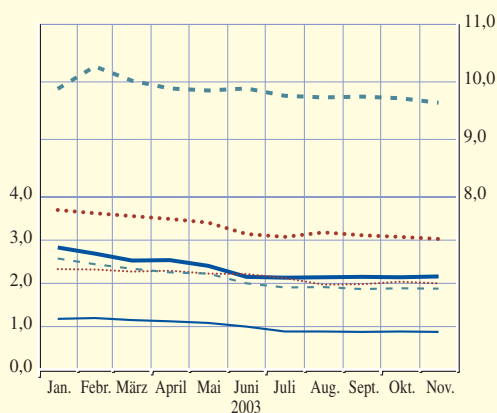
kurzfristige Spareinlagen von privaten Haushalten (d. h. mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) und für täglich fällige Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um mehr als 30 Basispunkte, während der Satz für kurzfristige Termineinlagen von privaten Haushalten (d. h. mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr) um 70 Basispunkte fiel. Im selben Zeitraum gingen die Zinssätze für kurzfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (d. h. Kredite von über 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr) und für Überziehungskredite der Banken an private Haushalte um rund 65 bzw. 25 Basispunkte zurück. Die Geldmarktzinsen für Dreimonatsgeld fielen von Januar bis November 2003 im Vergleich um rund 65 Basispunkte.

Die langfristigen MFI-Zinsen im Neugeschäft gaben im November 2003 ein gemischtes Bild ab (siehe Abbildung 13). Für die privaten Haushalte erhöhten sich in diesem Monat die Sätze für langfristige Termineinlagen und langfristige Wohnungsbaukredite (d. h. mit einer anfänglichen Zinsbindung von über fünf und bis zu zehn Jahren), während für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften die Zinsen für langfristige Kredite zurückgingen. Bei den meisten Langfristzinsen war die Entwicklung von Juni bis November 2003 (als die Renditen fünfjähriger Staatsanleihen im Vergleich um rund 90 Basispunkte in die Höhe gingen) ebenfalls recht unterschiedlich. Die Zinssätze für langfristige Termineinlagen von privaten Haushalten und für langfristige Kredite an nichtfi-

Abbildung 12 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

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

- Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld (linke Skala)
- Kurzfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften¹⁾ (linke Skala)
- - - Überziehungskredite an private Haushalte (rechte Skala)
- Täglich fällige Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (linke Skala)
- Kurzfristige Spareinlagen von privaten Haushalten²⁾ (linke Skala)
- - - Kurzfristige Termineinlagen von privaten Haushalten³⁾ (linke Skala)



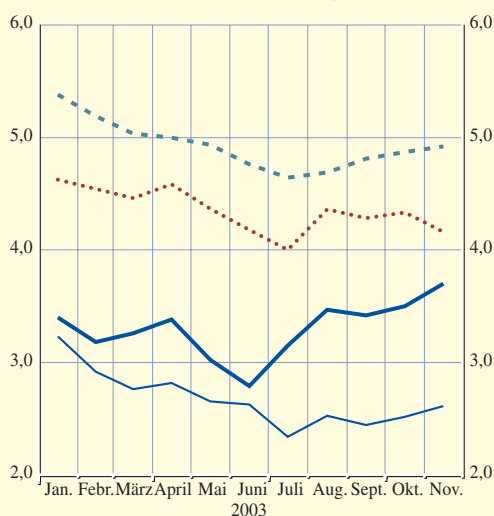
Quelle: EZB.

- 1) Hierzu zählen Kredite von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung und solche mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr.
- 2) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten.
- 3) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Abbildung 13 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

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

- Rendite fünfjähriger Staatsanleihen
- Langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften¹⁾
- - - Langfristige Wohnungsbaukredite²⁾
- Langfristige Termineinlagen von privaten Haushalten³⁾



Quelle: EZB.

- 1) Hierzu zählen Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren.
- 2) Umfassen Kredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren.
- 3) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren.

nanzielle Kapitalgesellschaften blieben in diesem Zeitraum weitgehend unverändert, wohingegen die Sätze für langfristige Wohnungsbaukredite um rund 15 Basispunkte anzogen.

2.6 AKTIENMÄRKTE

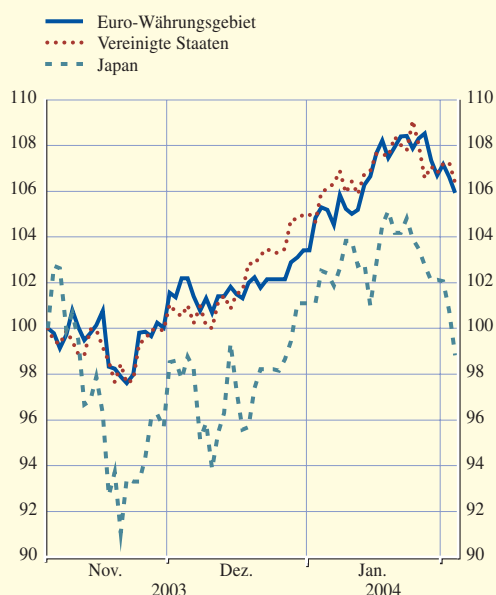
Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten stiegen im Januar 2004 weiter an. Darin schlugen sich unter anderem erneute Hinweise auf eine günstigere Ertragslage der Unternehmen nieder. Die Unsicherheit am Aktienmarkt, gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität, lag in diesem Zeitraum auf stabilem Niveau.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten legten die Aktienkurse gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 um rund 1 % zu (siehe Abbildung 14). Bis zu einem gewissen Grad spiegelte dieser Anstieg allgemein besser als erwartet ausgefallene Ertragsmeldungen der Unternehmen im vierten Quartal 2003 wider. Auftrieb schienen die Aktienkurse daneben durch eine weiter zurückgehende Unsicherheit am Aktienmarkt und möglicherweise auch durch eine geringere Risikoaversion der Anleger zu erhalten. Darauf deutet unter anderem auch die Tatsache hin, dass die Aktien im Technologiesektor, die im Allgemeinen als riskantere

Abbildung 14 Aktienindizes

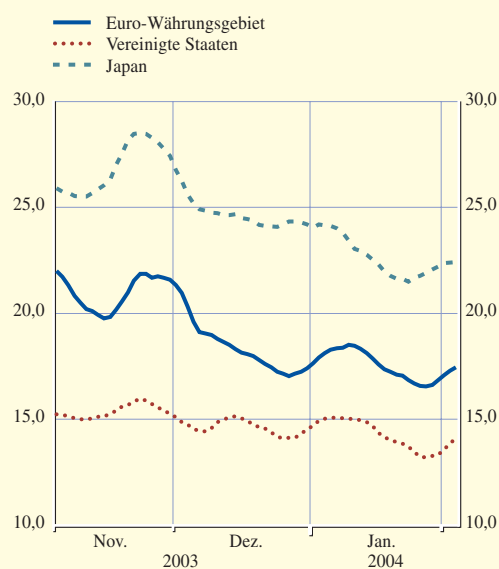
(Index: 1. November 2003 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 15 Implizite Aktienkursvolatilität

(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.

Anlagen gelten, den Hauptausschlag für den Anstieg des Gesamtindex gaben. Die Unsicherheit am Aktienmarkt, gemessen an der aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, war im Januar und Anfang Februar stabil (siehe Abbildung 15) und blieb deutlich unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt.

JAPAN

In Japan gaben die Aktienkurse von Ende Dezember 2003 bis zum 4. Februar 2004 in einem relativ volatilen Umfeld um insgesamt 2 % nach. Die in diesem Zeitraum zu beobachtenden Kursschwankungen der japanischen Aktien schienen zum größten Teil mit den Bewegungen des Yen-Wechselkurses, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, zusammenzuhängen. Vor diesem Hintergrund hatte sich bei den Marktteilnehmern hinsichtlich der Ertragsaussichten in bestimmten Sektoren, vor allem der Exportwirtschaft, offensichtlich noch keine endgültige Einschätzung durchgesetzt. Die aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Volatilität, eine Messzahl für die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt, ging zwischen Ende Dezember 2003 und Anfang Februar 2004 geringfügig zurück (siehe Abbildung 15) und hielt sich auf einem Niveau knapp unter dem seit 1999 gemessenen Durchschnitt.

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euro-Währungsgebiet erhöhten sich die Aktienkurse gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index von Ende Dezember 2003 bis zum 4. Februar 2004 um rund 2 %. Dies könnte teilweise auf die anhaltende Verbesserung der tatsächlichen und kurzfristig erwarteten Erträge der in dem Index enthaltenen Unternehmen im Januar zurückzuführen sein. Die implizite Aktienkursvolatilität, eine Messgröße für die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Aktienkursentwicklung, hat sich zwischen Ende Dezember 2003 und dem 4. Februar 2004 insgesamt nicht verändert, nachdem sie Ende Januar ihren niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung im Januar 1999 erreichte (siehe Abbildung 15). Eine sektorale Aufgliederung ergibt, dass der kräftigste Beitrag zum jüngsten Anstieg der Aktienkurse aus dem Technologiesektor kam, der offenbar von einer weltweit zunehmenden Risikoneigung der Anleger profitierte.

3 PREISE UND KOSTEN

Geringere Preisanstiege bei Dienstleistungen, Nahrungsmitteln und Energie ließen im Dezember 2003 die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet auf 2,0 % – verglichen mit 2,2 % im Monat zuvor – sinken. Im Januar 2004 lag die HVPI-Inflation gemäß der Vorausschätzung von Eurostat weiterhin unverändert bei 2,0 %. Der im vergangenen Sommer eingetretene Preisschock bei frischen Nahrungsmitteln lässt nach. Daneben ist der im Dezember 2003 verzeichnete Rückgang der Inflationsrate zum Teil wohl auf die Aufwertung des Euro zurückzuführen. Der letztgenannte Effekt ist in vorgelagerten Stufen der Produktionskette deutlicher ausgeprägt, wobei die Erzeugerpreise relativ langsam anstiegen. Die verfügbaren Arbeitskostenindikatoren bestätigen, dass sich die Lohnentwicklung stabilisiert hat. Sofern es nicht zu weiteren Preisschocks kommt, dürfte die HVPI-Inflation im laufenden Jahr auf unter 2 % sinken und anschließend auf einem mit Preisstabilität in Einklang stehenden Niveau verharren.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORAUSSCHÄTZUNG FÜR JANUAR 2004

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene Teuerungsrate des Euro-Währungsgebiets im Januar 2004 unverändert bei 2,0 % (siehe Tabelle 4). Zum derzeitigen Zeitpunkt liegen zwar noch keine detaillierten Angaben vor, aber offenbar konnte der geringere Anstieg der Energiepreise (im Wesentlichen aufgrund eines Basiseffekts) den von der Gesundheitsreform in Deutschland ausgehenden Preisauftrieb ausgleichen. Diese Schätzung ist mit einem größeren Maß an Unsicherheit als üblich behaftet, da die Umsetzung finanzpolitischer Maßnahmen Anfang Januar 2004 und die jährliche Aktualisierung der Komponenten- und Ländergewichte für die Berechnung des HVPI (die jeweils zum Jahreswechsel vorgenommen wird) berücksichtigt werden müssen.

HVPI-INFLATION IM DEZEMBER 2003

Die am HVPI gemessene Teuerungsrate im Euroraum ging im Dezember 2003 auf 2,0 % zurück gegenüber 2,2 % im Vormonat (siehe Abbildung 16), was vor allem auf einen geringeren jährlichen Preisanstieg bei den Dienstleistungen und den volatileren Komponenten des HVPI (d. h. den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) zurückzuführen ist. Der Wert für Dezember lag leicht unter der von Eurostat Anfang Januar veröffentlichten Vorausschätzung. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie ermäßigte sich im Dezember um 0,1 Prozentpunkte auf

Tabelle 4 Preisentwicklung

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

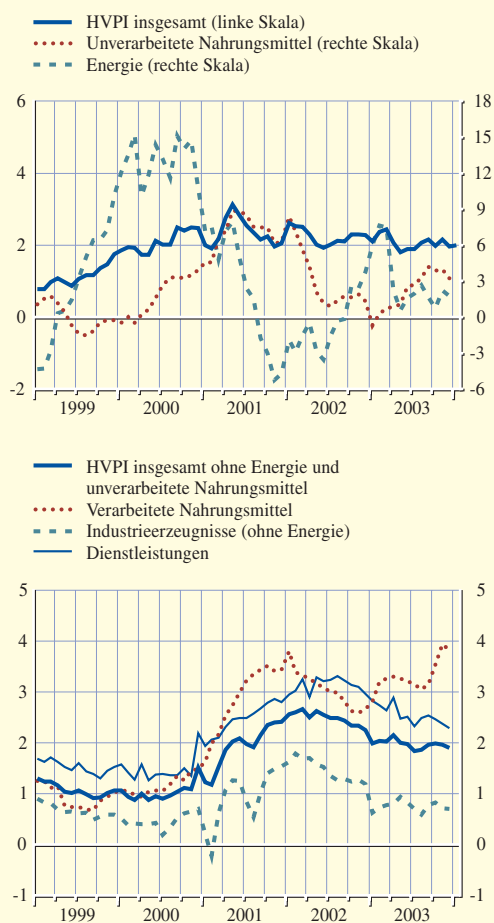
	2002	2003	2003 Aug.	2003 Sept.	2003 Okt.	2003 Nov.	2003 Dez.	2004 Jan.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten								
Gesamtindex ¹⁾	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0
Energie	-0,6	3,0	2,7	1,6	0,7	2,2	1,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,1	2,2	3,3	4,2	3,9	4,0	3,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,1	3,3	3,0	3,2	3,5	3,9	3,8	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	1,5	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	.
Dienstleistungen	3,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	.
Weitere Preisindikatoren								
Industrielle Erzeugerpreise	-0,1	1,6	1,3	1,1	0,9	1,4	1,0	.
Ölpreise (€ je Barrel)	26,5	25,1	26,5	23,9	24,7	24,6	24,0	24,2
Rohstoffpreise (ohne Energie)	-0,9	-4,5	-5,2	-4,7	-3,7	0,2	-0,2	5,1

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

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Januar 2004 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

**Abbildung 16 Teuerungsrate nach dem HVPI:
wichtige Teilkomponenten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

sonfiguren bei diesen Komponenten könnten die niedrigeren Steigerungsraten bei Pauschalreisen und Verkehrsdienstleistungen zum Teil im Zusammenhang mit dem günstigen Einfluss der Euro-Aufwertung stehen. Obschon auf die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel aufgrund der Erhöhungen der Tabaksteuer ein Aufwärtsdruck ausgeht, nehmen insgesamt gesehen die kurzfristigen Anstiege des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie (die als Veränderungen während eines Dreimonatszeitraums unter Verwendung saisonbereinigter Werte berechnet werden) tendenziell ab.

3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Im gesamten letzten Jahr blieb der Preisdruck in den vorgelagerten Phasen der Produktionskette relativ gedämpft (siehe Abbildung 17). Von November bis Dezember 2003 sank die Jahresänderungsrate des Erzeugerpreisindex ohne Baugewerbe von 1,4 % auf 1,0 %, was hauptsächlich in der Energiepreisentwicklung begründet lag. Der Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiekomponente (von 3,6 % im November auf 2,1 % im Dezember 2003) hing im Wesentlichen mit einem

1,9 %. Aus den Angaben für Dezember 2003 ergibt sich, dass die durchschnittlichen Steigerungsraten des HVPI und des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im Gesamtjahr 2003 bei 2,1 % bzw. 2,0 % lagen.

Im Vergleich zum Vormonat wiesen die Jahresänderungsrate der volatileren HVPI-Teilkomponenten im Dezember 2003 jeweils einen Rückgang auf. Die Energieverteuerung schwächte sich auf 1,8 % (d. h. um 0,4 Prozentpunkte) ab, was hauptsächlich auf einen Basiseffekt, aber auch auf die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen ist. Darüber hinaus ließen die Auswirkungen des Preisschocks bei Nahrungsmitteln vom vergangenen Sommer weiter nach, sodass sich die Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel von 4,0 % im November auf 3,2 % im Dezember 2003 reduzierte.

Der Rückgang der Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im Dezember 2003 wurde durch den niedrigeren jährlichen Anstieg der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen ausgelöst. Gleichzeitig blieb die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) von November bis Dezember 2003 unverändert. Seit Oktober 2003 hat sich die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise um 0,2 Prozentpunkte vermindert, was vor allem auf geringere Preisanstiege bei Pauschalreisen, Beherbergung und Verkehr zurückzuführen ist. Ungeachtet der sehr starken und unregelmäßigen Saisonfiguren bei diesen Komponenten könnten die niedrigeren Steigerungsraten bei Pauschalreisen und Verkehrsdienstleistungen zum Teil im Zusammenhang mit dem günstigen Einfluss der Euro-Aufwertung stehen.

Basiseffekt zusammen, aber auch den in Euro gerechnet niedrigeren Ölpreisen. In der Konsumgüterindustrie verlangsamte sich der Anstieg der Erzeugerpreise im Vorjahrsvergleich von 1,1 % im November auf 0,7 % im Dezember 2003. Dieser moderatere Anstieg ist zur Gänze auf die Entwicklung der Verbrauchsgüterpreise zurückzuführen, die wiederum von gesunkenen Nahrungsmittelpreisen sowie einem Basiseffekt geprägt wurde. Die Jahresänderungsraten der Preise für Vorleistungs- und Investitionsgüter blieben unverändert. Im Jahr 2003 insgesamt stiegen die Erzeugerpreise durchschnittlich um 1,6 %, verglichen mit einem Rückgang um 0,1 % im Vorjahr. Zum Anstieg der Teuerungsrate der Erzeugerpreise trugen vor allem die Energiepreise bei. Das durchschnittliche Wachstum des Erzeugerpreisindex ohne Energie beschleunigte sich 2003 daher lediglich um 0,4 Prozentpunkte auf 0,8 %.

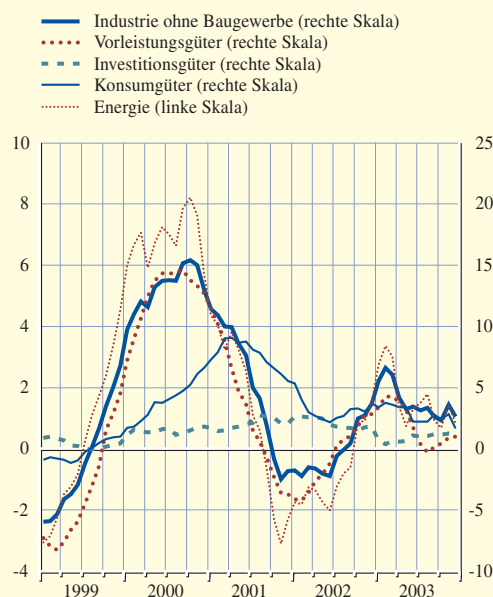
Im Januar 2004 erhöhte sich der aus den Umfragen unter Einkaufsmanagern gewonnene Index der Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets erneut und wies den stärksten Anstieg der Vorleistungspreise seit April 2003 auf. Den Umfrageteilnehmern zufolge war dies hauptsächlich das Ergebnis von Preiserhöhungen bei wichtigen Rohstoffen aufgrund eines erneuten Nachfrageschubs. Zwar bewegen sich die auf US-Dollar lautenden internationalen Rohstoffpreise seit einigen Monaten tendenziell nach oben, doch dämpft die vorangegangene Aufwertung des Euro ihren Einfluss auf die Inlandspreise.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die verfügbaren Angaben zu den meisten Arbeitskostenindikatoren für das dritte Quartal 2003 untermauern weiterhin die Einschätzung, dass sich das Lohnwachstum seit Jahresbeginn 2002

Abbildung 17 Industrielle Erzeugerpreise

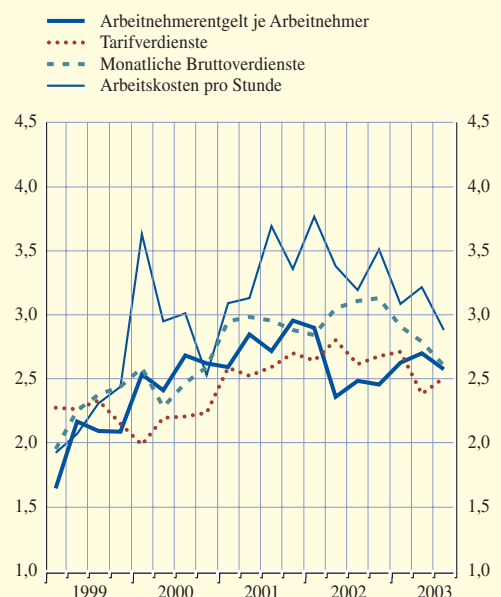
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Abbildung 18 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Tabelle 5 Arbeitskostenindikatoren

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

	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3
Tarifverdienste	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,4	2,5
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,3	3,5	3,2	3,5	3,1	3,2	2,9
Monatliche Bruttoverdienste	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,2	0,4	0,6	0,9	0,6	0,0	0,2
Lohnstückkosten	2,5	2,1	1,9	1,5	2,0	2,7	2,4

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

abflacht (siehe Abbildung 18). Die Jahresänderungsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, der Gesamtarbeitskosten pro Stunde (im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe) und der Bruttomonatsverdienste im Euroraum wiesen im Vergleich zum zweiten Quartal jeweils einen Rückgang auf, während beim Indikator der Tarifverdienste eine leichte Aufwärtsbewegung registriert wurde (siehe Tabelle 5). Auch ein längerfristiger Vergleich (beispielsweise zwischen den durchschnittlichen Wachstumsraten der ersten drei Quartale des Jahres 2003 und dem durchschnittlichen Anstieg 2002) bestätigt, dass sich die Lohnentwicklung stabilisiert hat.

Bedingt durch die Produktivitätssteigerung und das rückläufige Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer vom zweiten bis zum dritten Quartal 2003 verringerte sich die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten. Damit ging der Lohnstückkostenanstieg erstmals seit Ende 2002 zurück. Damals hatte infolge einer zyklischen Abschwächung des Produktivitätszuwachses ein beschleunigtes Wachstum der Lohnstückkosten eingesetzt. Trotz des Rückgangs ist das Lohnstückkostenwachstum (verglichen mit seinem seit Mitte der Neunzigerjahre verzeichneten Durchschnitt) immer noch relativ hoch.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Nach Berücksichtigung der jüngsten Entwicklung und unter der Annahme, dass keine weiteren Preisschocks eintreten, dürfte die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im Verlauf des Jahres 2004 unter die 2 %-Marke sinken und anschließend auf einem mit Preisstabilität in Einklang stehenden Niveau verharren. Die kurzfristigen Aussichten sind allerdings weiterhin mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet, die zum Teil damit zusammenhängt, wie sich die finanzpolitischen Maßnahmen, die Anfang 2004 umgesetzt werden sollen, auf die Preise auswirken werden. Auf etwas längere Sicht dürfte der Preisauftrieb moderat bleiben. Diese Einschätzung basiert auf der Annahme, dass die Lohnsteigerungen maßvoll bleiben und die verhaltene Importpreisentwicklung auf die Verbraucherpreise durchwirken wird.

Die jüngsten Angaben anderer Institutionen zu den Inflationserwartungen scheinen die Einschätzung zu bestätigen, dass der Preisdruck in den kommenden zwei Jahren abnehmen wird. So gehen die Teilnehmer des jüngsten, Ende Januar durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für die Jahre 2004 und 2005 von einer HVPI-Inflationsrate von 1,8 % bzw. 1,7 % aus (siehe Kasten 3). Darüber hinaus liegen die Inflationserwartungen für den Euroraum laut den Januar-Ergebnissen von Consensus Forecasts und von Euro Zone Barometer für 2004 und 2005 bei jeweils 1,7 %.

Kasten 3

INFLATIONS- UND WACHSTUMSERWARTUNGEN DES PRIVATEN SEKTORS FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS VOM ERSTEN QUARTAL 2004 UND SONSTIGE VERFÜGBARE INDIKATOREN

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des in der Zeit vom 21. Januar bis zum 28. Januar 2004 von der EZB durchgeführten 22. Survey of Professional Forecasters (SPF) vorgestellt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nicht-finanziellen Instituten in der Europäischen Union in Bezug auf die Inflation, die Konjunkturentwicklung und die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse angesichts der Vielfalt der Umfrageteilnehmer ein relativ heterogenes Spektrum subjektiver Meinungen und Annahmen widerspiegeln können. Soweit möglich werden den Daten aus der SPF-Erhebung auch andere verfügbare Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors auf Basis der gleichen Prognosezeiträume gegenübergestellt.¹

Inflationserwartungen für die Jahre 2004 und 2005

Gegenüber dem letzten SPF vom vierten Quartal 2003 haben die Umfrageteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich der Teuerungsrate nach dem HVPI für 2004 nach oben revidiert, und zwar um 0,2 Prozentpunkte auf 1,8 %. Dagegen wurden die Erwartungen für 2005 gegenüber der vorherigen Erhebung leicht nach unten korrigiert, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 1,7 %. Die trotz der Aufwertung des Euro erfolgte Aufwärtskorrektur für 2004 ist im Wesentlichen auf Ände-

Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (erstes Quartal 2004 und viertes Quartal 2003) sowie von Consensus Economics (Januar 2004)

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

	Prognosezeitraum				
	Dez. 2004	2004	Dez. 2005	2005	Längerfristig ²⁾
Teuerung nach dem HVPI					
Jüngste Erhebung (2004 Q1)	1,7	1,8	1,8	1,7	1,9
Vorherige Erhebung (2003 Q4)	-	1,6	-	1,8	1,9
Consensus Economics (Jan. 2004)	-	1,7	-	1,7	1,8
Reales BIP-Wachstum	2004 Q3	2004	2005 Q3	2005	Längerfristig²⁾
Jüngste Erhebung (2004 Q1)	2,0	1,8	2,3	2,2	2,3
Vorherige Erhebung (2003 Q4)	-	1,7	-	2,3	2,4
Consensus Economics (Jan. 2004)	-	1,8	-	2,1	2,1
Arbeitslosenquote¹⁾	Nov. 2004	2004	Nov. 2005	2005	Längerfristig²⁾
Jüngste Erhebung (2004 Q1)	8,7	8,8	8,4	8,5	7,4
Vorherige Erhebung (2003 Q4)	-	8,9	-	8,5	7,4

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

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

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

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

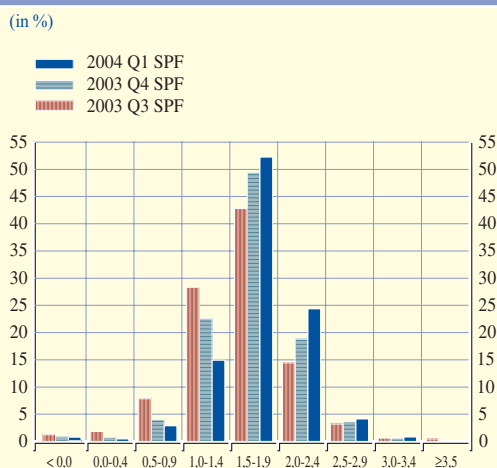
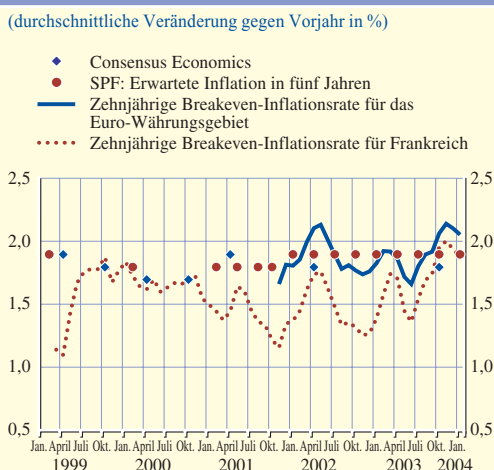


Abbildung B Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen



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

rungen der indirekten Steuern und der administrierten Preise zurückzuführen. Diese wurden in der früheren Umfrage zumeist lediglich als Risiken eingeschätzt. Als inflationsdämpfende Faktoren wurden in erster Linie die Euro-Aufwertung und der geringe inländische Preisdruck genannt. Laut den Umfrageteilnehmern könnten hauptsächlich staatliche Maßnahmen, entweder über indirekte Steuern oder über administrierte Preise, sowie die Entwicklung der Rohstoffpreise für einen Preisauftrieb sorgen. Die Umfrageergebnisse stehen insgesamt weitgehend im Einklang mit den Angaben, die im Januar 2004 von Consensus Economics (siehe Tabelle) und Euro Zone Barometer veröffentlicht wurden (ebenfalls 1,7 % sowohl für 2004 als auch für 2005).

Die SPF-Teilnehmer werden auch gebeten, ihre Prognosen mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zu versehen. Dabei handelt es sich um die Zuordnung der Wahrscheinlichkeit (ausgedrückt in Prozent), mit der die Angaben in bestimmte Intervalle fallen. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich beurteilen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko einschätzen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten drei Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für 2004. Obgleich die Wahrscheinlichkeitsverteilung weiterhin um das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % zentriert ist, lässt sich in der letzten SPF-Umfrage eine weitere Verlagerung nach rechts ausmachen. Diese Verlagerung spiegelt einen Anstieg der mittleren erwarteten Rate wider, der – wie oben dargelegt – mit der allmählichen Einbeziehung der Entwicklung bei den indirekten Steuern und den administrierten Preisen in die Erwartungen der Prognostiker zusammenhängt.

Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die bei den SPF-Teilnehmern ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen (d. h. in fünf Jahren) blieben zum neunten Mal in Folge unverändert bei 1,9 % (siehe Abbildung B). Dies stimmt im Wesentlichen mit anderen verfügbaren Messgrößen der längerfristigen Inflationser-

wartungen überein. So ergab das Euro Zone Barometer im Oktober 2003 eine prognostizierte durchschnittliche Inflationsrate von 1,9 % für 2007, und Consensus Economics erwartet für den Zeitraum von 2009 bis 2013 eine durchschnittliche Teuerungsrate von 1,8 %. Außerdem war auf den Finanzmärkten eine gewisse Trendumkehr des Anstiegs zu beobachten, der in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 bei den zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten verzeichnet wurde. Diese Raten werden anhand französischer an den HVPI (ohne Tabakwaren) für das Euro-Währungsgebiet gebundener Staatsanleihen ermittelt.² Dabei ist jedoch zu beachten, dass diese Breakeven-Inflationsraten keine reine Messgröße für die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen. Sie werden auch von einer Vielzahl von Risikoprämien (darunter die Inflationsrisiko- und die Liquiditätsprämie) beeinflusst. Während bei der Breakeven-Inflationsrate eine Änderung zu beobachten war, blieben die tatsächlichen langfristigen Inflationserwartungen nach dem SPF unverändert. Allerdings verschob sich bei der Umfrage vom vierten Quartal 2003 die Wahrscheinlichkeitsverteilung der langfristigen Inflationserwartungen leicht nach oben, wobei sich dieser Trend in der jüngsten SPF-Umfrage umkehrte.³ Diese Entwicklung verlief parallel zu derjenigen der Breakeven-Inflationsrate.

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

Die Erwartungen für das BIP-Wachstum im Jahr 2004 wurden gegenüber der letzten SPF-Umfrage leicht nach oben korrigiert, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 1,8 %. Für 2005 wurden die Wachstumserwartungen gegenüber der letzten Umfrage um 0,1 Prozentpunkte und somit auf ein leicht niedrigeres Wachstum von 2,2 % nach unten revidiert. Aus den qualitativen Antworten der Teilnehmer geht hervor, dass die Erwartungen einer Belebung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2004 weitgehend auf der Annahme basieren, dass sich die Weltwirtschaft trotz der Wechselkursentwicklungen der Vergangenheit erholen und dass die Inlandsnachfrage anschließend anziehen wird. Die SPF-Prognosen für 2004 und 2005 entsprechen den im Januar von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer veröffentlichten Ergebnissen; beide prognostizieren ein BIP-Wachstum von 1,8 % im Jahr 2004 und 2,1 % im Jahr 2005. Die erwartete langfristige Wachstumsrate in fünf Jahren (d. h. 2008) schließlich liegt bei 2,3 % und ist damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als in der vorhergehenden SPF-Umfrage.

Für die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet wird für das laufende Jahr ein Stand von 8,8 % erwartet. Verglichen mit der letzten SPF-Erhebung stellt dies eine leichte Abwärtskorrektur dar. Sie ist darauf zurückzuführen, dass die Arbeitslosigkeit in der letzten konjunkturellen Abkühlungsphase nicht so stark angestiegen ist wie erwartet und dass die Erwartungen bezüglich des BIP-Wachstums leicht nach oben revidiert wurden. Allerdings wird die wirtschaftliche Erholung 2004 nicht für so stark gehalten, dass es vor 2005 zu einer deutlichen Verbesserung der Arbeitslosenquote im Euroraum kommen wird. Dann dürfte diese Quote den Erwartungen zufolge auf 8,5 % sinken. Der Optimismus der Befragten hinsichtlich der langfristigen Entwicklung, d. h. die Annahme eines Rückgangs der Arbeitslosenquote auf 7,4 % im Jahr 2008, wird explizit mit der Umsetzung weiterer Arbeitsmarktreformen in Verbindung gebracht.

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

³ Detailliertere Angaben, die im Rahmen der Umfrage erhoben wurden, können auf der Website der EZB abgerufen werden (<http://www.ecb.int/stats/spf/spf.html>).

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im dritten Quartal 2003 aufgrund des besonders dynamischen Exportwachstums. Die Zunahme war sowohl im Industrie- als auch im Dienstleistungssektor zu beobachten. Die Umfrageergebnisse für Januar 2004 deuten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum auch um die Jahreswende anhielt. Von den Indikatoren der privaten Konsumausgaben gehen nach wie vor uneinheitliche Signale für das Wachstum des privaten Verbrauchs aus, während die Arbeitslosenquote unverändert geblieben ist. Gestützt durch den Export und die inländische Nachfrage dürfte sich die allmähliche Erholung über die kurze Frist hinaus fortsetzen.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die Daten zum realen BIP im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2003 stützen die Einschätzung, dass die Erholung im zweiten Halbjahr 2003 eingesetzt hat. Laut der zweiten Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lag das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im dritten Vierteljahr 2003 bei 0,4 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 19).

Hinter diesem Anstieg verbergen sich gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Verwendungskomponenten. Während vom Außenbeitrag ein besonders starker Wachstumsimpuls ausging, war der Beitrag der Inlandsnachfrage negativ. Der Wachstumsbeitrag des Außenhandels von 0,8 Prozentpunkten rührte sowohl von einem kräftigen Wiederanstieg der Exporte als auch von einem weiteren Rückgang der Importe her. Das starke Exportwachstum spiegelte die Erholung der Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets wider, während die rückläufigen Importe der schwachen Inlandsnachfrage im Euroraum zuzuschreiben waren. Der negative Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage war vornehmlich durch einen erheblichen, negativen Einfluss der Vorratsveränderungen bedingt, was möglicherweise auf den Abbau der im ersten Halbjahr 2003 aufgestockten Vorratsbestände zurückzuführen war. Die inländische Endnachfrage (ohne Vorratsveränderungen) leistete dagegen einen geringfügigen, positiven Beitrag zum BIP-Wachstum, der von einer Zunahme der privaten und staatlichen Konsumausgaben bei gleichzeitigem Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen ausging.

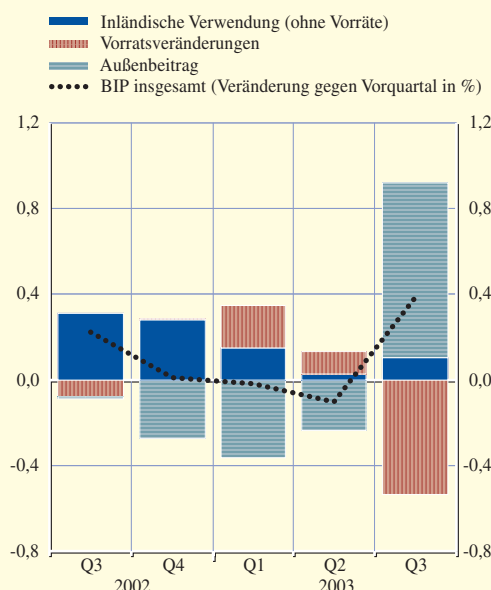
SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Das Wachstum im dritten Quartal 2003 war breit angelegt. Gemessen an der realen Wertschöpfung legten die Industrie und der Dienstleistungssektor im Quartalsvergleich um 0,5 % bzw. 0,4 % zu.

Jüngste Daten lassen darauf schließen, dass die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe)

Abbildung 19 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(Beiträge in Prozentpunkten; Quartalswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

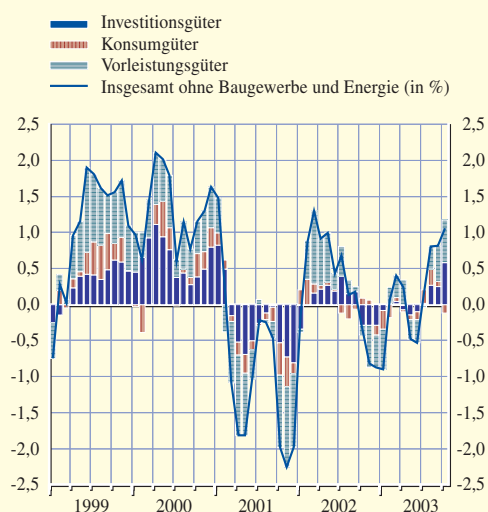
im vierten Quartal robust geblieben ist, wengleich der Wert für November 2003 gegenüber dem Vormonat unverändert blieb. Dieses Nullwachstum im November, das auf eine kräftige Zunahme im Oktober folgte, war auf einen merklichen Rückgang der Energieerzeugung zurückzuführen. In den anderen industriellen Hauptgruppen waren positive Wachstumsraten zu verzeichnen. Ohne Energie und Baugewerbe wies die Industrieproduktion im November mit 0,6 % ein kräftigeres Wachstum auf. Darüber hinaus stehen auch die Daten zum Auftragseingang bis einschließlich November mit einer weiteren Belegung der Industrieproduktion im vierten Quartal in Einklang.

Eine etwas längerfristige Betrachtung zeigt, dass sich die Entwicklung der Industrieproduktion weiter verbessert hat. In den vergangenen Monaten leisteten die Vorleistungsgüter- und die Investitionsgüterindustrie positive Beiträge zum Wachstum der Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe und Energie) (siehe Abbildung 20).

Der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge ist die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe im Januar 2004 verglichen mit dem Stand von vor drei Monaten zurückgegangen. Die Januardaten sind allerdings aufgrund von Änderungen des Länderkreises nicht vollständig mit den vorherigen Angaben vergleichbar. Der für Januar veröffentlichte Wert bezieht sich auf das Euro-Währungsgebiet ohne Frankreich, da sich infolge von Änderungen der französischen Fragebögen erhebliche strukturelle Brüche bei den Landesergebnissen ergaben. Die jüngste Entwicklung dieses Indikators ist also mit besonderer Vorsicht zu interpretieren. Berücksichtigt man den Ausschluss der französischen Daten, dürfte sich die Kapazitätsauslastung im Januar dieses Jahres nicht verringert haben.

Abbildung 20 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

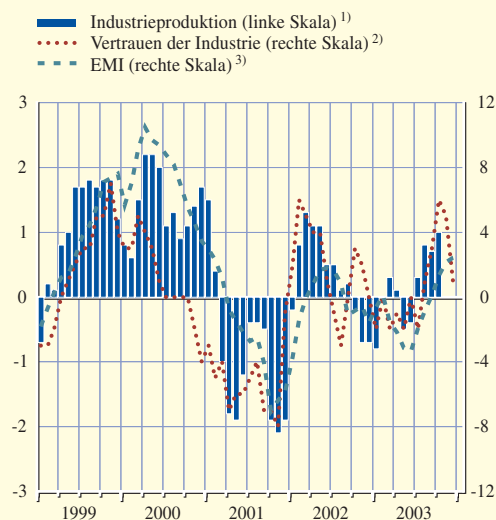
(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die ausgewiesenen Daten stellen den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor dar.

Abbildung 21 Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.
1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.
2) Salden in %; Veränderung gegenüber dem Stand drei Monate zuvor.
3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

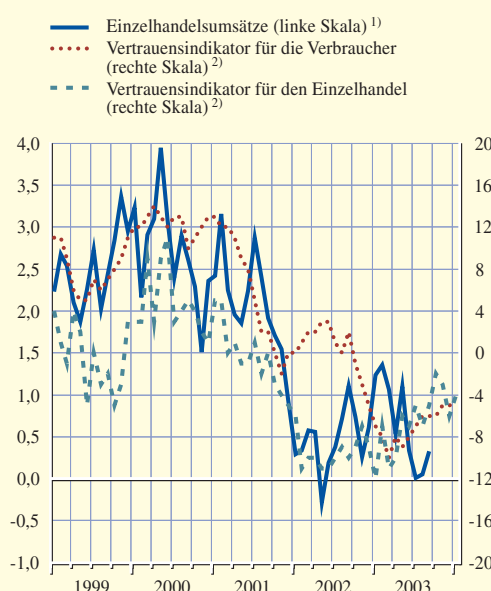
Die Umfrageergebnisse bis Januar 2004 deuten auf ein anhaltendes Wachstum im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor hin. Was das verarbeitende Gewerbe betrifft, so stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie im Januar an, womit der im Dezember 2003 beobachtete Rückgang teilweise wieder ausgeglichen wurde. Das Vertrauen der Industrie hat seit Mitte 2003 (mit Ausnahme von Dezember) kontinuierlich zugenommen und nun ein Niveau erreicht, das seinem langfristigen Durchschnitt entspricht. Gemessen an dem Stand drei Monate zuvor fielen die Verbesserungen im Lauf des vierten Quartals 2003 jedoch etwas geringer aus (siehe Abbildung 21). Der im Januar verzeichnete Anstieg des Stimmungsbarometers in der Industrie war das Ergebnis merklich gesteigener Produktionserwartungen, während die Beurteilung der Auftragslage und der Lagerbestände unverändert blieb. Nach industriellen Hauptgruppen aufgeschlüsselt spiegelte das gestiegene Vertrauen der Industrie das Wachstum in der Vorleistungsgüter- und insbesondere der Investitionsgüterindustrie wider. Dagegen blieb das Vertrauen im Konsumgütersektor gleich.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe stieg im Januar ebenfalls weiter an. Allerdings fiel dieser Anstieg wie schon im Dezember recht gering aus. Dennoch scheint die Entwicklung des EMI in den vergangenen Monaten insgesamt immer noch weitgehend mit vorangegangenen Aufschwungphasen vergleichbar zu sein. Der Anstieg des Einkaufsmanagerindex im Januar war über fast alle Indexkomponenten hinweg zu beobachten. Die Teilindizes für die Produktion, den Auftragseingang, den Einkaufsbestand und die Lieferfristen wiesen ein geringes Maß an Verbesserung auf, wohingegen der Teilindex für die Beschäftigung unverändert blieb.

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor war im Januar rückläufig. Er liegt derzeit immer noch weit unter früheren Spitzenwerten. Angesichts des recht kräftigen Anstiegs in den vergangenen neun Monaten ändert der jüngste Rückgang zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch nichts am Eindruck einer Belebung im Dienstleistungssektor. Was die einzelnen Komponenten betrifft, so trugen die Beurteilung des Geschäftsklimas und insbesondere der Nachfrage in den letzten Monaten zu dem Rückgang bei, während sich die Nachfrageerwartungen verbesserten. Der aus der Einkaufsmanagerbefragung abgeleitete Konjunkturindex für den Dienstleistungssektor stieg im Januar 2004 an, nachdem er im Dezember 2003 rückläufig gewesen war. Abgesehen vom Teilindex für die Beschäftigung war im Januar bei allen Umfragekomponenten eine Verbesserung zu verzeichnen. Insgesamt betrachtet hat sich der Konjunkturindex für den Dienstleistungssektor seit dem Frühjahr 2003 deutlich verbessert.

Abbildung 22 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

(Monatswerte)



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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt.

2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt. In den Angaben zum Vertrauen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet für Januar 2004 sind aufgrund von Änderungen in den französischen Fragebögen keine Angaben zu Frankreich enthalten. Die Ergebnisse sind daher nicht vollständig mit früheren Ergebnissen vergleichbar.

INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Die Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass der private Verbrauch im vierten Quartal 2003 verhalten blieb. Außerdem gehen von den Vertrauensindikatoren im Januar 2004 nach wie vor recht gemischte Signale für die Entwicklung des privaten Verbrauchs aus (siehe Abbildung 22).

Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich zwar im Oktober gegenüber dem Vormonat, aber die verfügbaren nationalen Daten für November lassen für das vierte Quartal insgesamt nicht auf höhere Umsätze schließen. Zudem gingen die Pkw-Neuzulassungen im vierten Quartal zurück, was eine dämpfende Wirkung auf das Wachstum des privaten Verbrauchs in diesem Zeitraum signalisiert.

Der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für die Verbraucher blieb im Januar unverändert. Die Ergebnisse der Verbraucherumfragen für Januar sind jedoch wie die oben angeführten Daten zur Kapazitätsauslastung nicht gänzlich mit den vorherigen Ergebnissen vergleichbar. Aufgrund von Änderungen bei der französischen Verbraucherumfrage, die einen signifikanten strukturellen Bruch bei den Ergebnissen verursachten, ist Frankreich in den Gesamtwerten für das Euro-Währungsgebiet im Januar nicht enthalten. Berücksichtigt man diesen Umstand, so dürfte das Verbrauchervertrauen leicht zurückgegangen sein. Der Vertrauensindikator für den Einzelhandel, der hiervon unberührt bleibt, erhöhte sich im Januar. Damit kehrte sich der im Vormonat beobachtete Rückgang teilweise um. Insgesamt scheint die Zuversicht im Einzelhandel den seit Anfang 2003 zwar volatilen, aber steigenden Trend fortgesetzt zu haben. Der im Januar 2004 verzeichnete Anstieg war auf eine deutliche Verbesserung der erwarteten Geschäftslage zurückzuführen, wobei die Beurteilung der derzeitigen Geschäftslage und Lagerbestände unverändert blieb.

4.2 ARBEITSMARKT

ARBEITSLOSIGKEIT

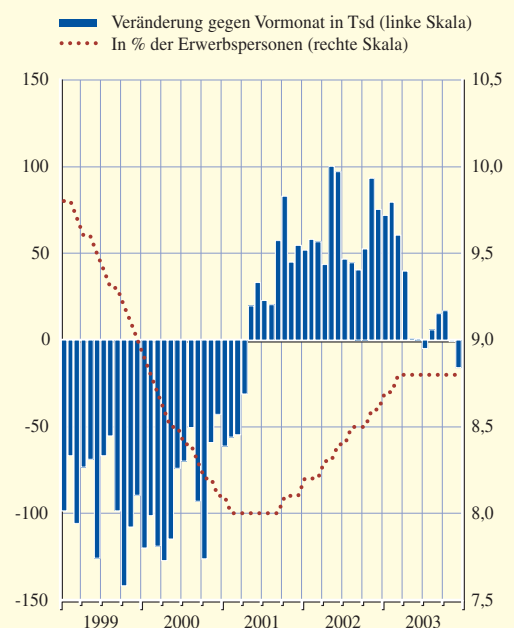
Im Dezember waren nach wie vor keine deutlichen Anzeichen einer Verbesserung an den Arbeitsmärkten erkennbar. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Berichtsmonat bei 8,8 % und ist damit seit März vergangenen Jahres unverändert geblieben (siehe Abbildung 23). Auch nach Geschlecht aufgeschlüsselt blieb die Arbeitslosenquote konstant. Nach Altersgruppen betrachtet sank die Quote bei den unter 25-Jährigen im Dezember leicht auf 16,6 %, während sich bei den über 25-Jährigen keine Veränderung ergab. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ging im Dezember um etwa 15 000 gegenüber dem Vormonat zurück, erhöhte sich jedoch gegenüber Dezember 2002 um rund 270 000.

BESCHÄFTIGUNG

Bei der Beschäftigung war im dritten Quartal 2003 ein Nullwachstum zu verzeichnen. Damit ist das Beschäftigungsniveau seit Mitte 2002 weitgehend stabil geblieben (siehe Tabelle 6). In den einzelnen Sektoren kam es jedoch zu unterschiedlichen Entwicklungen. In der Industrie ging die Beschäftigung im dritten

Abbildung 23 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 6 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Quartal 2003 weiter zurück (um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal), wovon insbesondere das Baugewerbe betroffen war. Im Dienstleistungssektor hingegen nahm sie weiter mit einer Rate von 0,2 % zu.

Trotz einiger leichter Verbesserungen lassen die Umfrageergebnisse weiterhin darauf schließen, dass die Entwicklung am Arbeitsmarkt wahrscheinlich gedämpft bleiben wird. Im Hinblick auf das verarbeitende Gewerbe sind der aus der Umfrage der Europäischen Kommission abgeleitete Indikator der Beschäftigungserwartungen wie auch der EMI-Teilindex für die Beschäftigung in diesem Sektor seit Mitte vergangenen Jahres leicht gestiegen, verharren jedoch nach wie vor auf einem relativ niedrigen Niveau. Der EMI-Teilindex für die Beschäftigung lag im Januar 2004 nach wie vor unterhalb der Referenzlinie von 50 Indexpunkten, die ein Nullwachstum bei der Beschäftigung signalisiert. Im Dienstleistungssektor sind der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Beschäftigungserwartungen und der EMI-Teilindex für die Beschäftigung ebenfalls seit Mitte 2003 nur geringfügig gestiegen und waren in jüngster Zeit sogar leicht rückläufig.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse sprechen für ein anhaltendes Wachstum um die Jahreswende herum. So lassen beispielsweise die Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission eine breit angelegte Verbesserung in der Beurteilung sowohl der aktuellen als auch der zukünftigen Konjunkturlage erkennen (siehe Kasten 4).

Für die Zukunft wird erwartet, dass angesichts der kräftigen Auslandsnachfrage die Exporte trotz des durch die Euro-Aufwertung bedingten Rückgangs der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums weiter zunehmen werden. Auch die bislang verhaltene inländische Nachfrage dürfte sich erholen. Das Investitionswachstum sollte von den niedrigen Zinssätzen, den allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen und der Verbesserung des weltwirtschaftlichen Umfelds profitieren. Darüber hinaus sollten die anhaltenden Anpassungsbemühungen des Unternehmenssektors zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität die Investitionstätigkeit ankurbeln. Überdies dürfte der Anstieg des verfügbaren Realeinkommens aufgrund günstiger Terms-of-Trade-Effekte dem Wachstum der privaten Konsumausgaben förderlich sein. Diese Aussichten spiegeln sich in den verfügbaren Prognosen wider, die allesamt von einer allmählichen Konjunkturerholung im Verlauf dieses Jahres und einer anhaltenden Belebung in der Folgezeit ausgehen (siehe Kasten 3).

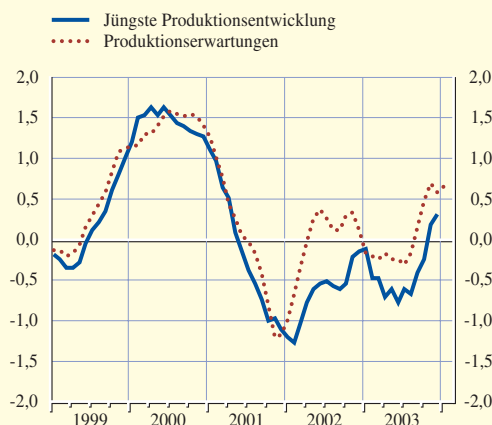
BEURTEILUNG DER AKTUELLEN UND ZUKÜNFTIGEN KONJUNKTURLAGE ANHAND DER UMFRAGEN DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION

Erhebungen wie etwa die monatlich durchgeführten Umfragen der Europäischen Kommission sind nützliche Indikatoren für die Analyse wirtschaftlicher Eckdaten.¹ So steht beispielsweise der Vertrauensindikator für die Industrie in einem engen Zusammenhang mit der Industrieproduktion, und das Verbrauchervertrauen gibt Aufschluss über die Entwicklung der privaten Konsumausgaben. Darüber hinaus ergeben sich aus den Umfragen Informationen über die Beurteilung der zukünftigen und aktuellen Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und die Einschätzung der zukünftigen und aktuellen Konjunkturlage seitens der Verbraucher. Weisen die Beurteilungen der zukünftigen und aktuellen Entwicklung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Konsumsektor erhebliche Abweichungen auf, kann dies im Rahmen der Beobachtung der Wirtschaftsentwicklung nützliche Hinweise liefern.

Abweichungen zwischen Indikatoren für die aktuelle Entwicklung und die zukünftige Situation lassen sich anhand verschiedener Messgrößen analysieren. Im Folgenden werden zwei Messgrößen näher betrachtet. Erstens kann die in der Vergangenheit beobachtete Kreuzkorrelation zwischen den beiden Indikatoren als Referenzgröße herangezogen werden, um Abweichungen in bestimmten Zeiträumen zu ermitteln. Beim verarbeitenden Gewerbe haben die Produktionserwartungen in der Regel einen Vorlauf von einem Monat gegenüber der Beurteilung der jüngsten Produktionsentwicklung. Bei den Verbrauchern weisen die Erwartungen hinsichtlich der zu-

Abbildung A Jüngste Produktionsentwicklung und Produktionserwartungen im verarbeitenden Gewerbe

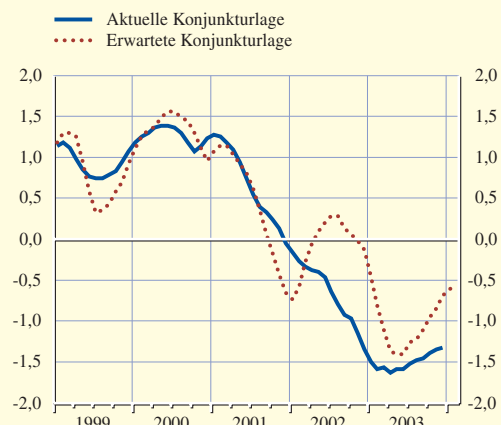
(Salden in %; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Datenreihen normiert)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Erwartungen sind als Ausdruck des durchschnittlichen zeitlichen Vorlaufs um einen Monat vorversetzt.

Abbildung B Vergangene und zukünftige Konjunkturlage nach Einschätzung der Verbraucher

(Salden in %; gleitende Dreimonatsdurchschnitte; Datenreihen normiert)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Erwartungen sind als Ausdruck des durchschnittlichen zeitlichen Vorlaufs um zwei Monate vorversetzt.

1 Eine ausführliche Erörterung der verschiedenen Möglichkeiten, wie die für das Euro-Währungsgebiet verfügbaren Umfragen zur wirtschaftlichen Analyse herangezogen werden können, findet sich im Aufsatz „Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“ im Monatsbericht vom Januar 2004.

künftigen Konjunkturlage einen Vorlauf von rund zwei Monaten gegenüber der Einschätzung der aktuellen wirtschaftlichen Situation auf. Zweitens lassen sich Abweichungen auch durch einen Vergleich der Differenz zwischen den beiden Indikatoren mit der durchschnittlichen Differenz feststellen.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Indikatoren für die zukünftige und aktuelle Entwicklung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Konsumsektor Ende 2001 und Anfang 2002 uneinheitliche Tendenzen signalisierten. So spiegelte sich ein rascher Anstieg der Erwartungen von Produzenten im verarbeitenden Gewerbe und Verbrauchern nicht in der Beurteilung der aktuellen Lage wider. Dies führte schließlich zu einer Abwärtskorrektur der Erwartungen (siehe Abbildung A und B). Ein ähnliches Verlaufsmuster war auch in den Umfragen zum Dienstleistungssektor und Einzelhandel zu beobachten.

Im verarbeitenden Gewerbe nahmen die Produktionserwartungen ab November 2001 deutlich zu, obwohl sich die Bewertung der aktuellen Produktionsentwicklung weiter verschlechterte und erst vier Monate später – im März 2002 – wieder optimistischer ausfiel. Verglichen mit dem in den Zeiten davor beobachteten Verlauf war über weite Strecken des Jahres 2002 eine ausgeprägte Differenz zwischen den beiden Zeitreihen zu beobachten. Bei den privaten Haushalten stiegen die Erwartungen zur Konjunkturlage zwischen Dezember 2001 und Mai 2002 zwar deutlich an, aber die Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage fiel im selben Zeitraum zunehmend pessimistisch aus. Dementsprechend vergrößerte sich die Differenz zwischen den beiden Zeitreihen zwischen Juli 2002 und Januar 2003 erheblich. Anschließend näherten sich die Zeitreihen nur aufgrund stark rückläufiger Erwartungen wieder an.

Die jüngste Entwicklung deutet darauf hin, dass sich die gegenwärtige Situation doch recht stark von der Lage in den Jahren 2001/2002 unterscheidet. Beim verarbeitenden Gewerbe ist die derzeitige Abweichung geringer als damals. Noch wichtiger ist, dass sich die Produktionserwartungen und die Beurteilung der aktuellen Entwicklung mit der üblichen zeitlichen Verzögerung in die gleiche Richtung entwickeln. So begannen sich beide Zeitreihen im Juli 2003 nach oben zu bewegen, wenngleich der Anstieg bei den Erwartungen stärker ausfiel. Was die Einschätzungen der Verbraucher betrifft, so ist in jüngster Zeit bei der Beurteilung sowohl der zukünftigen als auch der aktuellen Konjunkturlage ein Aufwärtstrend zu beobachten, der allerdings langsamer verläuft als in vorangegangenen Aufschwungsphasen. Zwar bewegen sich dabei die Erwartungen deutlich stärker nach oben als die Beurteilung der aktuellen Konjunkturlage, doch ist zwischen den beiden Zeitreihen keine signifikante Abweichung festzustellen.

Insgesamt scheint sich aus den Umfrageergebnissen für das Jahr 2003 hinsichtlich der Einschätzung der aktuellen und zukünftigen Entwicklung ein ausgeglicheneres Bild zu ergeben als in den Jahren 2001/2002, was im Hinblick auf die Aussichten für das verarbeitende Gewerbe und den privaten Verbrauch als positives Signal gewertet werden kann.

5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ-ENTWICKLUNG

5.1 WECHSELKURSE

Nach anhaltenden Kursgewinnen im November und Dezember 2003 schwächte sich der Euro im Januar und Anfang Februar 2004 in nominaler effektiver Rechnung ab. Die Abwertung des Euro war in diesem Zeitraum besonders ausgeprägt gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen, während er zum US-Dollar nur geringfügig nachgab.

US-DOLLAR/EURO

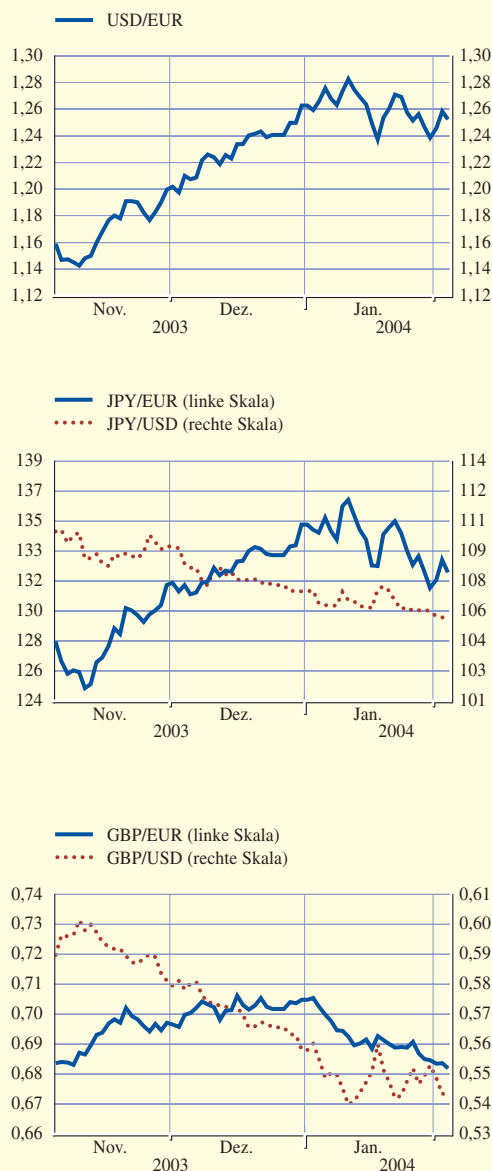
Nach einem leichten Kursanstieg Anfang Januar 2004 büßte der Euro im weiteren Monatsverlauf gegenüber dem US-Dollar an Wert ein (siehe Abbildung 24). Die Veröffentlichung der Ergebnisse verschiedener Umfragen und Vertrauensindikatoren bestätigten zusätzlich die günstigen Aussichten für die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten und gaben dem US-Dollar Aufwind gegenüber dem Euro. Außerdem spielten für die Marktteilnehmer offenbar auch der Rückgang des US-Außenhandelsdefizits im November sowie die umfangreichen Netto-Kapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr eine Rolle. Weitere Unterstützung erfuhr der US-Dollar gegen Ende des Berichtszeitraums durch die günstigere Markteinschätzung der Konjunkturaussichten für die Vereinigten Staaten nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank am 28. Januar. Anschließend wurde dieser positive Impuls allerdings durch die Veröffentlichung von Zahlen, wonach im vierten Quartal 2003 in den Vereinigten Staaten ein zwar robustes, aber schwächer als erwartetes BIP-Wachstum zu verzeichnen war, wieder abgeschwächt. Am 4. Februar war der Euro 1,25 USD wert, das heißt knapp 1 % weniger als Ende Dezember und 10,7 % mehr als im Jahresdurchschnitt 2003.

JAPANISCHER YEN/EURO

Im Januar und Anfang Februar verlor der Euro in Relation zum japanischen Yen an Boden (siehe Abbildung 24). Die japanische Währung wertete auch gegenüber dem US-Dollar auf. Maßgeblich hierfür waren vor allem eine allgemeine Besserung der konjunkturellen Aussichten Japans und das robuste Exportwachstum. Der Aufwertungsdruck auf den japanischen Yen wurde aber zum Teil durch die Interventionen der japanischen Notenbank, die den Anstieg des Yen zum US-Dollar bremsen sollten, aus-

Abbildung 24 Wechselkursentwicklung

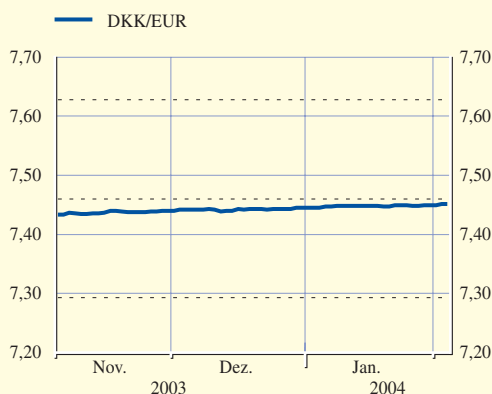
(Tageswerte; vom 3. Nov. 2003 bis 4. Febr. 2004)



Quelle: EZB.

Abbildung 25 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte; vom 3. Nov. 2003 bis 4. Febr. 2004)



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

geglichen. Zudem wurde offenbar am Markt verstärkt mit weiteren Interventionen gerechnet, nachdem die Bank von Japan am 20. Januar beschlossen hatte, die Liquiditätsbedingungen durch Anhebung ihres Zielwerts für die bei ihr auf Girokonten unterhaltenen Guthaben der Banken zu lockern. Wie die Bank von Japan erklärte, wollte sie mit dieser Maßnahme ihren geldpolitischen Kurs bekräftigen, der darauf ausgerichtet ist, die Deflation zu überwinden und eine nachhaltige konjunkturelle Erholung zu sichern. Am 4. Februar notierte der Euro bei 132,04 JPY und damit 2,2 % unter seinem Niveau von Dezember und knapp 1 % über seinem Vorjahrsdurchschnitt.

PFUND STERLING/EURO

Im Januar und Anfang Februar fiel der Euro auch zum Pfund Sterling (siehe Abbildung 24). Der deutliche Kursgewinn der britischen Währung hing wohl vor allem mit der Veröffentlichung günstiger Daten zusammen, die auf ein robustes Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich hindeuten. Am 4. Februar wurde der Euro mit 0,68 GBP gehandelt, 3,2 % unter seinem Wert von Ende Dezember und 1,5 % unter seinem Durchschnitt im Jahr 2003.

ANDERE EUROPÄISCHE WÄHRUNGEN

Die dänische Krone schwankte im WKM II weiter in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 25). Was andere europäische Währungen betrifft, so legte der Euro im Januar und Anfang Februar im Verhältnis zur norwegischen Krone deutlich zu, während er zum Schweizer Franken und der schwedischen Krone weniger stark stieg.

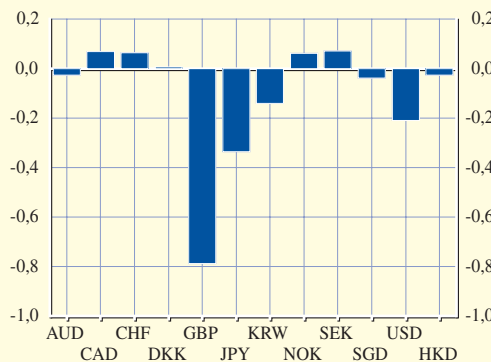
Abbildung 26 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung ¹⁾

(Tageswerte; vom 3. Nov. 2003 bis 4. Febr. 2004)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses ²⁾

31. Dez. 2003 bis 4. Febr. 2004
(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 Handelspartner berechnet.

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 4. Februar lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, um 1,3 % unter seinem Niveau von Ende Dezember und 4 % über seinem durchschnittlichen Wert im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 26). Der Rückgang des effektiven Wechselkurses des Euro spiegelte hauptsächlich dessen Kursverluste gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen wider.

5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Im November kam das in den vorangegangenen Monaten verzeichnete kräftige Wachstum der Warenausfuhren zum Stillstand, während die Wareneinfuhren stiegen. Diese Entwicklung trug zu einem Rückgang des saisonbereinigten Leistungsbilanzüberschusses im Berichtsmonat bei. Die Durchschnittswerte für den Dreimonatszeitraum bis November deuten auf einen geringen Anstieg der Exporte des Eurogebiets hin, was im Einklang mit der Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds und den steigenden Exportaufträgen steht. In längerfristiger Betrachtung hat sich der Verlauf des über zwölf Monate kumulierten Warenhandelsüberschusses des Euro-Währungsgebiets nach dem Rückgang im ersten Halbjahr 2003 seit Beginn des dritten Quartals abgeflacht. In der Kapitalbilanz wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im November einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf.

LEISTUNGSBILANZ UND WARENHANDEL

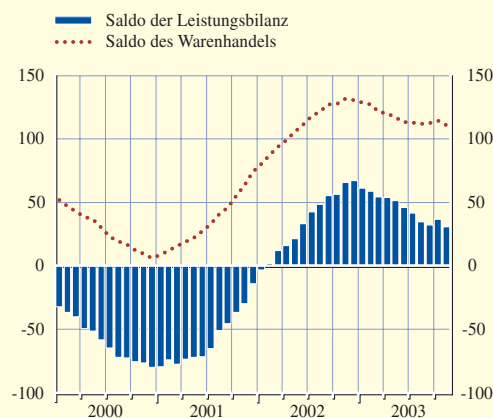
Im November 2003 schloss die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets mit einem Überschuss in Höhe von 1,7 Mrd € ab (was in nicht saisonbereinigter Rechnung einem Überschuss von 4,4 Mrd € entspricht). Dies war auf Überschüsse in der Warenhandels- und Dienstleistungsbilanz zurückzuführen, die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen teilweise aufgezehrt wurden. Verglichen mit den revidierten Daten für Oktober 2003 verringerte sich der saisonbereinigte Überschuss der Leistungs-

bilanz im November um 6,3 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür war vor allem eine Abnahme des Überschusses im Warenhandel (um 3,2 Mrd €) und im Dienstleistungsbereich (um 1,9 Mrd €) in Verbindung mit einem Anstieg des Defizits bei den laufenden Übertragungen (um 4,2 Mrd €). Der Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 3 Mrd € konnte diese Entwicklung nur teilweise kompensieren.

Längerfristig gesehen wies der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss im ersten Halbjahr 2003 einen Rückgang auf und flachte sich danach ab (siehe Abbildung 27). Dieses Verlaufsmuster war überwiegend den Veränderungen im Warenhandelsüberschuss zuzuschreiben, der sich im dritten Quartal 2003 aufgrund eines Anstiegs der Exporte sowie einer Abnahme der Importe erhöhte. Die Warenexporte scheinen diesem Entwicklungsverlauf

Abbildung 27 Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets

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



Quelle: EZB.

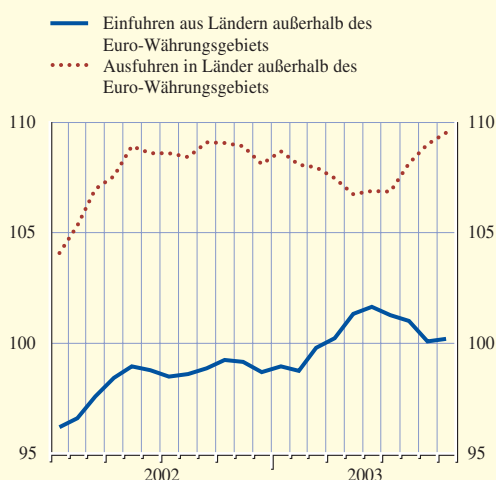
bis zum Oktober gefolgt zu sein, bevor sie sich im November abschwächten. Der zuletzt verzeichnete Rückgang ist jedoch angesichts der Volatilität der monatlichen Zahlen mit gewisser Vorsicht zu interpretieren. Legt man einen Dreimonatsdurchschnitt zugrunde, so ergibt sich ein leichter Anstieg der Warenausfuhren des Eurogebiets (siehe Tabelle 7.1, Abbildung A29 und A30 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“), was sich mit der Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds und den steigenden Exportaufträgen deckt.

Eine Aufgliederung der Daten zum Warenhandel nach Volumina und Preisen – auf Basis der bis Oktober 2003 vorliegenden Außenhandelsstatistik – gibt einen besseren Aufschluss über die jüngste Entwicklung des Warenhandelsüberschusses. In diesem Zeitraum resultierten die Schwankungen der Einfuhr- und Ausfuhrwerte vorwiegend aus Veränderungen bei den Volumina, da es weder bei den Export- noch bei den Importpreisen zu nennenswerten Veränderungen kam. Insbesondere im dritten Quartal erhöhten sich die Ausfuhrvolumina um fast 2 % (im Vorquartalsvergleich), nachdem sie in den drei vorangegangenen Quartalen zurückgegangen waren (siehe Abbildung 28). Die Belebung der Auslandsnachfrage in diesem Zeitraum scheint einer der Hauptgründe für den Wiederanstieg der Exportvolumina zu sein. Die Auslandsnachfrage kam vor allem aus Asien (ohne Japan) – im Einklang mit dem in dieser Region verzeichneten kräftigen Wachstum – und aus mittel- und osteuropäischen Ländern. Unterdessen blieb das Wachstum der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten im dritten Quartal gedämpft. Auf der Importseite sanken die Volumina der Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets im dritten Quartal um nahezu 1,5 %. Als Erklärung hierfür kommt die Abschwächung der Inlandsnachfrage im Eurogebiet in diesem Zeitraum in Betracht, von der insbesondere die importintensiven Kategorien wie beispielsweise die Investitionen und Vorräte betroffen waren.

Insgesamt unterschritt die über einen Zwölfmonatszeitraum bis November 2003 kumulierte Leis-

Abbildung 28 Volumina des Warenhandels mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Daten.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2003.

tungsbilanz des Eurogebiets ihren Stand vom November 2002 um rund 35 Mrd € (siehe Abbildung 27), was vor allem eine Abnahme des Warenhandelsüberschusses und eine Zunahme des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen widerspiegelt. Der Rückgang beim Wert der Warenausfuhren (um 23,4 Mrd €) ist die Schlüsselgröße für die Verringerung des über zwölf Monate kumulierten Warenhandelsüberschusses. Dabei scheinen sowohl die schwache Auslandsnachfrage im ersten Halbjahr 2003 als auch die Auswirkung der Euro-Aufwertung eine maßgebliche Rolle gespielt zu haben. In der Euro-Aufwertung könnte teilweise auch eine Erklärung für die geringeren Einnahmen – und den damit verbundenen Anstieg des Defizits – bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen im gleichen Zeitraum zu finden sein. Dies liegt daran, dass die in Fremdwährung aus der übrigen Welt erhaltenen Einnahmen einen geringeren Wert aufweisen, wenn sie in Euro ausgedrückt werden.

KAPITALBILANZ

In der Kapitalbilanz wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im November mit Netto-Kapitalzuflüssen von 2,2 Mrd € einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf. Darin spiegelten sich vor allem Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen (6,5 Mrd €) wider, da im Bereich der Wertpapieranlagen die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten (8,8 Mrd €) durch die Netto-Kapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen (13,1 Mrd €) mehr als ausgeglichen wurden.

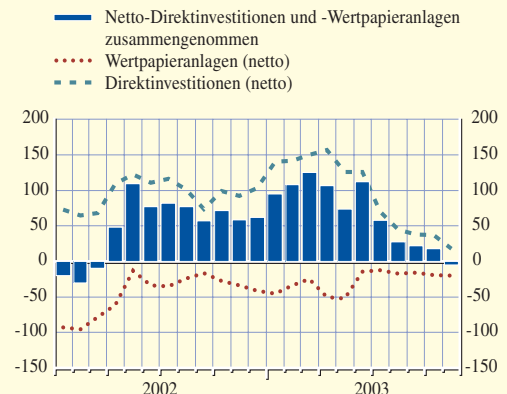
Die bei den Netto-Direktinvestitionen im November beobachtete Entwicklung war weitgehend den von Gebietsfremden im Euroraum getätigten Investitionen in Beteiligungskapital zuzuschreiben, während Gebietsansässige ihre entsprechenden Auslandsanlagen zurückführten.

Im Wertpapierverkehr könnte die Markterwartung einer weiteren Euro-Aufwertung mit den im November bei den Dividendenwerten verzeichneten Netto-Kapitalzuflüssen im Zusammenhang gestanden haben. Dagegen sind die Netto-Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet im Teilbereich der Schuldverschreibungen offensichtlich nicht nur auf Renditeüberlegungen der Anleger zurückzuführen.

In längerfristiger Betrachtung weisen die über zwölf Monate kumulierten Zahlen bis November 2003 einen weitgehend ausgeglichenen Saldo bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen auf (siehe Abbildung 29). Die Netto-Kapitalabflüsse beliefen sich im November auf 2,4 Mrd €, verglichen mit kumulierten Nettozuflüssen von 58,5 Mrd € ein Jahr zuvor. Diese Entwicklung war vor allem das Ergebnis der niedrigeren Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen, wobei insbesondere das stärkere Engagement von Ansässigen im Eurogebiet in ausländischen Schuldverschreibungen und in geringerem Maße in Dividendenwerten eine Rolle spielte. Im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr haben sich die Anlagen in Dividendenwerten sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite nach dem zweiten Quartal 2003 weitgehend stabilisiert.

Abbildung 29 Euro-Währungsgebiet – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(Mrd €, über 12 Monate kumulierte Daten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet für das Euro-Währungsgebiet einen Netto-Kapitalzufluss (-abfluss).

DIE VOLKSWIRTSCHAFTEN DER BEITRETENDEN STAATEN AN DER SCHWELLE ZUR MITGLIEDSCHAFT IN DER EUROPÄISCHEN UNION



Am 1. Mai 2004 treten zehn Länder aus Mittel- und Osteuropa sowie dem Mittelmeerraum der Europäischen Union (EU) bei. Mit Blick auf die Anzahl der beitretenden Staaten stellt dies die größte Erweiterungsrunde in der Geschichte der EU dar und ist auch insofern bemerkenswert, als die meisten der künftigen neuen Mitgliedstaaten einen Transformationsprozess durchlaufen und den Übergang von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft bewerkstelligt haben, was mit fundamentalen institutionellen und strukturellen Veränderungen ihrer Volkswirtschaften einhergegangen ist. Die neuen Mitgliedsländer werden an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) mit einer Ausnahmeregelung teilnehmen: Obwohl sie den Euro nicht sofort einführen, sind sie verpflichtet, in einem späteren Stadium, bei Erfüllung der im EG-Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien, die Einheitswährung zu übernehmen.

Der vorliegende Aufsatz führt eine Bestandsaufnahme über verschiedene makroökonomische und strukturelle Schlüsselfaktoren der Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur EU-Mitgliedschaft durch. Er beschreibt eine Reihe grundlegender Wirtschaftsindikatoren und untersucht die jüngere wirtschaftliche Entwicklung in den beitretenden Ländern, um sich dann etwas eingehender mit einigen Indikatoren zu befassen, die Aufschluss über die wechselseitigen Wirtschaftsbeziehungen zwischen den Beitrittsländern und der derzeitigen EU der 15 geben.

EINLEITUNG

Die Europäische Union steht mit Blick auf die Anzahl wie auch die Vielfalt der neuen Mitgliedstaaten vor der größten Erweiterung ihrer Geschichte. Zehn Länder in Mittel- und Osteuropa und dem Mittelmeerraum – Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, die Slowakei, Slowenien, die Tschechische Republik, Ungarn und Zypern – werden am 1. Mai 2004 der EU beitreten. Was den Erweiterungsumfang angeht, so sticht die hohe Anzahl der neuen EU-Länder hervor. Die größere wirtschaftliche Vielfalt ergibt sich vor allem aus der Tatsache, dass sämtliche künftigen neuen Mitgliedstaaten mit Ausnahme der beiden Mittelmeerländer in den vergangenen 15 Jahren einen Wandel von der Plan- zur Marktwirtschaft vollzogen haben. Während dieses Übergangsprozesses haben die beitretenden Länder neue institutionelle und rechtliche Rahmenbedingungen für ihre Volkswirtschaften geschaffen, sie für den internationalen Handel und internationale Kapitalströme geöffnet und ihre Produktionsstrukturen reorganisiert. Im Rahmen dieses Prozesses wurden der Bankensektor konsolidiert und Finanzmärkte aus der Taufe gehoben. Im Ergebnis haben die beitretenden Länder ihren Außenhandel hauptsächlich auf die Staaten der EU ausgerich-

tet und ziehen in großem Umfang ausländische Direktinvestitionen an. Am Vorabend ihres EU-Beitritts können diese Länder für sich in Anspruch nehmen, dass sie sich in einem fortgeschrittenen Stadium dieses Transformationsprozesses befinden. Die bevorstehende EU-Erweiterung ist ein gegebener Anlass, die neuere Entwicklung sowie die wesentlichen strukturellen Merkmale dieser Volkswirtschaften genauer zu betrachten.

I GRUNDLEGENDE TATSACHEN UND ZAHLEN

In den zehn beitretenden Ländern (BL) wohnen insgesamt 75 Millionen Menschen, das ist rund ein Fünftel der heutigen EU-Bevölkerung. Die Bevölkerungsgröße in den einzelnen Ländern ist sehr unterschiedlich: auf Polen entfällt ungefähr die Hälfte der Gesamtbevölkerung der beitretenden Staaten, gefolgt von Ungarn und der Tschechischen Republik mit je rund zehn Millionen Einwohnern. Die übrigen Länder haben eine Bevölkerung von jeweils bis zu rund fünf Millionen, wobei die beiden Mittelmeerstaaten über weniger als je eine Million Einwohner verfügen. Die neuen Mitgliedstaaten sind also verglichen mit den heutigen EU-Staaten in ihrer Mehrheit recht klein.

Tabelle I Bevölkerungszahl und nominales BIP der beitretenden Staaten (2002)

Bevölkerung (in Mio)		Nominales BIP (in Mrd €)	
1. Polen	38,6	1. Polen	200
2. Tschechische Republik	10,2	2. Tschechische Republik	78
3. Ungarn	10,2	3. Ungarn	69
4. Slowakei	5,4	4. Slowakei	25
5. Litauen	3,5	5. Slowenien	23
6. Lettland	2,3	6. Litauen	15
7. Slowenien	2,0	7. Zypern	11
8. Estland	1,4	8. Lettland	9
9. Zypern	0,7	9. Estland	7
10. Malta	0,4	10. Malta	4
BL-10	74,7	BL-10	441
EU-15	381,7	EU-15	9 170
BL-10/EU-15 (%)	20 %	BL-10/EU-15 (%)	5 %

Quellen: Europäische Kommission und Eurostat.

Das wirtschaftliche Gewicht der künftigen Mitgliedsländer in einer erweiterten 25 Staaten zählenden Europäischen Union (EU-25) wird mit einem BIP-Anteil von 5 % wesentlich geringer sein als ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung. Das BIP zu Marktpreisen beläuft sich in den Beitrittsländern auf insgesamt rund 440 Mrd €, verglichen mit 9,2 Billionen € in den heutigen 15 EU-Mitgliedstaaten (EU-15). Diese Asymmetrie rührt aus einem immer noch relativ großen Abstand zwischen dem Pro-Kopf-Einkommen der jetzigen und der neuen EU-Mitgliedstaaten (das unterschiedliche Pro-Kopf-Einkommen und die Konsequenzen für die Wachstumsdynamik werden in Abschnitt 3 ausführlicher behandelt).

2 NEUERE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Insgesamt können die beitretenden Staaten auf eine weitgehend positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den zurückliegenden Jahren verweisen, wobei auch das Jahr 2003 keine Ausnahme darstellt. Alles in allem haben die Länder trotz eines schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds eine solide Wachstumsrate erreicht und es zudem geschafft, die Inflation im Zaum zu halten. So haben sie sowohl beim Aufhol- als auch beim Disinflationprozess, d. h. der realen wie auch der nominalen Konvergenz,

Fortschritte erzielt. Die zwei wesentlichsten Schwachpunkte bilden gegenwärtig das öffentliche Defizit und das Leistungsbilanzdefizit, die nach wie vor hoch sind bzw. sich in mehreren Ländern ausgeweitet haben.

Bei einer näheren Betrachtung der Entwicklung zeigt sich, dass in der Mehrzahl der beitretenden Staaten während der vergangenen Jahre ein deutlicher Inflationsabbau stattgefunden hat. Im Jahr 2003 war der gewichtete Durchschnitt der Preissteigerungsraten nach dem HVPI in diesen Ländern als Ganzes gesehen auf 2,0 % zurückgegangen, nachdem er sich 2002 noch auf 2,7 % und 2001 auf 5,7 % belaufen hatte (siehe Tabelle 2). Zeit- und länderübergreifend betrachtet war dies allerdings kein homogener Prozess. Die aktuellen niedrigen Inflationsraten in der Gesamtregion haben eindeutig vom politischen Rahmenkonzept profitiert, das der Bekämpfung der Inflation einen vorderen Stellenwert einräumt. Darüber hinaus haben allerdings auch andere Faktoren wie die Entwicklung der Lebensmittelpreise, der Wechselkurse und der Konjunktur, die wohl nur vorübergehender Natur sein dürften, eine Rolle gespielt.

Rund die Hälfte der beitretenden Staaten verzeichnete im Jahr 2003 Teuerungsraten, die unter dem EU-Durchschnitt lagen, und einige von ihnen wiesen in jüngster Zeit sogar Inflationsraten nahe null oder im negativen Bereich auf

Tabelle 2 Ausgewählte gesamtwirtschaftliche Indikatoren in den beitretenden Staaten

	HVPI-Inflation (Veränderung gegen Vorjahr in %)			Reales BIP (Veränderung gegen Vorjahr in %)			Staatlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)			Saldo der Leistungsbilanz (in % des BIP)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003 ¹⁾	2001	2002	2003 ¹⁾	2001	2002	2003 ¹⁾
Estland	5,6	3,6	1,4	6,5	6,0	4,4	0,2	1,3	0,4	-6,0	-12,2	-15,2
Lettland	2,5	2,0	2,9	7,9	6,1	6,0	-1,6	-3,0	-2,9	-9,6	-7,6	-8,6
Litauen	1,3	0,4	-1,0	6,5	6,8	6,6	-1,9	-1,7	-2,4	-4,8	-5,3	-5,7
Malta ²⁾	2,9	2,2	1,6	-1,2	1,7	0,8	-7,0	-6,2	-7,4	-4,4	-1,3	-6,6
Polen	5,3	1,9	0,7	1,0	1,3	3,3	-3,5	-3,8	-4,1	-2,9	-2,6	-2,9
Slowakei	7,0	3,3	8,8	3,8	4,4	3,8	-5,4	-7,2	-5,0	-8,4	-8,0	-3,8
Slowenien	8,6	7,5	5,7	2,9	2,9	2,1	-2,5	-2,4	-2,0	0,2	1,4	0,5
Tschechische Republik	4,5	1,4	-0,1	3,1	2,0	2,2	-5,0	-6,7	-7,6	-5,4	-6,0	-6,6
Ungarn	9,1	5,2	4,7	3,8	3,5	2,9	-4,1	-9,2	-4,8	-3,4	-4,0	-6,2
Zypern	2,0	2,8	4,0	4,0	2,0	2,0	-3,0	-3,5	-5,4	-4,3	-5,3	-4,4
BL-10	5,7	2,7	2,0	2,5	2,4	3,1	-3,8	-5,1	-4,7	-3,9	-3,9	-4,4
EU-15	2,2	2,1	2,0	1,7	1,1	0,8	-0,9	-1,9	-2,7	0,3	1,0	0,5

Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Wirtschaftliche Heranführungsprogramme (Pre-Accession Economic Programmes – „PEPs“).

Anmerkung: Die Aggregate sind mit dem nominalen BIP 2002 gewichtet.

1) Geschätzt.

2) Die Inflationsangaben für Malta beziehen sich auf den Verbraucherpreisindex. Die Zahlen für 2003 sind Schätzungen aus Malts PEP 2003.

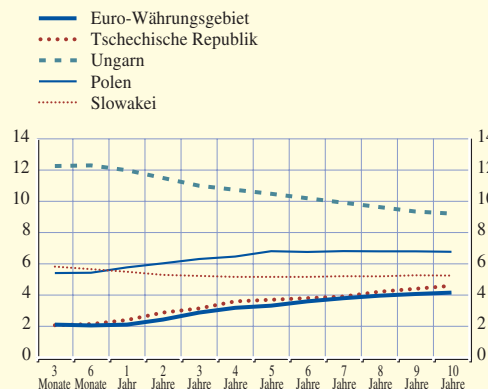
(die Tschechische Republik, Litauen und Polen). Andererseits ist in mehreren anderen Ländern die Inflation noch immer hoch. So lagen in Ungarn, der Slowakei und in Slowenien die Teuerungsraten im Jahr 2003 in einer Spanne von 4,7 % bis 8,8 %. In der Slowakei führte beispielsweise die Anpassung einer Reihe von administrierten Preisen 2003 zu einem Anstieg der gemessenen Teuerungsrates um 5 Prozentpunkte. Generell dürfte in einigen Ländern eine vollständige Deregulierung der Preise auf ein marktwirtschaftliches Niveau weiter für einen Preisauftrieb sorgen. Darüber hinaus wird auch die zugrunde liegende strukturelle Preiskonvergenz – eine Folge des Aufholprozesses beim Einkommensniveau (der so genannte Balassa-Samuelson-Effekt) – weiterhin einen Einfluss haben. Infolgedessen liegt ein mittelfristiger Anstieg der Teuerungsrates weiter deutlich im Bereich des Möglichen, so dass eine Vollendung des Disinflationprozesses und Festigung eines von niedriger Inflation gekennzeichneten Umfelds in den beitretenden Ländern weiterhin eine Herausforderung darstellt.

Die Leitzinsen sind in den letzten Jahren im Einklang mit dem Fortschritt beim Inflationsabbau und den günstigeren Inflationsaussichten gefal-

len, und dieser Prozess hat zu rückläufigen Langfristzinsen in der gesamten Region geführt. Dessen ungeachtet sind die Schlüsselzinsätze in fast allen beitretenden Ländern noch immer höher als im Euro-Währungsgebiet. Darüber hinaus ist der rückläufige Trend bei den Leitzinsen seit Mitte 2003 weitgehend zum Stillstand gekommen. In Ungarn kam es gar zu

Abbildung 1 Zinsstrukturkurven ausgewählter beitretender Staaten im Januar 2004

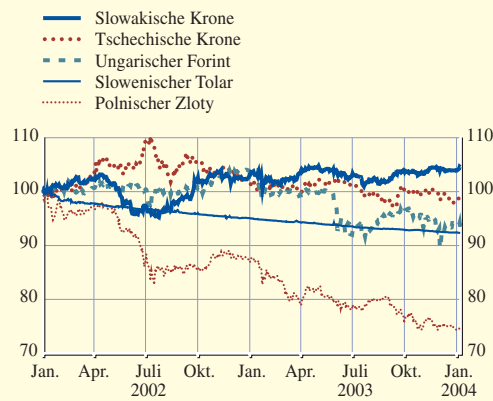
(in %, Laufzeiten)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Abbildung 2 Nominale Wechselkurse gegenüber dem Euro

(steigende Kurve = Aufwertung der nationalen Währung; Index Januar 2002 = 100)



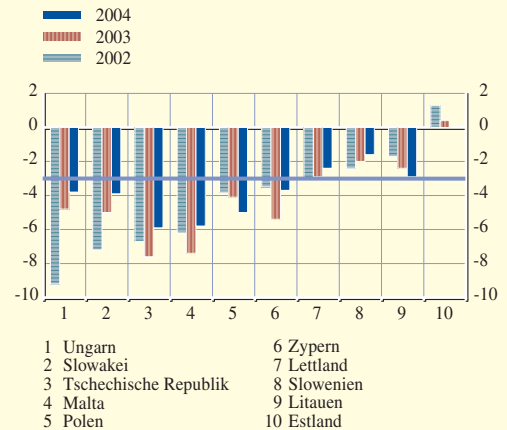
Quelle: EZB.

einer deutlichen Umkehr mit seit Juni 2003 deutlich höheren Leitzinsen. Zwar folgten die Zinssätze in der Tschechischen Republik über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg der Entwicklung im Euroraum, jedoch trifft dies nicht für den Rest der beitretenden Staaten zu (siehe Abbildung 1). In Ungarn und zu einem geringeren Grad auch in der Slowakei weist die Zinsstrukturkurve derzeit einen inversen Verlauf auf, worin sich eine Straffung der geldpolitischen Zügel am kurzen Ende bei Erwartung längerfristig niedrigerer Inflationsraten widerspiegelt.

Die Wechselkurse in der Region haben sich im Einzelnen sehr unterschiedlich entwickelt. In Ländern mit festem Währungsanker oder Systemen mit kontrolliertem Wechselkurspfad sind die nominalen Wechselkurse gegenüber dem Euro stabil geblieben. Im Gegensatz dazu waren in Ländern mit flexibleren Wechselkursregelungen deutliche Wechselkursschwankungen zu verzeichnen. In Polen wies der Zloty eine erhebliche Volatilität auf und wertete 2003 um 14,5 % gegenüber dem Euro ab. Die Wechselkursvolatilität stieg auch in Ungarn, wo der Fo-

Abbildung 3 Öffentliche Haushaltssalden

(in % des BIP)



Anmerkung: Die Angaben für 2002 sind tatsächliche Ergebnisse. Die Zahlen für 2003 und 2004 beziehen sich auf die Haushaltsziele. Reihenfolge nach den Ergebnissen des Jahres 2002. Für 2004 plant Estland einen ausgewogenen Haushalt. Die horizontale Linie gibt die Defizitobergrenze von 3 % des BIP an. Quelle: Wirtschaftliche Heranführungsprogramme (Pre-Accession Economic Programmes) für 2003.

rint 2003 unter Druck geriet und gegenüber dem Euro 10 % an Wert einbüßte, wobei diese jüngste Abwertung allem Anschein nach größtenteils mit der Besorgnis über die Aussichten für eine Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und die Inflationsentwicklung in Zusammenhang stand.

Was die gesamtwirtschaftliche Leistung betrifft, so behauptete sich im vergangenen Jahr das reale BIP-Wachstum der beitretenden Länder Schätzungen zufolge bei insgesamt rund 3,1 %. Damit weisen diese eine ziemlich hohe Expansionsrate auf, zumal wenn man das schwierige weltwirtschaftliche Umfeld und das geringe Wachstum in der EU in Rechnung stellt. Es fällt ins Auge, dass sich die Zusammensetzung des Wachstums in vielen der beitretenden Länder im vergangenen Jahr geändert hat. Der Wachstumsbeitrag des privaten Konsums und der Staatsausgaben nahm zu, während das Bruttoanlagevermögen und insbesondere der Außenbeitrag in geringerem Maße an der wirtschaftlichen Expansion beteiligt waren.

Tabelle 3 Verschuldung der öffentlichen Haushalte im Jahr 2003

(in % des BIP)

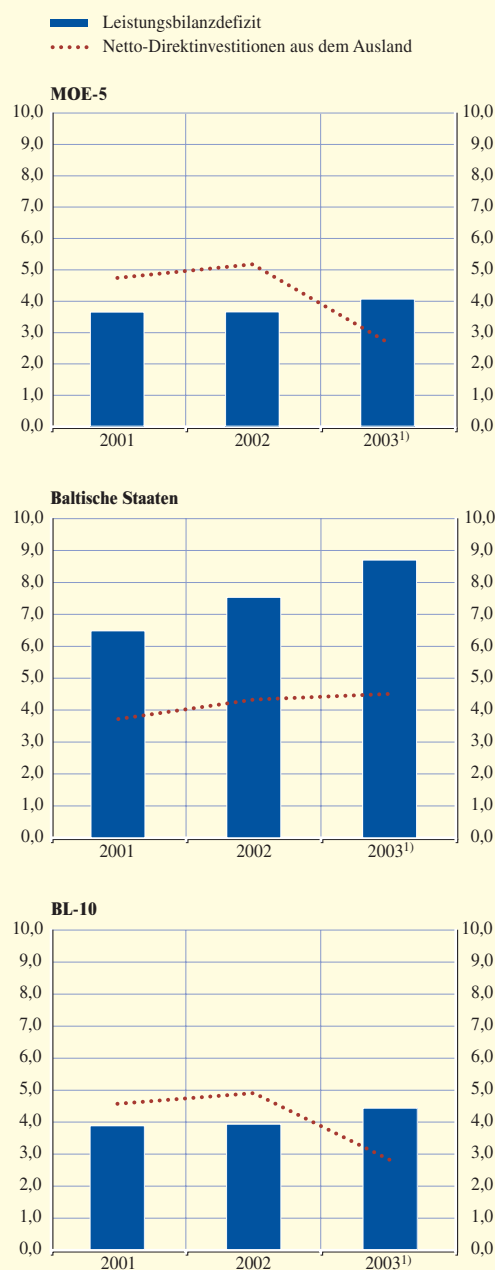
Estland	5,4
Lettland	16,7
Litauen	23,3
Malta	66,4
Polen	45,1
Slowakei	45,1
Slowenien	27,4
Tschechische Republik	30,7
Ungarn	57,9
Zypern	60,3
BL-10	42,4
EU-15	64,1

Quelle: Europäische Kommission (Herbstprognose 2003).

In der Finanzpolitik konnten verschiedene beitretende Länder in den zurückliegenden Jahren nur schwache Erfolge aufweisen, und das Gesamtdefizit der öffentlichen Haushalte der Staaten blieb Schätzungen zufolge im Jahr 2003 zusammengenommen nahezu unverändert bei rund 5,0 % des BIP. Somit hat sich also die Ausweitung des Defizits – von 3,8 % des BIP im Jahr 2001 auf 5,1 % des BIP im Jahr 2002 – trotz steigender Wachstumsraten nicht umgekehrt. Darüber hinaus scheinen die aktuellen Haushaltsdefizite in den meisten beitretenden Ländern hauptsächlich struktureller Natur zu sein, während der Spielraum der automatischen Stabilisatoren offenbar begrenzt ist. Daher werden die beitretenden Staaten zur Stabilisierung der Haushaltslage ihre öffentlichen Ausgabe- und Einnahmestrukturen in einer nachhaltigen und vorausschauenden Weise weiter reformieren müssen. Was die einzelnen Länder anbelangt, so waren die Haushaltsungleichgewichte im Jahr 2003 in Zypern, der Tschechischen Republik, Ungarn, Malta und der Slowakei am ausgeprägtesten. Das gesamtstaatliche Defizit dieser Gruppe von Ländern wird auf einen gewichteten Durchschnitt von 6,1 % des BIP geschätzt. Gemäß den Wirtschaftlichen Heranführungsprogrammen („PEPs“) des Jahres 2003 hat die Mehrzahl der beitretenden Staaten auch die Ziele ihrer mittelfristigen fiskalpolitischen Strategie gegenüber ihren Vorjahrsplänen zurückgesteckt und somit die erforderliche Konsolidierung der Staatsfinanzen weiter hinausgeschoben.

Abbildung 4 Leistungsbilanzdefizit und Direktinvestitionen

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Europäische Kommission, Wirtschaftliche Heranführungsprogramme („PEPs“) und IWF.

Anmerkung: Die fünf mittel- und osteuropäischen Staaten (MOE-5) sind: Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik und Ungarn; die baltischen Staaten: Estland, Lettland, Litauen. Die Zahlen sind mit dem nominalen BIP 2002 gewichtet. 1) Vorausberechnungen.

Tabelle 4 Wirtschaftsgröße und Beschäftigungsverteilung nach Sektoren (2002)

	Wirtschaftsgröße (in % des BIP)			Beschäftigungsverteilung (in % der Gesamtbeschäftigung)		
	Landwirtschaft	Industrie und Baugewerbe	Dienstleistungs- sektor	Landwirtschaft	Industrie und Baugewerbe	Dienstleistungs- sektor
Estland	5,4	29,3	65,3	6,9	31,2	62,0
Lettland	4,7	24,7	70,6	15,1	24,4	60,5
Litauen	7,1	30,5	62,4	17,4	27,4	55,2
Malta	2,8	28,1	69,1	2,0	31,7	66,3
Polen	3,1	30,3	66,5	26,3	26,2	47,5
Slowakei	4,4	31,1	64,5	6,2	38,5	55,3
Slowenien	3,3	36,0	60,7	11,0	37,0	52,0
Tschechische Republik	3,2	37,3	59,5	4,8	40,0	55,3
Ungarn	3,7	30,7	65,6	6,2	34,1	59,7
Zypern	4,1	20,3	75,6	5,1	23,4	71,4
BL-10	3,5	31,6	64,9	15,8	31,2	53,0
Griechenland	7,0	22,3	70,8	15,3	24,2	60,4
Portugal	3,5	28,0	68,5	12,0	34,0	54,0
Spanien	3,2	28,5	68,2	5,9	29,4	64,7
EU-15	2,0	27,0	71,0	3,9	28,2	67,8

Quellen: Europäische Kommission und Eurostat.

ben. Infolgedessen wächst in mehreren Ländern die öffentliche Verschuldung, obgleich Letztere im Durchschnitt der Ländergruppe deutlich unter dem aktuellen EU-Durchschnitt liegt. Die (am BIP gemessene) Schuldenquote reicht von 5,4 % in Estland bis 66,4 % in Malta (siehe Tabelle 3).

Die Defizite in der Leistungsbilanz haben sich im Jahr 2003 weiter vergrößert und beliefen sich in den zehn Ländern als Ganzes gerechnet auf 4,4 % des BIP. Besonders hoch waren die Defizite in den baltischen Staaten, wo sie sich auf nahezu 9 % des BIP ausweiteten. Auf längere Sicht darf für die beitretenden Länder angesichts höherer Investitionsrenditen mit Leistungsbilanzdefiziten gerechnet werden. Wird das Defizit allerdings so groß, dass es bei der Auslandsverschuldung eine negative Dynamik in Gang setzt, dann könnte die mittel- bis längerfristige Tragfähigkeit gefährdet sein. Aufgrund ihrer vielversprechenden Wachstumsaussichten ziehen die beitretenden Staaten erhebliche Kapitalströme an. Dabei sollte nicht aus den Augen verloren werden, dass dieser Mittelzufluss zwar offenbar größtenteils noch auf produktivitätssteigernde Investitionen zurückzuführen ist. Seine Zusammensetzung hat sich in

jüngster Vergangenheit jedoch verändert, und zwar weg von Direktinvestitionen hin zu einem größeren Anteil an schuldenerzeugenden Kapitalzuflüssen – auch seitens der öffentlichen Hand. Während in früheren Jahren nahezu das gesamte Leistungsbilanzdefizit durch Direktinvestitionen aus dem Ausland gedeckt wurde, waren derartige Mittelzuflüsse im Jahr 2003 rückläufig, und es entstand eine beträchtliche Finanzierungslücke zwischen den Direktinvestitionsbeträgen und den Gesamtdefiziten (siehe Abbildung 4). Dies ist teilweise dem Abschluss des Privatisierungsprozesses sowie der Tatsache zuzuschreiben, dass die steigenden öffentlichen Defizite eine verstärkte Emission von Anleihen ausgelöst haben, welche ihrerseits in nicht unerheblichem Umfang von ausländischen Anlegern gekauft werden.

3 STRUKTURELLE MERKMALE DER VOLKSWIRTSCHAFTEN DER BEITRETENDEN STAATEN

In diesem Abschnitt werden einige wichtige strukturelle Merkmale der beitretenden Staaten untersucht, die weiteren Aufschluss über deren Volkswirtschaften am Vorabend ihres EU-Bei-

tritts geben. Im Vordergrund stehen dabei die sektoralen Strukturen, die wirtschaftliche Entwicklung, die Güter- und Arbeitsmärkte, die Handelsstrukturen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit und die Entwicklung des Finanzsektors.

ALLGEMEINE SEKTORALE STRUKTUREN

Im Zuge der wirtschaftlichen Transformation haben sich die Strukturen der beitretenden mittel- und osteuropäischen Länder erheblich verändert, wobei sich ihre sektoralen Strukturen stärker denen der EU angenähert haben. Weniger ausgeprägt war der Strukturwandel in Zypern und Malta, den beiden nicht zu den Transformationsländern zählenden Volkswirtschaften. Insgesamt bewegen sich die wirtschaftliche Bedeutung der drei großen Wirtschaftssektoren Landwirtschaft, Industrie und Dienstleistungssektor sowie die Beschäftigungsverteilung zwischen diesen Sektoren allmählich in Richtung der EU-Durchschnitte. Allerdings waren die Beiträge der Landwirtschaft und der Industrie zum BIP in den beitretenden Staaten 2002 immer noch höher als in der EU, während der Dienstleistungssektor etwas kleiner ist (siehe Tabelle 4). Die sektoralen Unterschiede gegenüber der EU sind der Tendenz nach ausgeprägter in Bezug auf die Aufteilung der Beschäftigung unter den drei großen Wirtschaftszweigen. Darüber hinaus weichen die Anteile der jeweiligen Wirtschaftssektoren und die Beschäftigungsverteilung in den einzelnen Ländern stark voneinander ab. Insbesondere in Lettland und Litauen ist der Agrarsektor beträchtlich größer als im EU-Durchschnitt, und zwar sowohl gemessen am BIP als auch am Anteil an der Gesamtbeschäftigung. In Polen ist der Anteil der in der Landwirtschaft Beschäftigten sechs Mal höher als im EU-Durchschnitt, während die wirtschaftliche Größe des Agrarsektors weitgehend dem Verhältnis in der EU entspricht. Dies deutet auf eine große Produktivitätslücke hin. Angesichts der Altersstruktur in der Landwirtschaft der künftigen zehn neuen EU-Mitgliedstaaten, wo viele Bauern den rentennahen Jahrgängen angehören, ist dort in den kommenden Jahren mit einem raschen Beschäftigungsabbau in diesem Sektor zu rechnen. In der Tschechi-

schien Republik und Slowenien ist die wirtschaftliche Bedeutung des Industriesektors erheblich größer als im Durchschnitt der EU, der Dienstleistungssektor hingegen immer noch deutlich kleiner.

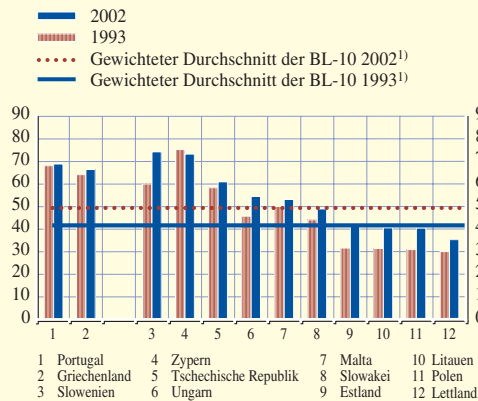
WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

In den beitretenden Staaten hat sich das Wirtschaftswachstum im Verlauf des gesamten Transformationsprozesses in den letzten anderthalb Jahrzehnten zumeist völlig anders als in der EU entwickelt. Nach Rezessionen zu Beginn des Reformprozesses Anfang der Neunzigerjahre expandierten die Beitrittsländer im Allgemeinen rascher als die Volkswirtschaften der EU. Zudem waren diese Länder vielfach stärkeren konjunkturellen Schwankungen als die EU-Mitgliedstaaten sowie verschiedenen regionalspezifischen Schocks ausgesetzt. Dazu zählen auch Stabilisierungsphasen mit zeitweilig schwachem oder negativem BIP-Wachstum (siehe Kasten).

Die zehn künftigen EU-Mitgliedsländer konnten von 1996 bis 2002 ein durchschnittliches BIP-Wachstum von 3,6 % verbuchen, verglichen mit 2,3 % in der EU. Eine Ausnahme bildet die Tschechische Republik mit einem Wachstum des realen BIP, das sich aufgrund der Stabilisierungskrise von 1997 bis 1999 auf nur 1,6 % belief. Ausschlaggebend für die höheren Wachstumsraten der künftigen EU-Mitgliedsländer sind die inzwischen größere gesamtwirtschaftliche Stabilität sowie Mitte bis Ende der Neunzigerjahre die Überwindung der geringen Wirtschaftsleistung nach der Rezession in der Anfangsphase der Transformation. Wie aus Abbildung 5 ersichtlich stieg das BIP je Einwohner zu Kaufkraftparitäten in der Gruppe der zehn künftigen EU-Länder insgesamt von 42 % des EU-Durchschnitts im Jahr 1993 auf 49 % im Jahr 2002. Die Niveauunterschiede zwischen den einzelnen Ländern sind beträchtlich, wobei die Spanne im Jahr 2002 von 35 % in Lettland bis 74 % in Slowenien und Zypern reicht. Während einige Länder nicht oder nur wenig zu den EU-Durchschnitten aufholen konnten, gelangen anderen – insbesondere Polen, Litauen, Estland, Ungarn und Slowenien –

Abbildung 5 Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten

(in % des EU-Durchschnitts)



Quelle: Europäische Kommission.
1) Gewichtet mit dem nominalen BIP 2002.

bemerkenswerte Fortschritte. Aufgrund der divergierenden Einkommensniveaus werden die einzelnen Länder die Lücke zum realen Pro-Kopf-BIP der EU nur in sehr unterschiedlichem Tempo schließen können. Wie die Erfahrungen der Vergangenheit innerhalb und außerhalb der EU zeigen, hängt eine erfolgreiche Angleichung außerdem von einer soliden Wirtschaftspolitik und einer Reihe anderer das Wirtschaftswachstum bestimmender Faktoren ab. Unter der Annahme, dass das reale BIP-Wachstum in der EU weiterhin in etwa dem Potenzialwachstum entspricht und die beitretenden Staaten einen Wachstumsvorsprung von 2 Prozentpunkten gegenüber der EU genießen, könnten die am weitesten fortgeschrittenen neuen EU-Länder (Zypern und Slowenien) den EU-Durchschnitt bis etwa zur Mitte des nächsten Jahrzehnts erreichen. In der Tschechischen Republik wäre die Konvergenz der Realeinkommen in den Zwanzigerjahren dieses Jahrhunderts zu erwarten und in Ungarn, Malta und der Slowakei in dreißig Jahren. Die Länder mit niedrigerem Einkommen schließlich würden Einkommenskonvergenz um die Jahrhundertmitte erzielen. Die Werte Portugals und Griechenlands, der beiden EU-Länder mit dem zurzeit mit knapp 70 % des EU-Durchschnitts niedrigsten BIP pro Einwohner, haben Zypern und Slowenien

bereits erreicht, während dies – unter den genannten Annahmen – in den übrigen Ländern erst in sechs bis 35 Jahren der Fall sein würde.

Die durchschnittliche Standardabweichung des realen BIP-Wachstums belief sich von 1996 bis Mitte 2003 in den mittel- und osteuropäischen Ländern auf 2,4 Prozentpunkte und war damit sehr viel höher als in den fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums, in denen die Abweichung 1,1 bis 1,8 Prozentpunkte betrug. Die Standardabweichungen der beitretenden Staaten wiesen eine große Streubreite auf. Bei den fünf mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften waren sie im Durchschnitt deutlich geringer als in den baltischen Staaten, was teilweise die Rezession im Gefolge der Russlandkrise von 1998 und die anschließende Erholung widerspiegelt, aber auch mit der geringen Größe der Länder zusammenhängen könnte.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Wachstumsentwicklung bis zu einem gewissen Grad von der der EU abweicht, was für die politischen Entscheidungsträger Probleme aufwerfen könnte. Eine weitere Handelsintegration, intra-industrielle Spezialisierung und gesamtwirtschaftliche Stabilisierung in geordneten Bahnen werden jedoch zur weiteren Synchronisation mit der heutigen EU in den kommenden Jahren beitragen.

Kasten

DER THEILSCHE UNGLEICHHEITSKOEFFIZIENT ZUR MESSUNG DER UNTERSCHIEDE IN DER WACHSTUMSDYNAMIK

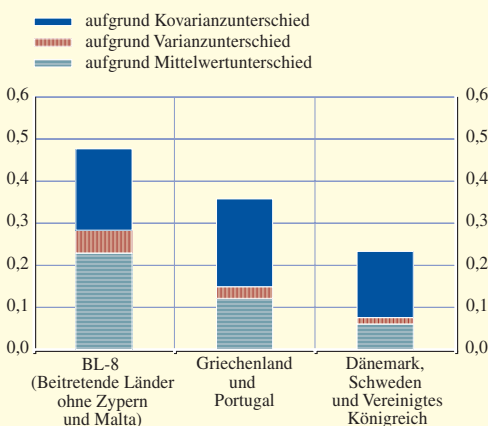
Eine praktische Methode, um die Unterschiede in der wirtschaftlichen Dynamik anhand eines einzigen Indikators zu verdeutlichen, ist die Verwendung des Theilschen Ungleichheitskoeffizienten „U“, der von Henri Theil 1967 eingeführt wurde. Er findet auf dem Gebiet der Wohlfahrtsökonomik zur Messung der Einkommensverteilung breite Verwendung und ist in jüngerer Zeit auch auf Zeitreihen angewandt worden. Formal ist der Ungleichheitskoeffizient zwischen zwei Zeitreihen definiert als ihre (zwischen null und eins) skalierte Wurzel der mittleren quadratischen Abweichung.¹ Bei Anwendung auf die Wachstumsdynamik der beitretenden Länder verrät der Index, dass zwischen diesen Ländern und der EU noch signifikante Unterschiede vorhanden sind. Dies ist auf Differenzen der durchschnittlichen Wachstumsraten, etwas höhere Output-Schwankungen sowie auf Zeitunterschiede bei den Tief- und Hochpunkten zurückzuführen.

Der Wert der U-Statistik liegt zwischen null und eins. Für zwei gleiche Zeitreihen ist U gleich 0, und je höher U ist, desto größer die Ungleichheit. Der Koeffizient lässt sich weiter aufspalten in drei Komponenten, welche den relativen Beitrag dreier spezifischer Quellen zur Gesamtungleichheit zwischen den beiden Zeitreihen anzeigen. Diese sind a) der Unterschied zwischen den Durchschnitten der Zeitreihen, b) der Unterschied zwischen der jeweiligen Variation der Zeitreihen und c) die mangelnde Synchronie oder Kovarianz zwischen den Zeitreihen. Diese Komponentenzerlegung ist insofern von besonderem Interesse,

als sie zeigt, wie die Ungleichheit der Wachstumsentwicklung mit drei verschiedenen Ursachen zusammenhängt, nämlich unterschiedlichen Durchschnitten (Unterschieden beim Trendwachstumsniveau), unterschiedlichen Varianzen (Unterschieden bei der Output-Volatilität) und dem Fehlen eines Kovarianztrends (zyklische Asynchronie und wechselnde Dynamik des Trendwachstums). Die Abbildung stellt die Unterschiede in der Wachstumsdynamik und ihren Komponenten zwischen den acht beitretenden „Transformationsländern“ (BL-8) und den fünf größten Volkswirtschaften im Eurogebiet auf der Basis von Quartalsdaten für 1996 bis Mitte 2003 dar.² Die Abbildung zeigt, dass die Ungleichheit bei den beitretenden Ländern im Durchschnitt höher war als für Griechenland und Portugal auf der einen und für Dänemark, Schweden und dem Vereinigten Königreich auf der anderen Seite. Es ist bemerkenswert, dass die Ungleichheit aufgrund von Kovarianzunterschieden bei allen drei Ländergruppen eine ähnliche Größe aufwies, während Mittelwertunterschiede bei den beitretenden Staaten etwas stärker als in Griechenland und Portugal ausgeprägt waren.

Unterschiede im BIP-Wachstum zwischen ausgewählten Ländergruppen und den fünf größten Volkswirtschaften im Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Theilscher Ungleichheitskoeffizient und Teilkomponenten, 1996 bis Q2 2003, auf der Basis von Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 1) Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande zusammengenommen.

Daneben weichen die beitretenden Länder von den beiden anderen Ländergruppen auch beim Varianzunterschied, d. h. der Output-Volatilität, ab. Darüber hinaus fällt auf, dass es auch zwischen verschiedenen Beitrittsländern eine erhebliche Divergenz in Bezug auf die Ungleichheit gegeben hat.

1 Siehe R. Pindyck und D. Rubinfeld, *Econometric models and econometric forecasts*, 1997, S. 210 f.
 2 Siehe auch R. Süppel, *Comparing economic dynamics in the EU and CEE accession countries*, Working Paper der EZB Nr. 267, 2003.

ARBEITS- UND GÜTERMÄRKTE

In den beitretenden Staaten sind die Arbeitslosenquoten insgesamt hoch (2002 im Durchschnitt aller Länder 13,6 %). Allerdings gibt es von Land zu Land große Unterschiede, wobei die Spanne von 3,9 % in Zypern bis 19,9 % in Polen reicht. Der Anteil der Langzeitarbeitslosigkeit (länger als ein Jahr) in diesen Ländern ist beträchtlich: im Jahr 2001 lag er im Durchschnitt bei über 50 % aller Arbeitslosen und entsprach damit den Werten in vielen EU-Ländern (EU-Durchschnitt 2001: 45 %). In mehreren beitretenden Staaten wurde das Wachstum nicht (oder erst in jüngster Zeit) von einem Abbau der Arbeitslosigkeit begleitet. In Verbindung mit der hohen Langzeitarbeitslosigkeit spricht dies dafür, dass die Arbeitslosigkeit zum großen Teil strukturell und nicht konjunkturell bedingt ist. Wahrscheinliche Ursachen der hartnäckig hohen Arbeitslosenquoten sind das Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage beruflicher Qualifikationen sowie eine geringe interregionale Arbeitskräftemobilität. In den zehn künftigen EU-Ländern gibt es viel mehr Regionen mit hoher Arbeitslosigkeit als in der EU.

Arbeitsplatzmobilität und die Schaffung neuer Arbeitsplätze sind gemessen am Arbeitsplatzumsatz, der in den Anfangsphasen der Transformation stark gestiegen war, in den meisten beitretenden Ländern seit Anfang der Neunzigerjahre deutlich zurückgegangen. In den letzten Jahren bewegten sich die Arbeitsplatzumsatzraten in den beitretenden Staaten in der Regel auf einem ähnlichen Niveau wie in der EU. Mit Blick auf andere – soweit vorhanden – Indikatoren der Arbeitsmarktflexibilität, etwa die Beschäftigungsschutzbestimmungen, stehen die zehn neuen EU-Mitglieder allerdings nicht schlecht da. Der Beschäftigungsschutz ist weniger streng als in der EU geregelt.

Mit dem Inflationsabbau hat sich das Wachstum der Nominallöhne in den künftigen neuen EU-Staaten weitgehend abgeschwächt. Dies scheint darauf hinzudeuten, dass die Nominallohnentwicklung dort im Allgemeinen auf Veränderungen der Inflationsraten reagiert. Bisher war eine Abwärtsflexibilität der Nominallöhne zum ei-

nen dank des Aufholprozesses und zum anderen dank einer bis vor kurzem höheren durchschnittlichen Inflationsrate als in der EU kaum erforderlich. Eine Ausnahme bildeten bestimmte Wirtschaftsbereiche in den baltischen Ländern, die von der Russlandkrise besonders stark betroffen waren und in denen die Nominallöhne offenbar nach unten flexibel waren. Kürzlich kam es jedoch zum Teil aufgrund der großen Lohn Differenzen zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor in einigen beitretenden Staaten zu beträchtlichen einmaligen Lohnanpassungen im öffentlichen Sektor, eine Entwicklung, die Demonstrationseffekte für die Löhne im privaten Sektor haben und zu insgesamt höheren Lohnforderungen führen könnte. Überdies könnten Mindestlohnregelungen und Anhebungen administrierter Preise in einigen der zehn künftigen EU-Mitgliedsländer einen Lohnauftrieb bewirken. Die beträchtlichen Mindestlohnerhöhungen, die in einigen dieser Länder in letzter Zeit zu beobachten waren, könnten leicht auf die höheren Lohngruppen übergreifen und so mit einer gewissen Verzögerung zu insgesamt höheren Lohnzuwachsen führen.

Die Nominallohnvereinbarungen in den beitretenden Staaten haben in der Regel eine relativ kurze Laufzeit. Die Lohnfindungsrahmen und die Rolle der Gewerkschaften bei der Lohnbildung unterscheiden sich von Land zu Land. Tarifverhandlungen in den zehn künftigen EU-Ländern finden zumeist auf Betriebsebene statt. Abgesehen von der Slowakei und Zypern, wo sektorale Lohnverhandlungen dominieren, und Slowenien, wo die Löhne vorwiegend zentral ausgehandelt werden, ist der Lohnverhandlungsprozess weitgehend dezentralisiert.

Nominale Rigiditäten sind nicht nur für die Arbeitsmärkte, sondern auch für die Gütermärkte ein potenzielles Problem. Im Allgemeinen besteht ein enger Zusammenhang zwischen nominaler Preisflexibilität und dem Grad der Gütermarktregulierung. Die beitretenden Länder haben die Liberalisierung der Gütermärkte relativ rasch vorangetrieben. Die Übernahme des gemeinschaftlichen Besitzstands hat entscheidend

zur Beschleunigung dieses Prozesses beigetragen. Während die künftigen EU-Mitgliedstaaten alle Rohstoffmärkte im Wesentlichen schon vor einigen Jahren liberalisierten, sind die Preise für Wasser, Strom, Heizung und andere Versorgungsleistungen meist nach wie vor reguliert. Folglich ist im Warenkorb der Verbraucher der Anteil der regulierten Preise in manchen dieser Länder noch immer vergleichsweise hoch. Im Transformationsbericht der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) von 2003 wird festgehalten, dass sich der Anteil der administrierten Preise in den Verbraucherkörben der mittel- und osteuropäischen Länder im Jahresdurchschnitt 2003 auf rund 16 % belief, mit erheblichen Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern. Außerdem berichtete die EBRD, dass mehrere Länder Schwierigkeiten haben, die Versorgungspreise auf ein voll kostendeckendes Niveau anzuheben.

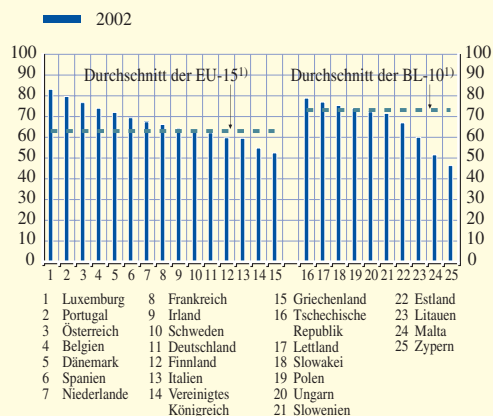
In der Bewertung der EBRD ist die Wettbewerbspolitik in den beitretenden Staaten durch Maßnahmen zur Einschränkung des Marktmissbrauchs und zur Förderung eines wettbewerbsorientierten Umfelds gekennzeichnet, die die Zerschlagung marktbeherrschender Konglomerate und eine deutliche Lockerung von Markteintrittsbeschränkungen einschließen. Der EBRD zufolge wurde ein wesentlicher Teil dieser Beschränkungen bereits beseitigt. Außerdem weist der hohe Grad an Offenheit, der die Volkswirtschaften der meisten beitretenden Länder auszeichnet, auf einen relativ intensiven Wettbewerb im Bereich der handelbaren Güter hin.

OFFENHEIT UND HANDELSSTRUKTUREN

Mit Ausnahme Polens sind die beitretenden Staaten kleine, sehr offene Volkswirtschaften. Der durchschnittliche Offenheitsgrad der Gruppe als Ganzes beläuft sich auf 99,3 % des BIP, während der gewichtete Durchschnitt einzelner EU-Staaten (unter Berücksichtigung des Binnenhandels der EU) bei 69 % liegt. Die offensten Länder unter den beitretenden Staaten sind Estland, Malta und die Slowakei. Es ist bemerkenswert, dass die Länder, deren Handel am

Abbildung 6 Der Handel innerhalb der erweiterten EU

(Handel innerhalb der künftigen EU-25 in % des gesamten Handelsvolumens)



Quellen: IWF, DOTS und Eurostat (Gewichte).
Anmerkung: Daten für Belgien und Luxemburg aus dem Jahr 1997 statt 1995.
1) Gewichtet mit dem nominalen BIP 2002.

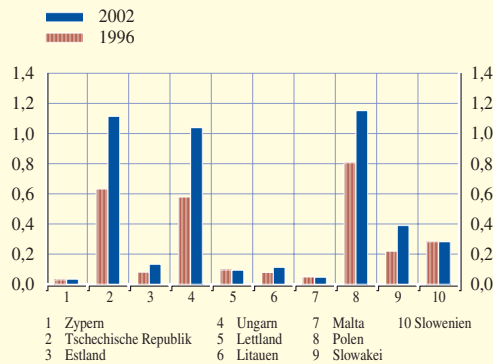
stärksten auf die EU-15 ausgerichtet ist (z. B. die Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Slowenien), nicht den höchsten Offenheitsgrad aufweisen, die offensten Volkswirtschaften (z. B. Estland und Malta) dagegen weniger intensive Handelsbeziehungen zur EU unterhalten. Für die baltischen Staaten spielt der Handel mit Russland noch die verhältnismäßig wichtigere Rolle, während die asiatischen Länder aufgrund von Auslandsinvestitionen aus dieser Region ein wichtiger Handelspartner Maltas sind.

Wie aus Abbildung 6 hervorgeht, ist der Außenhandel der beitretenden Staaten mit anderen Ländern der erweiterten EU im Durchschnitt umfangreicher als jener der derzeitigen EU-Mitgliedstaaten. Hier liegen alle beitretenden Staaten bis auf Zypern, Litauen und Malta über dem EU-Durchschnitt.

Zwar weisen die meisten beitretenden Länder im bisherigen Verlauf des Transformationsprozesses relativ hohe Leistungsbilanzdefizite auf, doch zeigt der Anstieg ihres Anteils an den gesamten Weltexporten von 1,6 % im Jahr 1996 auf 2,4 % im Jahr 2002, dass sie sich ausländische Absatzmärkte erschließen konnten. Die

Abbildung 7 Anteil an den Einfuhren der EU

(in % der gesamten Einfuhren der EU)



Quelle: IWF.

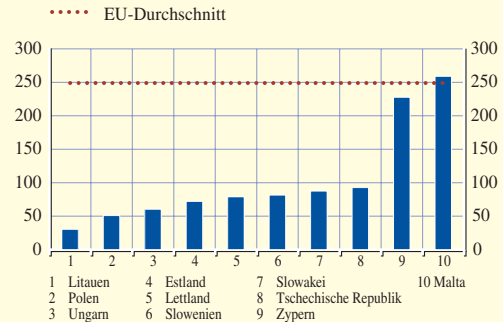
Entwicklung des Marktanteils der beitretenden Staaten an den Einfuhren der EU vermittelt ein ähnlich vielversprechendes, wenn nicht gar günstigeres Bild (siehe Abbildung 7). So erhöhte sich der Gesamtanteil dieser zehn Länder an den EU-Importen von 2,8 % im Jahr 1996 auf 4,4 % im Jahr 2002. Dies bedeutet, dass die beitretenden Staaten ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit erhalten konnten. Um diese Position behaupten zu können, werden sie sicherstellen müssen, dass sich die relative Preis- und Lohnentwicklung im Einklang mit der schrittweisen Schließung der Produktivitätslücke zur EU vollzieht.

ENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS

Ein zentrales Wesensmerkmal der Finanzsektoren der beitretenden Staaten ist die Dominanz der Banken, während die Kapitalmärkte bei der Finanzintermediation im Allgemeinen nur eine begrenzte Rolle spielen. Die zehn künftigen Mitgliedstaaten haben bei ihrem Beitritt zur EU Bankensektoren, die zwar klein sind, aber als konsolidiert und gesund gelten können. Mit der deutlich gestiegenen Eigenkapitalausstattung, Rentabilität und Aktivaqualität hat sich die Stabilität des Bankensektors in den letzten Jahren wesentlich verbessert. Dies gilt allerdings nicht für Polen. Hier ist die Rentabilität geringer und der Anteil der notleidenden Kredite größer

Abbildung 8 Größe des Bankensektors (2002)

(Bankaktiva in % des BIP)



Quellen: IWF und nationale Zentralbanken.

(Letzteres ist teilweise das Ergebnis abweichender Kreditklassifizierungsregeln). Das Niveau der Finanzintermediation ist in den meisten beitretenden Ländern nach wie vor niedrig, steigt aber seit einigen Jahren. In Abbildung 8 wird die Bilanzsumme (in % des BIP) der Bankensysteme der zehn künftigen EU-Länder im Jahr 2002 den Zahlen für die EU gegenübergestellt. Nur Zypern und Malta haben bislang ein dem EU-Durchschnitt vergleichbares Niveau erreicht. Dies erklärt sich daraus, dass ihre Volkswirtschaften keinen Transformationsprozess durchlaufen mussten und Offshore-Banken bei der Entwicklung des Finanzsektors der beiden Länder eine wichtige Rolle spielen. Bei den übrigen acht Ländern ist die Bilanzsumme des Bankensektors gemessen am BIP bedeutend geringer als bei den EU-Ländern mit dem niedrigsten Grad der Finanzintermediation.

Betrachtet man die Finanzmarktsegmente in den zehn künftigen EU-Mitgliedstaaten genauer, so zeigt sich, dass die Märkte für Schatzwechsel und Staatsanleihen in der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei relativ liquide sind. Die Märkte für Unternehmensanleihen in den zehn beitretenden Ländern sind allerdings noch kaum entwickelt, während Aktienmärkte, die auch ausländische Investoren anlocken, im Wesentlichen nur in der Tschechi-

schen Republik, Ungarn und Polen vorhanden sind. Liquide Devisenmärkte sind in vier beitretenden Staaten entstanden, und zwar in der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen (sowohl Kassa- als auch Terminmärkte) sowie in der Slowakei (Kassamarkt).

Bezeichnend für die Finanzsysteme in den zehn künftigen EU-Mitgliedstaaten ist außerdem das große Gewicht ausländischer Anteilseigner. Dies gilt zwar für alle Marktsegmente, ist aber im Bankensektor besonders ausgeprägt. Der überwiegende Teil der Bilanzsumme der Geschäftsbanken in den beitretenden Staaten befindet sich in der Hand von Ausländern, überwiegend aus der EU, und damit ist der in Auslandsbesitz stehende Anteil wesentlich höher als in der EU. In Estland, Ungarn, Litauen und Polen ist der Auslandsanteil an der Bilanzsumme am höchsten, in Zypern und Slowenien am niedrigsten. Das unterschiedliche Niveau ausländischer Beteiligungen in den mittel- und osteuropäischen künftigen EU-Mitgliedstaaten hängt mit den unterschiedlichen Strategien für die Privatisierung und Rehabilitierung des Bankensektors zusammen. Die starke Präsenz im Auslandsbesitz befindlicher Banken hat maßgeblich dazu beigetragen, dass sich insgesamt die Ertragslage aller Banken in diesen Ländern verbessert hat. Ausländer, vor allem aus der EU, spielen zumeist auch an den Aktien- und Rentenmärkten der beitretenden Staaten eine bedeutende Rolle.

Die Entwicklung des Finanzsektors hat in der Regel die Transmission geldpolitischer Impulse über die Zins- und Kreditkanäle in den zehn künftigen EU-Ländern gestärkt, wenn auch die Wirksamkeit dieser Kanäle infolge der geringen Tiefe der Finanzintermediation im Vergleich zum Wechselkurskanal eingeschränkt bleibt. Die Bankzinsen haben sich spürbar den in der EU vorherrschenden Niveaus angenähert, und die Differenzen zwischen Einlagen- und Kreditzinsen haben sich in den vergangenen Jahren in etwa auf die in den EU-Ländern üblichen Spannen verringert, allerdings mit von Land zu Land erheblichen und recht hartnäckigen Unterschieden.

Zuletzt waren bei den Krediten an den privaten Sektor in vielen beitretenden Staaten sehr hohe Expansionsraten zu verzeichnen. So nahmen etwa die Kredite an private Haushalte im Jahr 2002 in Ungarn um 74 % und in Estland und Lettland um rund 40 % zu. Die Kreditbestände sind zwar nach wie vor niedrig und zum Großteil durch Hypotheken besichert, doch stellt diese Entwicklung zunehmend höhere Anforderungen an Intermediation und Aufsicht und unterstreicht die Notwendigkeit einer Überprüfung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften und der Überwachung, die in vielen dieser künftigen EU-Mitgliedstaaten bereits im Gange ist.

4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die zehn neuen Mitgliedstaaten werden bei ihrem Beitritt zur EU auf bereits beachtliche wirtschaftliche Erfolge verweisen können. Sie haben eine umfassende gesamtwirtschaftliche Stabilisierung erreicht und erhebliche Fortschritte beim Inflationsabbau sowie deutliche nachhaltige Verbesserungen bei ihren ökonomischen Fundamentalfaktoren und ihrer Strukturpolitik erzielt.

Die Wirtschaftsstrukturen der beitretenden Länder haben sich denen der heutigen EU-Mitgliedstaaten angenähert, der Öffnungsgrad ist hoch und der Handel mit der EU sowie die Finanzintegration in die EU in der Mehrzahl der Fälle gut vorangekommen. Auch hinsichtlich der Finanzmarktstabilität sind Fortschritte zu verzeichnen. Die Perspektive der EU-Mitgliedschaft hat in diesem Prozess schon geraume Zeit vor dem tatsächlichen Beitritt einer festen Verankerung des Politikwechsels gedient. In einigen Punkten bestehen zwischen den beitretenden Staaten jedoch noch beträchtliche Unterschiede. Diese betreffen ein breites Spektrum an nominalen, realen und strukturellen Bedingungen und insbesondere die Arbeitsmarktgegebenheiten, die Konvergenz der Zinsen, die außenwirtschaftlichen Positionen und die Entwicklung der öffentlichen Finanzen. Auch der Integrationsgrad ist von Land zu Land sehr unterschiedlich. Darüber hinaus befinden sich die

Pro-Kopf-Einkommen verglichen mit dem EU-Durchschnitt noch auf einem eher niedrigen Niveau, was die zentrale Bedeutung einer Politik unterstreicht, die das Potenzialwachstum der beitretenden Staaten stärkt.

Der Beitritt zur EU ist für die zehn Länder ein Meilenstein. Allerdings ist der Transformationsprozess mit dem Beitritt nicht abgeschlossen, und die Reformen müssen wie geplant vorschreiten. Die beitretenden Länder werden ihre makroökonomische Politik auf den Erhalt des im Aufholprozess bislang Erreichten und zugleich auf eine Bewältigung der sich vornehmlich aus den außenwirtschaftlichen und fiskalischen Ungleichgewichten ergebenden Herausforderungen ausrichten müssen.

ENTWICKLUNG DER BILANZEN IM PRIVATEN SEKTOR DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS UND DER VEREINIGTEN STAATEN



In diesem Artikel werden die wichtigsten Entwicklungen in den Bereichen Ersparnis, Finanzierung und Investitionen sowie die daraus resultierenden Trends bei der Verschuldung und beim Geldvermögen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten seit Mitte der Neunzigerjahre miteinander verglichen. Methodische Unterschiede, die einen solchen Vergleich zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten erschweren, werden so weit wie möglich berücksichtigt.

In Relation zum BIP erhöhten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in beiden Wirtschaftsräumen ihre Sach- und Geldvermögensbildung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre, während ihre Ersparnis tendenziell rückläufig war. Ein beachtlicher Anteil der Vermögensbildung wurde über die zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital finanziert, was einen Anstieg der Unternehmensverschuldung in Relation zum BIP zur Folge hatte. Seit dem Ende des Booms an den Aktienmärkten im Jahr 2000 und in der darauffolgenden konjunkturellen Schwächeperiode ist es den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zunehmend gelungen, das Verschuldungswachstum zu begrenzen. Berücksichtigt man die methodischen Unterschiede bei der Zusammenstellung der Daten und der Bilanzierung, so wurden in diesem Zeitraum in beiden Wirtschaftsräumen weitgehend gleich hohe Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verzeichnet.

Sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten verringerte sich auch die Sparquote der privaten Haushalte in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre vor dem Hintergrund des sich beschleunigenden Wirtschaftswachstums und der Erwartung hoher Einkommenszuwächse sowie eines Rückgangs der Arbeitslosigkeit, wobei durchgehend erhebliche Niveauunterschiede zu verzeichnen waren. Darüber hinaus hat die deutliche Zunahme der Wohnungsbaukredite seit der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre in beiden Wirtschaftsräumen zu einem Anstieg der am Einkommen gemessenen Schuldenquote geführt. Ab dem Jahr 2002 kehrte sich die trendmäßige Entwicklung des Sparverhaltens aufgrund der konjunkturellen Abschwächung um. Im gesamten Berichtszeitraum lag die Sparquote der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet deutlich über der von US-Privathaushalten, was möglicherweise mit den optimistischeren Erwartungen hinsichtlich des Einkommenswachstums der US-Haushalte zusammenhing. Dementsprechend stieg die Schuldenquote der privaten Haushalte gemessen am Einkommen in den Vereinigten Staaten stärker an und war deutlich höher als im Euroraum.

I EINLEITUNG

In den vergangenen Jahren hat der Anstieg der Verschuldung der privaten nichtfinanziellen Sektoren (d. h. der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte) in großen Industrieländern dazu geführt, dass ein verstärktes Augenmerk auf die Bilanzstruktur im privaten Sektor gelegt wird. Die Entwicklung der Preise für Vermögenswerte (vor allem die der Aktienkurse und Immobilienpreise) hat nicht nur das Investitionsverhalten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der privaten Haushalte stark beeinflusst, sondern auch die Verschuldungsentwicklung. Vor diesem Hintergrund untersucht der vorliegende Artikel

die Entwicklung von Ersparnis, Finanzierung und Investitionen der privaten Sektoren und stellt die sich daraus ergebenden Bilanzentwicklungen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten einander gegenüber. Dieser Vergleich konzentriert sich auf den Zeitraum von 1995 bis 2002, für den Angaben der jährlichen Finanzierungsrechnung des Euro-Währungsgebiets vorliegen. Im zweiten Abschnitt werden die Entwicklungen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verglichen, während Abschnitt 3 näher auf den Sektor der privaten Haushalte eingeht. Im Kasten werden einige der wichtigsten methodischen Unterschiede zwischen den volkswirtschaftlichen

Gesamtrechnungen und den Finanzierungsrechnungen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten beschrieben. Darüber hinaus wird erläutert, wie diesen Unterschieden im Rahmen des hier angestellten Vergleichs Rechnung getragen wurde. In Abschnitt 4 werden die Schlussfolgerungen dargelegt.

2 BILANZENTWICKLUNG BEI DEN NICHT-FINANZIELLEN KAPITALGESELLSCHAFTEN

Seit Ende der Neunzigerjahre ist die Gewinnentwicklung bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten weitgehend durch zwei unterschiedliche Phasen geprägt. Zwischen 1997 und 2000 (in den Vereinigten Staaten) und 1998 und 2001 (im Euro-Währungsgebiet) war bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ein Rückgang der Bruttoersparnis (die im Allgemeinen den nicht ausgeschütteten Gewinnen zuzüglich der Abschreibungen entspricht) gemessen in % des BIP zu verzeichnen, der teilweise auf einen Anstieg der Lohnstückkosten zurückzuführen war (siehe Tabelle 1). Seitdem hat sich die Unternehmensersparnis in beiden Wirtschaftsräumen durch eine Eindämmung der Kosten mit dem Ziel der Rentabilitätssteige-

rung leicht erholt, wobei die Gewinnsteigerung in den USA allerdings höher ausfiel als im Euroraum.

Dem Rückgang der Unternehmensersparnis stand ein Anstieg der nichtfinanziellen Investitionen gegenüber. In beiden Wirtschaftsräumen erhöhten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ihre Bruttoanlageinvestitionen zwischen 1995 und 2000 deutlich. Bis zum Jahr 2000 war in den Vereinigten Staaten eine stärkere Wachstumsrate der nichtfinanziellen Investitionen zu verzeichnen als im Euroraum (die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten lagen bei 8,7 % bzw. 6,2 %), was vor allem den höheren Investitionen in den zur „New Economy“ zählenden Sektoren (wie zum Beispiel in die Informations-technologie- und Telekommunikationssektoren) zuzuschreiben war. Dies trug letztlich dazu bei, dass in den USA größere Kapazitätsüberschüsse vorhanden waren als im Euroraum und kann den im Vergleich zum Euroraum stärkeren Rückgang der Investitionen US-amerikanischer nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften seit dem Jahr 2001 erklären.

Infolge des Rückgangs der Bruttoersparnis und des Anstiegs der Investitionen (zu denen auch der Erwerb von UMTS-Lizenzen im Euroraum

Tabelle 1 Ersparnis und Investitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(in % des BIP)

	Euro-Währungsgebiet				Vereinigte Staaten			
	(1) Bruttoersparnis	(2) Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto	(3) Bruttoanlageinvestitionen	(1)+(2)-(3) Finanzierungsüberschuss (+)/ Finanzierungsdefizit (-)	(1) Bruttoersparnis	(2) Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto	(3) Bruttoanlageinvestitionen	(1)+(2)-(3) Finanzierungsüberschuss (+)/ Finanzierungsdefizit (-)
1995	9,5	2,9	10,3	2,1	9,9	-0,5	9,9	-0,5
1996	9,3	0,7	10,2	-0,2	10,3	-0,5	10,0	-0,2
1997	9,2	0,6	10,6	-0,8	10,4	-1,0	9,9	-0,4
1998	9,7	0,8	11,2	-0,8	9,6	-0,9	9,9	-1,2
1999	8,9	0,7	11,4	-1,7	9,8	-0,7	10,9	-1,8
2000	8,7	-0,1	12,0	-3,5	9,3	-0,6	11,3	-2,6
2001	8,5	0,8	11,2	-1,9	9,4	0,4	10,5	-0,7
2002	8,9	0,8	10,6	-0,8	10,0	-0,1	9,3	0,6

Quellen: EZB, Eurostat und US National Income and Product Accounts.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto beinhalten Vermögenstransfers, Vorratsveränderungen und den Nettozugang an Wertsachen und nichtproduzierten Vermögensgütern (z. B. Grund und Boden sowie UMTS-Lizenzen).

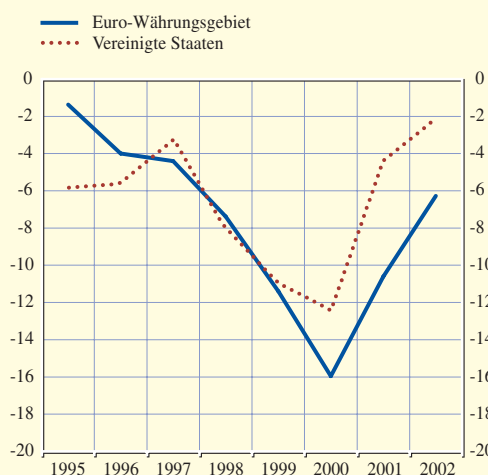
zählt) weitete sich die Finanzierungslücke der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – im Allgemeinen der Saldo aus Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen in Relation zum BIP – in beiden Wirtschaftsräumen im Zeitraum von 1996 bis 2000 erheblich aus (siehe Finanzierungsdefizit in Tabelle 1). Die anschließende Verringerung der Finanzierungslücke spiegelte die Bemühungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wider, ihre Ertragslage zu verbessern und den Anstieg der Verschuldung zum Teil durch Kürzung der nichtfinanziellen Investitionen zu begrenzen.

Neben ihrer verstärkten Investitionstätigkeit erhöhten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in beiden Wirtschaftsräumen vor allem im Zeitraum zwischen 1999 und 2001 auch ihren Erwerb von Finanzaktiva deutlich. Dies stand mit den regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten in Zusammenhang. Im Euroraum belief sich die Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in diesem Zeitraum im Durchschnitt auf 10,3 % des BIP, verglichen mit 7,5 % in den Vereinigten Staaten.¹ Während in den Vereinigten Staaten insgesamt mehr Fusionen und Übernahmen stattfanden als im Euro-Währungsgebiet, war hier eine höhere Zuwachsrate als in den USA zu beobachten, was mit der steigenden Anzahl grenzüberschreitender Aktivitäten von im Euroraum ansässigen Unternehmen in dieser Periode in Zusammenhang stehen kann.

Der Finanzierungsbedarf nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften stieg in den Jahren 1995 bis 2002 im Eurogebiet stärker als in den USA, was teilweise auf die geringere Unternehmensersparnis und die stärkere Geldvermögensbildung im Euro-Währungsgebiet zurückgeführt werden kann. So gingen beispielsweise die Bruttoersparnis abzüglich Geldvermögensbildung und die nichtfinanziellen Investitionen in Relation zum BIP (die als erweiterte Messgröße der Finanzierungslücke gesehen werden kann) im Euroraum bis zum Jahr 2000 deutlicher zurück als in den USA (siehe Abbildung 1). Die anschließende Erholung fiel in den Vereinigten Staaten aufgrund der im Vergleich zum Euroraum stär-

Abbildung 1 Bruttoersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ohne Geld- und Sachvermögensbildung

(in % des BIP)



Quellen: EZB, Eurostat und US National Income and Product Accounts.

Anmerkung: Die Daten für die Vereinigten Staaten wurden bereinigt, um einen Vergleich mit den Daten für das Euro-Währungsgebiet zu ermöglichen. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich im Kasten dieses Aufsatzes.

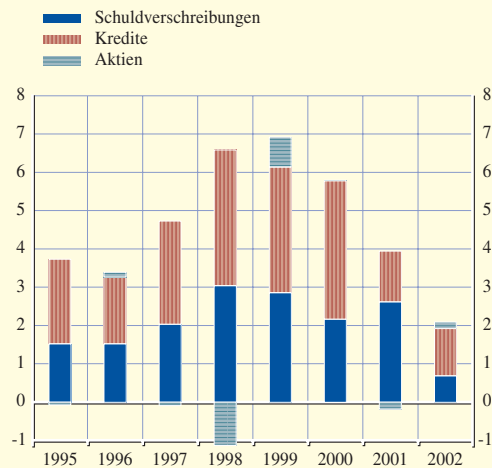
ker steigenden Gewinne und den drastischeren Kürzungen bei den nichtfinanziellen Investitionen etwas stärker aus.

Am deutlichsten unterscheidet sich die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den USA und im Euroraum im Beobachtungszeitraum hinsichtlich der Emission von Aktien. In den Vereinigten Staaten war eines der auffälligsten Merkmale der Unternehmensfinanzierung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre die insgesamt negative Ausgabe von Aktien, worin sich sowohl umfangreiche Aktienrücknahmen (Equity Retirements) der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA

¹ Die gemessen am BIP stärkere Geldvermögensbildung der im Euroraum ansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften könnte unter anderem mit Unterschieden bei der bilanziellen Behandlung von Fusionen und Übernahmen in den Finanzierungskonten in Zusammenhang stehen. Vor allem grenzüberschreitende Fusionen (z. B. zwischen in verschiedenen Ländern des Euroraums ansässigen Einheiten) werden meist nicht als Aktienrücknahme (d. h. als Kapitalherabsetzung nach einer vollständigen Fusion) erfasst, wohingegen dies bei Fusionen innerhalb eines einzigen Landes (z. B. innerhalb der Vereinigten Staaten) der Fall sein kann.

Abbildung 2 Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Vereinigten Staaten

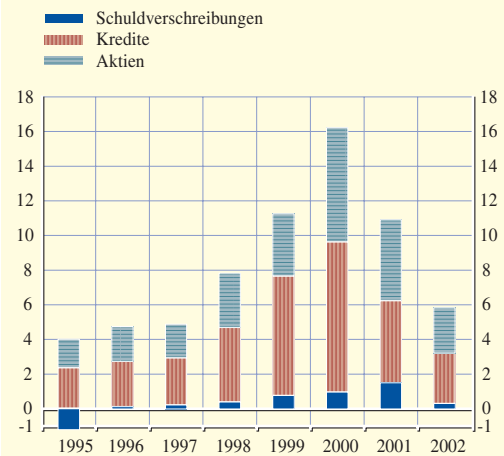
(in % des BIP)



Quelle: US Flow of Funds Accounts.
Anmerkung: Die Aktienemission in den Vereinigten Staaten ist definiert als die Summe der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Aktien und der Direktinvestitionen in nichtfinanzielle US-Kapitalgesellschaften (ohne Verbindlichkeiten von US-amerikanischen verbundenen Unternehmen gegenüber ausländischen Firmen).

Abbildung 3 Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Pensionsrückstellungen auf der Passivseite der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets sind nicht berücksichtigt, da die entsprechenden Stromgrößen in Relation zum BIP unerheblich sind.

im Zusammenhang mit Übernahme- und Fusionsaktivitäten sowie umfangreiche Aktienrückkaufprogramme² widerspiegeln (siehe Abbildung 2). Hinter Letzteren stand möglicherweise die Absicht von US-Unternehmen, ihre Aktienkurse in die Höhe zu treiben, um das Risiko einer Übernahme zu verringern. Darüber hinaus haben diese Programme wegen ihres allgemein günstigen Einflusses auf die Aktienkurse die Attraktivität von Aktienoptionsplänen als Vergütungsinstrument für Führungskräfte erhöht. Auch steuerliche Gründe können bei der Ausgestaltung von Aktienrückkaufprogrammen eine Rolle gespielt haben, da die aus Aktienrückkäufen realisierten Kursgewinne normalerweise niedriger besteuert werden als Dividenden.³

Dagegen haben Aktienrücknahmen und Aktienrückkaufprogramme im Euroraum teilweise aus rechtlichen Gründen keine besondere Rolle gespielt.⁴ Die Aktienemission blieb folglich insgesamt gesehen eine wichtige Finanzierungsquelle der nichtfinanziellen Kapitalgesell-

schaften, was mit den steigenden Aktienkursen bis zum Jahr 2000 und umfangreichen Aktien-tauschgeschäften im Rahmen von Fusionen und Übernahmen in Einklang steht. In den Jahren 2001 und 2002 erhöhte sich die Aktienemission zwar weiter, nahm aber aufgrund des Rückgangs der Aktienkurse und des daraus resultierenden sprunghaften Anstiegs der Eigenkapitalkosten in geringerem Umfang zu als zuvor.

Das Wachstum der Fremdfinanzierung im Euro-raum wurde durch den trendmäßigen Rückgang

2 „Aktienrückkauf“ (Share Buyback) bezeichnet den Erwerb von unternehmenseigenen Aktien am Aktienmarkt, wohingegen „Aktienrücknahme“ (Equity Retirement) als rechtmäßige Kapitalherabsetzung nach einer Fusion (das übliche Ergebnis einer vollständigen Fusion in den USA) definiert ist. Siehe auch den Artikel „The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses“ im Federal Reserve Bulletin vom Juli 2001.

3 Die Senkung der Spekulationssteuer im Jahr 1996 dürfte einer der Gründe für die umfangreichen Aktienrückkaufprogramme in den USA in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre gewesen sein.

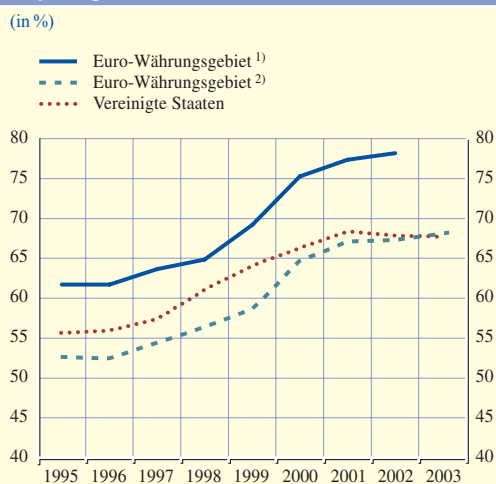
4 Anders als in den Vereinigten Staaten sind Aktienrückkäufe durch Unternehmen in einer Reihe von Ländern des Euro-Währungsgebiets nur beschränkt möglich.

der Zinssätze in diesem Zeitraum gestützt. Zwischen 1995 und 2002 erfolgte die Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet überwiegend über die Aufnahme von Krediten (siehe Abbildung 3).⁵ Obwohl sich der Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum nach der Euro-Einführung und im Zusammenhang mit den regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten erheblich weiterentwickelt hatte, blieb der Anteil der Unternehmensanleihen an der gesamten Fremdfinanzierung der im Eurogebiet ansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gering. In den Vereinigten Staaten waren die entsprechenden Anteile von Krediten und Schuldverschreibungen an der Fremdfinanzierung mit 54 % bzw. 46 % zwischen 1995 und 2002 insgesamt ausgewogener (siehe Abbildung 2).

Unter Berücksichtigung dieser Finanzierungsentwicklungen sowie der Bewertungseffekte belief sich der Anteil der Kredite am Gesamtbestand der ausstehenden Verbindlichkeiten im Euroraum im Jahr 2002 auf insgesamt 38 % (und lag damit geringfügig unter dem Stand von 1995), während sich der Anteil der Aktien leicht auf 55 % erhöhte. Der Anteil der Schuldverschreibungen war im Jahr 2002 mit 4 % etwa gleich hoch wie 1995, während sich der Anteil der Pensionsrückstellungen geringfügig auf 2 % verringerte. In den Vereinigten Staaten finanzierten sich die Unternehmen weiterhin primär über die Ausgabe von Aktien, auf die 56 % aller ausstehenden Verbindlichkeiten entfielen, während sich der Anteil der Kredite auf 25 % und der Anteil der Schuldverschreibungen auf 19 % belief.⁶

Betrachtet man die Finanzsituation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, so zeigt sich, dass die Unternehmensverschuldung in beiden Wirtschaftsräumen in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre deutlich zugenommen hat. Infolge des stärkeren Wachstums der Fremdfinanzierung und des etwas schwächeren BIP-Wachstums erhöhte sich die Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet gemessen am BIP in diesem Zeitraum stärker als die entsprechende Quote in den Ver-

Abbildung 4 Am BIP gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



Quellen: EZB, Eurostat und US Flow of Funds Accounts.

Anmerkung: Zur Verschuldung zählen Kredite, Schuldverschreibungen und im Fall des Euro-Währungsgebiets auch Pensionsrückstellungen. Die letzten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2003 und sind für das Euro-Währungsgebiet geschätzt.

1) Anhand der jährlichen Finanzierungsrechnung ermittelte Schuldenquote.

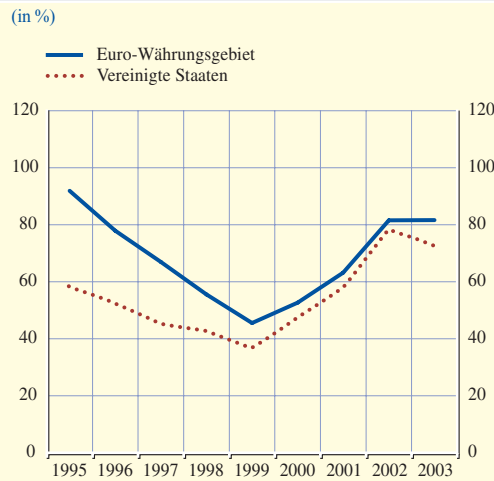
2) Anhand der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung und der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets geschätzte Schuldenquote (zur Methodik siehe den Kasten in diesem Aufsatz).

einigten Staaten. Dennoch wurden unter Berücksichtigung methodischer Unterschiede (siehe Kasten) im Jahr 2003 in beiden Wirtschaftsräumen weitgehend vergleichbare Schuldenquoten verzeichnet (siehe Abbildung 4).

Indikatoren der Verschuldung, wie etwa das Verhältnis zwischen Verschuldung und Eigenkapital, das die Verschuldung eines Unternehmens in Relation zu seinem Marktwert aufzeigt,

- 5 Siehe den Aufsatz „Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2003.
- 6 Bei einem Vergleich der ausstehenden Verbindlichkeiten von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sind eine Reihe methodischer Unterschiede bei der Definition von Verschuldung zu berücksichtigen (siehe Kasten). Zudem werden ausstehende Verbindlichkeiten aus der Begebung von Aktien in den Vereinigten Staaten konsolidiert ausgewiesen (d. h., Beteiligungen von verbundenen Unternehmen werden saldiert), während die Verbindlichkeiten aus Aktienemissionen in den Finanzierungskonten des Euro-Währungsgebiets grundsätzlich nicht auf sektoraler Ebene konsolidiert werden. Eine solch unterschiedliche bilanzielle Behandlung wirkt sich auch auf die jeweilige Höhe der Schuldenquote in den beiden Wirtschaftsräumen aus.

Abbildung 5 Am Eigenkapital gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



Quellen: EZB, Eurostat und US Flow of Funds Accounts.
Anmerkung: Zur Verschuldung zählen Kredite, Schuldverschreibungen und im Fall des Euro-Währungsgebiets auch Pensionsrückstellungen. Die am Eigenkapital gemessene Schuldenquote für das Euro-Währungsgebiet wurde unter Berücksichtigung von Krediten zwischen verbundenen Unternehmen bei der Definition von Verschuldung ermittelt (zur Methodik siehe den Kasten in diesem Aufsatz). Die Angaben für das Jahr 2003 beziehen sich auf das zweite Quartal 2003 und sind für das Euro-Währungsgebiet geschätzt.

sind seit dem Jahr 2000 infolge des Aktienkursverfalls in beiden Wirtschaftsräumen stark gestiegen, nachdem sie während der Aktienmarkthausse deutlich zurückgegangen waren (siehe Abbildung 5). Im ersten Halbjahr 2003 hat sich diese Verschuldungsquote im Euro-Währungsgebiet Schätzungen zufolge stabilisiert, während sie in den USA leicht abgenommen hat.

Bei der Beurteilung der Tragfähigkeit der derzeitigen Schuldenstände muss auch die Zinsbelastung berücksichtigt werden. Tatsächlich haben sich die Zinsausgaben der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Relation zum BIP im Eurogebiet seit 1996 aufgrund des Rückgangs der Zinssätze im Berichtszeitraum weitgehend stabilisiert. In den Vereinigten Staaten, in denen der Zinsrückgang im gleichen Zeitraum verhaltener war, ist die entsprechende Quote leicht gestiegen.

Insgesamt deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass es den nichtfinanziellen Kapi-

talgesellschaften in beiden Wirtschaftsräumen nach der Hausse und dem Einbruch an den Aktienmärkten schrittweise gelungen ist, ihre Bilanzen insgesamt zu stabilisieren.

3 BILANZENTWICKLUNG IM SEKTOR DER PRIVATEN HAUSHALTE

Die Bruttoersparnis der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen ging in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten beträchtlich zurück (siehe Tabelle 2). Dies hing mit einer Reihe von Faktoren zusammen. Das kräftigere Wirtschaftswachstum und der Rückgang der Arbeitslosigkeit nährten in Verbindung mit der Erwartung eines höheren Produktivitätswachstums insbesondere in den Vereinigten Staaten die Hoffnungen auf dauerhaft höhere Einkommenszuwächse. Außerdem dürfte der Anstieg des Geld- und Sachvermögens in diesem Zeitraum, der vor allem der günstigen Entwicklung der Aktienkurse und Immobilienpreise zuzuschreiben war, die Konsumneigung der privaten Haushalte verstärkt haben. Im Eurogebiet trug darüber hinaus der trendmäßige Rückgang der Zinssätze in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre bis zu Beginn der dritten Stufe der WWU aufgrund der niedrigeren Opportunitätskosten des Konsums wesentlich zum Rückgang der Sparquote bei. Anschließend stieg die Sparquote der privaten Haushalte – als Folge der konjunkturellen Abschwächung und einer Verschlechterung der Arbeitsmarktlage nach dem Jahr 2000 – sowohl im Eurogebiet (im Jahr 2001 und insbesondere im Jahr 2002) als auch in den Vereinigten Staaten (im Jahr 2002) wieder leicht an, blieb aber weit unter ihrem Stand von 1995. Gleichzeitig blieben die – im Wesentlichen aus Wohnungsbauinvestitionen bestehenden – Bruttoanlageinvestitionen der Privathaushalte vorwiegend aufgrund niedriger Hypothekenzinsen und Immobilienpreissteigerungen über den gesamten Zeitraum hinweg in beiden Wirtschaftsregionen robust.

Kasten

VERGLEICHBARKEIT DER ERGEBNISSE VOLKSWIRTSCHAFTLICHER GESAMTRECHNUNGEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN UND DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Das System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1993 (SNA 93) trägt erheblich zur internationalen Vergleichbarkeit der Ergebnisse Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen bei. In den Ländern des Euro-Währungsgebiets erfolgt die Erhebung von Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach Maßgabe des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95), welches weitgehend mit dem SNA 93 vergleichbar ist. Die Vereinigten Staaten wenden das SNA 93 nicht vollständig an, weshalb es zwischen den dort und den im Euroraum verwendeten Statistikbegriffen einige Unterschiede gibt. Soweit möglich wurden diese Unterschiede durch eine Aufbereitung der Daten für die Vereinigten Staaten mithilfe zusätzlicher Statistikinformationen überbrückt, um die in diesem Artikel angestellten Vergleiche zu erleichtern.¹ Allerdings war es nicht immer möglich, die Differenzen voll und ganz auszugleichen. Dies ist bei der Analyse der Daten zu berücksichtigen.

1. Abgrenzung von privaten Haushalten und Kapitalgesellschaften

Auf der Grundlage des ESGV 95 können die wirtschaftlichen Tätigkeiten von Unternehmern, welche rechtlich unselbstständig sind (es sei denn, sie handeln wie Kapitalgesellschaften mit eigener Rechtspersönlichkeit), nicht künstlich von den Geschäften der privaten Haushalte getrennt werden. Der Sektor der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet umfasst somit Einzelunternehmen und die meisten Personengesellschaften ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Dies erklärt unter anderem die Einbeziehung von einigen Investitionen Gebietsfremder und ihrer Finanzierung in den Sektor der privaten Haushalte. In den US-amerikanischen Einkommens- und Produktionskonten (National Income and Product Accounts, NIPA) werden Einzelunternehmen und alle Personengesellschaften mit oder ohne eigener Rechtspersönlichkeit nicht dem Sektor der privaten Haushalte, sondern den Personenunternehmen zugeordnet. Auch Einzelpersonen mit Miet- und Pächterträgen werden in den Vereinigten Staaten aus dem Sektor der Privathaushalte herausgerechnet und als Personenunternehmen klassifiziert. Diese Verfahren haben eine dämpfende Wirkung auf die Forderungen und Verbindlichkeiten der US-Privathaushalte im Vergleich zu jenen der privaten Haushalte im Euroraum. Der Unterschied lässt sich nicht leicht quantifizieren und kann daher im Rahmen dieser Betrachtung nicht korrigiert werden. Die Umgruppierungen wirken sich jedoch nicht besonders stark auf das Sparverhalten aus, weil das von diesen Einheiten erzielte Einkommen den privaten Haushalten zugeordnet wird.

2. Ableitung des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte

Im Rahmen des ESGV 95 werden Zinsen als Einkommen betrachtet. Entsprechend steigern Zinserträge das Einkommen, während Zinsausgaben es reduzieren. In den US-Konten der Privathaushalte werden lediglich Zinserträge als Einkommen behandelt; Zinsausgaben werden als Einkommensverwendung betrachtet (ähnlich wie Konsum und Ersparnis). Um die beiden Wirtschaftsräume besser vergleichen zu können, wurden die Zinsausgaben vom veröffentlichten verfügbaren Einkommen der US-Privathaushalte abgezogen, um ein „bereinigtes verfügbares

¹ Gleichzeitig wurden die Zahlen für das Euro-Währungsgebiet mit Blick auf die Definition der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (siehe Punkt 4) so aufbereitet, dass sie mit der in den USA geltenden Definition stärker in Einklang stehen.

Einkommen der privaten Haushalte“ zu erhalten, das dem verfügbaren Einkommen der Privathaushalte des Euroraums eher entspricht.

3. Ableitung von Bruttoersparnis und Bruttoinvestitionen

Im ESVG 95 wird der Erwerb von Gebrauchsgütern (wie Autos oder Waschmaschinen) durch Privathaushalte zum Verbrauch gezählt, wohingegen dieser in der US-Finanzierungsrechnung (Flow of Funds Accounts) als Investition behandelt wird. In den US-amerikanischen NIPA wird die Nettoersparnis allerdings ohne den Erwerb von Gebrauchsgütern ausgewiesen. Diese Daten werden zusammen mit zusätzlichen Informationen aus der US-Finanzierungsrechnung über Bruttoinvestitionen und Abschreibungen (in denen die Gebrauchsgüter ebenfalls nicht berücksichtigt sind) dazu verwendet, die Bruttoersparnis und Bruttoanlageinvestitionen abzuleiten.

4. Definition der Unternehmensverschuldung

Zur Unternehmensverschuldung zählen ausstehende Kredite, umlaufende Wertpapiere ohne Anteilsrechte und Rückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bei rechtlich unselbstständigen Pensionseinrichtungen (Letztere gibt es in den Vereinigten Staaten nicht). Gänzlich vergleichbare Zahlen zur Unternehmensverschuldung in beiden Wirtschaftsräumen können nicht abgeleitet werden, was sowohl auf die oben genannten Unterschiede beim sektoralen Erfassungsgrad als auch auf die unterschiedliche Bewertung von Schuldverschreibungen im jeweiligen Finanzierungskonto zurückzuführen ist: Bei den Zahlen für den Euroraum werden Schuldverschreibungen gemäß dem ESVG 95 zu Marktkursen ausgewiesen, wohingegen sie in den US Flow of Funds Accounts zum Nennwert (bereinigt um die aufgelaufenen Zinsen) ausgewiesen werden. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen sind in der US-Definition von Verschuldung nicht enthalten, während sie in der jährlichen Finanzierungsrechnung für das Eurogebiet je nach Verfügbarkeit statistischer Daten teilweise berücksichtigt werden. Sofern es jedoch der Vergleichbarkeit diene, wurden die Zahlen zur Verschuldung im Euroraum (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) geschätzt, indem Daten der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung zu den Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet (in denen Kredite zwischen verbundenen Unternehmen nicht enthalten sind) und auf der Grundlage der Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet geschätzte Verbindlichkeiten (ohne Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums addiert wurden.

Im Zeitraum von 1995 bis 2002 fielen die Bruttoersparnis der privaten Haushalte im Eurogebiet und deren Bruttoanlageinvestitionen in Relation zum verfügbaren Einkommen deutlich höher aus als die der US-Privathaushalte. Im Ergebnis wiesen die privaten Haushalte im Euroraum einen bedeutend höheren Finanzierungsüberschuss (der weitgehend der Bruttoersparnis abzüglich den Bruttoinvestitionen entspricht) auf als die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten, die zwischen 1997 und 2002 sogar zu Nettoschuldnern wurden.

Im Zusammenhang mit der kräftigen Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen weitete sich die reale Fremdfinanzierung der privaten Haushalte im Eurogebiet gegen Ende der Neunzigerjahre relativ stark aus, und in den Vereinigten Staaten steigt sie seit Mitte der Neunzigerjahre an (siehe Abbildung 6). In beiden Wirtschaftsregionen wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten durch die kräftigen Immobilienpreissteigerungen, die den Wohnungseigentümern Vermögenszuwächse bescherten und zu Wertsteigerungen der für die Kredite zu bestellenden Si-

Tabelle 2 Ersparnis und Investitionen der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens)

	Euro-Währungsgebiet				Vereinigte Staaten			
	(1) Bruttoersparnis	(2) Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto	(3) Bruttoanlageinvestitionen	(1)+(2)-(3) Finanzierungsüberschuss (+)/ Finanzierungsdefizit (-)	(1) Bruttoersparnis	(2) Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto	(3) Bruttoanlageinvestitionen	(1)+(2)-(3) Finanzierungsüberschuss (+)/ Finanzierungsdefizit (-)
1995	17,5	0,1	10,3	7,2	6,9	-0,3	5,6	1,0
1996	17,1	0,4	10,2	7,3	6,2	-0,4	5,8	0,0
1997	16,2	0,5	9,9	6,7	5,9	-0,4	5,9	-0,5
1998	15,1	0,7	9,9	5,9	6,6	-0,5	6,2	-0,1
1999	14,2	1,0	10,2	5,0	4,6	-0,5	6,4	-2,3
2000	14,0	1,0	10,3	4,6	4,6	-0,5	6,3	-2,3
2001	14,3	0,8	10,0	5,1	4,0	-0,5	6,4	-2,9
2002	14,9	0,7	9,8	5,9	4,5	-0,5	6,4	-2,3

Quellen: EZB, Eurostat, US National Income and Product Accounts und US Flow of Funds Accounts.

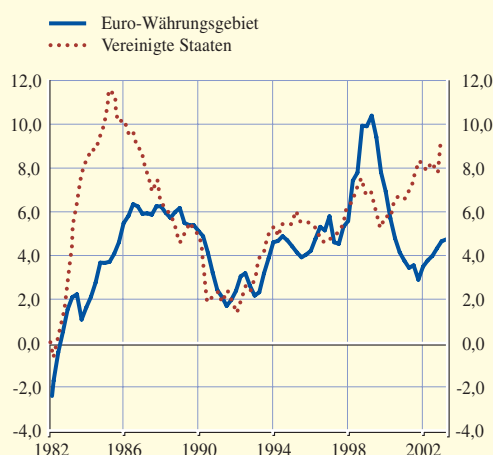
Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Die Daten für die Vereinigten Staaten wurden bereinigt, um einen Vergleich mit den Daten für das Euro-Währungsgebiet zu ermöglichen. Für die privaten Haushalte in den USA wurden hierzu die Nettoinvestitionen in Gebrauchsgüter aus der Ersparnis und den Bruttoanlageinvestitionen und die Zinserträge aus dem verfügbaren Einkommen herausgerechnet. Sonstige Nettotransaktionen im Vermögensbildungskonto beinhalten Vermögenstransfers, Vorratsveränderungen und den Nettozugang an Wertsachen und nichtproduzierten Vermögensgütern (z. B. Grund und Boden).

cherheiten führten, sowie durch die günstigen Finanzierungsbedingungen geschürt. Im Euroraum erreichte das Wachstum der realen Fremdfinanzierung 1999 seinen höchsten Stand seit Anfang der Achtzigerjahre.⁷ Vom Jahr 2000 an hat es sich zwar verlangsamt, doch bewegt es sich nach wie vor trotz des schwachen Wirtschaftswachstums um seinen langfristigen Durchschnitt. In den Vereinigten Staaten hat sich das Wachstum der realen Fremdfinanzierung der privaten Haushalte ungeachtet der konjunkturellen Abschwächung in den Jahren 2001 und 2002 fortgesetzt.

In den letzten Jahren haben die US-Privathaushalte neue, auf der Basis von Zuwächsen beim Immobilienvermögen aufgenommene Hypothekenkredite (so genannte Mortgage Equity Withdrawals, d. h. die zusätzliche Beleihung von Immobilien) häufig zum Teil für zusätzlichen Konsum bzw. den Erwerb von Finanzaktiva verwendet. Somit hat der in den Vereinigten Staaten verzeichnete kräftige Anstieg von hypothekarisch gesicherten Darlehen (Home Equity Loans; diese werden im vorliegenden Aufsatz als Konsumentenkredite betrachtet) das dort rückläufige Wachstum der Konsumentenkredite seit 2001 gebremst und den Konsum der US-

Abbildung 6 Reale Fremdfinanzierung der privaten Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %, bereinigt mit dem Deflator für den privaten Konsum)



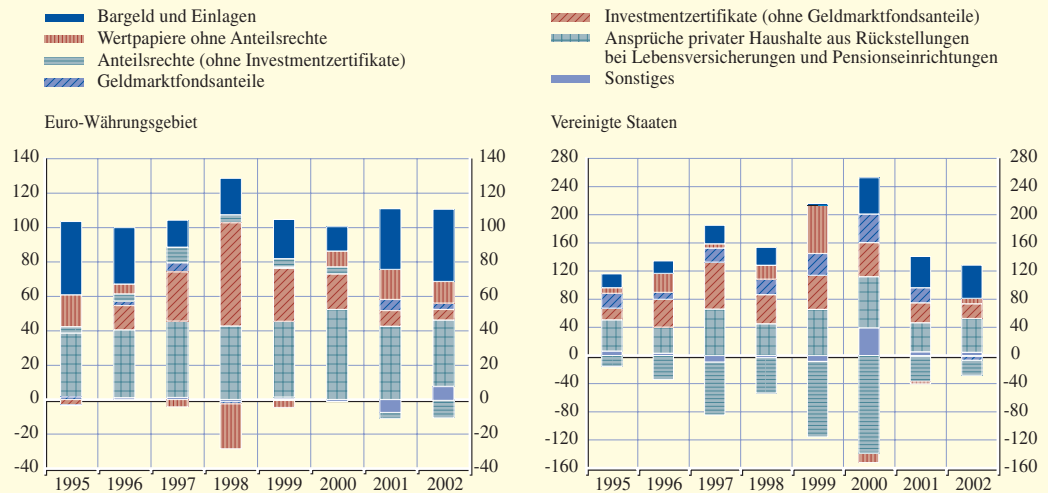
Quellen: EZB, Eurostat und US National Income and Product Accounts.

Anmerkung: Die Daten für die Vereinigten Staaten wurden bereinigt, um einen Vergleich mit den Daten für das Euro-Währungsgebiet zu ermöglichen. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten dieses Aufsatzes. Die letzten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2003 und sind für das Euro-Währungsgebiet geschätzt.

7 Siehe den Aufsatz „Entwicklung der Fremdfinanzierung des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom November 2003.

Abbildung 7 Zusammensetzung der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

(in % der Nettogeldvermögensbildung)



Quellen: EZB und US Flow of Funds Accounts.

Anmerkung: Bei den Finanzderivaten und sonstigen Forderungen/Verbindlichkeiten sind die Nettotransaktionen auf der Aktivseite ausgewiesen. „Sonstiges“ beinhaltet den Saldo der Finanzderivate, Kredite, Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle sowie den Saldo sonstiger Forderungen/Verbindlichkeiten. Für das Euro-Währungsgebiet wurde der Anteil der Geldmarktfondsanteile anhand der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung geschätzt.

Verbraucher gestützt. Jedoch hat sich das Jahreswachstum der hypothekarisch gesicherten Darlehen im Verlauf des vergangenen Jahres – wahrscheinlich im Zusammenhang mit dem Wiederanstieg der längerfristigen Zinssätze ab Ende Juni – stabilisiert, wenn auch auf hohem Niveau. Im Eurogebiet dagegen scheint die zusätzliche Beleihung von Immobilien, mit Ausnahme einiger Länder wie z. B. der Niederlande, kaum eine Rolle zu spielen.⁸

Die Entwicklung der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte lässt sich in beiden Wirtschaftsregionen, ganz besonders aber im Euro-Währungsgebiet, seit Mitte der Neunzigerjahre in zwei verschiedene Phasen gliedern.

Zunächst war in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ein hohes Engagement der privaten Haushalte des Euroraums in Investmentzertifikaten (ohne Geldmarktfondsanteile) zu verzeichnen (siehe Abbildung 7).⁹ Diese Entwicklung hing mit dem kräftigen Anstieg der Aktienkurse zusammen. Auch in den Vereinigten Staa-

ten bewegten sich die Nettoinvestitionen der privaten Haushalte in Investmentzertifikaten (ohne Geldmarktfondsanteile) in diesem Zeitraum auf hohem Niveau, obgleich sie sich im Vergleich zur gesamten Geldvermögensbildung im Allgemeinen stabiler entwickelten (siehe Abbildung 7). Ein auffälliger Unterschied zwischen dem Anlageverhalten der privaten Haushalte in beiden Volkswirtschaften war hinsichtlich ihrer direkten Anlagen in Dividendenwerte zu erkennen. Während die privaten Haushalte des Eurogebiets zwischen 1995 und 2000 Anteilsrechte erwarben, verkauften die US-Privat Haushalte im gleichen Zeitraum einen erheblichen Teil ihrer direkt gehaltenen Aktien. Die zuletzt genannte Entwicklung ist als Gegenpos-

⁸ Siehe „Structural factors in the EU housing markets“, EZB, März 2003. Für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes ist die zusätzliche Beleihung von Immobilien innerhalb der Kredite an private Haushalte nicht separat identifizierbar.

⁹ Siehe die EZB-Publikation „Report on financial structures“, Oktober 2002, sowie den Aufsatz „Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2003.

ten zu den von US-Unternehmen damals in großem Stil vorgenommenen Aktienrücknahmen zu sehen (siehe Abschnitt 2).¹⁰

In der Folgezeit weiteten die privaten Haushalte beider Volkswirtschaften als Reaktion auf den im Jahr 2000 einsetzenden Aktienkursverfall und angesichts einer breiter fundierten wirtschaftlichen Unsicherheit den Anteil ihrer Anlagen in Bargeld und Einlagen, insbesondere in kurzfristigen Einlagen, in den Jahren 2001 und 2002 aus. Darin spiegelte sich die allgemeine Präferenz der Anleger für sichere und liquide Anlagen in diesem Zeitraum wider.

Ein gemeinsames Merkmal über den gesamten Zeitraum von 1995 bis 2002 hinweg war, dass die privaten Haushalte in beiden Volkswirtschaften einen großen und stabilen Teil ihrer Geldvermögensbildung in Versicherungs- und Pensionsprodukte investierten, was auf die Notwendigkeit des Sparens für die private Altersvorsorge zurückzuführen ist.

Ungeachtet der Tatsache, dass die US-Privathaushalte die von ihnen gehaltenen Aktien per Saldo verkauften, erhöhte sich der Anteil der Aktienbestände (einschließlich Investmentzertifikaten, aber ohne Geldmarktfondsanteile) an den gesamten Finanzaktiva der privaten Haushalte im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten im Zeitraum von 1995 bis 1999 – vorwiegend infolge der Wertzuwächse bei den Wertpapierbeständen – um rund 14 bzw. 7 Prozentpunkte. Dagegen verringerte sich im gleichen Zeitraum der Anteil von verzinslichen Finanzanlagen (vor allem von Einlagen und Schuldverschreibungen) am gesamten Geldvermögen der Privathaushalte. In den Jahren 2000 bis 2002 brachte der Aktienkursrückgang eine gegenläufige Entwicklung mit sich.

Im Zeitraum von 1995 bis 2002 erhöhten die Privathaushalte des Euroraums den Anteil der Aktienbestände (einschließlich Investmentzertifikaten, aber ohne Geldmarktfondsanteile) an ihren Finanzaktiva geringfügig auf 25 %, während dieser Anteil bei den US-Privathaushalten mit gut 40 % weitgehend stabil blieb. Der An-

teil der Ansprüche der privaten Haushalte im Eurogebiet aus Produkten von Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen stieg in diesem Zeitraum leicht, und zwar auf 25 %, lag aber nach wie vor unter dem weitgehend stabilen Anteil in den Vereinigten Staaten von annähernd 30 %. Darüber hinaus verlor das traditionelle Sparen privater Haushalte in Form von Bankeinlagen im Eurogebiet an Bedeutung. Der Anteil von Bargeld und Einlagen am Geldvermögen privater Haushalte im Euroraum war im Jahr 2002 mit 35 % geringer als 1995, als er sich auf 40 % belief, obwohl er gegen Ende des Betrachtungszeitraums gestiegen war. Bei den US-Privathaushalten fiel der entsprechende Anteil mit 13 % sowohl im Jahr 1995 als auch im Jahr 2002 erheblich niedriger aus.

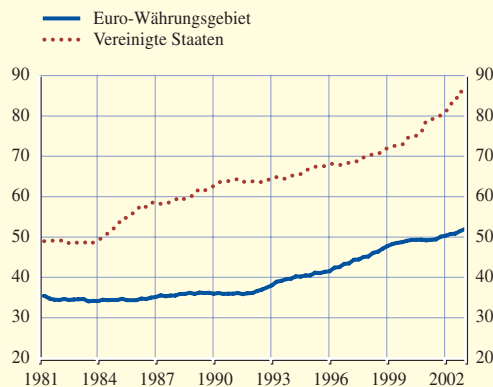
Betrachtet man die finanzielle Situation der privaten Haushalte, so hat die Verschuldung in Relation zum BIP sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten seit Anfang der Neunzigerjahre spürbar zugenommen (siehe Abbildung 8). Allerdings lag die Schuldenquote der privaten Haushalte des Eurogebiets erheblich unter der Quote in den Vereinigten Staaten und stieg weniger stark an. Im dritten Quartal 2003 belief sich die Verschuldung der privaten Haushalte im Euroraum auf schätzungsweise 52 % in Relation zum BIP, während die Verschuldung der US-Privathaushalte in Relation zum BIP 86 % betrug.

In beiden Wirtschaftsräumen führte allerdings das niedrige Zinsniveau für die Privathaushalte auch zu einer geringeren Zinsbelastung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, die im Jahr 2002 in etwa auf dem Niveau lag, das Mitte der Neunzigerjahre verzeichnet worden war. Darüber hinaus wird ein beträchtlicher Teil der Hypothekenkredite, auf die sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten der

¹⁰ Die Transaktionen von US-Privathaushalten umfassen auch Aktiengeschäfte nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die – anders als es bei den in den Finanzierungsrechnungen des Eurogebiets erfassten Transaktionen privater Haushalte der Fall ist – in der Finanzierungsrechnung der Vereinigten Staaten nicht separat identifizierbar sind.

Abbildung 8 Verschuldung der privaten Haushalte

(in % des BIP)



Quellen: EZB, US National Income and Product Accounts und US Flow of Funds Accounts.

Anmerkung: Die Daten für die Vereinigten Staaten wurden bereinigt, um einen Vergleich mit den Daten für das Euro-Währungsgebiet zu ermöglichen. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten dieses Aufsatzes. Die letzten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2003 und sind für das Euro-Währungsgebiet geschätzt.

größte Teil der Schulden der privaten Haushalte entfällt, mit festen niedrigen Zinssätzen finanziert.

Gleichzeitig ist es für die Beurteilung potenzieller Liquiditätsengpässe der Privathaushalte hilfreich, auch breiter gefasste Schuldendienstindikatoren zu betrachten, zu denen neben den Zinsausgaben auch die Schuldentilgungsströme gehören, die als Folge höherer Schuldenstände gestiegen sind. Zwar steht eine solche Messgröße für das Euro-Währungsgebiet nicht zur Verfügung, doch erreichte die vom Federal Reserve Board neu berechnete Schuldendienstquote (Debt Service Ratio, DSR) für die US-Privathaushalte zum Jahresende 2001 ihren historisch höchsten Stand und stabilisierte sich danach auf einem etwas niedrigeren Niveau.¹¹

Spiegelbildlich zu den Entwicklungen an den Finanzmärkten hat sich das private Geldvermögen in Relation zum verfügbaren Einkommen in beiden Wirtschaftsräumen im Zeitraum von 1995 bis 1999 beträchtlich erhöht, in der Folgezeit aber wieder spürbar verringert. Über den gesamten Zeitraum von 1995 bis 2002 gesehen

hat das Geldvermögen der privaten Haushalte im Eurogebiet in Relation zum verfügbaren Einkommen dennoch zugenommen (von 234 % im Jahr 1995 auf 265 % im Jahr 2002), während es bei den US-Privathaushalten zu einem leichten Rückgang (von 406 % 1995 auf 392 % im Jahr 2002) kam.

Aufschlussreich für die Bewertung der Tragfähigkeit der Finanzlage der privaten Haushalte kann auch die Betrachtung der Quotienten aus Verschuldung und Geldvermögen sein. So sind die Schuldenquoten in Relation zum Geldvermögen der privaten Haushalte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten zwischen 1995 und 1999 gesunken, in den Jahren 2000 bis 2002 aber wieder auf ein Niveau gestiegen, das etwas höher war als im Jahr 1995. Obwohl die US-Privathaushalte weit höher verschuldet sind als die privaten Haushalte des Eurogebiets, fiel die Relation zwischen Verschuldung und Geldvermögen im Jahr 2002 in beiden Wirtschaftsregionen – aufgrund der höheren Bestände an Finanzaktiva bei den US-Privathaushalten – nahezu gleich aus. Der zwischen 2000 und 2002 verzeichnete Anstieg dieses Quotienten ist vor dem Hintergrund des höheren Immobilienvermögens, das sich aus den recht kräftigen Immobilienpreiserhöhungen der letzten Jahre in beiden Wirtschaftsräumen ergeben hatte, zu bewerten. Wegen fehlender Daten zum Immobilienvermögen im Eurogebiet ist es jedoch nicht möglich, den Verschuldungsgrad der privaten Haushalte und das gesamte Privatvermögen in beiden Wirtschaftsräumen miteinander zu vergleichen.

4 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Im Zeitraum von 1995 bis 2002 wies die Bilanzentwicklung im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten gewisse Gemeinsamkeiten auf. So sorgten kräftige Investitionen sowie rückläufige Sparquoten

¹¹ Siehe den Artikel „Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service“ im Federal Reserve Bulletin vom Oktober 2003.

der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte in den zwei Volkswirtschaften seit Mitte der Neunzigerjahre für einen erheblichen Anstieg ihrer Schuldenquoten. Als sich die finanzielle Lage nach dem Jahr 1999 infolge des Aktienkursverfalls und einer Schmälerung der Unternehmensgewinne verschlechterte, begannen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, ihre Bilanzen umzustrukturieren, um damit ihren Verschuldungsgrad zu begrenzen oder gar zu senken.

Gleichzeitig waren aber auch bedeutende Unterschiede zwischen der Bilanzentwicklung bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte im Eurogebiet und der in den Vereinigten Staaten festzustellen.

Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stieg die Verschuldung in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre im Eurogebiet stärker als in den Vereinigten Staaten, was im Einklang mit dem trendmäßigen Rückgang der Zinssätze im Euroraum im Vorfeld der dritten Stufe der WWU stand, der wahrscheinlich das Niveau der tragfähigen Schuldenstände erhöht hat. Im Jahr 2003 lag die am BIP gemessene Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in beiden Wirtschaftsräumen auf vergleichbarem Niveau. In den Vereinigten Staaten war das Finanzierungsverhalten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zudem von umfangreichen Aktienrücknahmen im Berichtszeitraum geprägt, während dieses Phänomen im Eurogebiet keine große Rolle gespielt hat.

Die privaten Haushalte im Euroraum weisen im Vergleich zu den US-Privathaushalten eine bedeutend höhere Sparquote auf, und sie sind Nettogläubiger, anders als die US-Privathaushalte, die in der Zeit von 1997 bis 2002 als Nettokreditnehmer auftraten. Darüber hinaus stieg die am Einkommen gemessene Schuldenquote des privaten Haushaltssektors in den Vereinigten Staaten stärker an und lag auf einem bedeutend höheren Niveau als im Euroraum. Schließlich haben die privaten Haushalte des Eurogebiets im Zeitraum von 1995 bis 2002 die Zusammensetzung ihrer Portfolios durch die

Erhöhung ihrer Aktienbestände (einschließlich Investmentzertifikaten) und eine Verringerung der traditionellen Bankeinlagen beträchtlich verändert, während die Portfoliozusammensetzung der US-Privathaushalte insgesamt stabiler geblieben ist.

DIE AUSWIRKUNGEN DER ZEITWERT- BILANZIERUNG AUF DEN EUROPÄISCHEN BANKENSEKTOR IM HINBLICK AUF DIE FINANZMARKTSTABILITÄT



Ab dem Jahr 2005 müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen (einschließlich Banken) in der EU bei der Vorlage ihrer Konzernabschlüsse die „International Accounting Standards“ (IAS) anwenden. Diese internationalen Standards der Rechnungslegung und vor allem die vorgeschlagenen Bewertungsregeln für Finanzinstrumente dürften erhebliche Auswirkungen auf die europäische Kreditwirtschaft haben. Der vorliegende Aufsatz gibt einen Überblick über die aktuelle Diskussion. Anschließend werden die möglichen Konsequenzen für die Stabilität des Finanzsystems erörtert. Dabei wird untersucht, wie sich exogene Schocks, die den Bankensektor betreffen, nach den neuen Rechnungslegungsvorschriften in den Jahresabschlüssen der Banken niederschlagen dürften. Die Einführung der IAS kann wiederum zu Verhaltensänderungen bei den Banken führen, z. B. im Hinblick auf die Kundenbeziehungen, das Produktangebot oder die Risikomanagementverfahren. Ganz allgemein könnte das neue Rechnungslegungssystem die Rolle der Banken als Finanzintermediäre und die Verteilung finanzieller Risiken unter den Wirtschaftsakteuren beeinflussen.

I EINLEITUNG

Die Standardsetter auf dem Gebiet der internationalen Rechnungslegung sind derzeit mit der Überarbeitung ihrer Vorschläge für eine breitere Anwendung der zeitwertorientierten Bilanzierung befasst. Die EZB hat aus verschiedenen Gründen ein vitales Interesse an dieser Entwicklung. Erstens dürften Reformen im Bereich der Rechnungslegung tief greifende Auswirkungen auf den europäischen Bankensektor und damit auch auf die Stabilität des Finanzsystems haben. Zweitens leisten harmonisierte und hochwertige Rechnungslegungsgrundsätze einen erheblichen Beitrag zur Integration und Effizienz von Finanzmärkten. Drittens ist auch die Konsistenz zwischen dem Bilanzierungsrahmen und den Meldeanforderungen für aufsichtsrechtliche und statistische Zwecke ein beachtenswerter Aspekt.

Im Mittelpunkt des vorliegenden Aufsatzes stehen die potenziellen Auswirkungen der zeitwertorientierten Bilanzierung auf den Bankensektor vor allem im Hinblick auf dessen Stabilität. In Abschnitt 2 werden die Hintergründe der Diskussion um die Zeitwertbilanzierung und die jüngsten Initiativen der Standardsetter im Bereich der internationalen Rechnungslegung dargestellt. In Abschnitt 3 folgt eine Erörterung der Vor- und Nachteile einer breiteren Anwendung der Zeitwertbilanzierung. In Abschnitt 4 wird

beschrieben, wie sich verschiedene exogene Schocks, die den Bankensektor betreffen, nach den neuen Rechnungslegungsvorschriften auswirken und zu einem veränderten Bankverhalten führen können. In Abschnitt 5 schließlich wird ein allgemeines Fazit gezogen.

2 DIE DISKUSSION UM DIE ZEITWERT- BILANZIERUNG

HINTERGRUND DER DEBATTE

Mit der Entwicklung der Finanzmärkte, insbesondere dem stärkeren Aufkommen von Derivaten, und der zunehmenden Beteiligung der Banken am Handel mit Finanzinstrumenten ist der aktuelle Rechnungslegungsrahmen verstärkt unter Druck geraten, weil er die ökonomische Realität nicht angemessen widerspiegelt. Die immer nachdrücklichere Forderung der Investoren nach Transparenz und Steigerung des Unternehmenswerts nach dem Shareholder-Value-Prinzip zwingt die Unternehmen dazu, Informationen zu veröffentlichen, die dem Einfluss der vorherrschenden Konjunkturlage auf ihre Finanzausstattung besser Rechnung tragen.

Der herkömmliche Bilanzierungsrahmen beruht weitgehend auf dem so genannten Anschaffungswertprinzip, bei dem die einzelnen Bilanzpositionen grundsätzlich mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten angesetzt wer-

den. Davon ausgehend hat sich der aktuelle Rechnungslegungsansatz¹ vom reinen Anschaffungswertprinzip hin zu einem kombinierten Modell entwickelt, bei dem für das Halten bestimmter Vermögenswerte und Verbindlichkeiten je nach dem damit verbundenen Zweck unterschiedliche Bewertungsregeln angewandt werden.

Dabei werden Finanzinstrumente (wie etwa Kredite, Anleihen, Einlagen oder Finanzderivate) von der Bank in zwei grundlegende Portfolien oder „Bücher“ unterteilt. Instrumente, die bis zur Fälligkeit („Held to Maturity“) oder zu längerfristigen Anlagezwecken gehalten werden sollen, werden dem „Anlagebuch“ zugeordnet und weiterhin mit den Anschaffungskosten bzw. nach dem Niederstwertprinzip angesetzt. Das Niederstwertprinzip gilt allgemein als eine konservativere Variante der Bewertung zu historischen Kosten und ist damit ein anschauliches Beispiel für das Vorsichtsprinzip, dem bei der Rechnungslegung seit jeher große Bedeutung beigemessen wird. Nach dem Niederstwertprinzip werden die Vermögensgegenstände nämlich zum Marktwert bewertet, wenn dieser niedriger ist als der Anschaffungswert. Demzufolge werden nicht realisierte Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) der Bank erfolgswirksam berücksichtigt, nicht realisierte Gewinne dagegen nicht. Die Instrumente im „Handelsbuch“ werden hingegen grundsätzlich für kurzfristige Handelszwecke gehalten und zu Marktpreisen („marked to market“) ausgewiesen, wobei die daraus resultierenden Gewinne oder Verluste direkt erfasst werden.

Dieses kombinierte Modell wäre angemessen, wenn die Banken ihre Handels- und Anlagebücher völlig getrennt voneinander führen würden. Dies ist jedoch nicht der Fall. Bei den aktuellen Risikomanagementverfahren werden Positionen aus dem Handelsbuch häufig zur Absicherung von Risiken im Anlagebuch verwendet. Aufgrund der unterschiedlichen bilanziellen Behandlung der einzelnen Positionen in den verschiedenen Büchern haben die Standardsetter das so genannte „Hedge Accounting“ entwickelt, um den Sicherungszusammenhang in den

Ausweisen angemessen abzubilden (siehe Kasten 1). Darüber hinaus ist durch die verstärkte Nutzung von Finanzderivaten wie z. B. Forwards, Futures, Swaps und Optionen immer deutlicher geworden, dass das mit diesen Finanzinstrumenten verbundene Risiko im Rahmen der aktuellen Rechnungslegungsgrundsätze nicht angemessen dargestellt wird. Bei Abschluss entstehen bei solchen Instrumenten in der Regel keine oder sehr geringe Anschaffungskosten. Im Zeitverlauf jedoch kann sich ihr wirtschaftlicher Wert erheblich verändern und somit gravierende Auswirkungen auf das Risikoprofil und die Finanzposition einer Bank haben. Da diese Instrumente aber üblicherweise nicht in der Bilanz ausgewiesen werden, zeigt sich dieser Einfluss erst nach ihrer buchmäßigen Realisierung in der GuV.

JÜNGSTE INITIATIVEN DER STANDARDSETTER AUF DEM GEBIET DER INTERNATIONALEN RECHNUNGSLEGUNG

Die zunehmende Diskrepanz zwischen den Angaben in den Finanzausweisen und dem tatsächlichen Risikoprofil von Unternehmen wurde als schwerwiegend und korrekturbedürftig erachtet. Infolgedessen haben sich die internationalen Standardsetter verstärkt für die Anwendung der Zeitwertbilanzierung ausgesprochen. Grundlage der Zeitwertbilanzierung ist im Prinzip der Marktwert der jeweiligen Positionen. Sind keine entsprechenden Marktpreise verfügbar, so wird der beizulegende Zeitwert anhand eines Modells (z. B. des Barwertmodells), das allen relevanten Bewertungsfaktoren wie etwa den Merkmalen des Instruments und den jeweiligen Marktverhältnissen Rechnung trägt, geschätzt.

Im Jahr 1999 hat das International Accounting Standards Committee (IASC), das inzwischen in das International Accounting Standards Board (IASB) übergegangen ist, einen Rech-

¹ Innerhalb der Europäischen Union ist der für die Jahresabschlüsse von Banken geltende aktuelle Bewertungsrahmen in der Richtlinie 86/635/EWG festgelegt. Diese Richtlinie ist inzwischen geändert worden, um Unvereinbarkeiten mit den IAS zu beseitigen und sie mit neueren Entwicklungen im Bereich der Rechnungslegung in Einklang zu bringen.

Kasten I

HEDGE ACCOUNTING

Ziel eines Sicherungsgeschäfts ist es, das mit einem Sicherungsgegenstand (z. B. einer Anleihe, einem Kredit oder einer Einlage) verbundene Risiko durch Verknüpfung mit einem Sicherungsinstrument (z. B. einem Forward, Future oder Swap) zu vermindern, sodass Wertänderungen bei dem einen Instrument durch entsprechende Wertänderungen beim anderen Instrument ausgeglichen werden. Wenn jedoch bei der Rechnungslegung für die verschiedenen Instrumente unterschiedliche Bewertungsmethoden angewandt werden (z. B. der Sicherungsgegenstand mit dem Anschaffungswert und das Sicherungsinstrument mit dem Marktwert angesetzt wird), führt dies zu einer Volatilität in der Gewinn- und Verlustrechnung, die der ökonomischen Realität einer deutlich verringerten Risikoposition nicht entspricht. Daher ist eine spezielle bilanzielle Abbildung von Sicherungsgeschäften, das so genannte Hedge Accounting, erforderlich. Beim Hedge Accounting wird entweder die Erfassung von Verlusten in der GuV verzögert oder die Erfassung von Gewinnen vorgezogen, sodass der Gewinn oder Verlust aus dem Sicherungsgegenstand zum selben Zeitpunkt wie der kompensatorische Gewinn bzw. Verlust aus dem Sicherungsinstrument angesetzt wird. Daraus folgt, dass bei einer vollständigen Zeitwertbilanzierung ein Hedge Accounting nicht erforderlich ist, soweit bei allen Finanzinstrumenten dieselbe Bewertungsmethode angewandt wird.

Um Situationen zu vermeiden, in denen Sicherungszusammenhänge etwa zum Zweck der bewussten Steuerung der Gewinne und Verluste nachträglich bestimmt werden, hat das International Accounting Standards Board (IASB) eine Reihe konkreter Anforderungen festgelegt, die bei einem Hedge Accounting erfüllt werden müssen. Zu den wichtigsten Anforderungen gehört, dass der Sicherungszusammenhang

- von Beginn an klar identifiziert und dokumentiert,
- zuverlässig ermittelt,
- effektiv und
- sehr wahrscheinlich ist, sofern es sich um eine geplante Transaktion handelt.

Ein Hedge Accounting bei einem Sicherungsgeschäft ist nur dann zulässig, wenn ein „Effektivitätstest“ erfolgreich bestanden wurde, d. h., wenn sich die Wertänderungen beim Sicherungsgegenstand und beim Sicherungsinstrument nahezu vollkommen neutralisieren. Beim Abschluss des Sicherungsgeschäfts muss von einer hohen Effektivität ausgegangen werden. Darüber hinaus müssen auch die tatsächlichen Ergebnisse, die während der Laufzeit des Sicherungsgeschäfts erzielt werden, innerhalb einer engen Bandbreite bleiben, damit das Sicherungsgeschäft weiterhin für effektiv befunden und das Hedge Accounting weiter angewandt werden kann.

Ursprünglich sollte das Hedge Accounting nur auf der Mikroebene (d. h. Instrument für Instrument) Anwendung finden. Das IASB erwägt jedoch derzeit eine Ausweitung auf die Absicherung ganzer Portfolien (so genannte „Makro-Hedges“), was den vorherrschenden Risikomanagementpraktiken der Banken eher entsprechen würde.¹

¹ Siehe den „Exposure Draft on Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk“, IASB, August 2003.

nungslegungsstandard (IAS 39) verabschiedet, demzufolge bestimmte Finanzinstrumente, insbesondere Derivate, Schuldinstrumente und Dividendenwerte, die den Kategorien „Held for Trading“ und „Available for Sale“ zugeordnet werden, mit dem Zeitwert anzusetzen sind.² Dieser Standard, der sich besonders stark auf Finanzunternehmen wie etwa Banken auswirken würde, wurde heftig kritisiert und als nicht ausgereift erachtet.

Im Dezember 2000 wurde von der Joint Working Group of Standard Setters (JWG), in der das IASB und nationale Standardsetter vertreten sind, der Entwurf eines Standards vorgelegt, der die Anwendung der Zeitwertbilanzierung bei allen Finanzinstrumenten (einschließlich Krediten und Einlagen) unabhängig vom Zweck ihrer Haltung vorsah. Dieser Vorschlag einer vollständigen Zeitwertbilanzierung, die für Instrumente sowohl im Handelsbuch als auch im Anlagebuch gelten sollte, wurde seitens der Kreditwirtschaft und der Aufsichtsbehörden mit Skepsis aufgenommen.³ Als Hauptargument gegen den Vorschlag wurde der unzureichende Entwicklungsstand von Kreditrisikomodelle und Bewertungsmethoden für nicht marktfähige Instrumente, die für die Ableitung eines beizulegenden Zeitwerts herangezogen würden, angeführt. Bedenken wurden auch hinsichtlich der möglichen Auswirkungen einer höheren Volatilität in den Jahresabschlüssen auf die Stabilität des Finanzsystems geäußert. Der Standard wurde nicht verabschiedet, das Ziel einer erweiterten Anwendung der Zeitwertbilanzierung damit jedoch nicht aufgegeben.

Im August 2001 gab das IASB bekannt, dass ein Projekt zur Änderung des IAS 39 durchgeführt werde. Im Jahr 2002 wurde ein Entwurf (Exposure Draft) mit Änderungsvorschlägen veröffentlicht und um Stellungnahme gebeten. Der Entwurf beinhaltet den Vorschlag, den Unternehmen die (unwiderrufliche) Möglichkeit einzuräumen, die Zeitwertbilanzierung auf alle Finanzinstrumente anzuwenden, sofern sie sich bei Abschluss eines Geschäfts dazu entschließen. Nach kritischen Stellungnahmen zur Behandlung der Portfolioabsicherung wurde im

August 2003 ein weiterer Entwurf zum Makro-Hedging (das auf der Absicherung ganzer Portfolios beruht) zur öffentlichen Konsultation vorgelegt. Im Dezember 2003 gab das IASB die revidierten Fassungen seiner Standards IAS 32 und IAS 39 heraus. Die Revisionen waren das Ergebnis umfangreicher Konsultationen; gleichwohl blieben einige Punkte wie etwa die optionale Anwendung der Zeitwertbilanzierung und das Makro-Hedging weiter strittig. Im Hinblick auf den letztgenannten Punkt sind weitere Änderungen am IAS 39 für Anfang 2004 vorgesehen.

DER BILANZIERUNGSRAHMEN DER EU

In der Europäischen Union rührt der Anstoß für eine Reform der Rechnungslegung in erster Linie von dem Ziel der Schaffung eines voll entwickelten Binnenmarkts her. Die Beseitigung von Unterschieden in den Rechnungslegungsstandards der einzelnen Mitgliedstaaten und die Schaffung eines harmonisierten Bilanzierungsrahmens werden als entscheidende Schritte hin zur Integration der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet und in der Europäischen Union angesehen. Harmonisierte Bilanzierungsvorschriften würden in der Tat die Transparenz und Vergleichbarkeit erhöhen und so die Kapitalallokation erleichtern und die Kosten der Kapitalbeschaffung potenziell verringern. In jüngster Zeit haben eine Reihe größerer Bilanzierungsskandale in den Vereinigten Staaten und Europa die Bedeutung einer transparenten und zuverlässigen Finanzberichterstattung erneut unterstrichen.

Im Juli 2002 verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat eine Verordnung⁴, der

² Die IAS unterscheiden zwischen vier Kategorien von finanziellen Vermögenswerten: a) „Held for Trading“ (Aktiva, die zu Handelszwecken gehalten werden), b) „Held to Maturity“ (Anlagen, die bis zur Fälligkeit gehalten werden), c) originäre Darlehen und Forderungen des Unternehmens und d) „Available for Sale“ (hierzu zählen finanzielle Vermögensgegenstände, die nicht einer der drei anderen Kategorien zugeordnet werden können).

³ Auch die EZB trug der JWG ihre Bedenken vor. Siehe das Dokument „Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the ‚Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items‘ issued by the Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters“ vom 8. November 2001 (www.ecb.int).

⁴ Verordnung (EG) Nr. 1606/2002.

Kasten 2

DAS ANERKENNUNGSVERFAHREN FÜR DIE IAS IN DER EU

Die Einrichtung eines formellen Anerkennungsverfahrens für die Rechnungslegungsstandards in der Europäischen Union ist aus politischen und rechtlichen Gründen erforderlich. Zum einen wird es für unangemessen erachtet, Rechnungslegungsgrundsätze an private Organisationen wie etwa das IASB, auf das die Europäische Union keinen Einfluss hat, zu delegieren. Zum anderen ist es wichtig, durch Festlegung der Standards, die kapitalmarktorientierte Unternehmen in Zukunft erfüllen müssen, Rechtssicherheit zu schaffen. Im Rahmen des Anerkennungsverfahrens wird ferner geprüft, ob die vom IASB beschlossenen Standards mit der öffentlichen Politik der EU vereinbar sind. Das Anerkennungsverfahren umfasst zudem die Mitwirkung eines Regelungsausschusses, des Accounting Regulatory Committee (ARC), der aus Vertretern der Mitgliedstaaten unter dem Vorsitz der Europäischen Kommission besteht. Die EZB hat im Ausschuss Beobachterstatus. Das ARC erkennt die IAS auf der Grundlage eines Vorschlags der Kommission an oder lehnt sie ab. Das Anerkennungsverfahren lässt sich wie folgt beschreiben:

Schritt 1:

Die Kommission unterbreitet dem ARC ihren Vorschlag zur Anerkennung oder Ablehnung eines Rechnungslegungsstandards zusammen mit einem Bericht, in welchem der entsprechende Standard aufgeführt ist und dessen Vereinbarkeit mit den bestehenden Rechnungslegungsrichtlinien und Eignung als Grundlage der Finanzberichterstattung in Europa geprüft wird.

Schritt 2:

Das ARC hat zwei Monate Zeit, um seine Stellungnahme zu dem Vorschlag abzugeben. Hinsichtlich der Anwendung der IAS im rechtlichen Rahmen der Europäischen Union erhält das ARC fachliche Beratung von einem Technischen Ausschuss, der so genannten European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Hierbei handelt es sich um ein privates Forum, das sich aus den wichtigsten Akteuren auf dem Gebiet der Rechnungslegung in Europa, nämlich Bilanzlesern und Bilanzherstellern sowie Vertretern der mit Rechnungslegungsfragen befassten Berufsstände (unterstützt von den nationalen Standardsetzern), zusammensetzt. Die EFRAG hat einen Monat Zeit, um fachliche Empfehlungen zu unterbreiten.

Schritt 3:

Stimmt das ARC dem Vorschlag zu, so trifft die Kommission die notwendigen Vorkehrungen für die Anwendung des Rechnungslegungsstandards im rechtlichen Rahmen der EU. Sollte sich der Ausschuss dem Vorschlag nicht anschließen bzw. ihn abschlägig bescheiden, kann die Kommission die Angelegenheit an die EFRAG zurückverweisen oder den EU-Rat mit dem Vorschlag befassen.

Gemäß den üblichen EU-Verfahren zur Entscheidungsfindung von Regelungsausschüssen wird das Europäische Parlament über die Arbeit des ARC in Kenntnis gesetzt. Das Europäische Parlament hat auch die Möglichkeit zur Intervention, wenn die Kommission seiner Ansicht nach ihre Befugnisse überschritten hat.

zufolge kapitalmarktorientierte Unternehmen (einschließlich Banken) ab dem Jahr 2005 ihre Konzernabschlüsse auf der Grundlage der IAS zu erstellen haben. Darüber hinaus haben die Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die Anforderungen der Verordnung auf nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen und Einzelabschlüsse auszudehnen. Obwohl eine solche Verordnung auch ohne Umsetzung in nationales Recht Gesetzeskraft hat, wurde ein Verfahren zur Anerkennung der IAS in der Europäischen Union angestrebt (siehe Kasten 2). Die Europäische Kommission hat ihre feste Absicht bekundet, alle vom IASB erlassenen Standards anzuerkennen.

Im Rahmen dieses Verfahrens hat das Accounting Regulatory Committee (ARC) im Juli 2003 die bestehenden Rechnungslegungsgrundsätze mit Ausnahme des IAS 32 (Ausweis und Offenlegung von Finanzinstrumenten) und des IAS 39 (Erfassung und Bewertung von Finanzinstrumenten) bestätigt. Daraufhin hat die Kommission die entsprechenden IAS formell durch Verabschiedung einer Verordnung⁵ gebilligt. Die Rechnungslegungsstandards IAS 32 und IAS 39 wurden zum damaligen Zeitpunkt noch vom IASB überarbeitet, da das Finanzgewerbe und die Finanzaufsichtsbehörden um weitere Beratungen zur Beurteilung und Beseitigung von Problemen bei der Anwendung der beiden Standards gebeten hatten. Unter Berücksichtigung der eingegangenen Stellungnahmen überarbeitete das IASB die Grundsätze im Dezember 2003, mit Ausnahme des Makro-Hedging, über das im ersten Quartal 2004 abschließend entschieden werden soll. Die Kommission wird daraufhin in der zweiten Jahreshälfte 2004 über eine Anerkennung beraten.

3 DAS FÜR UND WIDER EINER VOLLSTÄNDIGEN ZEITWERTBILANZIERUNG

Die vom IASB geplante erweiterte Bilanzierung zum Zeitwert bringt viele Vorteile mit sich, führt jedoch auch zu erheblichen Problemen für die Finanzinstitute. Einer der größten Vorteile ist zweifellos die Tatsache, dass der Markt-

oder Zeitwert von Finanzderivaten in der Bilanz ausgewiesen wird. Da derivative Instrumente zu einem wichtigen Mittel der Risikosteuerung von Banken geworden sind und ihr Nominalbetrag (der bislang nicht in der Bilanz ausgewiesen wird) gemessen an der Bilanzsumme oftmals sehr stark ins Gewicht fällt, erhält der Bilanzleser ein genaueres Bild von der tatsächlichen Finanzsituation einer Bank. Darüber hinaus lässt sich die Wirksamkeit der Risikomanagementpraktiken einer Bank (z. B. die Risikosteuerung mittels Derivaten) leichter beurteilen.

Die erweiterte Anwendung der Zeitwertbilanzierung dürfte auch die Kohärenz und Vergleichbarkeit der Bewertungsgrundlagen erhöhen, da die Instrumente zum selben Zeitpunkt nach demselben Grundsatz bewertet würden. Als Folge dieser erhöhten Transparenz und verbesserten Qualität der Informationen könnten unter anderem Korrekturmaßnahmen seitens der Geschäftsführung, Aktionäre oder Aufsichtsbehörden frühzeitiger ergriffen werden, wenn eine Bank übermäßige Risiken eingegangen ist.

Ein weiterer Vorteil besteht darin, dass der Anreiz für eine auf den positiven Effekt abzielende selektive Bilanzierung geringer wird. Nach den bestehenden Rechnungslegungsvorschriften werden Veränderungen des wirtschaftlichen Werts von Finanzinstrumenten erst zum Zeitpunkt ihrer tatsächlichen Realisierung erfasst. Daher könnte eine Bank bestimmte Transaktionen nur deshalb realisieren, um ihren Gewinn zu steigern. So könnten beispielsweise Vermögenswerte, deren tatsächlicher Wert erheblich über dem Buchwert liegt, veräußert werden, um stille Reserven zu realisieren und schwache Ergebnisse in Kernbereichen der Geschäftstätigkeit auszugleichen.

Die zeitwertorientierte Bilanzierung wirft jedoch auch grundlegende Probleme auf. Da Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld und das Risikoprofil besser abgebildet werden, dürfte die Zeitwertbilanzierung zu einer die Volatili-

⁵ Verordnung (EG) Nr. 1725/2003.

Kasten 3

BESCHREIBUNG DES MÖGLICHEN ZUSAMMENHANGS ZWISCHEN DER ZEITWERTBILANZIERUNG UND ZUSÄTZLICHER VOLATILITÄT IM JAHRESABSCHLUSS EINER BANK

Wenn eine Bank zinstragende Instrumente (z. B. Kredite oder Anleihen) in ihrer Bilanz bis zur Fälligkeit hält, kann die Zeitwertbilanzierung während der Laufzeit der Instrumente zu erheblicher zusätzlicher Volatilität in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) führen, was dem Zweck der Haltung dieser Instrumente widerspricht. Dies lässt sich anhand der Bilanz einer durchschnittlichen europäischen Bank im Falle eines externen Zinsschocks veranschaulichen. Bei der Erstellung dieser Bilanz werden bestimmte vereinfachende Annahmen zugrunde gelegt (z. B. keine Sicherungsgeschäfte, Höchstlaufzeit der Instrumente von zehn Jahren).

Bei Fehlen eines beobachtbaren oder relevanten Marktpreises lässt sich der Zeitwert von Anleihen und Krediten durch Berechnung des Nettobarwerts ihrer erwarteten Cashflows näherungsweise bestimmen. Bei dieser Berechnung werden die Cashflows des jeweiligen Instruments mit einem Abzinsungssatz, der den risikofreien Satz und eine Risikoprämie widerspiegelt, über die Restlaufzeit abgezinst. Der Effekt eines Zinsschocks auf den Zeitwert der Instrumente lässt sich anschließend durch Veränderung des Abzinsungssatzes simulieren.

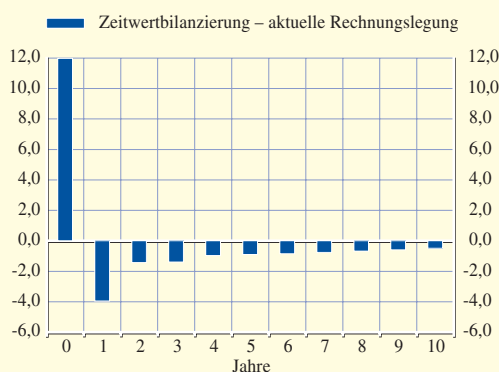
Bei Entstehen einer Forderung entspricht der berechnete Wert der Instrumente in der Regel ihrem Nominalwert, da sie entsprechend den jeweiligen Marktverhältnissen bewertet worden sind. Im Zeitverlauf und mit den sich verändernden Marktbedingungen verändert sich auch der beizulegende Wert (Verringerung bei Zinserhöhung, Anstieg bei Zinssenkung) und weicht vom Nominalwert ab. Bei Fälligkeit muss er jedoch wieder dem Nominalwert entsprechen, da zu diesem Zeitpunkt die Forderung der Bank gegenüber dem Anleiheemittenten oder Darlehensschuldner unmittelbar zum Nominalwert (Nennwert) zu erfüllen ist. Diese Wertentwicklung einer Anleihe/eines Kredits über die Laufzeit hinweg ist auch als „Pull-to-par-Effekt“ (Effekt der Konvergenz des Wertes gegen den Nominalwert mit abnehmender Restlaufzeit) bekannt.

Dieses Prinzip wird in der Abbildung veranschaulicht. Sie zeigt den Effekt einer Verschiebung der Zinsstrukturkurve um 100 Basispunkte nach unten auf die GuV einer Bank im Zeitverlauf, ausgedrückt in Prozent von Kapital und Rücklagen der Bank. Ausgewiesen wird dabei nur die

Differenz in der GuV, die sich zwischen einer Bilanzierung zum Zeitwert und der Anwendung des aktuellen Rechnungslegungsansatzes ergibt. Zu beachten ist, dass sich aufgrund des auf Wertpapiere im Anlagebuch angewandten Niederstwertprinzips bei der aktuellen Rechnungslegung die graphische Darstellung im Falle einer Zinserhöhung und die Darstellung im Falle einer Zinssenkung nicht einfach spiegelbildlich zueinander verhalten.

Aus der Abbildung wird ersichtlich, dass bei einer Verschiebung der Zinsstrukturkurve um 100 Basispunkte nach unten der Zeitwert des Anleihe- und Kreditportfolios steigen würde, was bei einer zeitwertorientierten Bilanzie-

Zeitwertbilanzierung – aktuelle Rechnungslegung in Prozent von Kapital und Rücklagen
Verschiebung der Zinsstrukturkurve um 100 Basispunkte nach unten



rung in der GuV der Bank als Gewinn verbucht würde. Im Rahmen des aktuellen Bilanzierungsansatzes würde das Portfolio weiter zu seinem früheren Buchwert (der dem Nominalwert entspricht) ausgewiesen werden, sodass sich in der GuV keine Veränderung ergäbe. Ohne das Auftreten zusätzlicher Schocks würde die Wertsteigerung im Falle der Zeitwertbilanzierung im Zeitverlauf als Verlust über die GuV rückübertragen, da der Zeitwert der Anleihen und Kredite bei Fälligkeit zwangsläufig wieder gegen den Nennwert konvergiert. Die Abbildung zeigt zudem, dass die Zinssenkung zwar einen beträchtlichen unmittelbaren Effekt hätte, die anschließende Ausgleichsbewegung im Zeitablauf jedoch eher allmählich erfolgen würde. Im Rahmen der Zeitwertbilanzierung würden sich alle Wertänderungen in der GuV vollständig niederschlagen, beim aktuellen Rechnungslegungsansatz hingegen würden die Anleihen und Kredite weiterhin mit ihrem Nominalwert angesetzt.

Als Fazit ist festzustellen, dass sich die Zeitwertbilanzierung und der aktuelle Rechnungslegungsansatz bei Entstehen einer Forderung und bei Fälligkeit der Instrumente in gleicher Weise auf die Jahresabschlüsse einer Bank auswirken. Im Zeitraum dazwischen führt die Bilanzierung zum Zeitwert jedoch zu höherer Volatilität, was den mit der Haltung der Instrumente verbundenen Zwecken offenbar widerspricht.

tät der Finanzausweise erhöhen. Es könnte eingewandt werden, dass sich eine bestehende Volatilität auch in den Abschlüssen widerspiegeln sollte und der Bilanzleser damit entscheidungsrelevanteren Finanzinformationen erhält. Bei Instrumenten der Kategorie „Held to Maturity“ im Anlagebuch, die generell bis zur Fälligkeit gehalten werden (dies gilt für die Mehrzahl der Kredite), muss der Wert bei Fälligkeit jedoch ungeachtet der Veränderungen des wirtschaftlichen Werts während der Laufzeit des Instruments notwendigerweise dem Nominal- oder Nennwert entsprechen. Volatilitäten im Ergebnisausweis, die sich während der Laufzeit dieser Instrumente durch die Bilanzierung zum Zeitwert ergeben, stellen möglicherweise keine sehr relevanten Informationen dar und können sogar irreführend wirken (siehe Kasten 3). Erschwerend kommt die in einigen Ländern bestehende Verbindung von Jahresabschlüssen und Besteuerung hinzu. Eine Bilanzierung zum Zeitwert birgt daher das Risiko, dass unrealisierte Gewinne versteuert werden müssen, ohne dass die damit verbundenen Kosten durch die steuerliche Absetzbarkeit unrealisierter Verluste ausgeglichen werden.

Zum anderen könnte sich die Bestimmung des Zeitwerts bestimmter Instrumente als schwierig

erweisen, insbesondere dann, wenn keine relevanten Marktpreise verfügbar sind. In diesen Fällen muss der beizulegende Zeitwert anhand von Modellen („Marking-to-model“) ermittelt werden, was bei Instrumenten mit vergleichbaren Risikomeerkmalen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen kann. Der mit einem solchen Verfahren errechnete Schätzwert ist nur so gut wie das Modell und die zugrunde liegenden Daten. Bei der Schätzung der Modellparameter wird häufig ein zu kurzer Zeithorizont gewählt, und Marktakteure wie auch Bankenaufseher stimmen darin überein, dass die aktuellen Bewertungsmodelle noch weiter entwickelt werden müssen. Da die Institute unterschiedliche Modelle mit ganz unterschiedlichen Grundannahmen verwenden können, sind die Zeitwerte und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die GuV möglicherweise zwischen verschiedenen Banken nicht vergleichbar, was einem der Ziele der Zeitwertbilanzierung widerspricht. Im Rahmen der externen Wirtschaftsprüfung wird es besonders schwierig sein, festzustellen, ob die durch Modellierung ermittelten Zeitwerte zuverlässig sind.⁶

⁶ Auch im Hinblick auf die Statistik ergeben sich wichtige Fragen, die aber in diesem Aufsatz nicht behandelt werden.

Abschließend ist auf das Problem des eigenen Kreditrisikos bzw. der sich aus der Anleiheemission einer Bank ergebenden Risiken hinzuweisen. Bei einer zeitwertorientierten Bilanzierung würde eine Verschlechterung des eigenen Kreditrisikos einer Bank zu einer Verringerung des Werts ihrer eigenen Anleihen führen und damit den Zeitwert ihrer Verbindlichkeiten vermindern. Bei gleich bleibendem Wert der Aktiva wäre dies gleichbedeutend mit einer Erhöhung des bilanziellen Eigenkapitals, das sich aus der Differenz zwischen dem Zeitwert der Aktiva und Passiva ergibt. Eine solche Verbesserung der Zahlungsfähigkeit infolge einer Verschlechterung des eigenen Kreditrisikos ist insbesondere aus aufsichtsrechtlicher Sicht kontraintuitiv und äußerst umstritten. Dies ist möglicherweise einer der Hauptgründe, weshalb die Aufsichtsbehörden nicht akzeptieren, dass die IAS bei der Berechnung der Eigenkapitalanforderungen voll zum Tragen kommen.

4 DER EINFLUSS DES BILANZIERUNGSRAHMENS AUF DIE BANKEN

AUSWIRKUNGEN AUF DIE FINANZAUSWEISE VON BANKEN

Je nach geltendem Rechnungslegungssystem schlagen sich wirtschaftliche Schocks in unterschiedlicher Weise in den Abschlüssen von Banken nieder. Um die Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität besser verstehen zu können, werden eine Reihe von Szenarien, die für den Bankensektor besonders relevant sind, sowohl im Rahmen der aktuellen Bilanzierungsvorschriften als auch im Rahmen der Zeitwertbilanzierung erörtert. Diese Szenarien umfassen eine erhebliche Verschlechterung der Kreditqualität, eine unerwartete Veränderung der Zinssätze, eine Krise am Immobilienmarkt und eine drastische Korrektur der Aktienkurse.

Beim *ersten Szenario* werden die Folgen einer *Verschlechterung der Bonität* analysiert. Die Verschlechterung der Kreditqualität eines finanziellen Vermögensgegenstands wie etwa eines Kredits oder einer Anleihe spiegelt sich in einer Verringerung der erwarteten Cashflows

wider. Würde der beizulegende Zeitwert des Instruments mittels Diskontierung der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme berechnet, so würde er mit der Verschlechterung der Kreditqualität sinken. Nach den aktuellen Rechnungslegungsregeln hingegen wird der Wert des Vermögensgegenstands in der Regel erst dann (durch Bildung einer Einzelwertberichtigung) angepasst, wenn der Vermögensgegenstand „wertgemindert“ oder „notleidend“ ist. In diesem Falle muss oftmals ein konkretes „reales Ereignis“ eintreten, das eine Wertminderung anzeigt (z. B. der Ausfall oder Aufschub einer Zinszahlung), bevor der Wert im Jahresabschluss entsprechend angepasst wird.

Im Rahmen der aktuellen Rechnungslegungsvorschriften ist daher das Risikovorsorgeverhalten der Bank von entscheidender Bedeutung. Wenn die Vorsorgeentscheidungen in vollkommen vorausschauender Weise getroffen werden und etwaigen Veränderungen der erwarteten Cashflows Rechnung tragen, sind die Auswirkungen der aktuellen Rechnungslegung und der Zeitwertbilanzierung auf das Kreditrisiko identisch. Eine vorausschauende Risikovorsorge kann jedoch durch die derzeit geltenden Bilanzierungsrichtlinien und steuerlichen Vorschriften erheblich behindert werden. Um die Möglichkeiten der Manipulation von Finanzergebnissen durch die Geschäftsführung einzuschränken, sind die Begriffe „Wertminderung“ und „notleidende Kredite“ in den Rechnungslegungsvorschriften der meisten Länder eher eng definiert. Risikovorsorge ist nur erlaubt, wenn konkrete Verluste bereits eingetreten sind oder nachweislich in Kürze eintreten werden. Infolgedessen sind Einzelwertberichtigungen für Kreditausfälle vorwiegend vergangenheitsorientiert.

Ein weiterer wichtiger Gegenstand der Diskussion um die Rechnungslegungsstandards ist der von den Banken verwendete Schätzansatz für die erwarteten zukünftigen Cashflows. Ein wichtiger Parameter hierbei ist die so genannte „Ausfallwahrscheinlichkeit“, d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass ein bestimmter Schuldner über einen bestimmten Zeitraum hinweg in Ver-

zug gerät. Untersuchungen zu den Bonitätsbeurteilungssystemen der Banken haben gezeigt, dass Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeiten und die damit verbundenen Bonitätseinstufungen in der Regel punktuell mit einem Zeithorizont von gewöhnlich einem Jahr erfolgen; nur sehr wenige Banken legen bei ihrer Risikobeurteilung einen längeren Zeithorizont zugrunde und berücksichtigen die erwartete durchschnittliche Performance eines Kreditnehmers über einen Konjunkturzyklus hinweg. Würde die Schätzung der erwarteten Cashflows von solch kurzfristigen Ansätzen bestimmt, würde sie recht häufig revidiert werden müssen und damit zu einer höheren Volatilität der Jahresabschlüsse führen.

Das *zweite Szenario* stellt auf eine *unerwartete Veränderung der Zinssätze* ab. Ohne Berücksichtigung von Derivaten wirkt sich eine Zinsänderung bei einer zeitwertorientierten Bilanzierung verglichen mit dem aktuellen Rechnungslegungsansatz sehr unterschiedlich auf den rechnerischen Wert von Positionen im Anlagebuch aus. Eine Zinserhöhung würde zu einem geringeren wirtschaftlichen Wert dieser Instrumente führen, da der Barwert der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme abnimmt. Umgekehrt würde eine Zinssenkung zu einer Erhöhung des wirtschaftlichen Werts führen.

Im Rahmen der Zeitwertbilanzierung werden diese Wertänderungen naturgemäß in der Rechnungslegung berücksichtigt. Beim aktuellen Rechnungslegungsansatz hingegen werden Wertänderungen aufgrund von Zinsschwankungen nicht verbucht, soweit es sich um Kredite handelt. Bei Wertpapieren im Anlagebuch erfolgt eine Erfassung nur im Falle einer Zinserhöhung, wenn das Portfolio nach dem Niederstwertprinzip bewertet wird. Latente Wertsteigerungen, die aus einer Zinssenkung resultieren, werden hingegen nach dem Niederstwertprinzip nicht angesetzt. Demzufolge werden Zinsänderungen asymmetrisch behandelt, was bei der Zeitwertbilanzierung nicht der Fall ist. Bei stark rückläufigen Zinssätzen dürften Banken, die das Niederstwertprinzip anwenden, daher über

erhebliche stille Reserven in ihren Bilanzen verfügen.

Das *dritte Szenario* ist eine typische *Immobilienkrise*. Hierbei kann es sich zum großen Teil um eine Kombination der beiden vorgenannten Szenarien handeln, nämlich eine zunehmende Fragilität der Kreditnehmer und eine Erhöhung der Zinssätze. Ein solches Szenario, das beispielsweise während der Bankenkrise in Schweden Anfang der Neunzigerjahre beobachtet wurde, ist von besonderer Relevanz, da eine Krise am Markt für gewerbliche Immobilien oft mit einer Bankenkrise einhergeht. Darüber hinaus machen Hypotheken einen erheblichen Teil des Kundengeschäfts der Banken aus, und spezielle Realkreditinstitute spielen in mehreren europäischen Ländern eine bedeutende Rolle.

Eine Immobilienkrise kann die erwarteten Cashflows der Banken aus dem Kreditgeschäft nicht nur durch Verminderung der Schuldentilgungsfähigkeit der Schuldner beeinträchtigen, sondern auch durch einen Wertverlust der Immobiliensicherheiten bei Ausfall dieser Schuldner. Nach diesem Szenario würde sowohl die Entwicklung der erwarteten zukünftigen Cashflows (die das Kreditrisiko widerspiegeln) als auch des Abzinsungssatzes (der das Zinsänderungsrisiko widerspiegelt) zu einem geringeren Wert der Aktiva führen. Dieser kombinierte Effekt würde bei einer Bilanzierung zum Zeitwert in den Abschlüssen voll zum Tragen kommen und sehr wahrscheinlich zu einer substanziellen Erosion des Eigenkapitals der Banken führen. Im Rahmen des aktuellen Rechnungslegungsansatzes würde sich – ohne Berücksichtigung der jeweiligen Risikovorsorge der Banken – die Verschlechterung der Kreditqualität erst bei tatsächlicher Wertminderung bemerkbar machen; doch selbst dann wären die Auswirkungen erheblich geringer als bei einer Zeitwertbilanzierung, da der Zinseffekt auf das Kreditportfolio nicht berücksichtigt wird.

Das *letzte Szenario* ist eine *drastische Korrektur der Aktienkurse*. Nach dem aktuellen Bilanzierungsansatz wird bei Aktien im Anlagebuch

in der Regel das Niederstwertprinzip angewandt, während sich bei einer zeitwertorientierten Bilanzierung sowohl Kursanstiege als auch Kursrückgänge voll im Ausweis niederschlagen. Ein wesentlicher Unterschied zwischen der Zeitwertbilanzierung und dem aktuellen Rechnungslegungsansatz wird deshalb im Falle einer drastischen Aufwärtskorrektur der Aktienkurse offenbar. Wenngleich bei vielen europäischen Banken nur ein relativ geringer Anteil des Anlagebestands auf Aktien entfällt, dürften kräftige Kurssteigerungen, wie sie beispielsweise während der letzten Aktienhausse zu beobachten waren, bei einer zeitwertorientierten Bilanzierung dennoch beträchtliche Auswirkungen auf die Jahresabschlüsse haben. Beim aktuellen Rechnungslegungsansatz hingegen würden solche Kursgewinne zu einer verstärkten Bildung stiller Reserven führen. Solange die Marktpreise über dem ursprünglichen Anschaffungspreis liegen, könnte ein möglicher Kursrückgang durch die stillen Reserven aufgefangen werden, während er sich im Rahmen einer Zeitwertbilanzierung voll in der GuV niederschlagen würde.

Diese vier Szenarien verdeutlichen, dass eine erweiterte Anwendung der Zeitwertbilanzierung zu einer erhöhten Volatilität der Gewinn- und Verlustrechnungen von Banken führen dürfte, da sich eine Veränderung der Konjunkturlage rascher in den Finanzausweisen niederschlägt. Zudem verläuft dieser Prozess im Rahmen des aktuellen Bilanzierungsansatzes weitgehend asymmetrisch, sodass Wertsteigerungen infolge einer verbesserten Wirtschaftslage in der Regel nicht ausgewiesen werden, wohingegen der Prozess im Rahmen der Zeitwertbilanzierung symmetrisch verläuft. Die erhöhte Volatilität kann bedeutsam sein und auch das Verhalten einer Bank beeinflussen, was wiederum Fragen hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems aufwerfen würde.

POTENZIELLE AUSWIRKUNGEN AUF DAS VERHALTEN DER BANKEN

Obwohl das Verhalten der Wirtschaftsakteure in einer Welt ohne Informationsasymmetrien und mit effizient funktionierenden Finanzmärkten im Prinzip nicht vom Rechnungslegungs-

system abhängig sein sollte, können Bilanzierungsvorschriften das Verhalten von Unternehmen in der Realität doch potenziell beeinflussen. Die erhöhte Volatilität im Rahmen einer zeitwertorientierten Bilanzierung, die aus der engeren Verknüpfung zwischen den Jahresabschlüssen von Banken, ihren Risikopositionen und der jeweils herrschenden Konjunkturlage resultiert, könnte daher zu Veränderungen im Verhalten der Banken führen und beispielsweise geschäftspolitische Entscheidungen oder die Risikomanagementpraktiken beeinflussen. Allgemeiner formuliert kann sie die Rolle der Banken als Liquiditätstransformatoren und ihren Beitrag zum reibungslosen Zusammenspiel von Sparen und Investieren in einer Volkswirtschaft im Zeitverlauf beeinträchtigen.

Die zeitgerechtere Erfassung von Risiken (z. B. eines Kursrückgangs bei einem Vermögenswert oder einer Verschlechterung der Kreditqualität) im Rahmen der Zeitwertbilanzierung kann die Transparenz im Vergleich zum aktuellen Rechnungslegungsansatz erhöhen. Ebenso dürften Transaktionen, die nicht zu den jeweiligen Marktbedingungen bewertet sind, grundsätzlich leichter zu erkennen sein. Ein Beispiel hierfür ist die Unterbietung von Wettbewerbern zur Steigerung des Marktanteils oder zum Zweck der Quersubventionierung, bei der ein Unternehmen seine Gewinne aus unterschiedlichen Geschäften dazu nutzt, den Verdrängungswettbewerb auf anderen Märkten zu finanzieren. Höhere Transparenz kann wiederum zu einer stärkeren Disziplinierung der Banken durch die Marktteilnehmer oder Aufsichtsbehörden führen, sodass Probleme rechtzeitig erkannt und Korrekturmaßnahmen früher ergriffen werden.

Die frühzeitigere Erfassung von Risiken im Rahmen der Zeitwertbilanzierung könnte jedoch auch die Prozyklizität des Kreditvergabebehavior verstärken und zu ausgeprägteren Konjunkturzyklen führen. Prozyklizität bezeichnet in diesem Zusammenhang eine Kreditpolitik der Banken, die der Tendenz der Realwirtschaft folgt, d. h. eine höhere Kreditvergabe in Zeiten des Aufschwungs und Kreditbeschränkungen in Zeiten des Abschwungs. Dies führt zu einer

Reihe von Problemen. Die Folgen können eine Fehlallokation von Ressourcen und ein suboptimales Investitionsverhalten sein, wenn bei einem Konjunkturaufschwung möglicherweise Kredite für unrealisierbare Projekte bewilligt werden, während in einer Abschwungsphase Kredite selbst für viel versprechende Projekte auf Ablehnung stoßen. Darüber hinaus könnte das systemische Risiko steigen, etwa durch Förderung einer Vermögensblase in Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs mittels großzügiger Kreditkonditionen und höherer Sicherheitswerte. Das anschließende Platzen der Blase kann eine Bankenkrise und eine Kreditklemme zur Folge haben.

Es ist unbestritten, dass das Kreditvergabeverhalten von Banken aufgrund einer Vielzahl von Faktoren, einschließlich der Geschäftspraktiken, von Natur aus prozyklisch ausgerichtet ist. Wichtig ist jedoch, dass die Finanzmarktregeln, z. B. die Bilanzierungsregeln oder Eigenkapitalanforderungen, diesem Charakteristikum nicht allzu sehr Vorschub leisten. Im Rahmen der Zeitwertbilanzierung würden nicht realisierte Gewinne aus Kurssteigerungen bei Vermögenswerten oder infolge einer verbesserten Kreditqualität in Zeiten des Aufschwungs unmittelbar GuV-wirksam und das Eigenkapital der Banken erhöhen und somit die Grundlage für eine weitere Kreditexpansion schaffen. Im Falle eines konjunkturellen Abschwungs würde das Gegenteil eintreten und die Schwächephase damit möglicherweise verschärft oder verlängert werden. Geht die Konjunkturabschwächung mit niedrigeren Zinssätzen einher, könnte diese Entwicklung zumindest teilweise durch höhere Gewinne aus der Neubewertung bestehender Aktiva mit fester Zinsbindung ausgeglichen werden.

Die Zeitwertbilanzierung kann sich nicht nur auf die Höhe des Kreditengagements der Banken auswirken, sondern auch auf die Zusammensetzung ihrer Bilanzen. Um die Volatilität der Jahresabschlüsse im Rahmen der Zeitwertbilanzierung zu verringern, gehen die Banken möglicherweise weniger Risiken ein. Dies kann entweder unmittelbar bei der Vergabe eines

Kredits geschehen oder durch anschließenden Risikotransfer etwa über Sicherungsgeschäfte oder Verbriefung. Auf diese Weise kann sich die Rolle der Banken als Finanzintermediäre verändern, und die normalerweise von ihnen übernommenen Risiken können auf andere Wirtschaftsakteure übertragen werden. Die daraus resultierende Verringerung der Risikokonzentration kann sich im Prinzip günstig auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken, sofern die Wirtschaftsakteure die Risiken, die sie übernehmen, angemessen beurteilen.

Andererseits kann diese Risikoumschichtung die Produktauswahl oder -verfügbarkeit für die Kunden einschränken und damit zu einem gesellschaftlichen Wohlfahrtsverlust führen. So könnte es vorkommen, dass Banken beispielsweise aus Furcht, dass sich das Zinsänderungsrisiko in den Finanzausweisen niederschlägt, oder wegen der mit der Absicherung oder Risikoübertragung verbundenen Kosten nur zögerlich festverzinsliche oder langfristige Darlehen gewähren. Überdies könnten Schuldner, deren Bonität stärkeren Schwankungen unterliegt (wie etwa kleine und mittlere Unternehmen oder neu gegründete Firmen), dadurch schwerer oder nur zu strengeren Konditionen Zugang zu Bankkrediten erhalten.

Schließlich könnte die Einführung der Zeitwertbilanzierung auch die Art und Weise beeinflussen, wie Banken finanzielle Puffer in Form von Eigenkapital oder Rücklagen bilden. Die stärkere Volatilität der Jahresabschlüsse erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Schwellenwerte für bestimmte finanzwirtschaftliche Kennzahlen missachtet werden. Beispiele hierfür sind die Solvabilitätskoeffizienten oder bestimmte Quoten, deren Nichteinhaltung zwangsläufig zu Maßnahmen wie etwa der vorzeitigen Rückzahlung eines Kredits oder einer Rating-Herabstufung führt. Um zu vermeiden, dass solche Maßnahmen durch unerwartete Wertänderungen ausgelöst werden, wird die Bank im Rahmen der Zeitwertbilanzierung möglicherweise bestrebt sein, größere finanzielle Puffer zu bilden. Ein weiterer wichtiger Aspekt in diesem Zusammenhang ist die Reaktion der Aktionäre. Wenn

in wirtschaftlich guten Zeiten Wertsteigerungen bei den Aktiva umgehend in der GuV ihren Niederschlag finden, könnten die Aktionäre von den Banken höhere Dividendenausschüttungen fordern. Diesem Druck wäre bei günstiger Konjunkturlage nur schwer zu widerstehen. Auf längere Sicht gesehen kann ein solches Verhalten jedoch die finanzielle Stabilität der Banken insgesamt beeinträchtigen.

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Der Schritt vom aktuellen Rechnungslegungsansatz hin zur Zeitwertbilanzierung kann wahrlich als Paradigmenwechsel bezeichnet werden, da vergangenheitsorientierte und auf dem Prinzip der Vorsicht und Verlässlichkeit fußende Rechnungslegungsgrößen durch Kennzahlen abgelöst werden, die sich auf den jeweils aktuellen wirtschaftlichen Wert stützen. Dieser grundlegende Wandel erklärt die oft hitzige und kontrovers geführte Diskussion über das Für und Wider der beiden Bilanzierungsmodelle. Die Zeitwertbilanzierung kann positive Folgen wie etwa eine wahrheitsgetreuere Abbildung der ökonomischen Realität zeitigen. Andererseits bestehen ernsthafte Zweifel an der Zuverlässigkeit der Zeitwertschätzungen bei Instrumenten, die nicht auf einem aktiven und liquiden Markt gehandelt werden (was z. B. auf die große Mehrheit der Bankkredite zutrifft). Unterschiede in der Zuverlässigkeit der Bewertungsverfahren zwischen den einzelnen Banken könnten ebenfalls die Vergleichbarkeit und Transparenz der Abschlüsse in Frage stellen. Die Vergleichbarkeit ist besonders beeinträchtigt, wenn den Banken hinsichtlich der mit dem Zeitwert anzusetzenden Aktiva und Passiva ein Bewertungswahlrecht zugestanden wird.

Ganz allgemein betrachtet ist nach wie vor sehr unklar, wie eine breitere Anwendung der Zeitwertbilanzierung das Verhalten der Banken genau beeinflussen würde. Verschiedene Wirtschaftsszenarien, die für Banken von besonderer Relevanz sind (wie etwa die weiter oben erörterten Hypothesen), können bei einer zeitwertorientierten Bilanzierung unterschiedliche

Auswirkungen haben und führen zumeist zu einer höheren Volatilität der Jahresabschlüsse. Bei Instrumenten der Kategorie „Held to Maturity“ (der Mehrzahl der Bankkredite) widerspricht dies dem eigentlichen Zweck, zu dem diese Instrumente gehalten werden. Eine höhere Volatilität kann das Risikomanagement und die Risikobereitschaft der Banken beeinflussen, was sich wiederum auf deren Mittlerfunktion und die Umverteilung der üblicherweise von den Banken getragenen Risiken auf andere Wirtschaftsakteure auswirken kann. Schließlich bestehen ernsthafte Bedenken, dass eine Zeitwertbilanzierung die Prozyklizität des Kreditvergabeverhaltens verstärken und die Fähigkeit der Banken, ungünstigen Konjunkturlagen entgegenzuwirken, beeinträchtigen könnte.

Angesichts der nach wie vor begrenzten Zuverlässigkeit von Zeitwertschätzungen und der möglichen negativen Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf die Stabilität des Finanzsystems scheinen Vorsicht und weitere Analysen dringend geboten, bevor dieses Rechnungslegungsverfahren bei den Banken breitere Anwendung findet.

Glossar

Accounting Regulatory Committee (ARC): Ausschuss aus Vertretern der EU-Mitgliedstaaten unter dem Vorsitz der Europäischen Kommission. Der Ausschuss hat eine Regelungsfunktion und gibt Stellungnahmen zu Vorschlägen der Kommission hinsichtlich der Verabschiedung internationaler Rechnungslegungsstandards ab.

Anlagebuch: Bankportfolio aus Finanzinstrumenten, die grundsätzlich bis zur Fälligkeit („Held to Maturity“) oder zu längerfristigen Anlagezwecken gehalten werden.

Anschaffungskosten (historische Kosten): Bezeichnen im Rahmen der Rechnungslegung die zum Erwerb von Vermögensgegenständen getätigten Aufwendungen bzw. den beizulegenden Zeitwert der bei Anschaffung entrichteten Gegenleistung. Auf der Passivseite stellen sie die Summe des Gegenwerts für die Verbindlichkeit dar.

European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG): Privater Ausschuss aus Bilanzlesern und Bilanzherstellern sowie Sachverständigen auf dem Gebiet der Rechnungslegung und nationalen Standardsetzern. Er erteilt fachliche Ratschläge hinsichtlich der Anwendung der IAS im europäischen Rahmen.

Exposure Draft (Entwurf): Wortlaut eines Vorschlags für einen internationalen Rechnungslegungsstandard (IAS) verbunden mit einer Aufforderung des IASB zur Stellungnahme und Beantwortung bestimmter Fragen.

Finanzinstrument: Bezeichnet im Rahmen der Rechnungslegung alle Kontrakte, aus denen einerseits eine finanzielle Forderung und andererseits eine finanzielle Verbindlichkeit oder ein Eigenkapitalinstrument entstehen.

Handelsbuch: Bankportfolio aus Finanzinstrumenten, die zu kurzfristigen Handelszwecken gehalten werden.

Hedging (Sicherungsgeschäft): Gezielter Einsatz eines oder mehrerer Sicherungsinstrumente (zumeist Derivaten wie etwa Forwards, Futures oder Swaps), um mit deren Veränderung im Zeitwert die Veränderung des Zeitwerts oder Cashflows eines Sicherungsgegenstands (z. B. Anleihen, Kredite oder Einlagen) ganz oder teilweise auszugleichen.

IAS 32: Internationaler Rechnungslegungsstandard, der sich mit der Offenlegung und dem Ausweis von Finanzinstrumenten befasst.

IAS 39: Internationaler Rechnungslegungsstandard, der sich mit der Erfassung und Bewertung von Finanzinstrumenten befasst.

International Accounting Standard (IAS): Vom IASB beschlossener internationaler Rechnungslegungsstandard.

International Accounting Standards Board (IASB): Unabhängiger privat finanzierter Standardsetter auf dem Gebiet der internationalen Rechnungslegung.

International Accounting Standards Committee (IASC): Vorgängergremium des IASB (in der Zeit von 1973 bis 2001).

Joint Working Group of Standard Setters (JWG): Arbeitsgruppe aus Vertretern des IASB und verschiedenen nationalen Standardsettern, die sich mit Fragen von gemeinsamem Interesse wie etwa der Bewertung von Finanzinstrumenten befasst.

Niederstwertprinzip (Lower of cost or market – LOCOM): Bewertungsregel, die häufig bei Wertpapieren im Anlagebuch Anwendung findet, der zufolge ein Vermögensgegenstand zu den Anschaffungskosten oder zum Marktpreis (falls dieser niedriger ist) bewertet wird.

Stille Reserven: Positive Differenz zwischen dem wirtschaftlichen Wert oder Marktwert eines Vermögensgegenstands und seinem Buchwert, die in den Finanzausweisen nicht ausgewiesen wird.

Zeitwert: Bezeichnet den Betrag, zu dem in einem Geschäft zu marktüblichen Konditionen zwischen sachverständigen, vertragswilligen Geschäftspartnern ein Vermögenswert gehandelt oder eine Verbindlichkeit beglichen werden könnte. In der Praxis entspricht der Zeitwert häufig dem Marktwert oder wird anhand eines Modells geschätzt.

