



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

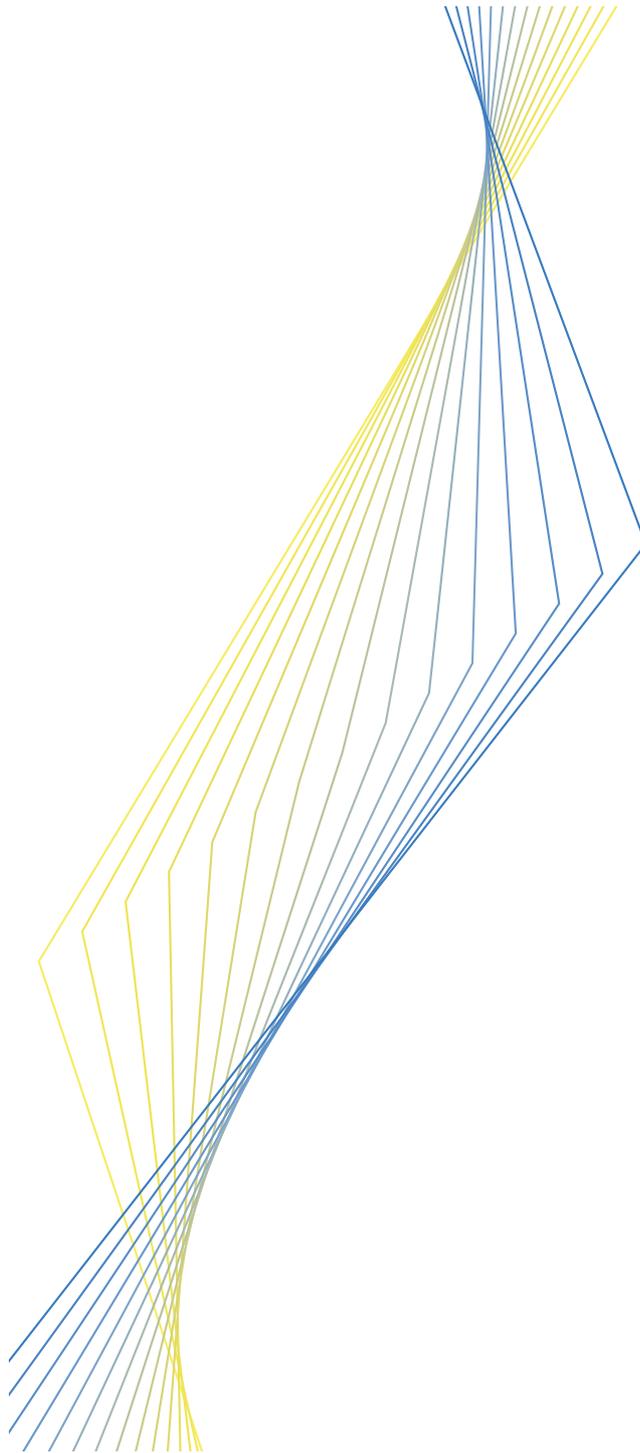
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

August 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

August 2003

© **Europäische Zentralbank, 2003**

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

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 30. Juli 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	22
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	29
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	35
Kästen	
1 Ergebnisse der im Juli 2003 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	10
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juli 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	17
3 Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom dritten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren	26
4 Jüngste Entwicklung der Volumen und Preise im Warenhandel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern	39
Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems	45
Jüngste Entwicklungen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets	61
Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets	75
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	103*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 31. Juli 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Jüngste wirtschaftliche und monetäre Daten bestätigten die Einschätzung, dass der gegenwärtige geldpolitische Kurs angemessen ist, denn die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht sind nach wie vor günstig. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Faktoren, die für diese Einschätzung relevant sein könnten, sorgfältig beobachten.

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, die dieser Einschätzung zugrunde liegt, so blieb die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte 2003 verhalten und entsprach damit weitgehend früheren Erwartungen. Gleichzeitig besteht immer mehr Grund für die Erwartung, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Halbjahr allmählich erholen und im Jahr 2004 weiter festigen wird. Im Euro-Währungsgebiet gibt es Anzeichen dafür, dass sich das Vertrauen in der Wirtschaft stabilisiert. Die Zunahme des real verfügbaren Einkommens aufgrund von vergangenen Verbesserungen der Terms of Trade des Euroraums dürfte das Wachstum der Konsumausgaben fördern, und das niedrige Zinsniveau sowie, allgemeiner betrachtet, günstige Finanzierungsbedingungen dürften die Investitionstätigkeit unterstützen. Außerdem deutet immer mehr darauf hin, dass die Auslandsnachfrage zur Erholung im Euroraum beitragen wird, denn jüngste Wirtschaftsdaten aus mehreren Regionen der Welt bestätigen tendenziell frühere Erwartungen einer Konjunkturbelebung. Dies dürfte dazu beitragen, die mit der Aufwertung des Euro-Wechselkurses verbundenen negativen Auswirkungen auf die Auslandsnachfrage auszugleichen. Auch die Entwicklungen an den Finanzmärkten stimmen mit den Erwartungen einer allmählichen Erholung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet und in anderen Regionen überein.

Allerdings bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken für dieses Hauptszenario, auch wenn sie in letzter Zeit etwas nachgelassen haben könnten. Insbesondere kann die Notwendigkeit einer weiteren Korrektur von gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten außerhalb des Euro-Währungsgebiets einer anhaltenden Belebung der Weltwirtschaft auch weiter im Wege stehen. Im Euroraum herrscht Unsicherheit über das Ausmaß der zur Steigerung der Produktivität und Ertragskraft noch erforderlichen Anpassungen im Unternehmenssektor, wenngleich die Tatsache, dass die Zinsen nun schon über einen längeren Zeitraum hinweg niedrig sind, diesen Prozess deutlich erleichtert haben sollte und dadurch zum Schutz gegen Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum beitragen dürfte.

In Bezug auf die Preisaussichten könnte die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise (die zum Teil die Witterungsbedingungen widerspiegelt) und der Ölpreise vorübergehend zu einer leichten Volatilität der Preissteigerungsraten beitragen. Allerdings ist nach wie vor zu erwarten, dass sich die jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI im restlichen Jahresverlauf um die 2 %-Marke bewegen werden. Über die kurze Frist hinaus sind die Aussichten weiterhin günstig. Bei den jährlichen Preissteigerungsraten wird erwartet, dass sie 2004 sinken und unter 2 % bleiben werden. Zusätzlich zu den Basiseffekten werden weitere die Inflation dämpfende Effekte durch die Weitergabe der vergangenen Aufwertung des Euro-Wechselkurses erwartet. Die allmähliche Konjunkturbelebung dürfte mit einer moderaten Lohnentwicklung und einem gemäßigten Preissetzungsverhalten einhergehen und deshalb nicht zu einem Preisauftrieb beitragen. Dieses Bild spiegeln die vorliegenden Prognosen und Projektionen sowie die in den Anleiherenditen implizierten Informationen wider, die alle darauf hindeuten, dass die Inflationserwartungen im Euroraum auf mittlere Sicht fest auf einem Niveau von unter, aber nahe 2 % verankert sind.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so hat sich der Liquiditätsaufbau im Euro-Währungsgebiet fortgesetzt; die Liquiditätsausstattung

ist weiterhin reichlich und liegt deutlich über dem Wert, der zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Das niedrige Zinsniveau im Euroraum über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg hat zu einer hohen Nachfrage nach liquiden Anlageformen beigetragen. Außerdem trägt das gegenwärtige Zinsniveau dazu bei, die negativen Auswirkungen der schwachen Konjunkturerwicklung im Euroraum auf die Kreditnachfrage auszugleichen. In der Tat scheint sich im Lauf dieses Jahres das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor auf einem Niveau stabilisiert zu haben, das im historischen Vergleich nicht besonders niedrig ist. Insgesamt muss aber die großzügige Liquiditätsversorgung genau beobachtet werden, auch wenn ein Großteil der Überschussliquidität im Euro-Währungsraum auf Portfolioumschichtungen zurückzuführen ist.

Alles in allem bestätigt die wirtschaftliche Analyse die Erwartung, dass die Inflation auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2 % liegen wird. Dieses Bild steht in Einklang mit den Erwartungen einer allmählichen Konjunkturbelebung im Jahr 2003, die sich später noch weiter festigen dürfte, und trägt den Auswirkungen der vergangenen Aufwertung des Euro-Wechselkurses Rechnung. Gleichzeitig dürfte sich die starke Ausweitung der Geldmenge M3 angesichts der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation vorerst nicht nachteilig auf diese Aussichten auswirken. Deshalb ergeben sich aus der Gegenprüfung der aus den beiden Säulen gewonnenen Daten günstige Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht, dem für die Geldpolitik maßgeblichen Zeithorizont.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es wichtig, dass alle politischen Entscheidungsträger im

Euro-Währungsgebiet dazu beitragen, ein Klima zu schaffen, das eine Erholung des Vertrauens der Wirtschaftssubjekte begünstigt. Im Bereich der Fiskalpolitik muss beim Abschluss der Haushaltspläne für 2004 der Korrektur der schweren Ungleichgewichte, die einige Länder bei den öffentlichen Finanzen aufweisen, Priorität eingeräumt werden. Um den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie den Empfehlungen des ECOFIN-Rats voll und ganz zu entsprechen, sollten sich die Regierungen an glaubwürdige mittelfristige Konsolidierungsstrategien halten. Diese Strategien sollten einerseits darauf abzielen, die Arbeits- und Investitionsanreize für private Wirtschaftssubjekte wiederherzustellen und dadurch das Wachstumspotenzial der Wirtschaft des Euroraums zu stärken; andererseits sollten sie zügige und dauerhafte Kürzungen bei den Primärausgaben des Staats beinhalten. Derartige Bemühungen in der Fiskalpolitik sollten mit entschiedenen Schritten im Bereich der Strukturreform an den Arbeits- und Gütermärkten einhergehen. Durch die Beseitigung von Rigiditäten, die das Wachstumspotenzial des Euro-Währungsraums einschränken, würden solche Schritte zu einer effizienteren Allokation der Ressourcen führen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste untersucht und erläutert die Gründe für die Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems, die ab März 2004 in Kraft treten werden. Der zweite vermittelt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets. Der dritte analysiert die Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet.

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

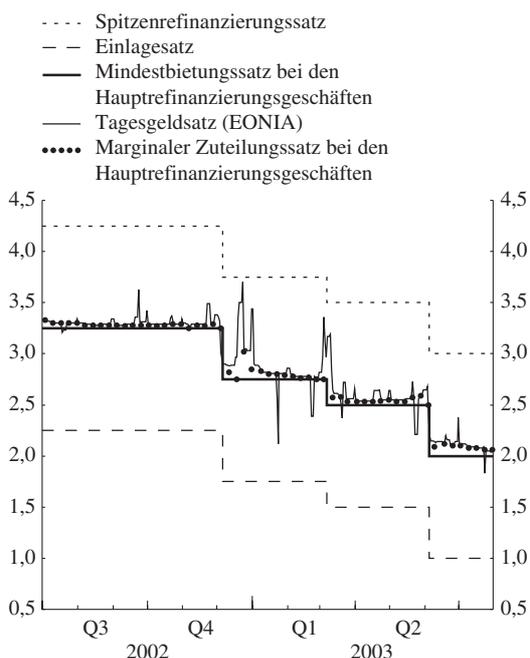
Auf seiner Sitzung am 31. Juli 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

Jährliches Wachstum von M3 im Juni nach wie vor hoch

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 sank im Juni 2003 auf 8,3 %, verglichen mit 8,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 betrug im Zeitraum von April bis Juni dieses Jahres 8,5 % gegenüber 8,4 % in der Zeit von März bis Mai.

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

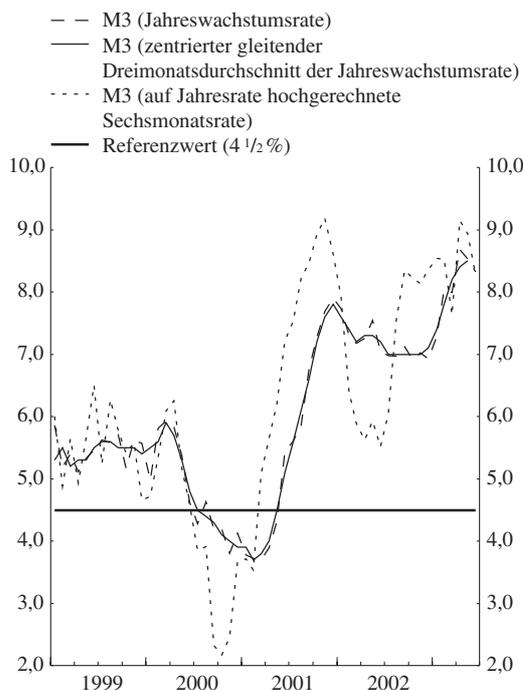


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Aus der Geldmengenentwicklung bis Juni geht hervor, dass Nicht-MFIs frühere Portfolioumschichtungen trotz des in den letzten Monaten verzeichneten Abklingens der geopolitischen Unsicherheit und der Volatilität an den Aktienmärkten nicht in größerem Umfang rückgängig gemacht haben. Das anhaltend starke Geldmengenwachstum dürfte wohl hauptsächlich mit den über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg niedrigen Zinsen zusammenhängen, die zu relativ geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung und einer reduzierten Attraktivität alternativer Anlageformen geführt haben. Neben den bis Juni vorherrschenden niedrigen Staatsanleiherenditen dürfte auch die zu dieser Zeit hohe Volatilität an den Anleihemärkten dazu beigetragen haben, dass Anleger kurzfristigen liquiden Anlageformen den Vorzug gaben. Das hohe Geldmengenwachstum könnte außerdem darauf hindeuten, dass Investoren aufgrund ihrer in den letzten Jahren am Aktienmarkt erlittenen beträchtlichen Verluste immer noch zö-

gern, in Aktien zu investieren. Schließlich könnte auch die Unsicherheit hinsichtlich des Wirtschaftswachstums und der Aussichten am Arbeitsmarkt dazu beigetragen haben, dass weiterhin vorsorglich gespart wurde.

Das kontinuierlich hohe M3-Wachstum hat zur Folge, dass im Euro-Währungsgebiet reichlich Überschussliquidität vorhanden ist. Diese dürfte aber vor dem Hintergrund der derzeitigen Wirtschaftslage im Euroraum kein Risiko für die Preisstabilität darstellen. Sollte die reichliche Liquiditätsausstattung jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbestehen, könnte sie mittelfristig zu inflationären Spannungen führen. Es muss daher genau beobachtet werden, inwieweit frühere Portfolioumschichtungen in Zukunft rückgängig gemacht werden und inwiefern ein Risiko besteht, dass sie bei einem stärkeren Wirtschaftswachstum zu höheren gesamtwirtschaftlichen Ausgaben führen.

Bei den Hauptkomponenten von M3 lag die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im Juni unverändert bei

11,5 % (siehe Tabelle 1). Betrachtet man die einzelnen Komponenten von M1, so ging die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs von 34,3 % im Mai auf 31,9 % im Juni zurück. Das kurzfristige Wachstum des Bargeldumlaufs war weiterhin recht hoch, wenngleich sich der Wiederaufbau von Bargeldbeständen verlangsamte und diese mittlerweile fast wieder einen Stand erreicht haben, der dem Trendniveau vor der Euro-Bargeldeinführung entspricht. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen stieg weiter von 8,3 % im Mai auf 8,6 % im Berichtsmonat; das starke Wachstum dieser Einlagen dürfte vor allem mit ihren niedrigen Opportunitätskosten zusammenhängen.

Bei den übrigen Komponenten von M3 ging die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Juni auf 5,6 % zurück, verglichen mit 5,9 % im Mai. Dies war auf den Rückgang der Jahresänderungsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (von 0,8 % im Mai auf -1,0 %) zurückzuführen. Dagegen erhöhte sich die Vorjahrsrate der Ein-

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 März	2003 April	2003 Mai	2003 Juni
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	8,8	10,3	11,5	11,8	11,2	11,5	11,5
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	12,9	39,1	35,8	39,9	37,5	34,3	31,9
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	8,1	6,6	8,1	8,1	7,7	8,3	8,6
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,9	4,3	5,4	4,7	5,2	5,9	5,6
M2	6,7	7,1	8,2	8,0	8,0	8,5	8,3
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	8,6	10,5	9,7	8,0	12,5	8,6	8,2
M3	7,0	7,6	8,5	8,0	8,7	8,5	8,3
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten							
(ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	4,1	4,2	4,7	4,1	4,7	5,0	4,8
<i>Kredite an öffentliche Haushalte</i>	1,9	2,0	3,5	1,8	3,5	4,4	3,7
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-1,2	-1,1	-0,4	-1,8	-0,1	-0,2	-0,3
<i>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	4,7	4,8	5,1	4,7	5,1	5,2	5,1
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	4,8	4,9	4,6	4,7	4,7	4,6	4,5

Quelle: EZB.

lagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Juni weiter auf 10,5 % (nach 9,9 % im Vormonat). Diese unterschiedlichen Entwicklungen spiegeln wahrscheinlich den in den letzten Monaten abnehmenden Abstand zwischen den Zinssätzen dieser Anlageformen im Kundengeschäft der Banken wider (siehe Abbildung 5), der zur Folge hatte, dass Termineinlagen gegenüber Spareinlagen an Attraktivität verloren.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente verringerte sich von 8,6 % im Mai auf 8,2 % im Juni. Grund hierfür war ein Rückgang der Jahresänderungsrate der Repogeschäfte (auf -2,1 % nach 2,8 % im Mai) wie auch der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (auf -15,3 % gegenüber -12,3 % im Mai). Dagegen erhöhte sich die Vorjahrsrate der Geldmarktfondsanteile auf 19,2 %, verglichen mit 17,5 % im Vormonat. Da sich die zuletzt genannten Instrumente besonders gut dazu eignen, Gelder in Zeiten großer Unsicherheit zu parken, stützt dieser Anstieg die Hypothese einer aus Sicherheitsgründen anhaltend hohen Nachfrage nach monetären Anlageformen.

Bei den Gegenposten zu M3 in den MFI-Bilanzen erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) leicht auf 5,3 % im Vergleich zu 5,2 % im Mai.

Im Juni stabiles jährliches Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor

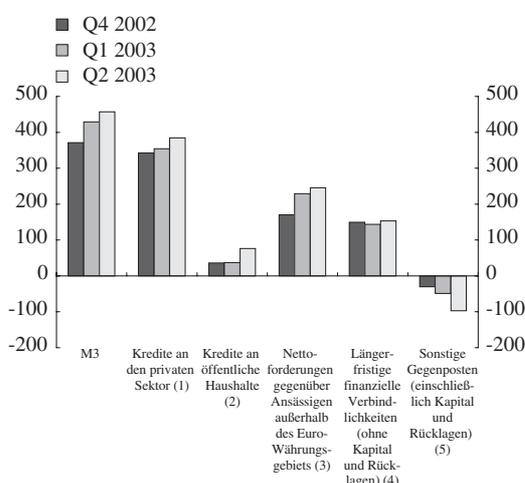
Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors verringerte sich die Jahresrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet auf 4,8 %, nachdem sie im Mai 5,0 % betragen hatte. Dies war auf einen Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte (von 4,4 % im Mai auf 3,7 % im Juni) wie auch der Vorjahrsrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor (auf 5,1 % gegenüber 5,2 % im Vormonat) zurückzuführen. Das jährliche Wachstum der Buch-

kredite an den privaten Sektor belief sich im Berichtsmonat auf 4,5 % gegenüber 4,6 % im Mai. Die Jahreswachstumsrate dieser Kredite bewegte sich in den vergangenen Monaten zwischen 4 ½ % und 5 %, was darauf hindeutet, dass der seit Ende 2000 zu beobachtende Abwärtstrend Ende 2002 zum Stillstand kam. Gleichzeitig gibt es keine eindeutigen Anzeichen dafür, dass sich das Wachstum der Buchkredite bereits beschleunigt. Angesichts des wirtschaftlichen Umfelds ist das derzeitige Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor im längerfristigen Zusammenhang betrachtet in realer Rechnung jedoch nicht besonders niedrig.

Die Ergebnisse der Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft vom Juli 2003 (siehe Kasten 1) belegen ebenfalls, dass sich die Kreditkonditionen tendenziell stabilisieren. Wenngleich Banken nach wie vor über per saldo verschärfte Kreditrichtlinien für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) für Unternehmen in den letzten drei Monaten berichteten, ist der Anteil dieser Antworten gegenüber April deutlich zurückgegangen. Die Kreditrichtlinien für private Haushalte blieben bei den meisten Kreditinstituten laut der Juliumfrage unverändert. Dennoch sollten die Ergebnisse

Abbildung 3
Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



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

Kasten I

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

Wie im Beitrag „Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht von April 2003 erläutert, hat das Eurosystem eine vierteljährliche Umfrage zum Kreditgeschäft (*bank lending survey*) konzipiert, um einen besseren Einblick in das Kreditvergabeverhalten der Banken im Euroraum zu gewinnen. Damit sollen die bestehenden Statistiken über Zinssätze und Kredite im Kundengeschäft der Banken um Informationen über Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten im Eurogebiet ergänzt werden. Die Erhebung wurde erstmals im Januar 2003 durchgeführt, die zweite Umfrage folgte im April. Im Monatsbericht von Mai 2003 wurden die wichtigsten Ergebnisse der ersten beiden Umfragerunden vorgestellt. In diesem Kasten werden die zentralen Ergebnisse der dritten Erhebung beschrieben und mit den vorherigen Umfragen verglichen. Eine ausführlichere Darstellung kann auf der Website der EZB abgerufen werden.

Die Auswertung der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2003 (die auf den Antworten von allen 86 Umfrageteilnehmern beruht) zeigt, dass die Banken zwar nach wie vor per saldo über verschärfte Richtlinien für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) für Unternehmen in den letzten drei Monaten berichteten, die Anzahl der Meldungen über eine Verschärfung jedoch gegenüber April deutlich zurückgegangen ist. Die Kreditrichtlinien für private Haushalte blieben bei den meisten Kreditinstituten laut der Juli-Umfrage unverändert.

In der Erhebung vom Juli meldeten insgesamt 27 % der Banken eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite zwischen April und Juni (siehe Tabelle A, oberer Teil). Dieser Anteil lag unter den Erwartungen, die die Kreditinstitute im April für diesen Zeitraum geäußert hatten (39 %), und unter dem errechneten

Tabelle A: Veränderung der Kreditrichtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten

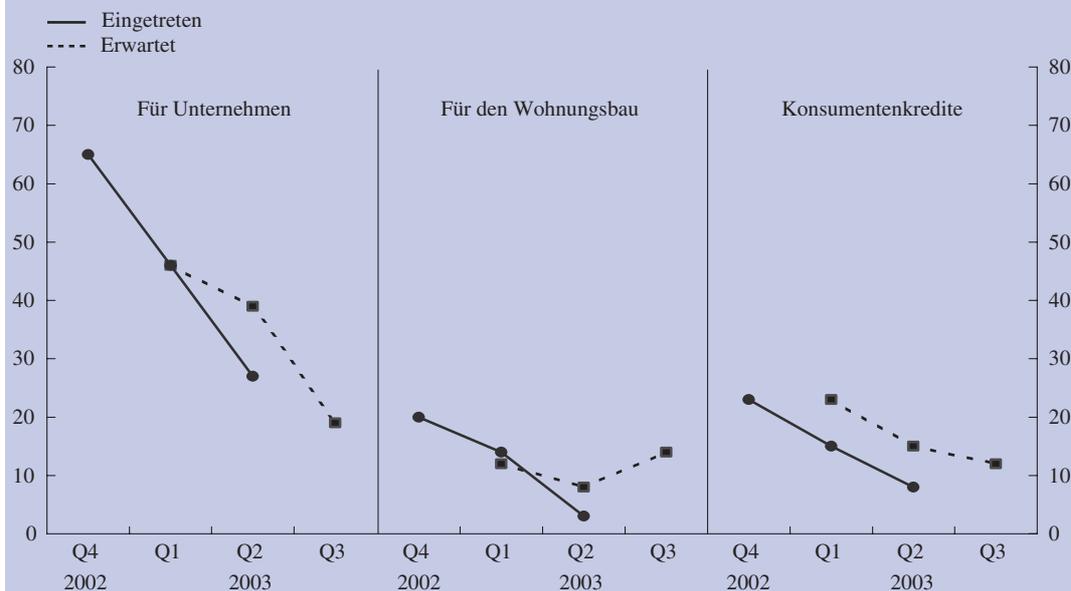
(in %)

	Insgesamt		Kredite an kleine und mittlere Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	Juli	April	Juli	April	Juli	April	Juli	April	Juli	April
a) In den letzten drei Monaten										
Deutliche Verschärfung	0	1	0	0	0	8	0	0	2	8
Leichte Verschärfung	27	45	32	34	25	43	19	32	28	35
Weitgehend unveränderte Entwicklung	73	54	65	64	75	49	82	68	68	57
Leichte Lockerung	0	0	3	3	0	0	0	0	2	0
Deutliche Lockerung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldo (in %) ¹⁾	27	46	30	31	25	51	19	32	28	43
Anzahl der Antworten	83	83	81	80	80	80	82	83	83	83
b) In den nächsten drei Monaten										
Deutliche Verschärfung	0	2	0	2	2	4	0	3	2	4
Leichte Verschärfung	23	36	23	35	24	33	11	26	22	37
Weitgehend unveränderte Entwicklung	72	61	68	61	73	61	82	71	74	58
Leichte Lockerung	4	0	9	3	1	2	7	0	1	2
Deutliche Lockerung	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Saldo (in %) ¹⁾	19	39	14	35	24	36	5	29	21	39
Anzahl der Antworten	83	83	81	81	80	80	81	83	82	83

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

Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien

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



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

Saldo von 46 % für den Zeitraum von Januar bis März (siehe Abbildung, erster Abschnitt). Der Prozentsatz der Banken, die über insgesamt verschärfte Richtlinien für die Vergabe von Krediten an Großunternehmen berichteten, verringerte sich erheblich, während er sich in Bezug auf Kredite an kleine und mittlere Unternehmen gegenüber den Ergebnissen der April-Umfrage kaum veränderte. Wie bereits in der vorherigen Erhebung betrafen diese laut der Juli-Umfrage per saldo verschärfte Kreditrichtlinien die Kredite mit langer Ursprungslaufzeit stärker als die kurzfristigen Ausleihungen, wenngleich die Werte bei beiden Kreditarten gegenüber der April-Umfrage sanken.

Wie schon im April war der Faktor, der für die im jüngsten Dreimonatszeitraum per saldo verschärfte Kreditrichtlinien den Ausschlag gab, die Wahrnehmung von Risiken insbesondere für die branchen- bzw. firmenspezifischen Aussichten. Als fast genauso bedeutsam wurden die Erwartungen hinsichtlich der künftigen allgemeinen Wirtschaftslage genannt. Die Verschärfung der Kreditrichtlinien kam vor allem in einer Margenausweitung zum Ausdruck, obwohl auch die preisunabhängigen Kreditkonditionen der Umfrage zufolge strenger ausfielen.

Mit Blick auf die für das dritte Quartal 2003 erwartete Entwicklung der Kreditrichtlinien gaben im Juli per saldo nur 19 % der Befragten an, dass sie mit restriktiveren Kreditrichtlinien rechneten; im April waren es noch 39 % gewesen (siehe Tabelle A, unterer Teil). Die Banken erwarteten insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen eine geringere Verschärfung.

Bei der Kreditnachfrage der Unternehmen meldeten die Banken – unabhängig von der Firmengröße – weiterhin eine insgesamt rückläufige Entwicklung. Per saldo gaben 25 % der Befragten im Juli an, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) in den letzten drei Monaten zurückgegangen sei. Im April waren es 31 % gewesen (siehe Tabelle B). Dieser Rückgang war bei den Großunternehmen besonders ausgeprägt.

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

(in %)

	Insgesamt		Kredite an kleine und mittlere Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	Juli	April	Juli	April	Juli	April	Juli	April	Juli	April
Deutlich gesunken	2	0	2	2	4	7	2	0	3	1
Leicht gesunken	33	41	30	34	25	34	20	18	38	41
Weitgehend unverändert	54	48	52	47	57	45	61	67	47	29
Leicht gestiegen	10	10	16	16	12	15	16	14	10	28
Deutlich gestiegen	0	0	0	0	2	0	0	0	2	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	-25	-31	-17	-19	-15	-26	-6	-4	-30	-14
Anzahl der Antworten	83	82	81	81	80	80	81	83	82	83

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

Bei den Krediten an Privathaushalte ging der Nettoanteil der Banken, die über restriktivere Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten berichteten, von 14 % im April auf nur noch 3 % im Juli zurück (siehe Tabelle C, oberer Teil) und lag auch unter den zuvor geäußerten Erwartungen (8 %) für das zweite Quartal

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

(in %)

	Wohnungsbaukredite		Konsumentenkredite und sonstige Kredite	
	Juli	April	Juli	April
a) In den letzten drei Monaten				
Deutliche Verschärfung	1	0	0	0
Leichte Verschärfung	12	19	13	17
Weitgehend unveränderte Entwicklung	77	77	82	81
Leichte Lockerung	8	5	5	2
Deutliche Lockerung	2	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	3	14	8	15
Anzahl der Antworten	80	80	78	77
b) In den nächsten drei Monaten				
Deutliche Verschärfung	0	2	0	1
Leichte Verschärfung	14	16	16	20
Weitgehend unveränderte Entwicklung	85	71	80	73
Leichte Lockerung	1	10	4	7
Deutliche Lockerung	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	14	8	12	14
Anzahl der Antworten	80	80	78	78

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

2003 (siehe Abbildung, zweiter Abschnitt). In Bezug auf Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte sank dieser Anteil in der Juli-Umfrage auf 8 % (nach 15 % im April) und blieb damit ebenfalls unter den vorherigen Erwartungen (14 %) für das zweite Vierteljahr (siehe Abbildung, dritter Abschnitt).

Bei den Kreditinstituten, die weiterhin insgesamt verschärfte Richtlinien für die Vergabe von Krediten an Privathaushalte in den letzten drei Monaten meldeten, lag der Hauptgrund in den pessimistischen Erwartungen für die allgemeine Wirtschaftsentwicklung. Daneben wurden – im Fall der Wohnungsbaukredite – die ungünstigeren Aussichten am Immobilienmarkt und – hinsichtlich der Konsumentenkredite und sonstigen Kredite an private Haushalte – die Verschlechterung der Bonität der Verbraucher angeführt. Der meistgenannte Grund für eine Lockerung der Kreditkonditionen war die stärkere Konkurrenz durch andere Banken und Finanzintermediäre.

Mit Blick auf die Erwartungen für das dritte Quartal 2003 zeigen die Umfrageergebnisse vom Juli, dass die Banken per saldo von einer weiteren Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Krediten an private Haushalte ausgehen (siehe Tabelle C, unterer Teil).

Hinsichtlich der Nachfrageseite berichteten im Juli in saldierter Betrachtung 29 % der Banken über eine hö-

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

(in %)

	Wohnungs- baukredite		Konsumenten- kredite und sonstige Kredite	
	Juli	April	Juli	April
Deutlich gesunken	0	5	1	3
Leicht gesunken	14	18	18	24
Weitgehend unverändert	44	35	58	47
Leicht gestiegen	30	33	21	20
Deutlich gestiegen	12	9	2	5
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	29	19	5	-2
Anzahl der Antworten	80	80	78	78

1) Siehe Fußnote zu Tabelle B.

here Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten, verglichen mit 19 % in der April-Umfrage (siehe Tabelle D). Ferner wurde in diesem Zeitraum erstmals eine per saldo leicht gestiegene Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten festgestellt.

Insgesamt deuten diese Ergebnisse zwar auf eine gewisse Stabilisierung der Kreditkonditionen hin, doch sollten sie mit großer Vorsicht interpretiert werden, da die Umfrage noch recht jung ist. Zunächst müssen noch mehr Erhebungen durchgeführt und weitere Erfahrungen gesammelt werden, bevor eine genaue Bewertung dieser Umfrageergebnisse und eine Beurteilung des Zusammenhangs zwischen diesen Ergebnissen und der tatsächlichen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung möglich ist.

der Umfrage zum Kreditgeschäft vorerst noch mit großer Vorsicht interpretiert werden, da es bisher nur wenige Erfahrungswerte über den Zusammenhang zwischen den Ergebnissen dieser Erhebung und der tatsächlichen Kredit- und Wirtschaftsentwicklung gibt.

Die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets stiegen im Juni 2003 in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 56 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juni stiegen diese Forderungen um 245 Mrd € gegenüber einem Anstieg um 230 Mrd € in den zwölf Monaten bis Mai. Die Angaben zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets bis Mai lassen den Schluss zu, dass für den deutlichen Anstieg der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Eurogebiets im Zwölfmonatszeitraum bis Mai hohe Kapitalzuflüsse verantwortlich waren, die auf den Erwerb von Schuldverschreibungen des Euroraums durch Gebietsfremde sowie – in geringerem Maße – den Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets zurückgingen.

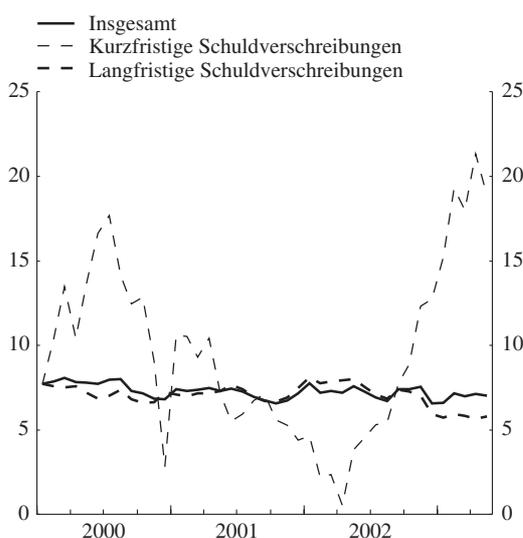
Emission von Schuldverschreibungen im Mai stabil

Im Mai 2003 betrug die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-

Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen wie schon im Vormonat 7,0 % (siehe Abbildung 4). Dahinter verbarg sich ein Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen um 0,2 Prozentpunkte auf 5,8 % sowie ein Rück-

Abbildung 4
Jährliches Wachstum der Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

gang der Vorjahrsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2,4 Prozentpunkte auf 18,9 %.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im Mai mit 6,7 % gegenüber dem Vormonat unverändert blieb. Dagegen verringerte sich das jährliche Wachstum der von Gebietsansässigen begebenen auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen von 11,9 % im April auf 10,9 % im Mai.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im Mai auf 4,0 % belief und sich damit gegenüber dem Vormonat um 0,3 Prozentpunkte verlangsamt hatte. Dahinter verbarg sich eine Verringerung der Vorjahrsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 26,1 % im April auf 20,9 % im Mai.

Bei den Kapitalgesellschaften ohne MFIs, die sowohl nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften als auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften umfassen, erhöhte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen im vierten Monat in Folge (von 20,2 % im April auf 20,7 % im Mai). Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen stieg im Mai auf 13,1 % gegenüber 10,5 % im Vormonat. Damit wurde die höchste Wachstumsrate der letzten zwölf Monate verzeichnet. Dies war das Ergebnis einer Zunahme der Wachstumsraten bei der Emission von sowohl kurz- als auch langfristigen Schuldverschreibungen. Während die lebhaftere Emission von kurzfristigen Schuldverschreibungen auf einen höheren Betriebskapitalbedarf der Kapitalgesellschaften hindeuten kann, könnte das kräftigere Wachstum der Emission längerfristiger Schuldverschreibungen auf einen größeren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen hinweisen. Darüber hinaus

könnten Emittenten sich dazu entschlossen haben, die gesunkenen Refinanzierungskosten an den Märkten für Unternehmensanleihen zu nutzen, die sich aus dem deutlichen Rückgang der Renditeabstände zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen in den vergangenen Monaten ergeben haben. Angesichts der sehr niedrigen Staatsanleiherenditen dürften sich gleichzeitig offenbar weniger risikoscheue Anleger auf der Suche nach höher rentierlichen Anlageformen wegen des Renditeaufschlags, den die Unternehmensanleihen bieten, für diese Anlageform entschieden haben.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen leicht von 31,4 % im April auf 29,2 % im Mai. Der Bestand an von diesem Sektor begebenen Schuldverschreibungen ist trotz dieses leichten Rückgangs seit Juni 1999 relativ kräftig gewachsen. Die Emissionstätigkeit dieses Sektors konzentriert sich der Tendenz nach auf einige wenige Länder, in denen Steuervorteile den Kapitalgesellschaften einen Anreiz geboten haben, sich mithilfe von Zweckgesellschaften und anderen Finanzagenturen über den Markt für Unternehmensanleihen günstiger Kapital zu beschaffen.

Was die öffentlichen Haushalte angeht, so stieg die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Euro-Schuldverschreibungen leicht von 4,3 % im April auf 4,5 % im Mai. Dagegen nahm die Emission von Euro-Schuldverschreibungen durch sonstige öffentliche Haushalte (darunter hauptsächlich Länder und Gemeinden) ab. Die entsprechende Jahreswachstumsrate des Umlaufs ging von 29,0 % im April auf 26,2 % im Mai zurück.

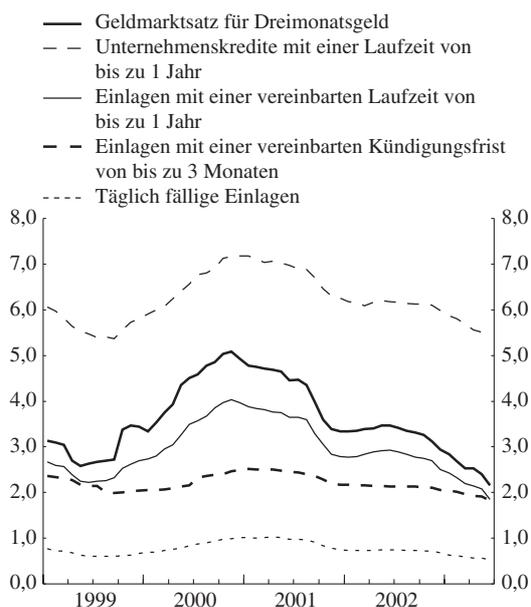
Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Juni auf sehr niedriges Niveau gesunken

Nach der Senkung der EZB-Leitzinsen Anfang Juni dieses Jahres gingen die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im Berichts-

monat weiter deutlich zurück und erreichten in vielen Fällen ihr niedrigstes Niveau seit Januar 1999. Der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel im Juni 2003 gegenüber dem Vormonat um 23 Basispunkte. Dieser Zinssatz hatte sich gegenüber seinem letzten Höchststand im Juni 2002 bis Juni dieses Jahres um rund 110 Basispunkte verringert. Im Vergleich dazu ging der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im gleichen Zeitraum um rund 130 Basispunkte zurück. Gleichzeitig sank der durchschnittliche Zinssatz der Banken für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um etwa 80 Basispunkte und fiel damit auf seinen Tiefstand vom dritten Quartal 1999 zurück (siehe Abbildung 5). Der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten verringerte sich dagegen zwischen Juni 2002 und Juni 2003 um lediglich 30 Basispunkte, was im Einklang mit der üb-

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

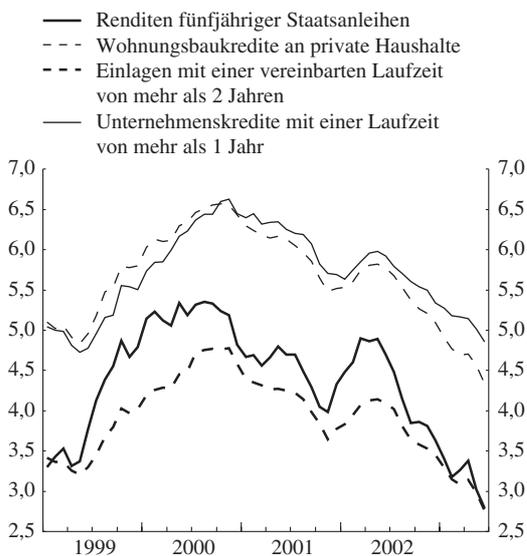
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

lichen Verzögerung bei der Anpassung dieser Sätze an die Marktbedingungen steht.

Die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken setzten ihren allgemeinen Abwärtstrend, der im Juni 2002 eingesetzt hatte, fort und erreichten im Juni dieses Jahres ein sehr niedriges Niveau. Darin spiegelte sich der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen auf einen ebenfalls sehr niedrigen Stand in den ersten Monaten dieses Jahres wider (siehe Abbildung 6). Der durchschnittliche Zinssatz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren fiel zwischen Mai 2002 und Juni 2003 um rund 140 Basispunkte. Im selben Zeitraum gingen die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und langfristige Unternehmenskredite um rund 150 bzw. 110 Basispunkte zurück, und die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen verringerte sich um etwa 190 Basispunkte. Die Entwicklung der langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken stand mit der üblichen Verzögerung bei der

Anpassung an die längerfristigen Marktzinsen in Einklang.

Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Juli leicht abgeflacht

Im Juli sanken die Geldmarktsätze am ganz kurzen Ende der Zinsstrukturkurve etwas, während sie am längeren Ende leicht anstiegen (siehe Abbildung 7). Infolgedessen wies die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Ende Juni negativ gewesen war, am 30. Juli einen flachen Verlauf auf.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz näherte sich im Verlauf des Monats Juli allmählich dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB geltenden Mindestbietungssatz von 2 % an und erreichte am 30. Juli einen Stand von 2,07 %. Lediglich am 23. Juli, dem letzten Tag der Mindestreserve-

Erfüllungsperiode, wurde eine größere Abwärtsbewegung auf 1,83 % verzeichnet (siehe Kasten 2). Zwischen Ende Juni und dem 30. Juli fiel der zweiwöchige EONIA-Swapsatz von 2,11 % auf 2,07 %. Bei den in diesem Zeitraum abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems verringerten sich der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Verlauf des Juli ebenfalls sukzessive. Sie betragen bei dem am 30. Juli abgewickelten Geschäft 2,06 % bzw. 2,07 %.

Zwischen Ende Juni und dem 30. Juli fielen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR leicht um 4 bzw. 3 Basispunkte auf zuletzt 2,12 %.

Dagegen nahmen der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR zwischen Ende Juni und dem 30. Juli um 2 bzw. 7 Basispunkte auf zuletzt 2,11 % bzw. 2,13 % zu. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt – gemessen an der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, die Ende Juni -10 Basispunkte betrug – hatte sich bis zum 30. Juli vollständig abgeflacht.

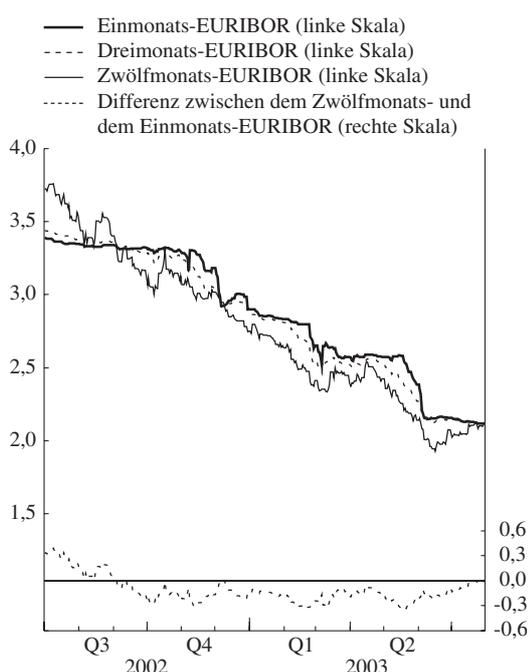
Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Zinssätzen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 und der ersten Jahreshälfte 2004 zum Ausdruck kommen, stiegen im Juli etwas an. Zwischen Ende Juni und dem 30. Juli erhöhten sich die Sätze für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2003 sowie März und Juni 2004 um 11 bis 19 Basispunkte und lagen am 30. Juli bei 2,07 %, 2,00 %, 2,09 % bzw. 2,29 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Juli gestiegen

Der seit Mitte Juni an allen wichtigen Anleihemärkten zu verzeichnende Renditeanstieg bei den langfristigen Staatsanleihen setzte sich im Juli 2003 fort. Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten kletterten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Juni und dem 30. Juli um 30 bzw. 80 Basispunkte auf zuletzt 4,2 % bzw. 4,3 %

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

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



Quelle: Reuters.

Kasten 2

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

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

Offenmarktgeschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz	Festzins-satz
HRG	25.06.2003	09.07.2003	166,40	150,00	1,11	297	2,00	2,10	2,12	-
HRG	02.07.2003	16.07.2003	111,70	56,00	1,99	227	2,00	2,10	2,11	-
HRG	09.07.2003	16.07.2003	67,96	43,00	1,58	122	2,00	2,09	2,10	-
HRG	09.07.2003	23.07.2003	130,69	101,00	1,29	287	2,00	2,08	2,10	-
HRG	16.07.2003	30.07.2003	147,62	98,00	1,88	262	2,00	2,08	2,09	-
HRG	23.07.2003	06.08.2003	141,57	134,00	1,06	292	2,00	2,06	2,08	-
LRG	26.06.2003	25.09.2003	28,69	15,0	1,91	124	-	2,11	2,12	-

Quelle: EZB.

Am 9. Juli wurde eine Tendersplit-Operation durchgeführt, die aus zwei gleichzeitigen HRGs mit ein- bzw. zweiwöchiger Laufzeit bestand und darauf abzielte, die Volumina der beiden ausstehenden HRGs, die nach der Unterbietung Anfang Juni divergierten, wieder auszugleichen. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen bei den HRGs verharrte in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zwar im Durchschnitt bei rund 1,5, war aber in der ersten und letzten Operation relativ niedrig, obwohl in beiden Fällen kein Rückgang der Teilnehmerzahl beobachtet wurde.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juni bis 23. Juli 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	250,1	0,3	+ 249,9
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	204,7	-	+ 204,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,3	+0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	-
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren ¹⁾	320,4	438,1	- 117,7
Banknotenumlauf	-	382,7	- 382,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	52,4	- 52,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	320,4	-	+ 320,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	2,9	- 2,9
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			132,2
(d) Mindestreserve-Soll			131,6

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 111,6 Mrd € und 125,6 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich im Zeitraum vom 14. bis zum 22. Juli am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 2,5 Mrd €).

Zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode blieb der EONIA stabil bei rund 2,12 %. Eine Ausnahme bildete Montag, der 30. Juni, an dem der EONIA aufgrund des Kalendereffekts am Halbjahresende auf 2,38 % stieg. Anschließend sank er schrittweise von 2,12 % am 4. Juli auf 2,08 % am 21. Juli. Durch das am Reservultimo abgewickelte HRG wurden genügend Mindestreserverguthaben für ein reibungsloses Auslaufen der Erfüllungsperiode zur Verfügung gestellt. Infolgedessen ging der EONIA am 23. Juli auf 1,83 % zurück, und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer Nettoanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 5,2 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,60 Mrd €.

(siehe Abbildung 8). Im Ergebnis kehrte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum erstmals seit Anfang April 2002 ins Positive und lag am 30. Juli bei rund 10 Basispunkten.

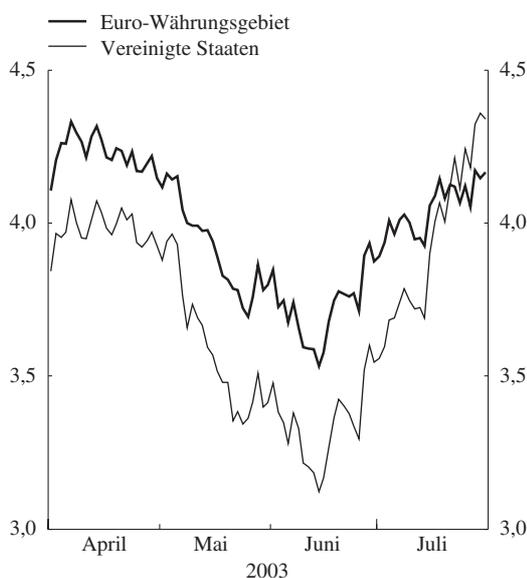
Der ausgeprägte Renditeanstieg bei den langfristigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten dürfte in erster Linie auf eine Anpassung der Wachstums- und Inflationserwartungen der Marktteilnehmer nach oben zurückzuführen sein. Auf einen zunehmenden Optimismus unter den Anlegern mit Blick auf die Konjunkturaussichten in den USA deutet

der Anstieg der realen Rendite zehnjähriger indexierter Staatsanleihen um 50 Basispunkte zwischen Ende Juni und dem 30. Juli hin. Das Anlegervertrauen dürfte durch allgemein besser als erwartet ausgefallene Datenveröffentlichungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie nach oben revidierte Wachstumsprojektionen für das reale BIP beflügelt worden sein. Im Zusammenhang mit den als günstiger eingeschätzten Aussichten für die US-Wirtschaft hielten es die Marktteilnehmer offensichtlich auch für wenig wahrscheinlich, dass die Inflation wesentlich unter das bereits niedrige Niveau fallen wird – ein Szenario, das in den Monaten zuvor für deutlichen Abwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Staatsanleihen gesorgt hatte. Tatsächlich scheinen die langfristigen durchschnittlichen Inflationserwartungen der Anleger zugenommen zu haben, wie an der zehnjährigen (aus dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen errechneten) Breakeven-Inflationsrate abzulesen ist, die sich zwischen Ende Juni und dem 30. Juli um rund 30 Basispunkte erhöhte.

Mit der starken Aufwärtskorrektur der Renditen langfristiger Anleihen im Juli nahm offenbar die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Anleiherenditen am US-Markt etwas zu. Darauf weist der Anstieg des gleitenden Zehntagesdurchschnitts der impliziten Volatilität der Terminkontrakte auf zehnjährige US-Staatsanleihen um rund 1,5 Prozentpunkte zwischen Ende Juni und dem 30. Juli hin. An diesem Tag betrug der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Anleihevolatilität

Abbildung 8 Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)

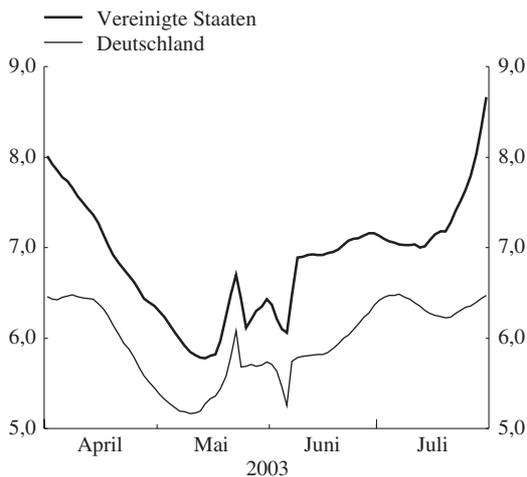


Quelle: Reuters.

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

Abbildung 9
Implizite Volatilität aus Termin-
kontrakten auf zehnjährige
Bundesanleihen und zehnjährige
US-Schatzanleihen

(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 umgeschichtet 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.

8,7 % und lag damit rund 1 Prozentpunkt über dem Durchschnitt der beiden letzten Jahre.

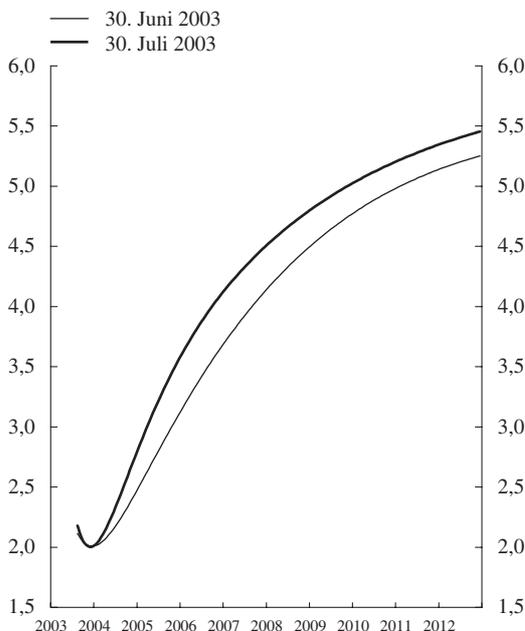
Am japanischen Staatsanleihemarkt stiegen die Renditen langfristiger Anleihen im Juli weiter an, wenngleich etwas gebremster als im Vormonat. Zwischen Ende Juni und dem 30. Juli erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen um rund 10 Basispunkte auf zuletzt 1,0 %. Hierzu trugen weitere Portfolioumschichtungen vom Anleihemarkt in den Aktienmarkt sowie eine optimistischere Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Konjunktorentwicklung in Japan bei. Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern blieb im Juli relativ hoch, wie das Niveau der impliziten Volatilität am Anleihemarkt zeigt. Am 30. Juli belief sich der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt auf 4,8 %. In den beiden letzten Jahren hatte dieser Indikator für die Unsi-

cherheit am Anleihemarkt noch durchschnittlich 3,1 % betragen.

Im Euro-Währungsgebiet erstreckte sich der Renditeanstieg bei den Staatsanleihen im Juli auf das gesamte Laufzeitenspektrum. Die größten Zuwächse waren bei den längeren Laufzeiten zu verbuchen, was sich in einem geringfügig steileren Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld niederschlug (siehe Abbildung 10). Bis zu einem gewissen Grad dürften die höheren Anleiherenditen im Euroraum auf Sogwirkungen durch den steilen Anstieg der US-Anleiherenditen zurückzuführen sein. Darüber hinaus dürfte auch eine etwas positivere Einschätzung der mittel- bis langfristigen Wachstums- und Inflationsaussichten für das Eurogebiet seitens der Anleger zu dem Renditezuwachs beigetragen haben, obgleich die für den Euroraum veröffentlichten Daten

Abbildung 10
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld
im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

offenbar als durchwachsener als diejenigen in den Vereinigten Staaten eingeschätzt wurden.

Was die langfristigen Wachstumserwartungen der Anleger angeht, so stiegen die Renditen indexgebundener (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Juni und dem 30. Juli um rund 10 Basispunkte. Daneben scheinen sich auch die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer erhöht zu haben. Darauf deutet der zeitgleiche Anstieg der (als Differenz zwischen den zehnjährigen nominalen und realen Renditen gemessenen) Breakeven-Inflationsrate um etwa 20 Basispunkte auf 1,9 % am 30. Juli hin.

Die Unsicherheit am Anleihemarkt des Euro-Währungsgebiets – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige Bundesanleihen – blieb zwischen Ende Juni und dem 30. Juli weitgehend unverändert (siehe Abbildung 9). Am letztgenannten Datum betrug der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt 6,5 % und lag damit rund 1 Prozentpunkt über dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre.

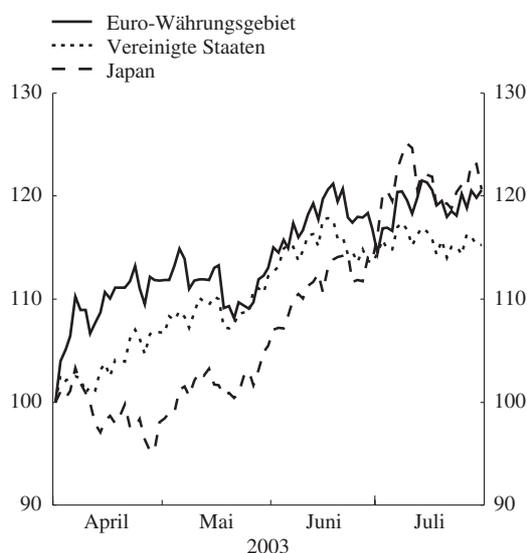
Konsolidierung der Aktienkursgewinne bei rückläufiger Volatilität im Juli

Die Aktienkurse legten im Juli in einem von steigenden Wachstumserwartungen für die Weltwirtschaft geprägten Umfeld weiter – wenn auch nur geringfügig – zu und sorgten für eine Konsolidierung der weltweiten Erholung an den Aktienmärkten, die Mitte März 2003 eingesetzt hatte. Zwischen Ende Juni und dem 30. Juli stiegen die Aktienkurse im Euroraum, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, um 3 % (siehe Abbildung 11). Im selben Zeitraum bewegten sich auch die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten, gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index, um 1 % nach oben, während der japanische Nikkei 225 3 % hinzugewann.

Abbildung 11

Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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



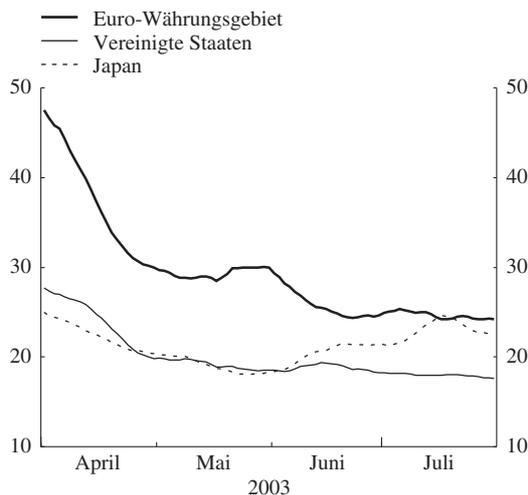
Quelle: Reuters.

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

In den Vereinigten Staaten war der insgesamt begrenzte Anstieg der Aktienkurse im Berichtszeitraum, der sich bis zum 30. Juli in einem gegenüber Ende Dezember 2002 um 12 % höheren Standard-&-Poor's-500-Index niedergeschlagen hatte, offenbar in erster Linie auf den zunehmenden Optimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich der Perspektiven für die Konjunktur und Unternehmenserträge zurückzuführen, nachdem eine Reihe von Wirtschaftsmeldungen besser als erwartet ausgefallen waren. Zudem profitierte der Markt vom Rückgang der Unsicherheit unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der künftigen Aktienkursentwicklung. Darauf lässt die Verringerung des gleitenden Zehntagesdurchschnitts der von Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität um nahezu 1 Prozentpunkt zwischen Ende Juni und dem 30. Juli schließen. Am letztgenannten Datum lag dieser Indikator für die Volatilität am Aktienmarkt rund 7 Prozentpunkte unter seinem Zweijahresdurchschnitt (siehe Abbildung 12). Der im Juli zu beobachtende Anstieg der US-Aktienkurse fiel bei den Technologiewerten besonders stark aus, was sich in einem Anstieg des

Abbildung 12
Implizite Aktienkursvolatilität im
Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten
Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.

Anmerkungen: 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.

Nasdaq-Composite-Index um 6 % zwischen Ende Juni und dem 30. Juli niederschlug. Damit lag dieser Index rund 29 % über seinem Stand von Ende Dezember 2002.

Die Kurse japanischer Aktien legten gemessen am Nikkei 225 zwischen Ende Juni und dem 30. Juli um 3 % zu. Gleichzeitig erhöhte sich jedoch auch die Unsicherheit am japani-

schen Aktienmarkt: Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität stieg in diesem Zeitraum um rund 1 Prozentpunkt, blieb allerdings noch knapp unter dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre. Der Anstieg der Aktienkurse war offenbar darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer die Aussichten für die japanische Wirtschaft optimistischer bewerteten, und wurde durch umfangreiche Investitionen ausländischer Anleger in japanische Aktien gestützt.

Im Euro-Währungsgebiet dürften die Kursgewinne im Juli vor allem mit den Erwartungen einer allgemeinen wirtschaftlichen Erholung und einer damit einhergehenden Steigerung der Unternehmensgewinne zusammenhängen. Am 30. Juli lagen die Aktienkurse 6 % über ihrem Stand von Ende Dezember 2002. Ein weiterer Grund für die robuste Entwicklung am Aktienmarkt ist die anhaltende Verringerung der von den Anlegern verlangten Aktienrisikoprämien. Sie kommt in dem zwischen Ende Juni und dem 30. Juli weiter rückläufigen gleitenden Zehntagesdurchschnitt der impliziten Aktienkursvolatilität zum Ausdruck (-1 Prozentpunkt), die aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitet wird. Am letztgenannten Datum lag dieses Maß für die Kursunsicherheit etwa 10 Prozentpunkte unter seinem Zweijahresdurchschnitt. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren zeigt, dass die Kurse von Industrieaktien mit einem Plus von 8 % im Berichtszeitraum am stärksten stiegen.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im Juli 2003 auf 1,9 % geschätzt

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge lag die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Juli 2003 bei 1,9 %, nachdem sie im Vormonat 2,0 % betragen hatte (siehe Tabelle 2). Da zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch keine detaillierten Angaben über die Entwicklung der HVPI-Komponenten im Juli vorliegen, ist diese Schätzung wie gewöhnlich mit einer gewissen Unsicherheit behaftet.

Die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich aufgrund eines Anstiegs der Jahresänderungsraten der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie von 1,9 % im Mai 2003 auf 2,0 % im Juni

(siehe Abbildung 13). Die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie verharrte bei 2,0 %.

Im Juni 2003 stieg die Jahresrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel deutlich auf 2,6 % an, nachdem sie im Mai noch 1,2 % betragen hatte. Zwar ist diese Zunahme teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen, doch spiegelt sie auch die aktuelle Entwicklung der Obst- und Gemüsepreise wider, die in vielen Euro-Ländern wohl von schlechten Ernten infolge von Spätfrost und ausbleibenden Niederschlägen gekennzeichnet ist. Infolgedessen erhöhte sich der Beitrag der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zur gesamten am HVPI gemessenen Inflation um 0,1 Prozentpunkte. Die Vorjahrsrate der Energiepreise erhöhte sich von 0,6 % im Mai auf 1,6 % im Juni. Maßgeblich hierfür war vor al-

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	2,0	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0	1,9
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	1,5	2,1	2,2	1,5	1,4	1,7	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,1	2,3	2,3	2,0	2,6	2,1	2,3	2,4	2,5	3,0	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,9	3,1	2,9	2,7	3,2	3,4	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	1,4	1,7	0,2	1,6	0,3	0,8	1,0	1,2	2,6	.
Industrierzeugnisse	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	1,0	2,2	2,2	1,1	0,9	1,0	.
Industrierzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	.
Energie	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	1,5	7,7	7,5	2,2	0,6	1,6	.
Dienstleistungen	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	.	2,6	2,4	1,7	1,3	.	.
Lohnstückkosten	1,3	2,7	2,1	1,8	1,4	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,1	0,4	0,6	1,0	0,8	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,5	2,5	2,4	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	3,3	3,7	3,5	3,7	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	29,8	27,2	22,9	21,9	23,3	24,9
Rohstoffpreise (€)	16,7	-7,6	-1,7	-1,6	4,4	-4,2	-8,0	-3,7	-7,2	-6,7	-8,7	-8,6	-5,6

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

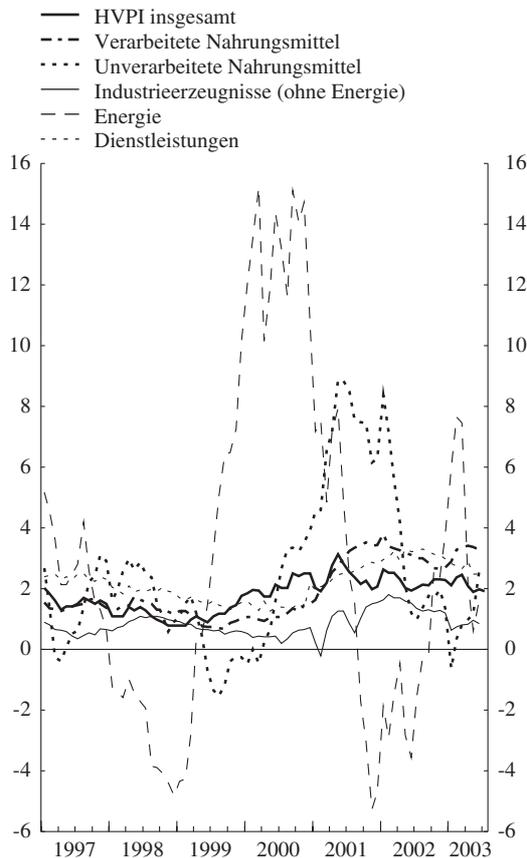
Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

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

Abbildung 13

Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

lem ein Basiseffekt im Zusammenhang mit dem im Vormonatsvergleich starken Rückgang der Energiepreise im Juni 2002, der seinerseits auf die stark gesunkenen Ölpreise zu jener Zeit zurückzuführen war.

Ohne die volatilen Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie gerechnet verharrete die jährliche am HVPI gemessene Teuerung im Juni 2003 bei 2,0 %; die Teuerungsrate der Dienstleistungspreise blieb mit 2,5 % gleichfalls unverändert, während sich der Preisauftrieb bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln und den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) im Vorjahrsvergleich um je 0,1 Prozentpunkte verringerte. Der Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für ver-

arbeitete Nahrungsmittel auf 3,3 % im Juni spiegelte vor allem Basiseffekte bei den Preisen für alkoholische Getränke und Tabakwaren wider; die bei den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) im selben Monat verzeichnete Verlangsamung des Preisanstiegs auf 0,8 % im Vorjahrsvergleich war hingegen in erster Linie durch einen jahreszeitlich üblichen Rückgang der Bekleidungspreise im Zuge des Sommerchlussverkaufs 2003 bedingt.

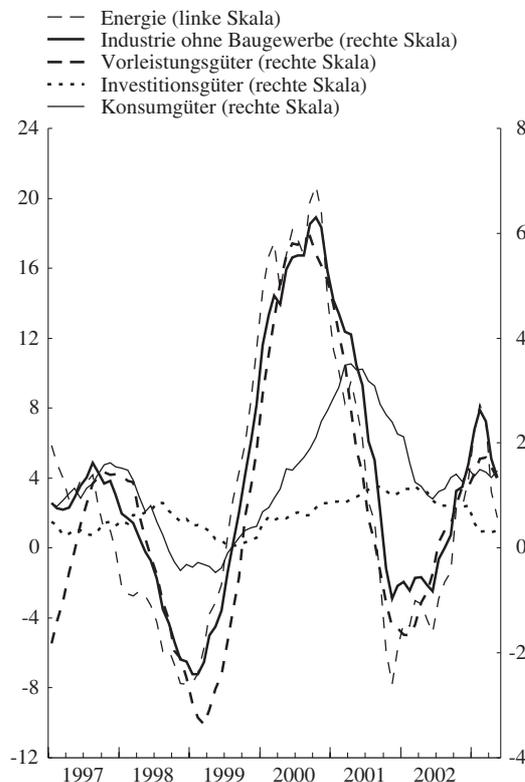
Moderater Preisdruck auf der Erzeugerstufe

Wie bereits im letzten Monatsbericht erwähnt, lag die Vorjahrsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) im Euroraum im Mai 2003 bei 1,3 % (siehe Abbildung 14). Im bisherigen Jahresverlauf ist

Abbildung 14

Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

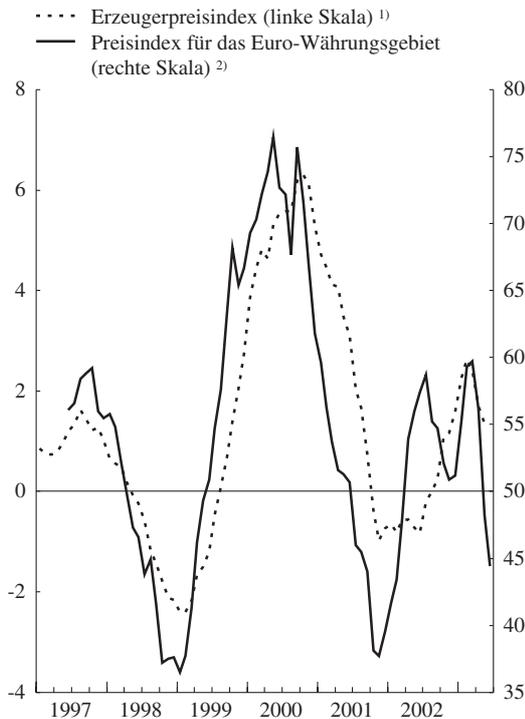
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

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



Quellen: Eurostat und Reuters.

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang. In den Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

diese Rate hauptsächlich aufgrund der niedrigeren Energiepreise überwiegend rückläufig gewesen. Doch auch die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise ohne Energie, die sich im Mai auf 1,0 % belief, hat sich seit Jahresbeginn 2003 etwas verringert; ausschlaggebend hierfür ist unter anderem die verzögerte preisdämpfende Wirkung des insgesamt höheren Euro-Wechselkurses und der schwachen Binnenkonjunktur.

Was die Entwicklung der Erzeugerpreise seit Mai 2003 angeht, so ist der – auf das verarbeitende Gewerbe bezogene – Preisindex für das Euro-Währungsgebiet der Umfrage zum Purchasing Managers' Index zufolge im Juni gesunken (siehe Abbildung 15) und zeigte da-

mit einen weiteren Rückgang der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe an. Während die internationalen Ölnotierungen, die seit Mitte Mai anziehen, auf einen gewissen nach oben gerichteten Preisdruck hindeuten könnten, dürften sich die Erzeugerpreise insgesamt auch weiterhin moderat entwickeln und damit positive Signale für die zukünftige Teuerung auf der Verbraucherebene aussenden.

Lohnanstieg im ersten Quartal 2003
weitgehend unverändert

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge sank die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im ersten Quartal 2003 gegenüber dem Schlussquartal 2002 um 1,0 Prozentpunkte auf zuletzt 2,7 %. Allerdings sollte diese starke Verlangsamung des Anstiegs der Arbeitskosten pro Stunde mit Vorsicht interpretiert werden, da sie im Wesentlichen auf Sonderfaktoren wie Kalender- und Basiseffekte zurückzuführen ist.

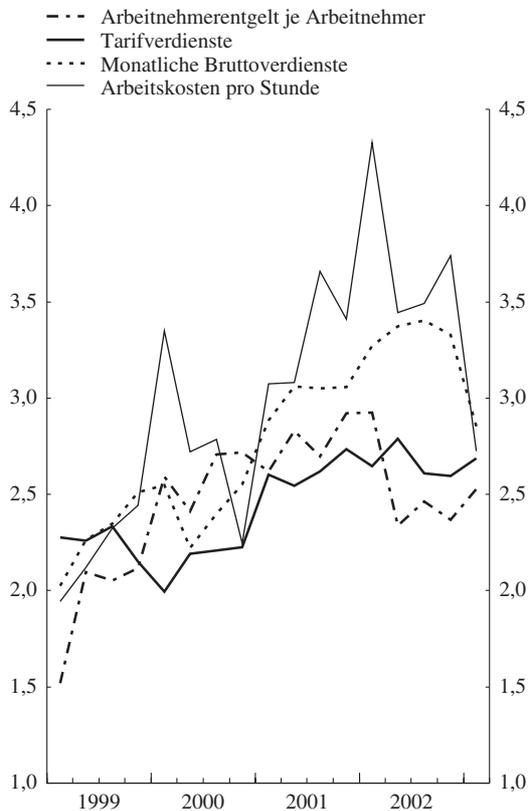
Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich im ersten Quartal 2003 im Vorjahrsvergleich um 2,5 %; gegenüber dem Schlussquartal 2002 stieg die Vorjahrsrate somit um 0,1 Prozentpunkte. Diese Entwicklung dürfte mit höheren Sozialabgaben sowie einem Anstieg des Wachstums der Tariflöhne um 0,1 Prozentpunkte auf 2,7 % in Verbindung stehen. Allerdings ist bei der Beurteilung des Anstiegs beider Arbeitskostenindikatoren deren typische Volatilität zu berücksichtigen. Faktisch schwankt die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach einigen Datenkorrekturen bereits seit dem zweiten Quartal 2002 um einen Wert von 2,4 % (siehe Abbildung 16). Dies untermauert die frühere Einschätzung, dass sich der Anstieg der Arbeitskosten im Jahresverlauf 2002 abgeflacht hat.

Die Vorjahrsrate der Arbeitsproduktivität sank im ersten Quartal des laufenden Jahres um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8 %, worin die anhaltende Konjunkturschwäche zum Aus-

Abbildung 16

Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

druck kommt. Nach einer starken Abwärtsbewegung im Jahresverlauf 2002 nahm das Wachstum der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2003 um 0,3 Prozentpunkte auf 1,7 % zu; hierfür waren sowohl das leicht erhöhte Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als auch die konjunkturbedingt verlangsamte Zunahme der Arbeitsproduktivität verantwortlich. Dessen ungeachtet blieb die Zuwachsrate der Lohnstückkosten ge-

messen an ihrem Spitzenwert von 3,2 %, der im ersten Quartal 2002 verzeichnet worden war, moderat.

Teuerung nach dem HVPI dürfte im weiteren Jahresverlauf weiterhin um 2 % schwanken

Auf kurze Sicht könnten die jüngste Ölpreisentwicklung sowie ein Anstieg der Nahrungsmittelpreise infolge der in weiten Teilen des Euroraums anhaltenden Dürre eine gewisse Volatilität der am HVPI gemessenen Inflation mit sich bringen. Zwar lässt sich derzeit nicht genau abschätzen, welche Tragweite diese Effekte haben und wann sie nachlassen werden, doch kann man mit einiger Sicherheit davon ausgehen, dass sie nur einen begrenzten und vorübergehenden Einfluss haben werden. Die am HVPI gemessene Preissteigerung dürfte im weiteren Jahresverlauf 2003 bei rund 2 % verharren und dann Anfang 2004 unter die 2 %-Marke fallen, wobei einige stärkere Schwankungen nicht auszuschließen sind. Was die mittel- bis längerfristige Entwicklung angeht, so sind die Inflationssichten angesichts des insgesamt im vergangenen Jahr zu beobachtenden Anstiegs des Euro-Wechselkurses und einer allmählichen Konjunkturerholung weiterhin günstig. Geht man von weitgehend unveränderten Ölpreisen, Wechselkursen und Lohnsteigerungen aus, dürften die Inflationsraten mittelfristig mit Preisstabilität vereinbar sein. Diese Einschätzung wird von den Teilnehmern des von der EZB im dritten Quartal 2003 durchgeführten Survey of Professional Forecasters geteilt und findet sich auch in anderen verfügbaren Indikatoren der Inflationserwartungen des privaten Sektors wieder (siehe Kasten 3).

Kasten 3

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

In der Zeit vom 16. bis zum 23. Juli dieses Jahres führte die EZB ihren 20. Survey of Professional Forecasters (SPF) durch. In dieser Erhebung werden Fachleute aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union hinsichtlich ihrer Erwartungen in Bezug auf die Inflation, das Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosigkeit im Euroraum befragt. Da den Umfrageteilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln. Soweit möglich, sind in die Darstellung der Daten auch die aus anderen Informationsquellen gewonnenen Ergebnisse für die Erwartungen des privaten Sektors auf Basis derselben Prognosezeiträume eingeflossen.¹

Inflationserwartungen für die Jahre 2003, 2004 und 2005

Die Umfrageteilnehmer erwarten für das Jahr 2003 eine durchschnittliche Teuerungsrate nach dem HVPI von 1,9 %, d. h. gegenüber dem vorherigen SPF eine Korrektur von 0,1 Prozentpunkten nach unten. Sie gehen ferner davon aus, dass die Inflationsentwicklung im zweiten Halbjahr 2003 unter dem Einfluss moderaterer Energiepreise und eines hinter den Erwartungen zurückbleibenden realen BIP-Wachstums stehen wird. Allerdings wird von den Befragten infolge der großen Hitze dieses Sommers und der daraus resultierenden Dürreperioden in einigen Euro-Ländern ein gewisser vorübergehender Preisauftrieb für möglich gehalten. Die Erwartungen für die Infla-

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

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

	Umfragezeitraum					
	2003	Juni 2004	2004	Juni 2005	2005	Längerfristig ²⁾
Teuerung nach dem HVPI						
Jüngste Erhebung (2003 Q3)	1,9	1,5	1,5	1,7	1,7	1,9
Vorherige Erhebung (2003 Q2)	2,0	-	1,7	-	-	1,9
Consensus Economics (Juli 2003)	1,9	-	1,4	-	-	1,9
Reales BIP-Wachstum						
Jüngste Erhebung (2003 Q3)	0,7	1,2	1,7	2,1	2,3	2,4
Vorherige Erhebung (2003 Q2)	1,0	-	2,1	-	-	2,4
Consensus Economics (Juli 2003)	0,6	-	1,7	-	-	2,2
Arbeitslosenquote¹⁾						
Jüngste Erhebung (2003 Q3)	8,9	8,9	8,9	8,6	8,5	7,4
Vorherige Erhebung (2003 Q2)	8,8	-	8,7	-	-	7,5

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) In der SPF-Umfrage 2003 Q3 beziehen sich die längerfristigen Erwartungen auf das Jahr 2008, in der des Vorquartals (Q2) auf das Jahr 2007. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2009 bis 2013 (die Daten wurden in der Erhebung von Consensus Economics vom April 2003 veröffentlicht).

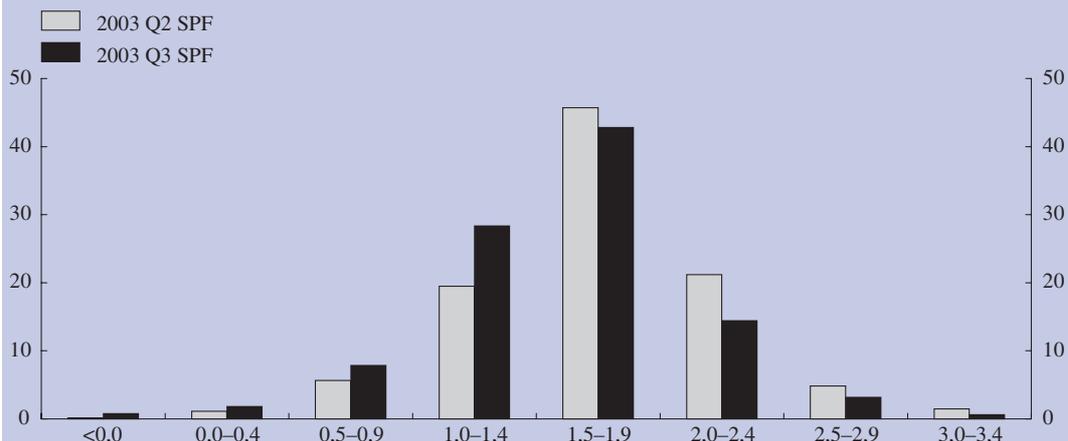
tion nach dem HVPI des Jahres 2004 wurden im Vergleich zum vorigen SPF um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert und liegen nun im Durchschnitt bei 1,5 %. Diese Veränderung lässt sich zum Teil durch das von den Umfrageteilnehmern erwartete geringere BIP-Wachstums erklären. Über das Jahr 2004 hinaus liegt die erwartete Teuerungsrate deutlich unter 2 %, wengleich ein geringfügiger Anstieg von durchschnittlich 1,5 % im Jahr 2004

1) Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2003, 2004, 2005 und 2008. Außerdem werden die für zwei zusätzliche „gleitende Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen dargelegt. 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 dritten Quartal 2003 erstreckten sich die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI bis Juni 2004 und 2005, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum ersten Quartal 2004 und 2005 und für die Arbeitslosenquote bis Mai 2004 und 2005. Anhand der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnitten für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

auf 1,7 % im Jahr 2005 angenommen wird. Diese Ergebnisse stehen insgesamt weitgehend im Einklang mit den Angaben, die im Rahmen der Juliumfrage von Consensus Economics (siehe Tabelle) sowie des Euro Zone Barometer für denselben Prognosezeitraum erhoben wurden (1,9 % für 2003 und 1,4 % für 2004).

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

(in %)



Der SPF-Fragebogen sieht auch vor, dass die Teilnehmer die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der die tatsächlichen Ergebnisse innerhalb bestimmter Intervalle liegen werden. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten beiden Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für 2004. Obgleich beide Verteilungen um das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % herum zentriert sind, auf das in beiden Fällen über 40 % der Wahrscheinlichkeitsmasse entfallen, besteht ein wesentlicher Unterschied darin, dass sich die Einschätzung der Risiken für die Teuerung im Jahr 2004 merklich nach unten verschoben hat. Qualitativen Angaben der Befragten zufolge ist diese veränderte Einschätzung höchstwahrscheinlich im Zusammenhang mit der Eintrübung der Wachstumsaussichten für 2004 zu sehen (siehe den nachfolgenden Abschnitt über die Wachstumsaussichten). Die Wahrscheinlichkeit, die die Umfrageteilnehmer einer Inflationsrate von über 2 % zuordnen, sank von 28 % im SPF vom zweiten Quartal auf 18 % im dritten Quartal 2003. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Teuerung im Schnitt auf unter 1,5 % fällt, liegt nunmehr bei rund 39 %, während dieser Wert im SPF vom zweiten Quartal 2003 noch 26 % betragen hatte. Die Möglichkeit einer Deflation im Jahr 2004 wurde von den Befragten allerdings eindeutig verworfen.

Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

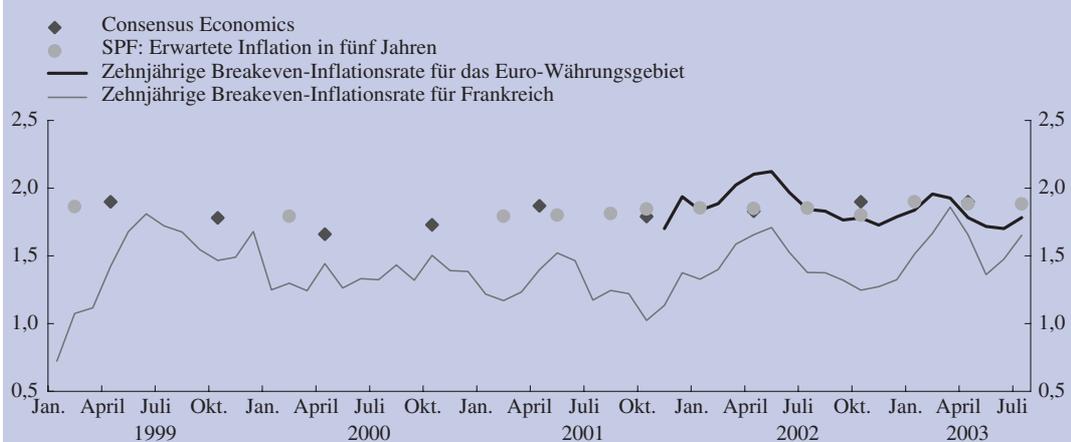
Wie bereits in der vorhergehenden Umfrage wird auch nach der SPF-Umfrage vom dritten Quartal 2003 erwartet, dass die durchschnittliche längerfristige Inflation (d. h. die Inflation in fünf Jahren) bei 1,9 % liegen wird. Dies stimmt auch im Wesentlichen mit anderen verfügbaren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen überein. So wurde auch in der Umfrage von Consensus Economics vom April 2003 für den Gesamtzeitraum von 2009 bis 2013 eine Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet von 1,9 % ermittelt.² Unterdessen wurden die im Euro Zone Barometer vom Juli 2003 veröffentlichten längerfristigen Inflationserwartungen um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert; die durchschnittliche Teuerungsrate für das Jahr 2007 beläuft sich nunmehr auf 1,7 %.

² Hier ist zu beachten, dass die Angaben von Consensus Economics für den Euroraum vor Dezember 2002 anhand nationaler Zahlen für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande, die zusammen rund 85 % der aggregierten Werte des Euroraums ausmachen, ermittelt wurden; diese Zahlen sind in Abbildung B dargestellt.

Die aus Finanzmarktpreisen gewonnenen Indikatoren für die langfristig erwartete Inflation lassen ebenfalls den Schluss zu, dass die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf längere Sicht als mit Preisstabilität vereinbar gesehen wird. In Abbildung B sind die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten dargestellt, die anhand französischer an den französischen Verbraucherpreisindex und den HVPI für das Euro-Währungsgebiet (jeweils ohne Tabakwaren) gebundenen Anleihen ermittelt werden. Beide Inflationsraten bleiben unter 2 %. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass diese Breakeven-Inflationsraten keine reine Messgröße für die Inflationserwartungen der Märkte sind, da eine Vielzahl von Risikoprämien (z. B. eine Prämie zum Ausgleich für die Inflationsunsicherheit oder eine Liquiditätsprämie) in die Berechnung einbezogen werden.³

Abbildung B: Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

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

Die SPF-Teilnehmer haben ihre Erwartungen für das durchschnittliche Wachstum des realen BIP auf 0,7 % im Jahr 2003 und 1,7 % im Jahr 2004 nach unten revidiert; dies entspricht einem Rückgang von 0,3 bzw. 0,4 Prozentpunkten gegenüber der vorangegangenen Umfrage (siehe Tabelle). Den Befragten zufolge sind diese nach unten gerichteten Korrekturen das Ergebnis einer anhaltenden Unsicherheit über die Auslandsnachfrage, der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar sowie der eingetrübten Aussichten für die privaten Investitionen. In den Umfragen von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer vom Juli 2003 wird erwartet, dass die Wachstumsrate des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2003 durchschnittlich 0,6 % betragen und im Jahr 2004 auf 1,7 % steigen wird. Mit 2,4 % für 2008 (SPF vom dritten Quartal 2003) und 2,3 % für 2007 (Euro Zone Barometer vom Juli 2003) sowie durchschnittlich 2,2 % für den Zeitraum von 2009 bis 2013 (Angaben von Consensus Economics) bleiben die langfristigen Wachstumsaussichten im Einklang mit den Schätzungen für das trendmäßige Potenzialwachstum im Euroraum.

Den Ergebnissen des jüngsten SPF zufolge wird für 2003 und 2004 im Euro-Währungsgebiet ein Anstieg der Arbeitslosenquote auf durchschnittlich je 8,9 % erwartet. Hierin schlagen sich die verzögerten Anpassungen an die in letzter Zeit gedämpfte Wirtschaftstätigkeit und die weiterhin schwachen Wachstumsaussichten im Euroraum für das Jahr 2003 nieder. Für 2005 wird mit einer durchschnittlichen Arbeitslosenquote von 8,5 % und für 2008 von 7,4 % gerechnet. Diese Ergebnisse entsprechen weitgehend denen der Juliumfragen des Euro Zone Barometer (8,8 %, 8,8 % bzw. 7,9 % in den Jahren 2003, 2004 bzw. 2007) sowie von Consensus Economics (jeweils 9,0 % in den Jahren 2003 und 2004).

³ Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittlichen Inflationserwartungen während der Laufzeit der entsprechenden indexgebundenen Staatsanleihen wider; es handelt sich nicht um eine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (wie im Falle der SPF-Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich im Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 des Monatsberichts vom Februar 2002.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2003 bei 0,1 %

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Euro-Währungsgebiets wurde für das erste Quartal des laufenden Jahres leicht nach oben korrigiert; demzufolge beläuft sich der Wert nun auf 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal und entspricht damit der im vierten Quartal 2002 verzeichneten Wachstumsrate (siehe Tabelle 3). Diese Korrektur spiegelt einen geringfügig höheren Wachstumsbeitrag der inländischen Endnachfrage wider, der auf eine etwas stärkere Zunahme der privaten Konsumausgaben und der Konsumausgaben des Staats sowie einen schwächeren Rückgang der Anlageinvestitionen zurückzuführen war. Allerdings ändert sich dadurch nichts am Eindruck einer zu

Jahresbeginn verhaltenen Konjunkturentwicklung im Euroraum. Im Vergleich zum vierten Quartal 2002 blieb der Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben weitgehend stabil, während von den Anlageinvestitionen ein schwächerer Impuls ausging. Dieser geringere Beitrag war dem Rückgang der Bauinvestitionen und der übrigen Investitionen zuzuschreiben. Gleichzeitig rutschte der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum im ersten Vierteljahr 2003 vor allem aufgrund eines stärkeren Exportrückgangs noch etwas mehr in den negativen Bereich als im Schlussquartal 2002. Diese negativen Auswirkungen auf das reale BIP-Wachstum wurden durch einen ungewöhnlich kräftigen Anstieg des Wachstumsbeitrags der Vorratsveränderungen wettgemacht.

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

Industrieproduktion im Mai 2003 rückläufig

Nach einem Anstieg um 0,4 % im April verringerte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet im Mai dieses Jahres um 0,9 % gegenüber dem Vormonat (siehe Tabelle 4). Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt sank die Erzeugung in der Industrie von März bis Mai dieses Jahres gegenüber dem Zeitraum von Dezember 2002 bis Februar 2003 um 0,3 %. Dies deutet darauf hin, dass die Erzeugung im zweiten Vierteljahr insgesamt etwas schrumpfte, nachdem im ersten Quartal ein Nullwachstum verzeichnet worden war. Ausschlaggebend für den Produktionsrückgang in der Industrie (ohne Baugewerbe und Energie) zwischen März und Mai war der negative Beitrag der Investitions- und der Konsumgüterbranche, während das Wachstum im Vorleistungsgütersektor unverändert blieb.

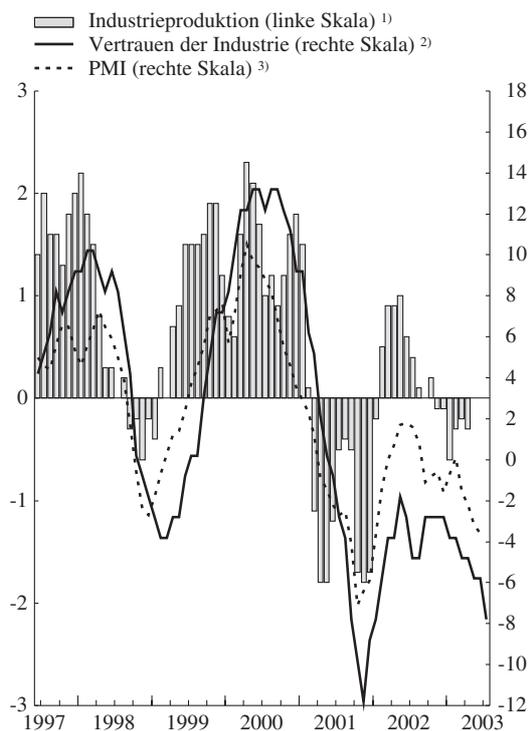
Umfrageergebnisse lassen ebenfalls auf eine schwache Entwicklung in der Industrie im zweiten Vierteljahr schließen. Der Purchasing Managers' Index (PMI), der im Juni auf 46,4 Punkte sank, deutet weiterhin auf eine Flaute im verarbeitenden Gewerbe hin (siehe Abbildung 17). Im Juni waren die meisten PMI-Komponenten rückläufig. Der Teilindex für den Auftragseingang ist seit Jahresbeginn deutlich zurückgegangen, und die Indexkomponente der Produktion blieb im Dreimonatszeitraum bis Juni unter dem Schwellenwert für ein Nullwachstum. Die Beurteilung des Einkaufsbestands durch die Unternehmen verschlechterte sich im Juni ebenfalls leicht und entsprach damit der Bewertung von Ende letzten Jahres.

Nach einem leichten Vertrauenszuwachs im Juni sank der Vertrauensindikator für die Industrie des Euroraums laut den Branchenumfragen der Europäischen Kommission im Juli wieder geringfügig (siehe Tabelle 5). Für diesen Rückgang waren eine Eintrübung der Produktionserwartungen für die kommenden Monate, eine schlechtere Beurteilung der

derzeitigen Auftragslage sowie ein beträchtlicher Lageraufbau verantwortlich. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass ausschließlich die Vorleistungsgüterindustrie von dieser Entwicklung betroffen war, während das Vertrauen im Konsumgütersektor zunahm. Außerdem stieg der Vertrauensindikator für das Baugewerbe leicht an, nachdem er im Juni unverändert geblieben war. Die Kapazitätsauslastung entsprach in etwa dem Niveau, das drei Monate zuvor verzeichnet worden war.

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

(Monatswerte)



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

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

Tabelle 4**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet**

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Tabelle 5**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet**

(saisonbereinigte Daten)

	2000	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	-2,9	-1,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	0,1	-0,6	0,3	0,0	0,0	-0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	1	-3	-8	-8	-8	-10	-8	-9	-8	-7
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-2	-4	-4	-3	-4	-6	-4	-5	-5	-6	-6	-8
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	-2	-3	0	-1	0	0	0	-2	-2	-1
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-10	-8	-10	-8	-6	-11	-10	-6	-7	-4
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	11	-4	-18	-20	-23	-24	-21	-23	-26	-23	-21	-20	-16
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9
Kapazitätsauslastung (%)	84,4	82,9	81,4	81,5	81,5	81,1	80,7	-	-	80,8	-	-	80,6

Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

Indikatoren der Konsumausgaben senden weiterhin uneinheitliche Signale aus

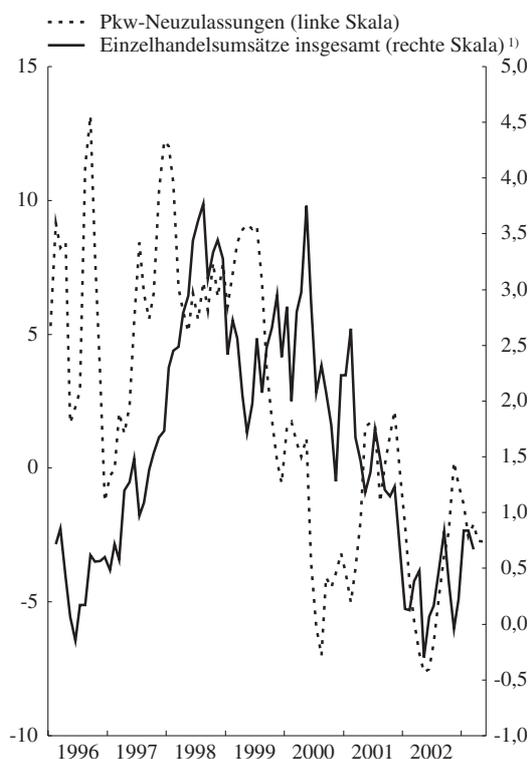
Von den kurzfristigen Indikatoren der privaten Konsumausgaben gehen weiterhin uneinheitliche Signale für den Verbrauch im zweiten Vierteljahr 2003 aus. Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im April um 1,6 % gegenüber dem Vormonat und knüpften damit an die positive Entwicklung des ersten Quartals an (siehe Abbildung 18). Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Umsätze erheblichen Schwankungen unterworfen waren: Im Januar und April stiegen sie stark, während sie im Februar und März deutlich sanken. Bei der Zahl der Pkw-Neuzulassungen war im Juni nach den Rückgängen vom April und Mai zwar ein kräftiger Anstieg um 5,2 % gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen, sie ging jedoch im zweiten Quartal insgesamt verglichen mit dem ersten Vierteljahr leicht zurück.

Aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission geht hervor, dass sich das Verbrauchervertrauen im Juli wie schon im Vormonat geringfügig erhöhte (siehe Tabelle 5). Dieser Vertrauenszuwachs ist zum einen auf optimistischere Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der Wirtschaftslage und der Entwicklung der Arbeitslosigkeit zurückzuführen. Zum anderen blieben die Erwartungen der Privathaushalte in Bezug auf ihre eigene finanzielle Lage unverändert, und das erwartete Sparvolumen ging leicht zurück. Analog zur Entwicklung des Verbrauchervertrauens erhöhten sich im Juli auch die Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und den

Abbildung 18

Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

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



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

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Dienstleistungssektor (im zweiten Quartal war bereits ein leichter Anstieg gegenüber dem ersten Vierteljahr verzeichnet worden). Darin spiegeln sich insbesondere für den Einzelhandelssektor eine positivere Beurteilung der erwarteten Geschäftslage und geringere Lagerbestände wider.

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai
Insgesamt	8,5	8,0	8,4	8,3	8,4	8,5	8,7	8,6	8,7	8,7	8,8	8,8	8,8
Unter 25 Jahren ¹⁾	16,6	15,7	16,3	16,2	16,3	16,6	16,9	16,7	16,9	17,0	17,0	17,0	17,0
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,4	7,3	7,4	7,5	7,6	7,5	7,6	7,6	7,7	7,7	7,8

Quelle: Eurostat.

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

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

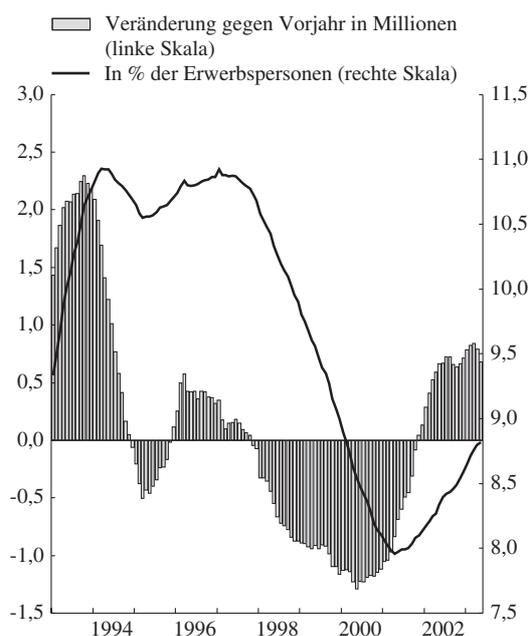
Arbeitslosenquote im Mai 2003 unverändert

Wie bereits im letzten Monatsbericht angegeben, betrug die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Mai 8,8 %. Sie war damit gegenüber dem Vormonat unverändert und 0,5 Prozentpunkte höher als im Mai 2002 (siehe Abbildung 19). Die Zunahme der Arbeitslosenzahl fiel mit etwa 25 000 im Berichtsmonat deutlich geringer aus als in den Vormonaten und war in erster Linie auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen. Nach Altersgruppen betrachtet stieg die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen um 0,1 Prozentpunkte auf 7,8 % und blieb bei den unter 25-Jährigen mit 17,0 % konstant (siehe Tabelle 6).

Die auf Länderebene verfügbaren Informationen signalisieren für Juni 2003 eine weitgehend unveränderte Quote und damit eine weitere Zunahme der Arbeitslosigkeit im zweiten Vierteljahr verglichen mit dem ersten Quartal dieses Jahres.

Abbildung 19 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

Beschäftigung im ersten Quartal 2003 unverändert

Im ersten Quartal dieses Jahres war bei der Beschäftigung wie schon in den beiden vorangegangenen Vierteljahren ein Nullwachstum verglichen mit dem Vorquartal zu verzeichnen (siehe Tabelle 7). Die Entwicklung der Gesamtbeschäftigung im ersten Quartal war weiterhin von einem Beschäftigungszuwachs im Dienstleistungssektor (0,2 %) geprägt, während sich der Rückgang der Beschäftigung in der Industrie noch weiter verstärkte (-0,5 % gegenüber -0,4 % im Vorquartal).

Trotz einer gewissen Verbesserung in jüngster Zeit deuten die Beschäftigungserwartungen nach wie vor auf einen schwachen Arbeitsmarkttrend hin. Die aus den Branchenbefragungen der Europäischen Kommission vom Juli 2003 abzulesenden Beschäftigungserwartungen sind im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe leicht gestiegen, bleiben aber dennoch unter dem bzw. in etwa auf dem Niveau der ersten Jahreshälfte. Im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sind die Erwartungen für die Beschäftigung im Juli auf einen Wert gestiegen, der deutlich über dem Stand der ersten beiden Quartale dieses Jahres liegt.

Erwartung einer allmählichen Konjunkturbelebung im zweiten Halbjahr

Das geringe Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2003 scheint sich im zweiten Quartal fortgesetzt zu haben. Darauf deuten sowohl die weiterhin schwachen Umfrageergebnisse für die Industrie als auch die jüngste Entwicklung der Industrieproduktion hin. Erste Angaben für das dritte Quartal, die sich aus Vertrauensindikatoren ergeben, lassen auf einen positiven Trend im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor schließen, während die Entwicklung in der Industrie offenbar nach wie vor gedämpft verläuft.

Die Grundannahme einer allmählichen Belebung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet ab der zweiten Jahreshälfte 2003 bleibt

Tabelle 7**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

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

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

bestehen. Dafür sprechen unter anderem das höhere verfügbare Realeinkommen im Gefolge des erwarteten weiteren Teuerungsrückgangs, die niedrigen Zinssätze und die unterstellte weltwirtschaftliche Erholung. Gleichwohl bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken in Bezug auf diese Grundannahme. Diese ergeben sich aus den makroökono-

mischen Ungleichgewichten, die sich in letzter Zeit außerhalb des Eurogebiets gebildet haben, und aus der Tatsache, dass der zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität des Unternehmenssektors im Euroraum notwendige Grad der Anpassung nach wie vor ungewiss ist.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro im Juli weitgehend unverändert

Nach seiner Abwertung gegen Ende Juni gab der Euro unter dem Einfluss der nach oben revidierten Markterwartungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Erholung in den großen Partnerländern in der ersten Julihälfte weiter nach. In der zweiten Monatshälfte befestigte er sich aber

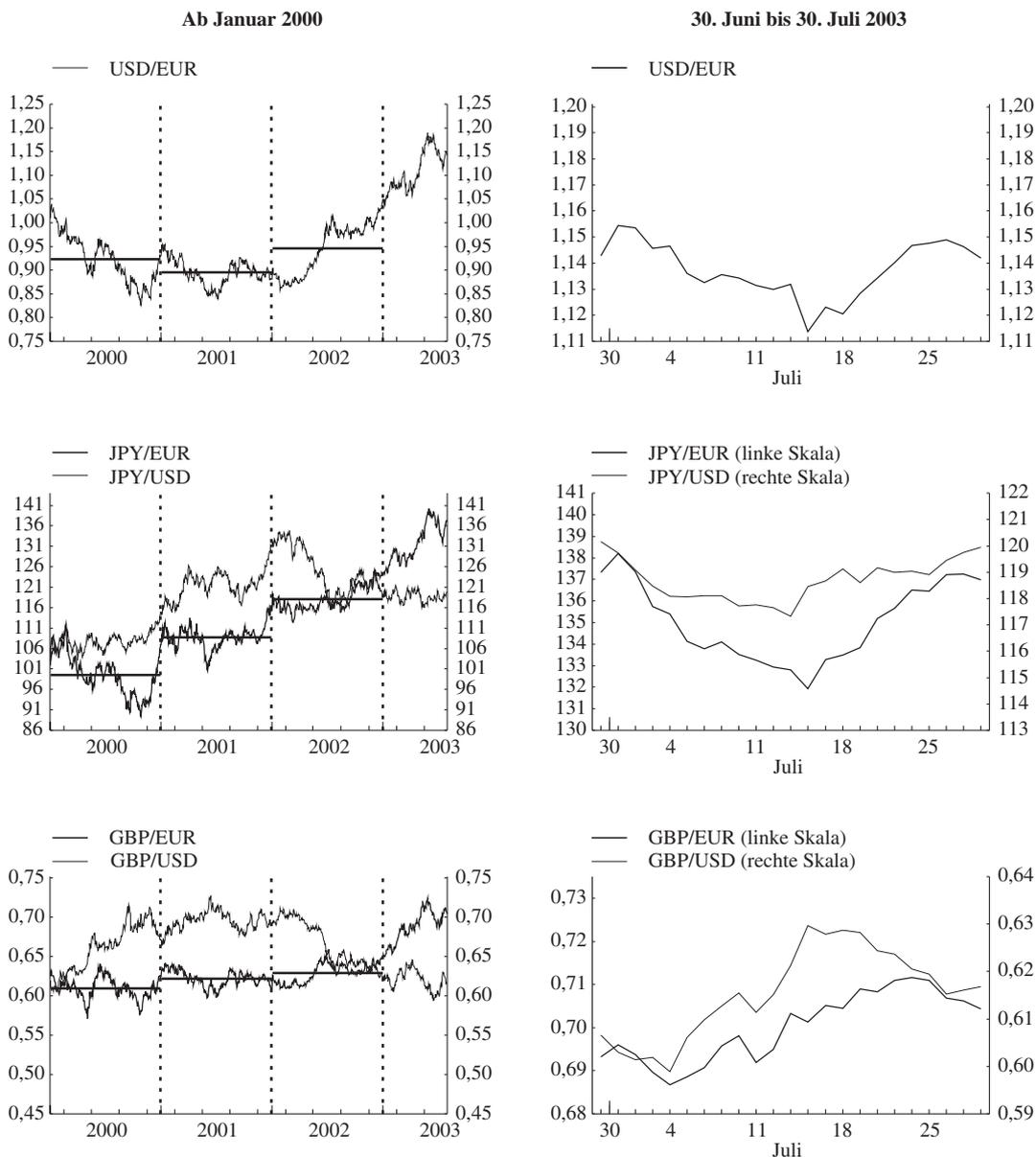
auf recht breiter Front und stabilisierte sich anschließend zum Ende des Berichtszeitraums. Im Ergebnis lag der Euro am 30. Juli in nominaler effektiver Rechnung nahezu unverändert auf seinem Niveau von Ende Juni.

Der Kursrückgang des Euro zum US-Dollar in der ersten Hälfte des Monats Juli war vor al-

Abbildung 20

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

lem darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf die US-Konjunktur nach oben korrigierten. Dies zeigte beispielsweise die Veröffentlichung von US-Daten, die auf eine Verbesserung des Vertrauens der Wirtschaft und der Verbraucher, stabile Einzelhandelsumsätze und einen robusten Wohnungsmarkt hinwiesen (siehe Abbildung 20). Die US-Währung wurde zudem zeitweise durch Verlautbarungen gestützt, wonach in den Vereinigten Staaten in der zweiten Hälfte dieses Jahres ein kräftiger Wirtschaftsaufschwung und im kommenden Jahr eine lebhafte Konjunktur zu erwarten seien. Dies bewirkte auch, dass die Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten im Juli stärker als im Euro-Währungsgebiet anzogen. Obgleich sich das Zinsgefälle im langfristigen Bereich in der zweiten Julihälfte zugunsten von US-Anlagen umkehrte, legte der Euro wieder zu und stabilisierte sich anschließend bis zum Ende des Berichtszeitraums gegenüber der US-Landeswährung. Diese Kursbewegung vollzog sich vor dem Hintergrund der Veröffentlichung recht uneinheitlicher Konjunkturdaten sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten. Daneben könnten auch technische Faktoren eine Rolle gespielt haben. Am 30. Juli notierte der Euro bei 1,14 USD, das heißt unverändert gegenüber seinem Wert von Ende Juni 2003 und 20,8 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2002.

Angesichts günstigerer Aussichten für eine Erholung der japanischen Wirtschaft, auf die die Frühindikatoren und ein kräftiger Anstieg der Industrieproduktion in Japan schließen ließen, tendierte der Euro gegenüber dem japanischen Yen in der ersten Julihälfte weiter zur Schwäche (siehe Abbildung 20). Gleichzeitig stiegen die japanischen Aktienkurse aufgrund der starken Nachfrage ausländischer Investoren nach japanischen Aktien deutlich an, und auch die langfristigen japanischen Anleiherenditen zogen im gleichen Zeitraum spürbar an. In der zweiten Monatshälfte schwächte sich der Anstieg der Anleiherenditen, aber auch der Aktienkurse wieder etwas ab, und der Yen musste seine vorherigen Gewinne zum Teil wieder abgeben. Am

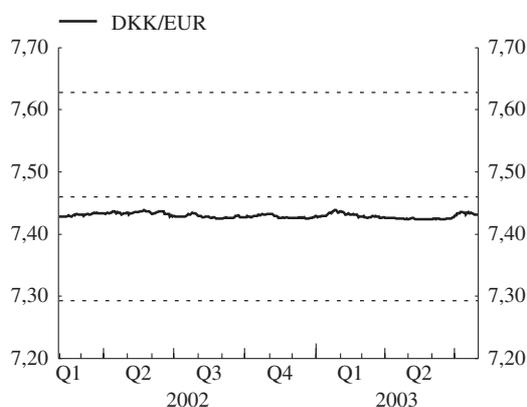
30. Juli lag der Euro bei 137 JPY und damit fast auf seinem Niveau von Ende Juni, jedoch 16 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Nach einem sehr kurzen Rückgang zu Beginn des Monats gewann der Euro gegenüber dem Pfund Sterling im Juli nahezu stetig an Boden (siehe Abbildung 20). Diese Entwicklung hing mit der gedämpften Konjunktur im Vereinigten Königreich – die Anfang Juli unter anderem durch die schwachen Konjunkturdaten für die Industrie bestätigt wurde – und dem Zinssenkungsbeschluss der Bank von England vom 10. Juli zusammen. Weitere Belege für die Konjunkturflaute im Vereinigten Königreich lieferte im späteren Verlauf des Monats eine Umfrage zu den Wirtschaftstrends, die eine schwache Auftragslage erkennen ließ. Gegen Monatsende konnte das Pfund Sterling allerdings seine vorangegangenen Verluste gegenüber dem Euro zum Teil wieder aufholen. Am 30. Juli wurde der Euro zum Pfund Sterling mit 0,70 GBP gehandelt, also 1,6 % höher als Ende Juni und 12 % über seinem Durchschnittsniveau im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem engen Band leicht oberhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 21). Gegenüber dem Schweizer Franken blieb der

Abbildung 21
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



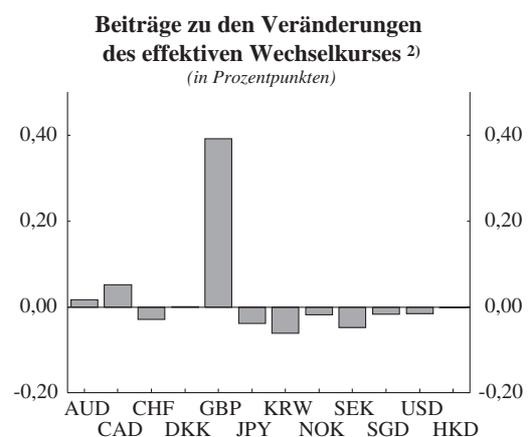
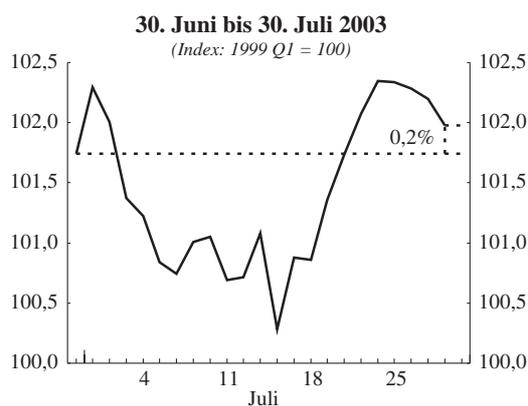
Quelle: EZB.

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

Euro im Juli weitgehend stabil, während er gegenüber der schwedischen und norwegischen Krone leicht an Wert verlor.

Im Ergebnis übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – auf Basis der Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 30. Juli sein Niveau von Ende Juni um 0,2 % und seinen Durchschnittswert im vergangenen Jahr um 13,3 % (siehe Abbildung 22). Ausschlaggebend hierfür war insbesondere der Wertgewinn des Euro gegenüber dem Pfund Sterling im Berichtszeitraum, der teilweise durch

Abbildung 22
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

leichte Wertverluste des Euro gegenüber den Währungen mehrerer anderer Partnerländer wieder ausgeglichen wurde. Hierzu enthält diese Ausgabe des Monatsberichts einen Aufsatz mit dem Titel „Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets“.

Saisonbereinigter Leistungsbilanzüberschuss im Mai 2003

Nach einem Defizit von 1,0 Mrd € im April wies die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets im Mai 2003 einen Überschuss in Höhe von 2,0 Mrd € auf (was in nicht saisonbereinigter Rechnung einem Defizit von 0,4 Mrd € entspricht). Darin spiegelte sich, wie Tabelle 8 zeigt, ein Überschuss von 9,5 Mrd € im Warenhandel wider, der nur teilweise durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (3,0 Mrd €) und den laufenden Übertragungen (4,6 Mrd €) aufgewogen wurde. Bei den Dienstleistungen wurde ein ausgeglichener Saldo verzeichnet.

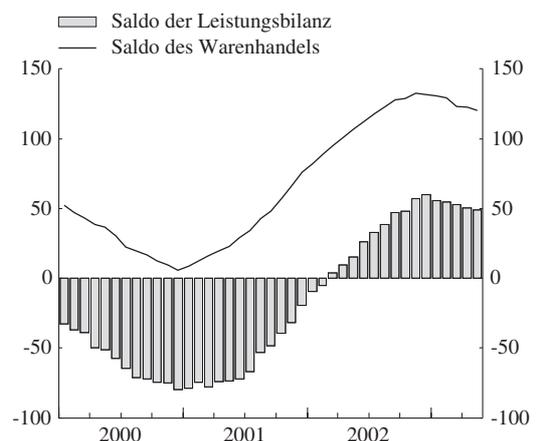
Der saisonbereinigte Leistungsbilanzüberschuss im Mai war – mit Ausnahme des Monats April – etwas geringer als die monatlichen Überschüsse im bisherigen Jahresverlauf und deutlich niedriger als die Überschüsse in der zweiten Jahreshälfte 2002. Längerfristig betrachtet zeigt sich der stetige Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses in den über zwölf Monate kumulierten Angaben, die mit einem Überschuss von 59,7 Mrd € zum Jahresende 2002 einen Höchststand erreichten und dann in den ersten fünf Monaten 2003 einen moderaten Rückgang aufwiesen, bis sie in dem Zwölfmonatszeitraum bis Mai 2003 auf einen Stand von 49,1 Mrd € zurückfielen (siehe Abbildung 23). Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie der durch die etwas niedrigeren Exporte bedingte Rückgang des Warenhandelsüberschusses. Die Hauptgründe für die in letzter Zeit sinkenden Exportvolumen und -preise liegen in der schwachen weltweiten Nachfrage und der Aufwertung des Euro (eine eingehendere Beurteilung der jüngsten Entwicklung der Handelsvolumen

Tabelle 8**Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; saisonbereinigt)*

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2002 Mai	2003 Mai
Saldo der Leistungsbilanz	3,5	3,2	3,0	2,1	-1,0	2,0	15,2	49,1
Saldo des Warenhandels	7,9	10,6	10,3	5,5	9,8	9,5	106,7	120,3
Ausfuhr	85,7	89,0	87,9	83,2	87,3	86,2	1 038,7	1 053,0
Einfuhr	77,9	78,5	77,6	77,7	77,5	76,7	932,0	932,7
Saldo der Dienstleistungen	0,8	1,9	1,8	2,6	0,6	0,0	-0,2	17,0
Einnahmen	27,4	28,6	27,8	28,5	26,9	25,7	327,6	332,4
Ausgaben	26,5	26,7	26,0	25,9	26,3	25,6	327,9	315,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-1,7	-5,4	-4,8	-2,2	-6,6	-3,0	-38,2	-41,2
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,4	-3,8	-4,3	-3,8	-4,8	-4,6	-53,0	-47,0

*Quelle: EZB.**Anmerkungen: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Detailliertere Tabellen zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB.*

und Preise findet sich in Kasten 4). Unter-
dessen war auch in der Dienstleistungsbilanz
sowohl im April als auch im Mai 2003 dem
Wert nach ein Rückgang der Einnahmen ge-
genüber dem jeweiligen Vormonat zu ver-
zeichnen. Mit Blick auf die Wareneinfuhren
haben die bis zum ersten Quartal dieses Jah-
res steigenden Ölpreise offenbar dafür ge-
sorgt, den aufgrund der Euro-Aufwertung
erwarteten Abwärtsdruck auf die Einfuhr-
preise auszugleichen (siehe auch Kasten 4).
Allerdings könnte der Wert der Warenein-
fuhren im April und Mai 2003, der gegenüber
den im vorangegangenen Jahresverlauf ver-
zeichneten Werten niedriger ausfiel, darauf
hindeuten, dass sich der Rückgang der
Ölpreise in diesen zwei Monaten auf die Ein-
fuhrpreise durchzuschlagen begonnen hat.

Abbildung 23**Saldo der Leistungsbilanz
und des Warenhandels des
Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt; über zwölf Monate ku-
muliert)**Quelle: EZB.*

Kasten 4

Jüngste Entwicklung der Volumen und Preise im Warenhandel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern

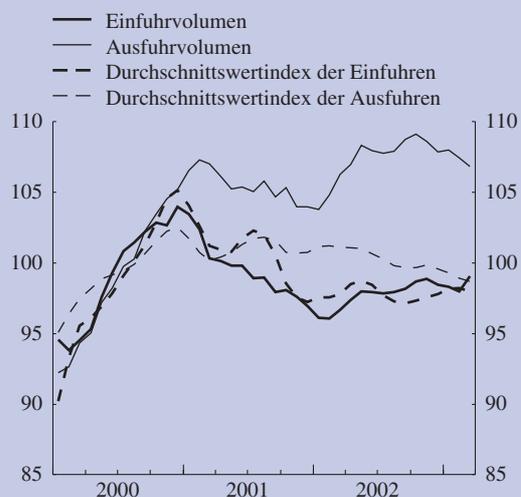
Angesichts der starken Euro-Aufwertung seit dem zweiten Quartal 2002 werden in diesem Kasten die jüngsten Entwicklungen der Volumen und Preise der *Warenausfuhr* und *-einfuhr* des Euro-Währungsgebiets in bzw. aus Drittländern, und zwar in der Zeit vom Beginn des Jahres 2002 bis zum Ende des ersten Quartals 2003, näher untersucht. Angaben zum Warenhandel, die sowohl nach Warenarten als auch nach Handelspartnern aufgliedert wurden, sollen Aufschluss darüber geben, welche Faktoren wahrscheinlich für die jüngsten Veränderungen der aggregierten Warenhandelsvolumen und -preise verantwortlich waren (wobei für die Letzteren hilfsweise Durchschnittswertindizes verwendet werden). Insgesamt war die Aufwertung des Euro mit einem Rückgang der Ausfuhrvolumen wie auch der Exportpreise verbunden, aber auch die schwache Auslandsnachfrage hat sich negativ auf die Ausfuhrvolumen ausgewirkt. Diese Faktoren erklären somit die jüngste Abnahme der Ausfuhrwerte, die wiederum ein Hauptgrund für die rückläufigen Warenhandels- und Leistungsbilanzüberschüsse sind. Gleichzeitig hat die Nachfrageschwäche im Euro-Währungsgebiet offenbar den potenziellen Anstieg der Einfuhrvolumen infolge der Aufwertung teilweise aufgehoben, während die vom Kursanstieg des Euro erwartete Dämpfung der Einfuhrpreise bisher anscheinend weitgehend durch den Ölpreisanstieg aufgewogen wurde.

Abbildung A zeigt die jüngste Entwicklung der Volumen und Durchschnittswertindizes des Warenhandels mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets für die Zeit bis zum Ende des ersten Quartals 2003. Die *Ausfuhrvolumen*, die in den ersten Monaten des vergangenen Jahres kräftig ausgeweitet worden waren, stagnierten anschließend und waren dann sowohl im vierten Quartal 2002 als auch im ersten Quartal 2003 rückläufig. In diesem langsameren Wachstum und der dann folgenden Abnahme der Exporte schlagen sich zum einen die schwächere Auslandsnachfrage und zum anderen die geringere preisliche Wettbewerbsfähigkeit nieder, die sich aus der im zweiten Quartal 2002 einsetzenden Höherbewertung des Euro ergab. Im Vergleich zum Rückgang der Ausfuhrvolumen im Jahr 2001, der überwiegend der nachlassenden Auslandsnachfrage zuzuschreiben war, fällt der derzeitige Exportrückgang bisher jedoch noch relativ gering aus. Abbildung B zeigt, dass sich die jüngste Abnahme der Ausfuhrvolumen auf praktisch alle wichtigen Exportmärkte des Eurogebiets erstreckte. Bis gegen Ende des vergangenen Jahres waren die Ausfuhren nach Asien und Mittel- und Osteuropa allerdings rasch gewachsen, während die Exporte in die Vereinigten Staaten etwas schwächer zugenommen und die Exporte in das Vereinigte Königreich deutlich abgenommen hatten. Betrachtet man das Wachstum der Einfuhrvolumen an diesen Märkten insgesamt, so bedeutet die schwache Entwicklung der Exporte des Euro-Währungsgebiets in das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten im vergangenen Jahr und zu Beginn dieses Jahres, dass der Exportmarktanteil des Eurogebiets in beiden Ländern in diesem Zeitraum zurückgegangen ist. Zugleich ist der Exportmarktanteil des Euro-Währungsgebiets in Asien nur leicht und in den mittel- und osteuropäischen Ländern praktisch gar nicht gesunken.

Werden die Ausfuhren nach Produktgruppen aufgliedert, so zeigt sich, dass die Ausfuhrvolumen bei

Abbildung A: Volumen und Durchschnittswertindizes des Warenhandels mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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



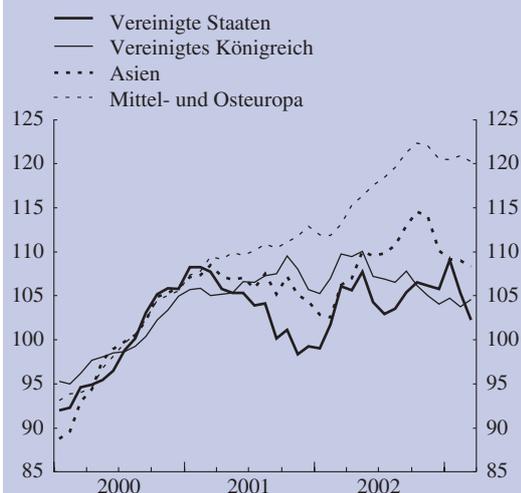
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003.

Investitions-, Konsum- und Vorleistungsgütern in den letzten Monaten durchgängig rückläufig waren (siehe Abbildung C). Gleichwohl erwiesen sich die Ausfuhren von Konsumgütern seit dem zweiten Quartal 2002 als robuster als die der beiden anderen Gruppen. Ferner ist zu bedenken, dass die Ausfuhrvolumen sich trotz der jüngsten Rückgänge auf vergleichsweise hohem Niveau bewegen. Hier schlägt noch immer die vorausgegangene kräftige Ausweitung des Exportmarktanteils des Eurogebiets zu Buche, die der damals durch die Abwertung des Euro in den Jahren 1999 und 2000 verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu verdanken war. Außerdem entspricht die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets, wie in dem Aufsatz „Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht hervorgehoben wird, zurzeit in etwa dem Stand zum Zeitpunkt der Euro-Einführung und insgesamt dem historischen Durchschnitt.

Abbildung B: Volumen der Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets in ausgewählte Partnerländer¹⁾

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

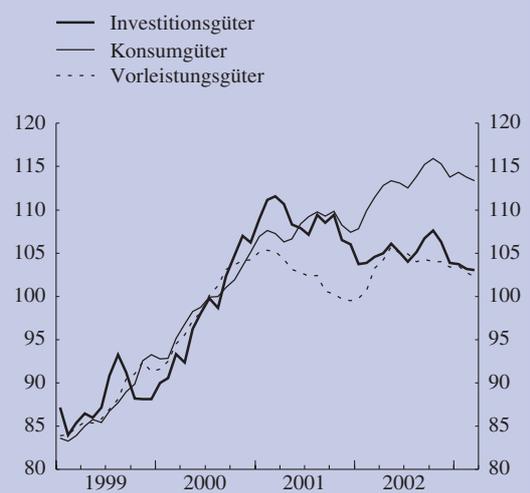


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003.

Abbildung C: Volumen ausgewählter Warenexporte in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003.

Trotz der – an den Lohnstückkosten bzw. den Erzeugerpreisen gemessenen – steigenden Kosten sind die *Exportpreise* seit Beginn der Aufwertung des Euro im zweiten Quartal 2002 um rund 2,5 % gesunken (siehe Abbildung A). Dies deutet darauf hin, dass die Exporteure im Euro-Währungsgebiet ihre Gewinnmargen verringern, um die Auswirkungen der sich aus der Wechselkursaufwertung ergebenden Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit teilweise aufzufangen. Die Mechanismen dieser Anpassung wirken im Wesentlichen spiegelbildlich zu denen der vorherigen Abwertung des Euro, als die Exporteure im Eurogebiet beim Kursrückgang des Euro ihre Preise über den Kostenanstieg hinaus anhoben und damit ihre Gewinnmargen ausweiteten. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass Veränderungen der Durchschnittswertindizes, die als Ersatzindikator für die (nicht vorliegenden) Außenhandelspreise des Euro-Währungsgebiets verwendet werden, nicht nur Preisänderungen, sondern auch Veränderungen der Zusammensetzung und Produktmerkmale des Außenhandels im Einzelnen und insgesamt widerspiegeln.

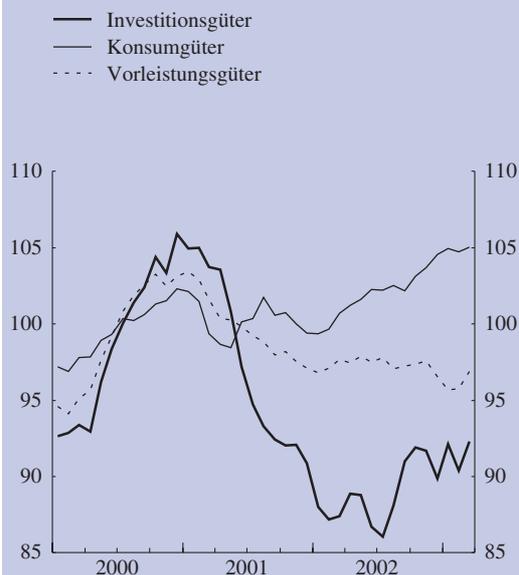
Unterdessen begannen die *Einfuhrvolumen*, die im gesamten Verlauf des Jahres 2001 zurückgegangen waren, ab Anfang 2002 zu steigen. Der Anstieg erfolgte allerdings sehr langsam, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass die Euro-Aufwertung die Einfuhrvolumen hätte sprunghaft steigen lassen müssen, weil sie die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Importe im Vergleich zu den im Eurogebiet ansässigen Erzeugern verbesserte (siehe Abbildung A). Somit dürfte die schwache Nachfrage im Euro-Währungsgebiet, besonders bei den im-

portintensiven Ausgabenkategorien wie Investitionen und Warenausfuhren, eine Ausdehnung der Importe, die von der Euro-Aufwertung zu erwarten gewesen wäre, teilweise konterkariert haben. Abbildung D zeigt, dass sich die Einfuhrvolumen bei den Investitionsgütern im Jahr 2001 aufgrund der schwachen Investitionstätigkeit im Euro-Währungsgebiet deutlich verringerten und in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 und Anfang 2003 nur langsam zunahm. Dagegen war bei den Einfuhren von Konsumgütern im vergangenen Jahr und im ersten Quartal dieses Jahres ein nachhaltigerer Anstieg zu verzeichnen, der mit den importsteigernden Wirkungen der Euro-Aufwertung zusammenhängen könnte. Indes war im gleichen Zeitraum offenbar die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und nicht die Wechselkursentwicklung für die geringen Einfuhren von Vorleistungsgütern ausschlaggebend.

Bisher haben die *Importpreise* im Warenhandel kaum auf die Aufwertung des Euro reagiert (siehe Abbildung A). Dies liegt hauptsächlich daran, dass der infolge des Kursanstiegs des Euro erwartete Abwärtsdruck auf die Einfuhrpreise mehr oder weniger durch die steigenden Ölpreise, insbesondere im Vorfeld der Militäraktionen im Irak im ersten Quartal 2003, ausgeglichen wurde (wie Abbildung E zeigt). Die Importpreise gewerblicher Güter – die von Ölpreisschwankungen nicht unmittelbar betroffen sind – gingen hingegen vom zweiten Quartal 2002 bis zum ersten Quartal 2003 um rund 3,5 % zurück und spiegelten damit den Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro wider.

Abbildung D: Volumen ausgewählter Warenimporte aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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

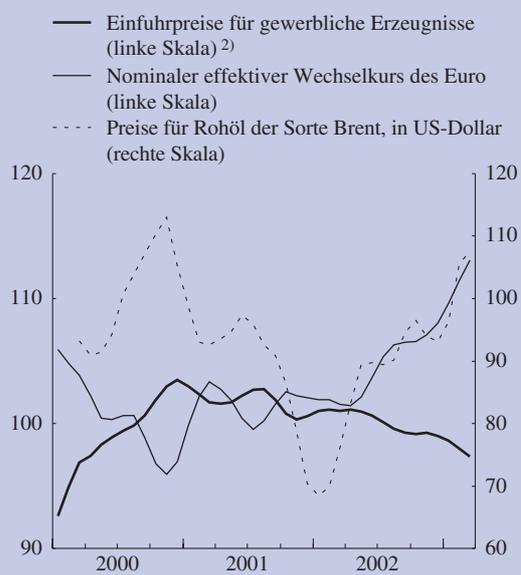


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003.

Abbildung E: Einfuhrpreise für gewerbliche Erzeugnisse aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, Ölpreise und nominaler effektiver Wechselkurs des Euro¹⁾

(Index: 2000 = 100; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf März 2003.

2) Saisonbereinigt.

Höhere Netto-Kapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen im Mai 2003

In der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets waren bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im

Mai 2003 Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 6,7 Mrd € zu verzeichnen. Entscheidend hierfür waren Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen von 7,0 Mrd €, während es bei den Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalabflüssen von 0,3 Mrd € kam (siehe Tabelle 9).

Tabelle 9**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2002 Mai	2003 Mai
Saldo der Leistungsbilanz	7,1	-4,8	3,5	4,0	-8,6	-0,4	15,1	46,5
Saldo des Warenhandels	9,6	2,1	9,1	6,2	7,4	8,3	106,5	119,8
Saldo der Dienstleistungen	1,4	-0,6	0,1	1,5	0,8	1,5	-0,1	16,5
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-0,2	-9,4	-2,6	-0,6	-10,5	-4,6	-39,6	-42,7
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,7	3,2	-3,1	-3,0	-6,3	-5,6	-51,7	-47,0
Saldo der Vermögensübertragungen	0,9	2,1	-0,9	0,8	0,1	0,4	8,8	8,5
Saldo der Kapitalbilanz	-16,2	-12,7	-25,8	7,9	7,8	-31,0	-74,5	-198,0
Direktinvestitionen	2,5	-3,1	3,2	-7,7	-20,2	-0,3	-19,7	-55,4
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-1,3	-16,8	-6,8	-17,1	-22,8	-1,2	-193,4	-147,0
Im Euro-Währungsgebiet	3,9	13,6	10,0	9,4	2,6	0,9	173,7	91,7
Wertpapieranlagen	-5,3	-2,8	-12,0	17,6	9,3	7,0	114,6	113,0
Dividendenwerte	-8,9	15,7	2,5	-3,4	7,1	-13,7	134,2	26,8
Aktiva	-7,1	2,3	0,3	7,4	-3,0	-5,8	-80,2	0,2
Passiva	-1,8	13,4	2,2	-10,8	10,2	-7,9	214,4	26,6
Schuldverschreibungen	3,6	-18,6	-14,4	21,0	2,1	20,7	-19,6	86,1
Aktiva	-13,0	-22,7	-23,9	-14,8	-9,1	-24,6	-182,4	-154,3
Passiva	16,6	4,1	9,5	35,8	11,2	45,4	162,8	240,5
Nachrichtlich:								
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-2,8	-6,0	-8,8	9,9	-10,9	6,7	94,9	57,6
Finanzderivate	-2,5	-0,8	0,6	0,2	-4,6	0,6	-17,4	-20,0
Übriger Kapitalverkehr	-9,9	-7,4	-22,9	-7,2	22,9	-39,7	-164,2	-240,0
Währungsreserven	-1,0	1,5	5,3	5,0	0,5	1,4	12,1	4,4
Restposten	8,2	15,3	23,2	-12,7	0,7	31,0	50,6	143,0

Quelle: EZB.

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

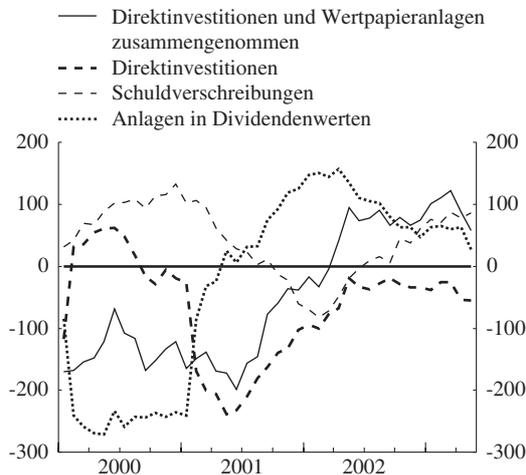
Besonders auffallend an der Entwicklung der Kapitalbilanz im Mai waren die Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 27,3 Mrd € bei den Anleihen, die vor allem umfangreiche Nettokäufe solcher Papiere durch Ansässige außerhalb des Eurogebiets widerspiegeln (46,0 Mrd €). Wie Tabelle 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zeigt, wurden die vermehrten Mittelzuflüsse bei den Anleihen teilweise durch Nettoabflüsse bei den Dividendenwerten (13,7 Mrd €) und Geldmarktpapieren (6,5 Mrd €) kompensiert. Aus den über zwölf Monate kumulierten Angaben in Abbildung 24 ist abzulesen, dass es im Bereich der Wertpapieranlagen in den letzten Monaten zu einer Tendenz zu vermehrten Nettozuflüssen bei den Schuldver-

schreibungen und abnehmenden Nettozuflüssen bei den Dividendenwerten gekommen ist. Dagegen verharren die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen seit Ende 2001 auf relativ niedrigem Niveau.

Eine nähere Betrachtung der Wertpapiertransaktionen zeigt, dass die Umkehr der Ströme zugunsten von Schuldverschreibungen insgesamt den Investitionsentscheidungen Ansässiger im Eurogebiet wie auch Gebietsfremder zuzuschreiben ist. Gemessen an den über zwölf Monate kumulierten Veränderungswerten haben die Anlagen in Dividendenwerten sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bilanz ganz besonders in den vergangenen zwölf Monaten

Abbildung 24
Netto-Kapitalströme aus Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

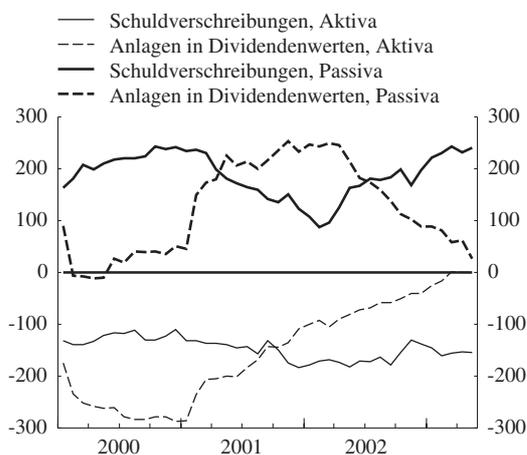
(Mrd €; Monatswerte; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

Abbildung 25
Veränderungen der Anlagen in Dividendenwerten und Schuldverschreibungen

(Mrd €; Monatswerte; über zwölf Monate kumuliert)



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert gibt einen Nettozufluss (-abfluss) an.

erheblich abgenommen (siehe Abbildung 25). Dagegen haben sich die Netto-Kapitalzuflüsse durch Anlagen Gebietsfremder in Schuldverschreibungen im selben Zeitraum verstärkt und auf kumulierter Basis im Zwölfmonatszeitraum bis Ende Mai 2003 einen Wert von 240,5 Mrd € erreicht, verglichen mit 162,8 Mrd € ein Jahr zuvor; dagegen gingen die Netto-Kapitalabflüsse durch Anlagen Gebietsansässiger in Schuldverschreibungen leicht zurück (siehe Tabelle 9).

Insgesamt haben die Veränderungen bei den Schuldverschreibungen die Entwicklung der

Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets auch weiterhin bestimmt. Die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Perspektiven in den wichtigsten Volkswirtschaften dürfte die anhaltende Präferenz der Investoren für Anleihen als Anlageinstrument erklären. Außerdem kommen aller Wahrscheinlichkeit nach auch Renditeüberlegungen und Erwartungen möglicher Kursgewinne ins Spiel, um den verstärkten Mittelzufluss aufgrund der Anlagen Gebietsfremder in Anleihen des Euro-Währungsgebiets zu erklären.

Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems

Der EZB-Rat entschied im Januar 2003, zwei Änderungen am Handlungsrahmen des Eurosystems für die Durchführung der Geldpolitik vorzunehmen. Erstens wird die Mindestreserve-Erfüllungsperiode zeitlich so angepasst, dass sie künftig immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG) beginnt, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Änderungen der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode fallen künftig zusammen. Zweitens wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt. Aufgrund der Vorlaufzeit für die technischen und rechtlichen Anpassungen werden die vereinbarten Änderungen ab März 2004 in Kraft treten.

Diese beiden Änderungen sollen zusammen die Bietungsbedingungen bei den HRGs verbessern, indem sie die Auswirkungen von Zinsänderungsspekulationen innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode neutralisieren. Damit wird sich in Perioden, die durch Zinssenkungserwartungen gekennzeichnet sind, die Wahrscheinlichkeit von Unterbietungen stark verringern. Daneben dürfte durch die Änderungen in Zeiten, in denen mit Zinserhöhungen gerechnet wird, bei Zinstendern vermieden werden, dass die Geldmarktzinsen am ganz kurzen Ende sowie die HRG-Tendersätze den Mindestbietungssatz deutlich übersteigen, wodurch potenzielle Störfaktoren bei der Signalisierung des geldpolitischen Kurses ausgeschaltet werden. Darüber hinaus dürften bei Mengentendern exzessive Überbietungen infolge von Zinssteigerungserwartungen verhindert werden.

Der vorliegende Aufsatz erläutert die Gründe für diese Änderungen und geht einigen eher technischen Fragen im Zusammenhang mit deren Umsetzung nach.

I Einleitung

Am 23. Januar 2003 beschloss der EZB-Rat einige Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. Durch diese Neuerungen, die ab März 2004 in Kraft treten werden, soll die Effizienz des Handlungsrahmens weiter gesteigert und insbesondere bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems auf stabilere Bietungsbedingungen für die Kreditinstitute hingewirkt werden. Mit diesen Maßnahmen soll im Wesentlichen verhindert werden, dass während einer Erfüllungsperiode aufkommende Zinsänderungsspekulationen die Bedingungen am ganz kurzen Ende des Geldmarkts beeinflussen. Damit stellen die beschlossenen Änderungen einen wichtigen Faktor zur Verringerung der in der Vergangenheit mitunter zu beobachtenden Volatilität der Kurzfristzinsen am Geldmarkt dar.

Die Änderungen sehen wie folgt aus:

- Der Zeitplan der Mindestreserve-Erfüllungsperioden wird angepasst. Künftig beginnen diese immer am Abwicklungstag des HRG, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik

vorgesehen ist. Derzeit beginnen die Mindestreserve-Erfüllungsperioden unabhängig vom Sitzungskalender des EZB-Rats am 24. Kalendertag eines Monats und enden am 23. Kalendertag des Folgemonats. Als Ergänzung zu dieser Neufestlegung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode werden Zinsänderungen der ständigen Fazilitäten in der Regel am ersten Tag der neuen Erfüllungsperiode wirksam. Bisher treten Änderungen der Sätze der ständigen Fazilitäten mit dem auf die Sitzung des EZB-Rats folgenden Tag in Kraft.

- Die Laufzeit der HRGs wird von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt. Zusammen mit den oben genannten Änderungen hat dies zur Folge, dass die HRGs nicht mehr von einer Erfüllungsperiode in die nächste hineinreichen werden.

Der Entscheidung zur Durchführung der oben genannten Änderungen ging ein öffentliches Konsultationsverfahren voraus, um die Meinungen europäischer Kreditinstitute und Bankenverbände zu den geplanten Maßnahmen sowie zum Zusatzvorschlag einer Aus-

setzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) einzuholen. Durchgeführt wurde das öffentliche Konsultationsverfahren im Oktober und November 2002, und rund 60 Kreditinstitute und Verbände unterbreiteten der EZB ihre Ansichten.¹ In den eingegangenen Stellungnahmen wurden zwar im Allgemeinen die beiden erstgenannten Maßnahmen befürwortet, nicht jedoch die Aussetzung der LRGs. Dies trug dazu bei, dass sich der EZB-Rat für eine Fortführung der LRGs entschied.

Im vorliegenden Aufsatz sollen die Beweggründe für die vereinbarten Änderungen des

geldpolitischen Handlungsrahmens erläutert werden. In Abschnitt 2 wird dargelegt, welche Faktoren dem Bietungsverhalten der Kreditinstitute im bisher gültigen Rahmen zugrunde lagen und wie instabiles Bietungsverhalten bisweilen zu übergroßer Volatilität der kurzfristigen Geldmarktsätzen geführt und sich bei der Umsetzung der Geldpolitik als Störfaktor erwiesen hat. Abschnitt 3 befasst sich damit, wie der geänderte Handlungsrahmen zu einem stabileren Bietungsverhalten bei den HRGs beitragen soll, und geht auf eine Reihe eher technischer Fragen hinsichtlich der Umsetzung dieser Änderungen ein.

2 Phasen unausgewogenen Bietungsverhaltens im bestehenden geldpolitischen Handlungsrahmen und die zugrunde liegenden Faktoren

Im Großen und Ganzen kann der Handlungsrahmen zur Durchführung der Geldpolitik positiv beurteilt werden. Die Volatilität der Kurzfristzinsen am Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets war im Schnitt sowohl gegenüber den nationalen Geldmarktsätzen in Europa vor dem Januar 1999 als auch im internationalen Vergleich gering. Gefördert wurde der geringe Grad an Volatilität durch die Nutzung der im Mindestreservesystem des Eurosystems möglichen Durchschnittserfüllung, durch die sich die EZB nur selten der Notwendigkeit ausgesetzt sah, Feinststeuerungsoperationen durchzuführen. Auch die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten durch die Kreditinstitute hielt sich in Grenzen – ein Indiz für ein effizientes Funktionieren des Geldmarkts. Daneben belegt die geringe und recht stabile Differenz zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB und den kurzfristigen Geldmarktsätzen, dass die EZB die Kurzfristzinsen so zu steuern vermochte, dass diese weitestgehend mit ihren geldpolitischen Absichten in Einklang standen. Schließlich hat sich der Handlungsrahmen der EZB bei der Bewältigung einiger außergewöhnlicher Herausforderungen (z. B. der Umstellung auf das Jahr 2000 und der Terroranschläge vom 11. September 2001) als robust und beim Eintritt unvorhergesehener Umstände als äußerst flexibel erwiesen.

Nur einige wenige Male war der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems geringen Spannungen ausgesetzt. Gewöhnlich kam es zu solchen Anspannungen, wenn sich hohe Änderungserwartungen hinsichtlich der EZB-Leitzinsen in einem instabilen Bietungsverhalten der an den HRGs des Eurosystems teilnehmenden Kreditinstitute niederschlugen. Zwei Arten von Instabilität waren zu verzeichnen, nämlich „Unterbietungen“ und „Überbietungen“. Eine Unterbietung liegt dann vor, wenn der von den Kreditinstituten insgesamt gebotene Betrag hinter dem Volumen zurückbleibt, das für eine reibungslose Mindestreserveverfüllung in der Periode bis zur Durchführung des nächsten HRG erforderlich ist. Dies war seit 1999 insgesamt neunmal der Fall. Als Überbietung bezeichnet man das Phänomen, dass die Kreditinstitute bei den (von Januar 1999 bis Mai 2000 als Mengentender durchgeführten) HRGs hohe und noch dazu kontinuierlich steigende Gebote abgeben, sodass das Verhältnis zwischen Zuteilungs- und Bietungsbetrag auf sehr ge-

¹ Nähere Informationen zu diesem öffentlichen Konsultationsverfahren und der Entscheidung des EZB-Rats finden sich in dem Dokument „Zusammenfassung der Stellungnahmen zu den Vorschlägen zur Verbesserung des geldpolitischen Handlungsrahmens“ und der EZB-Pressemitteilung „Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens“, beide vom 23. Januar 2003, abrufbar auf der Website der EZB (www.ecb.int).

ringe Werte fällt. Dieser Abschnitt befasst sich mit den Faktoren, die solchem unausgewogenen Bietungsverhalten zugrunde liegen, und geht auf einige dieser Fälle näher ein.

Unausgewogenes Bietungsverhalten und die zugrunde liegenden Faktoren

Den HRGs der EZB kommt bei der Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Markt sowie der Signalisierung des geldpolitischen Kurses eine Schlüsselrolle zu. Gegenwärtig besitzt der Mindestbietungssatz des Zinstenders die entscheidende geldpolitische Signalfunktion, die zuvor der Zinssatz des Mengentenders innehatte.² Das Bietungsverhalten der Kreditinstitute bei den HRGs wird in erster Linie von zwei Faktoren bestimmt: dem Abstand zwischen dem zweiwöchigen Geldmarktsatz und dem im Voraus bekannt gegebenen Mindestbietungssatz des Zinstenders (bzw. vor Juni 2000 dem Mengentendersatz) und dem Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute.³ Tatsächlich spielen beim Bieten zwei Komponenten eine Rolle: eine Mengenkomponekte (der Bietungsbetrag) und eine Preiskomponekte (der Zinssatz). Beide hängen von dem für das HRG verwendete Tenderverfahren ab. Bei einem normalen Bietungsverhalten sollte sich ein Arbitragegleichgewicht zwischen der direkten Inanspruchnahme von Zentralbankliquidität und der Liquiditätsbeschaffung am Geldmarkt einstellen. Sind die Erwartungen einer EZB-Leitzinssenkung hoch, wäre der Mindestbietungssatz verbindlich und die Kreditinstitute würden eher den Bietungsbetrag nach unten anpassen, statt ihre Bietungssätze zu korrigieren. Umgekehrt kann die Erwartung steigender Zinsen im Mengentenderverfahren zu einem sehr hohen Bietungsaufkommen führen.

Neben der grundlegenden geldpolitischen Signalfunktion des Mindestbietungssatzes (bzw. des Mengentendersatzes) sind drei weitere Elemente des geldpolitischen Handlungsrahmens wesentlich, um die Wirkungsweise des bisherigen Handlungsrahmens auf die

Kurzfristzinsen und das Bietungsverhalten der Kreditinstitute bei den HRGs zu verstehen: 1) das Mindestreservesystem, das eine Durchschnittserfüllung sowie eine Reserveperiode vorsieht, die am 24. Kalendertag eines Monats beginnt und am 23. Kalendertag des Folgemonats endet; 2) die Möglichkeit von Leitzinsänderungen durch die EZB während der Mindestreserveperiode; und 3) die zweiwöchige Laufzeit der wöchentlich durchgeführten HRGs.

Betrachtet man diese Merkmale im Einzelnen, lassen sich folgende grundlegende Feststellungen machen: Erstens impliziert ein Mindestreservesystem mit monatlicher Durchschnittserfüllung, dass Reserven, die an einem bestimmten Tag der Reserveperiode gehalten werden, prinzipiell Guthaben ersetzen können, die sonst an einem beliebigen anderen Tag der betreffenden Erfüllungsperiode gehalten werden müssten. So räumt das System der monatlichen Durchschnittserfüllung den Kreditinstituten beim Management ihrer Tagesreserven innerhalb einer Erfüllungsperiode eine gewisse Flexibilität ein. Zweitens impliziert die bisherige Abgrenzung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode jedoch auch, dass sich der Leitzinssatz der EZB im Verlauf der Erfüllungsperiode ändern kann. So wird die Einschätzung der geldpolitischen Ausrichtung durch den EZB-Rat in der Regel auf der ersten seiner beiden Sitzungen im Monat vorgenommen, die gewöhnlich am ersten oder zweiten Donnerstag im Monat stattfindet,⁴ und fällt somit nicht mit dem Beginn der Erfüllungsperiode zusammen. Zinsänderungserwartungen innerhalb der laufenden Erfüllungsperiode können dazu führen, dass die Tages-

2 Einzelheiten zur Umstellung von Mengentendern auf Zinstender mit Mindestbietungssatz finden sich in den EZB-Pressemitteilungen „Geldpolitische Beschlüsse“ vom 8. Juni 2000 und „Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften – Technische Einzelheiten“ vom 16. Juni 2000. Weitere Informationen finden sich in dem Aufsatz „Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften“ im Monatsbericht vom Juli 2000.

3 Siehe den Aufsatz „Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Oktober 2001.

4 Am 8. November 2001 gab der EZB-Rat bekannt, dass er die geldpolitische Ausrichtung der EZB und Zinsänderungen in der Regel nur mehr jeweils auf seiner ersten Sitzung im Monat diskutieren wolle.

Kasten

Der Tagesgeldsatz für unbesicherte Kredite am Interbankenmarkt des Eurogebiets

Jeder größere Abstand zwischen dem Mengentender- oder Mindestbietungssatz und den Geldmarktsätzen vergleichbarer Laufzeit beeinflusst das Bietungsverhalten der Kreditinstitute maßgeblich. Um die Hintergründe für ein unausgewogenes Bietungsverhalten verstehen zu können, ist es daher wichtig, die Faktoren zu untersuchen, die dazu führen, dass sich die kurzfristigen Geldmarktsätze abweichend vom Hauptrefinanzierungssatz entwickeln. Auch der Tagesgeldsatz als Geldmarktsatz mit der kürzesten Laufzeit und somit Ausgangspunkt der Zinsstrukturkurve spielt eine wesentliche Rolle bei der Bestimmung des – um ein Beispiel zu nennen – zweiwöchigen Geldmarktsatzes, der die größte Bedeutung für das Bietungsverhalten bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) hat. In diesem Kasten soll aufgezeigt werden, wie sich der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems und hier vor allem die Leitzinsen der EZB sowie die Liquiditätssteuerung durch die Zentralbank auf den Tagesgeldsatz auswirken. Zum besseren Verständnis des theoretischen Konzepts werden drei Standardannahmen zum Geldmarkt im Eurogebiet zugrunde gelegt:

1. Die Marktteilnehmer sind risikoneutral. Ferner sind sie hinsichtlich der Tage einer Mindestreserveperiode, an denen sie ihr Reserve-Soll tatsächlich erfüllen, indifferent.
2. Die Höhe des Reserve-Solls und die Versorgung durch die Zentralbank mit Liquidität sind dergestalt, dass die Kreditinstitute vor Ablauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode weder mit einer Untererfüllung (d. h. der Notwendigkeit, die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen zu müssen) noch einer vorzeitigen Erfüllung der Mindestreservepflicht in der betreffenden Periode rechnen müssen.
3. Es fallen keine Transaktionskosten an, und die Kosten für die Stellung von Sicherheiten sind vernachlässigbar gering.

Zwar spiegeln diese Annahmen die Realität nicht vollständig wider, doch zeigt die folgende Analyse, dass sie den tatsächlichen Verhältnissen im Eurogebiet recht nahe kommen dürften.

Im Kontext der Bestimmungen des Eurosystems zur Durchschnittserfüllung bedeuten die obigen Annahmen, dass die Kreditinstitute Mindestreserveguthaben, die sie an verschiedenen Tagen einer Erfüllungsperiode halten, als vollkommene Substitute bezüglich der Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht ansehen. Daher sollte der Preis für Mindestreserveguthaben, d. h. der Tagesgeldsatz (r_t), an jedem beliebigen Tag genau so hoch sein wie der erwartete Tagesgeldsatz an einem beliebigen zukünftigen Tag in derselben Erfüllungsperiode, einschließlich des Reserveultimos (T). Ist dies nicht der Fall, könnten die Kreditinstitute auf die intertemporale Arbitrage zurückgreifen. In der Tat würden die Kreditinstitute Mittel am Tagesgeldmarkt verleihen (oder aufnehmen), wenn der Tagesgeldsatz an einem bestimmten Tag über (oder unter) dem für den Tag T erwarteten Stand läge, und somit einen erwarteten Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem geltenden und dem für die Zukunft erwarteten Tagesgeldsatz erwirtschaften.

Der für den Tag T erwartete Tagesgeldsatz spiegelt wiederum die Markterwartungen hinsichtlich der Liquiditätsbedingungen (und somit des „marginalen Werts der Liquiditätshaltung“) an jenem Tag wider. Wenn sich am Tag T ein Liquiditätsüberschuss gebildet hat, d. h. der Markt „entspannt“ ist in dem Sinne, dass mehr Reserveguthaben zur Verfügung stehen als von den Kreditinstituten zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigt, werden sich die Zinssätze nach unten an den Zinssatz für die Einlagefazilität annähern, und der marginale Wert der Liquidität entspräche dem Satz der Einlagefazilität (r_t^P). Umgekehrt werden die Zinssätze bei einem „angespannten“ Markt, bei dem ein Liquiditätsdefizit die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität erforderlich macht, nach oben zum Niveau des Satzes für die Spitzenrefinanzierungsfazilität tendieren, und der marginale Wert der Liquidität entspräche dem Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität (r_t^M). Insgesamt gesehen hängt unter den oben gemachten Annahmen r_t von den Zinssätzen ab, die für die ständigen Fazilitäten am Tag T erwartet werden, sowie von den erwarteten kumulierten Liquiditätsbedingungen im Verlauf der betreffenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode, wobei letztere die Wahrscheinlichkeit (P) bestimmen, mit welcher der marginale Wert

der Liquidität am Tag T entweder dem für die Einlagefazilität ($P^{entspannt}$) oder dem für die Spitzenrefinanzierungsfazilität ($P^{angespannt}$) geltenden Zinssatz entspricht:

$$\text{Gleichung 1 } r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^M) \cdot P^{angespannt} + E_t(r_T^D) \cdot P^{entspannt},$$

mit E_t als Erwartungsoperator. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Breite des von den Zinssätzen für die ständigen Fazilitäten des Eurosystems gebildeten Zinskorridors seit April 1999 zwei Prozentpunkte beträgt und sich symmetrisch um den Hauptrefinanzierungssatz (r_T^{hrsg}), d. h. den Mengentender- bzw. Mindestbietungssatz in den HRGs, herum bewegt, lässt sich Gleichung 1 wie folgt umschreiben:

Gleichung 2

$$r_t = E_t(r_T) = E_t(r_T^{hrsg} + 1) \cdot P^{angespannt} + E_t(r_T^{hrsg} - 1) \cdot P^{entspannt} = E_t(r_T^{hrsg}) + P^{angespannt} - P^{entspannt}$$

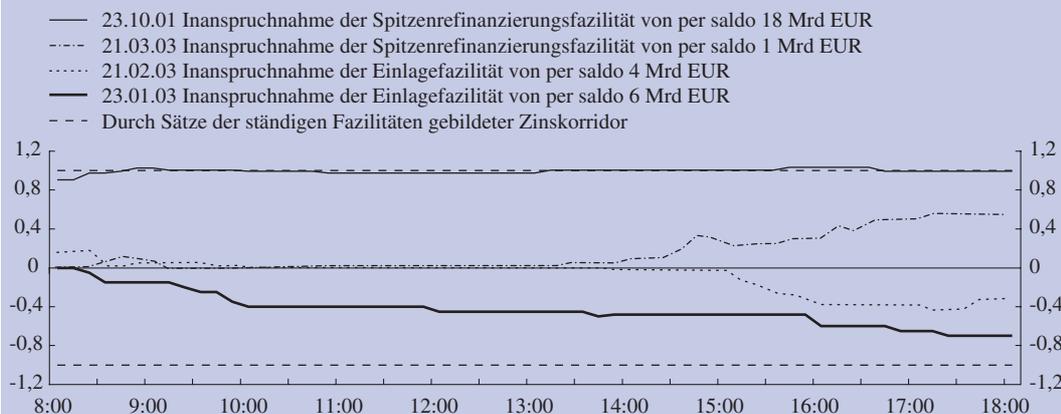
Hier wird deutlich, dass der Tagesgeldsatz stets die erwartete Höhe des am Ende der Erfüllungsperiode geltenden Hauptrefinanzierungssatzes zuzüglich der Differenz zwischen der wahrgenommenen Wahrscheinlichkeit, dass die Mindestreserveperiode mit einer angespannten oder entspannten Liquiditätslage enden wird, widerspiegeln sollte. Im Einzelnen bedeutet das, dass der Overnight-Spread, d. h. r_t minus r_T^{hrsg} , gleich Null sein sollte, wenn die kumulierten Liquiditätsbedingungen in dem Sinne als neutral wahrgenommen werden, dass beide Wahrscheinlichkeiten 0,5 betragen, und wenn gleichzeitig davon ausgegangen wird, dass die Leitzinsen der EZB bis zum Ende der laufenden Erfüllungsperiode unverändert bleiben.

Zwar lassen sich die Markterwartungen hinsichtlich der Liquiditätsbedingungen nicht unmittelbar steuern, doch ist anzunehmen, dass unter normalen Umständen die Marktteilnehmer im Allgemeinen von der EZB erwarten, dass diese im letzten HRG der Erfüllungsperiode etwaige kumulierte Liquiditätsungleichgewichte ausgleicht. Allerdings haben die Marktteilnehmer nach dem letzten HRG im Allgemeinen keinen Ausgleich eines Liquiditätsungleichgewichts von der EZB erwartet. Dies lässt darauf schließen, dass der Eindruck nicht neutraler kumulierter Liquiditätsbedingungen am Markt in der Regel nur nach dem letzten HRG der Mindestreserveperiode – vor allem am Reserveultimo – oder nach einer Unterbietung vorherrschte. Dementsprechend war der Overnight-Spread in diesen Zeiten gewöhnlich volatil als in dem Zeitraum vom Beginn der Erfüllungsperiode bis zur letzten Zuteilung eines HRG (oder bis zu einer Unterbietung). Um die Bedeutung der Erwartungen hinsichtlich der Liquiditätsbedingungen beurteilen zu können, wird daher die Entwicklung des Abstands zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Hauptrefinanzierungssatz (d. h. des Overnight-Spreads) am Reserveultimo betrachtet.

Am Reserveultimo bestehen keine Zinsänderungserwartungen für die aktuelle Mindestreserveperiode mehr, und die Liquiditätsbedingungen können nicht mehr von den regelmäßigen Offenmarktgeschäften beeinflusst werden. Aus Abbildung A geht hervor, dass sich der Tagesgeldsatz in der Regel gegen Ende des letzten Tages der Mindestreserveperiode, wenn der Markt mit zunehmender Sicherheit absehen kann, ob die kumulierten Liquiditätsbedingungen entweder angespannt oder entspannt sind, zumindest bis zu einem gewissen Grad an den Zinssatz einer der beiden ständigen Fazilitäten annähert. Im Allgemeinen lässt sich sagen, dass der Markt umso früher die herrschenden Liquiditätsbedingungen erkennt und sich der Tagesgeldsatz daher umso eher bewegt, je größer das kumulierte Liquiditätsungleichgewicht ist (d. h. je stärker eine der beiden ständigen Fazilitäten per saldo in Anspruch genommen wird). So lag der Tagesgeldsatz am 23. Oktober 2001, als die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit 18 Mrd € relativ stark in Anspruch genommen wurde, bereits vor dem Reserveultimo recht nahe am Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Am 21. März 2003, als sich das kumulierte Defizit auf lediglich 1 Mrd € belief, bewegte sich der Tagesgeldsatz dagegen erst im späten Verlauf des Tages.

Abbildung A: Spread zwischen Tagesgeldsatz und Hauptrefinanzierungssatz der EZB am letzten Tag von vier ausgewählten Mindestreserveperioden¹⁾

(x-Achse: Uhrzeit; y-Achse: Overnight-Spread in Prozentpunkten)



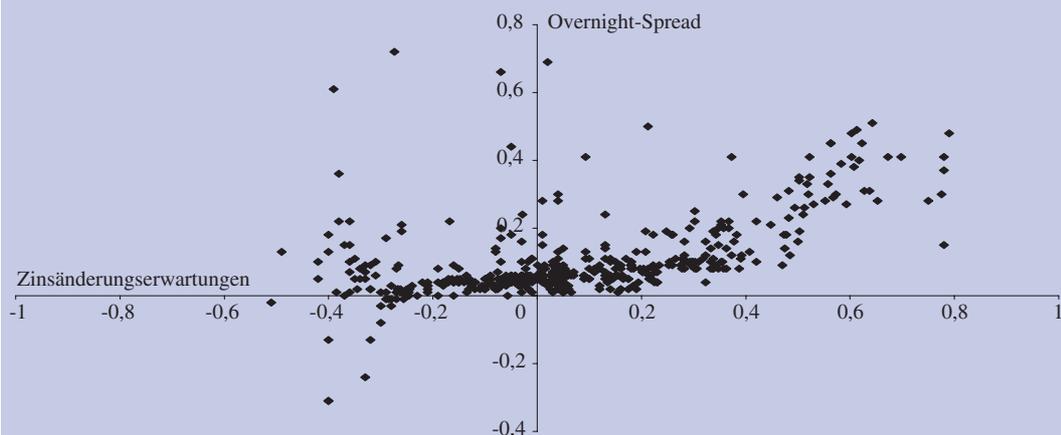
Quellen: EZB und Reuters.

1) Die vier Mindestreserveperioden wurden anhand der am jeweiligen Reserveultimo herrschenden Liquiditätsbedingungen (d. h. der Nettoinanspruchnahme der ständigen Fazilitäten an dem betreffenden Tag) ausgewählt. Für die beiden an einem Freitag (21. Februar und 21. März 2003) endenden Erfüllungsperioden wird die von Freitag bis Sonntag kumulierte Nettoinanspruchnahme ausgewiesen.

Wie oben dargelegt, sollte der Tagesgeldsatz auch von den Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsen der EZB abhängen. Zwar lassen sich diese nicht unmittelbar messen, doch können die herrschenden Zinsänderungserwartungen mit den Terminzinssätzen gleichgesetzt werden. In Abbildung B wird der Spread zwischen der Einmonats-Forward-Rate für Einmonatsgeld und dem Hauptrefinanzierungssatz zur Quantifizierung der Zinsänderungserwartungen herangezogen.

Abbildung B: Zusammenhang zwischen den Zinsänderungserwartungen¹⁾ und dem Overnight-Spread²⁾ – April 1999 bis Juni 2003³⁾

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Reuters.

1) Spread zwischen der Einmonats-Forward-Rate für Einmonatsgeld und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB.
 2) Spread zwischen dem EONIA und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB.
 3) Berücksichtigt wurden nur solche Tage, an denen im weiteren Verlauf derselben Mindestreserveperiode mindestens eine Sitzung des EZB-Rats mit anschließender Pressekonferenz stattfand.

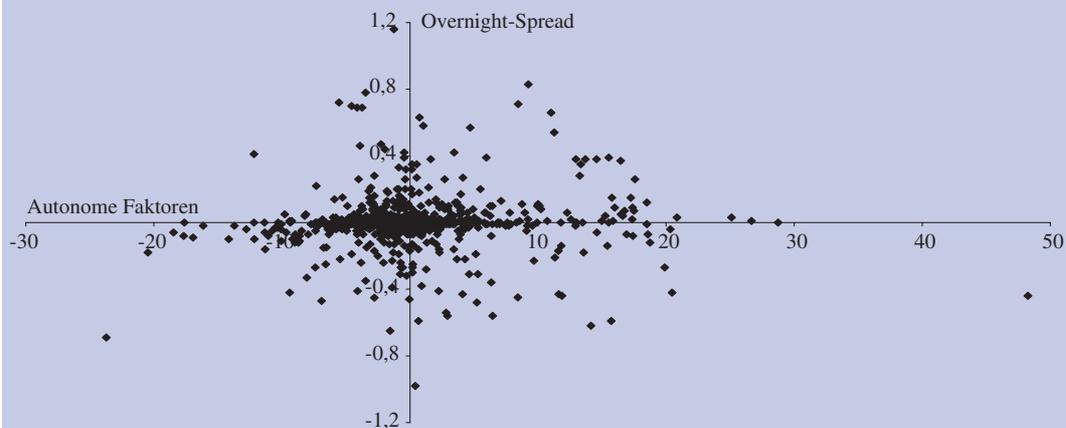
Die Darstellung in Abbildung B bestätigt, dass es tatsächlich eine Korrelation zwischen Zinsänderungserwartungen und dem Overnight-Spread gibt. Allerdings lässt sich – wie aus dem oberen rechten Quadranten der Abbildung ersichtlich – eine derartige Korrelation in erster Linie bei Erwartungen steigender Zinsen, also einem positiven Spread des Terminzinssatzes, beobachten. Die recht lockere Korrelation zwischen den Erwartungen einer

Zinssenkung und dem Overnight-Spread (die in der linken Hälfte der Abbildung erkennbar ist) dürfte mit dem Risiko eines Auftretens von Unterbietungen, die eine angespannte Liquiditätslage zur Folge hätten, zusammenhängen. Der aus der angespannten Liquiditätslage resultierende Aufwärtsdruck auf den Overnight-Spread scheint den von den Zinssenkungserwartungen herrührenden Abwärtsdruck zumeist ausgeglichen zu haben.

Schließlich dürfte auch eine Untersuchung darüber, ob die gegen Ende der Erfüllungsperiode herrschende Liquiditätslage Einfluss auf den Tagesgeldsatz hat, aufschlussreich sein. Sofern die drei oben aufgeführten Annahmen für das Eurogebiet nicht zu restriktiv sind, dürften die täglichen Schwankungen der autonomen Liquiditätsfaktoren im Vorfeld des letzten HRG einer Mindestreserveperiode nicht zu signifikanten Veränderungen des Tagesgeldsatzes führen. Sollten derartige gleichzeitige Bewegungen des Tagesgeldsatzes tatsächlich beobachtet werden, würden sie zeigen, dass die Marktteilnehmer eine Prämie für die Substitution der aktuellen durch zukünftige Mindestreserveguthaben (bzw. umgekehrt) verlangen. Allerdings geht aus Abbildung C hervor, dass Liquiditätszu- bzw. -abflüsse, die durch Veränderungen der autonomen Faktoren hervorgerufen werden, bisher nicht zu systematischen Ausweitungen bzw. Einengungen des Overnight-Spreads geführt haben, sodass davon ausgegangen werden kann, dass die obigen Annahmen im Fall des Euroraums plausibel sind. Dies bedeutet nicht, dass die Marktteilnehmer in der Praxis uneingeschränkt willens sind, ihre aktuellen Mindestreserveguthaben durch zukünftige Guthaben zu substituieren. Bauen sich beispielsweise über mehrere Tage hinweg sehr hohe Mindestreservedefizite auf, wie dies nach der Unterbietung im März 2003 der Fall war, kann dies – unabhängig von den Erwartungen hinsichtlich der kumulierten Liquiditätsbedingungen am Ende der Erfüllungsperiode – einen Anstieg des Overnight-Spreads zur Folge haben.

Abbildung C: Tägliche Veränderungen der autonomen Faktoren und des Overnight-Spreads¹⁾ – April 1999 bis Juni 2003

(x-Achse: Mrd €; y-Achse: in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und Reuters.

1) Tägliche Veränderungen des Spreads zwischen dem EONIA und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB (in Prozentpunkten).

Zur Zusammenfassung: In diesem Kasten wurde gezeigt, dass die Höhe des Tagesgeldsatzes von zwei Hauptfaktoren, nämlich der für das Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode erwarteten Liquiditätslage und den Erwartungen zukünftiger Änderungen des geldpolitischen Kurses, beeinflusst wird. Dagegen hatten die täglichen vor dem letzten HRG einer Erfüllungsperiode auftretenden Liquiditätsschwankungen bisher keinen signifikanten Einfluss auf den Tagesgeldsatz.

geldsätze von den von der EZB zur Signalisierung ihres geldpolitischen Kurses festgelegten Zinssätzen (Mindestbietungs- oder Mengentendersatz) abweichen, selbst wenn für das Ende der Mindestreserve-

Erfüllungsperiode neutrale Liquiditätsbedingungen erwartet werden. In der Tat hängen die Tagesgeldsätze wie bereits erwähnt nicht nur von den erwarteten kumulierten Liquiditätsbedingungen während der betreffenden

Erfüllungsperiode ab, sondern auch von dem erwarteten Niveau der EZB-Leitzinsen. Drittens folgt aus der zweiwöchigen Laufzeit der wöchentlich stattfindenden HRGs, dass sich zumindest das letzte HRG einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit der nachfolgenden Erfüllungsperiode überlappt. Daher lässt sich nicht ausschließen, dass für die nachfolgende Erfüllungsperiode erwartete Zinsänderungen auch das Bietungsverhalten zum Ende der laufenden Erfüllungsperiode destabilisieren (der nachfolgende Kasten enthält eine detaillierte Erörterung des Wechselspiels zwischen EZB-Leitzinsen, Liquiditätsbedingungen des Bankensystems und kurzfristigen Marktzinsen innerhalb des bisherigen geldpolitischen Handlungsrahmens).

Aufgrund des Zusammenwirkens der drei zuvor beschriebenen Faktoren und des Mindestbietungssatzes (bzw. Mengentendersatzes) erlangen Erwartungen, dass innerhalb einer oder auch zweier Erfüllungsperioden die EZB-Leitzinsen geändert werden, eine besondere Relevanz für die Bietungsvorbereitungen der Kreditinstitute. Tatsächlich haben Zinsänderungserwartungen für die laufende Erfüllungsperiode gewöhnlich zu (positiven oder negativen) Spreads zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB und den entsprechenden Geldmarktsätzen geführt und den Kreditinstituten damit Arbitragemöglichkeiten verschafft bzw. diese davon abgehalten, bei den HRGs mitzubieten. Daher haben die Kreditinstitute bei den HRGs zeitweilig sehr niedrige Gebote (Unterbietungen) bzw. hohe Gebote (Überbietungen – allerdings nur bei Mengentendern) abgegeben.

Zu Unterbietungen kam es in der Regel dann, wenn die kurzfristigen Geldmarktsätze unter dem Mindestbietungssatz der HRGs lagen, was sich unmittelbar vor den Sitzungen des EZB-Rats, auf denen die geldpolitische Ausrichtung erörtert wurde, in einem unzureichenden Bietungsaufkommen niederschlug. Diese Unterbietungen führten in der Folge zu einer Liquiditätsanspannung und dürften auch die am Markt vorherrschende Unsicherheit über die Liquiditätssituation für die restliche Erfüllungsperiode beeinflusst haben (siehe

Kasten). Die Kurzfristzinsen erfuhren durch die Liquiditätsknappheit tendenziell einen Auftrieb, und die Volatilität der sehr kurzfristigen Tagesgeldsätze nahm zu. Darüber hinaus wirkte sich im Umfeld von EZB-Leitzinssenkungen die zeitweilige Aufwärtsbewegung des Tagesgeldsatzes in Zusammenhang mit den Unterbietungen zumindest temporär als Störfaktor bei der Signalisierung des geldpolitischen Kurses aus.

Überbietungen bei Mengentendern traten dagegen im Allgemeinen dann auf, wenn sich bei Zinssteigerungserwartungen die kurzfristigen Geldmarktsätze auf einem Niveau befanden, das deutlich über dem Mengentendersatz lag, was in der zweiten Hälfte des Jahres 1999 und im ersten Halbjahr 2000 häufig der Fall war. Als Reaktion darauf stellte die EZB im Juni 2000 bei ihren HRGs von Mengentendern auf Zinstender mit einem Mindestbietungssatz um. Seit dieser Umstellung gab es keine weiteren Fälle von Überbietungen.

Phasen unausgewogenen Bietungsverhaltens

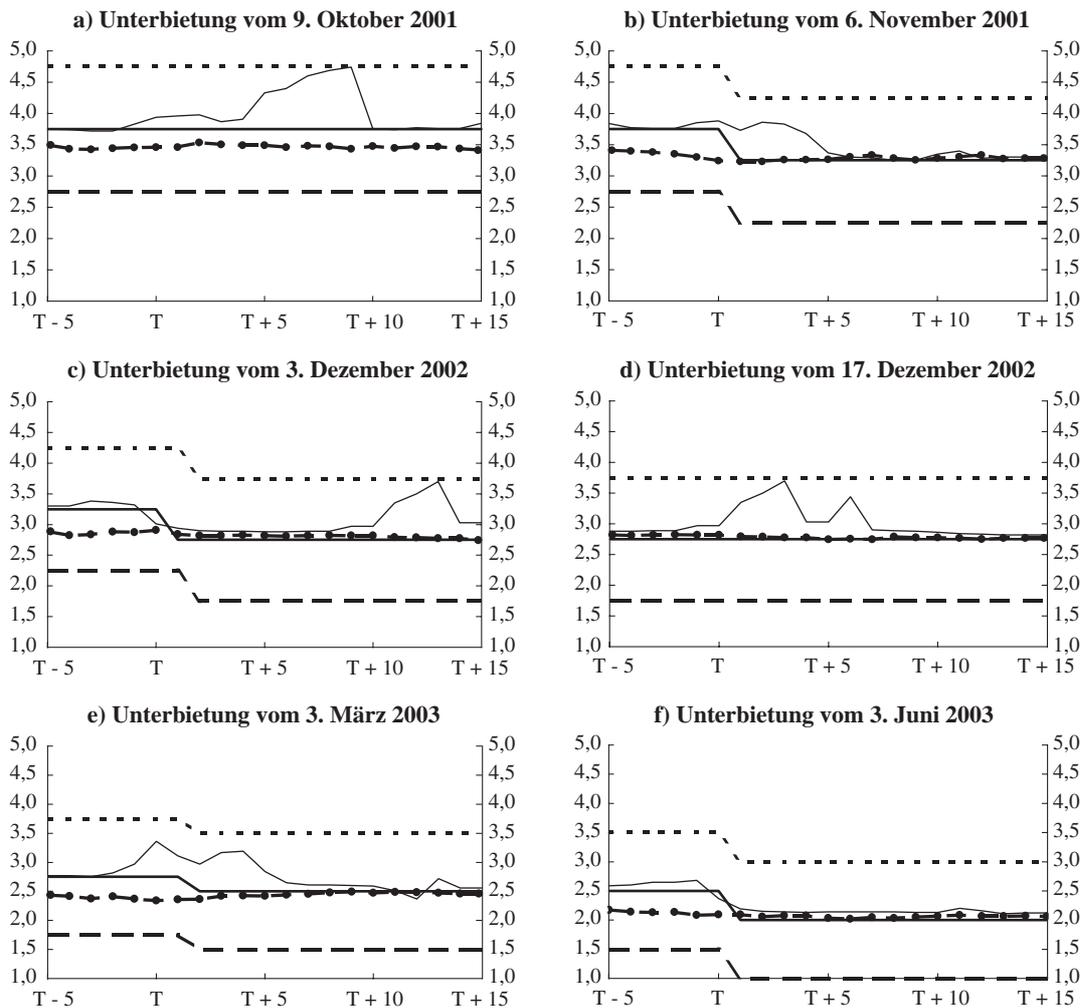
Seit Januar 1999 kam es im Eurosystem neunmal zu Unterbietungen. Mit einer Ausnahme ereigneten sie sich jeweils in einem Umfeld, das von hohen Erwartungen einer unmittelbar bevorstehenden Senkung der EZB-Leitzinsen geprägt war, die schließlich in fünf Fällen eintraf. Mehrmals kam es vor, dass die auf die Unterbietung in einem HRG folgenden Zuteilungsvolumina der restlichen HRGs der laufenden Mindestreserveperiode nicht ausreichten, um den Kreditinstituten im Lauf der auf die Unterbietung folgenden Woche einen vollständigen Ausgleich für die Untererfüllung ihres Mindestreserve-Solls zu ermöglichen. So liefen diese Gefahr, am Ende der Mindestreserveperiode über zu wenig Liquidität zu verfügen, sodass sie die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen mussten. Alle derartigen Fälle lösten vorübergehend eine erhebliche Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen aus, wie die folgende Abbildung zeigt, in der die sechs letzten Unterbietungsphasen und ihre besonde-

Abbildung

Tagesgeldsätze, EZB-Leitzinsen und entsprechende Zinsspreads bei den letzten sechs Unterbietungen

(in %; Zeitabstand in Tagen zum Abwicklungstermin T)

- Tagesgeldsatz (EONIA)
- Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte
- - - Spitzenrefinanzierungssatz
- - - Einlagesatz
- Einmonats-Forward-Rate für Einmonatsgeld (auf OIS-Basis)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Die Forward-Rate errechnet sich aus Übernacht-Indexswaps, d. h. EONIA-Swaps, bei denen feste Zinszahlungen gegen variable getauscht werden. Der variable Zinssatz ergibt sich aus den jeweiligen EONIA-Tagessätzen.

ren Merkmale dargestellt werden (siehe auch die Darstellung aller Unterbietungsphasen in Tabelle I).

Das Umfeld, in dem sich die Unterbietung vom 9. Oktober 2001 ereignete, war von Erwartungen einer Leitzinssenkung durch die EZB geprägt, wie anhand der Einmonats-Forward-Rate für Einmonatsgeld, die unter den

Mindestbietungssatz gefallen war, erkennbar (siehe Grafik a) der Abbildung). Da das Liquiditätsdefizit, welches sich aus diesem Grund in der darauf folgenden Woche bildete, nur teilweise durch das relativ hohe Zuteilungsvolumen im nächsten HRG ausgeglichen wurde, mussten die Kreditinstitute zur Erfüllung ihres Mindestreserve-Solls in erheblichem Maße die Spitzenrefinanzierungs-

fazilität in Anspruch nehmen. Bis zum Ende der Erfüllungsperiode bewegte sich der Tagesgeldsatz steil nach oben in die Nähe des Spitzenrefinanzierungssatzes.

Bei der Unterbietung vom 6. November 2001 brauchten die Kreditinstitute nicht auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückzugreifen, um ihre Mindestreservepflicht zu erfüllen. Ausschlaggebend hierfür waren die während der restlichen Reserveperiode zuteilten Volumina und sonstige liquiditätsbestimmende Faktoren. Der Tagesgeldsatz, der sich am Tag der Bekanntmachung des unterbotenen HRG (T-2 in Grafik b) der Abbildung) leicht nach oben bewegt hatte, ging einige Tage danach wieder auf den Stand des Mindestbietungssatzes zurück. Dagegen liefen nach Bekanntgabe der Unterbietung vom 3. März 2003 in Höhe von 42 Mrd € sehr hohe Mindestreserverdefizite auf. Selbst nachdem die erwartete Zinssenkung eingetreten war, verharrte der Tagesgeldsatz oberhalb des bisherigen Mindestbietungssatzes (siehe Grafik e) der Abbildung). Um die Liquiditätssteuerung zu erleichtern, ohne eine größere

Differenz zwischen den Volumina der beiden laufenden HRGs entstehen zu lassen, beschloss die EZB in der darauf folgenden Woche, parallel zu dem regulären HRG ein zusätzliches HRG mit einer Laufzeit von einer Woche durchzuführen. Damit wurde die Liquiditätslage nunmehr als zufrieden stellend angesehen, und die Kreditinstitute mussten die Spitzenrefinanzierungsfazilität per saldo nur geringfügig in Anspruch nehmen.

Die Unterbietung vom 3. Dezember 2002 sollte zusammen mit jener vom 17. Dezember 2002 analysiert werden, da sich beide auf die Liquiditätsbedingungen einer einzigen Mindestreserveperiode auswirkten. Während sich die Unterbietung vom 3. Dezember in einem Umfeld von Zinssenkungserwartungen ereignete und ein nur geringfügiges Volumen hatte, erschien die Unterbietung vom 17. Dezember 2002 insofern ungewöhnlich, als sie nicht mit Erwartungen einer bevorstehenden Leitzinssenkung durch die EZB zusammenzuhängen schien (siehe Grafik c) und d) der Abbildung). So war der Abstand zwischen dem Zweiwochen-Swapsatz und dem Mindestbietungssatz

Tabelle I
Unterbietungsphasen

(in Mrd €)

Zuteilungstag des HRG	Bietungsvolumen (= tatsächlicher Zuteilungsbetrag)	Zuteilungsvolumen, das eine reibungslose Mindestreserveerfüllung ermöglicht hätte ¹⁾	Volumen der Unterbietung	Spread zwischen dem Zweiwochen-Swapsatz und dem Tendersatz (in Basispunkten) ²⁾	Anzahl der Tage zwischen dem Abwicklungstag und dem Ende der Erfüllungsperiode	Nettoanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität insgesamt ³⁾	Anzahl der HRGs nach der Unterbietung bis zum Ende der Erfüllungsperiode
06.04.99	67	96	29		16	11,35	2
13.02.01	65	88	23	-1	9	71,71	1
10.04.01	25	53	28	-7	12	61,40	1
09.10.01	61	79	18	-3	13	24,73	1
06.11.01	38	66	28	-9	16	-2,74	2
03.12.02	112	116	4	-14	19	25,08	2
17.12.02	104	118	14	22	5	21,82	0
03.03.03	54	97	43	-4	19	1,89	2
03.06.03	72	92	20	-12	19	5,22	2

Quelle: EZB.

- 1) Die Benchmark-Zuteilung wird berechnet anhand des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems, der sich aus den autonomen Faktoren und dem Reserve-Soll für die Erfüllungsperiode ergibt (siehe den Aufsatz „Die Liquiditätssteuerung der EZB“ im Monatsbericht vom Mai 2002).
- 2) Abstand zwischen dem Zweiwochen-Geldmarktsatz am Zuteilungstag um 9.15 Uhr und dem EZB-Leitzins (Mengentender oder Mindestbietungssatz).
- 3) Kumulierte Nettoanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität im Zeitraum zwischen dem HRG und dem Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

zum Zeitpunkt der Gebotsabgabe positiv (siehe Tabelle 1). Es gab vereinzelt Anzeichen dafür, dass die Unterbietung vom 17. Dezember 2002 damit zusammenhing, dass die Kreditinstitute zögerten, an einem HRG mit Fälligkeit am 31. Dezember teilzunehmen, da dies als ein besonders ungünstiger Tag für die Abwicklung des Tendergeschäfts galt. Diese Unterbietung war auch insofern besonders ungewöhnlich, als sie sich im letzten HRG der laufenden Erfüllungsperiode ereignete, was bedeutete, dass sich das daraus folgende Liquiditätsdefizit bei Ausbleiben einer liquiditätszuführenden Feinsteuerungsoperation nicht vor Ablauf der Reserveperiode hätte ausgleichen lassen. Doch speziell aus diesem Anlass führte die EZB am Abwicklungstag des unterbotenen HRG eine solche Feinsteuerungsoperation durch, um den Liquiditätsengpass abzumildern. Das Zuteilungsvolumen zeigte, dass die EZB ihr Ziel erreicht hatte, normale Liquiditätsbedingungen wiederherzustellen und gleichzeitig den Kreditinstituten nicht den Anreiz zur Abgabe ausreichender Gebote bei den HRGs zu nehmen.

Die letzte Unterbietung ereignete sich schließlich am 3. Juni 2003, und zwar erneut in einem Umfeld starker Zinssenkungserwartungen, wie das Verhältnis der Einmonats-Forward-Rate für Einmonatsgeld zum Mindestbietungssatz der EZB zeigt (siehe Grafik f) der Abbildung). Da die Unterbietung jedoch geringer als anfänglich erwartet ausfiel, sanken die Tagesgeldsätze nach Bekanntgabe des Tenderergebnisses. Abgesehen von den letzten Tagen der Erfüllungsperiode wies der Tagesgeldsatz ein ähnliches Verlaufsmuster auf wie bei der Unterbietung vom 3. Dezember 2002.

Insgesamt zeigen diese Unterbietungsphasen, dass das Eurosystem kein Instrument an der Hand hat, um solchen gelegentlichen Span-

nungen vorzubeugen, die innerhalb des bestehenden geldpolitischen Handlungsrahmens auftreten. Einerseits kann die EZB nicht sofort einen Ausgleich für ein durch Zinsspekulationen entstandenes Liquiditätsdefizit schaffen, während sie gleichzeitig weiterhin Anreize für die Abgabe von Geboten gewährleisten muss. Andererseits ist die daraus resultierende vorübergehende Volatilität der Geldmarktzinsen unerwünscht.

Was nun die Überbietungen angeht, so ereigneten sich diese in der Zeit von Mitte 1999 bis Mitte 2000 etliche Male, als das Eurosystem die HRGs noch als Mengentender durchführte und starke Zinssteigerungserwartungen herrschten. In diesem Zeitraum erreichte die Repartierungsquote äußerst niedrige Werte und fiel am 31. Mai 2000 auf 0,87 %. Die Repartierungsquote zeichnete sich nicht nur durch einen allgemeinen Abwärtstrend aus, sondern war auch volatil, sodass es für die Teilnehmer der HRGs schwierig war, die Höhe ihrer voraussichtlichen Zuteilung abzuschätzen. Während der Überbietungsphasen, als die entsprechenden Geldmarktsätze meist über dem Mengentendersatz lagen, gestaltete sich für die Kreditinstitute eine genaue Vorhersage der recht volatilen Repartierungsquote und damit der Wahrscheinlichkeit, mit der sie erheblich mehr bzw. weniger Liquidität als erwünscht zugeteilt bekämen, als schwierig. Darüber hinaus fühlten sich einige Kreditinstitute aller Wahrscheinlichkeit nach nicht sehr wohl dabei, Gebote für Beträge abzugeben, für die ihre verfügbaren Sicherheiten nicht ausreichten. Diese Umstände veranlasseten die EZB – da sich die genannten Probleme unter dem Mengentendersystem nicht lösen ließen – auf das Zinstenderverfahren umzustellen.

3 Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens und ihre Umsetzung

Wie bereits erwähnt, wird durch die vom EZB-Rat beschlossenen Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens der Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit dem

Wirksamwerden von EZB-Leitzinsänderungen synchronisiert. Darüber hinaus lässt sich dadurch das Überlappen eines HRG mit der nachfolgenden Erfüllungsperiode vermeiden.

In diesem Abschnitt wird kurz rekapituliert, inwieweit die Maßnahmen zur Stabilisierung der Bietungsbedingungen bei den HRGs beitragen, indem sie die Auswirkungen von Zinsänderungsspekulationen neutralisieren. Des Weiteren werden mehrere eher technische Überlegungen zur Umsetzung der Modifikationen angestellt.

Änderungen des Handlungsrahmens

Der direkte Zusammenhang zwischen dem Beginn einer Mindestreserveperiode auf der einen Seite und der Umsetzung von Zinsänderungsbeschlüssen auf der anderen trägt dazu bei, die Zinsänderungserwartungen während dieser Erfüllungsperiode zu dämpfen. Infolgedessen bleibt der Tagesgeldsatz innerhalb einer Mindestreserveperiode normalerweise künftig von Zinsänderungserwartungen unbeeinflusst. Aufgrund der generell neutralen Ausrichtung der Liquiditätssteuerung der EZB wird der Tagesgeldsatz daher tendenziell nahe am Mindestbietungssatz bleiben.⁵ Dies hat letztlich zur Folge, dass spekulative Überlegungen das Bietungsverhalten der Kreditinstitute bei der Durchführung von HRGs nicht mehr stören dürften. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass sich künftig Zinsänderungserwartungen und Liquiditätsbedingungen in einer Erfüllungsperiode nicht mehr auf die nächste auswirken.

Im Ergebnis werden diese Maßnahmen also dazu führen, dass die Wahrscheinlichkeit von Unterbietungen in Phasen von Zinssenkungserwartungen deutlich verringert wird und dass auch bei Mengentendern Überbietungen in Zeiten, die von der Erwartung steigender Zinsen geprägt sind, verhindert werden. Des Weiteren bewirken die Änderungen, dass die kurzfristigen Geldmarktzinsen wie auch die HRG-Tendersätze den Mindestbietungssatz von Zinstendern nicht merklich überschreiten, sodass die Signalisierung des geldpolitischen Kurses nicht durch derartige Störungen beeinträchtigt wird.

Zur Umsetzung der Änderungen

Aus praktischer Sicht wird die Umsetzung der Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens auch mehrere andere Bereiche des bestehenden operationalen Rahmens des Eurosystems beeinflussen. Neben einer Untersuchung dieser Bereiche werden im Folgenden der Zeitplan für die schrittweise Umsetzung der Änderungen sowie der neue Zeitplan für die Durchführung von LRGs dargestellt.

Anders als bisher, als die Mindestreserve-Erfüllungsperiode an einem festgelegten Kalendertag begann und auch endete, geschieht dies nun über das ganze Jahr hinweg an verschiedenen Tagen. Der Tenderkalender richtet sich künftig nach dem Sitzungskalender des EZB-Rats. Außerdem sind die Erfüllungsperioden nicht mehr genau einen Monat lang, sondern variieren von Monat zu Monat. Im Jahr 2004 zum Beispiel wird die Dauer der Mindestreserveperioden zwischen 28 und 46 Tagen schwanken (siehe Tabelle 2). In diesem Zusammenhang sei darauf verwiesen, dass es für die Kreditinstitute bereits 1999 einmal, als die erste Mindestreserveperiode zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion 54 Tage dauerte, eine besonders lange Erfüllungsperiode gab.

Die zeitliche Modifikation der Mindestreserve-Erfüllungsperiode hat zwei weitere Auswirkungen, die ebenfalls erwähnt werden sollten. Erstens wird sichergestellt, dass die Reserveperiode stets an einem TARGET-Geschäftstag (d. h. an einem Tag, an dem das TARGET-Zahlungssystem in Betrieb ist) beginnt, da HRGs immer an diesen Tagen abgewickelt werden. Gleichzeitig werden Erfüllungsperioden nur in seltenen Ausnahmefällen an TARGET-Feiertagen enden; dies wäre nämlich nur dann der Fall, wenn ein HRG direkt nach einem TARGET-Feiertag abgewickelt und somit einen sehr untypischen Zeitplan aufweisen würde. Darüber hinaus fällt in Zukunft der Anfang einer Reserve-

⁵ Eine eingehende Erörterung dieses Themas findet sich in dem Aufsatz „Die Liquiditätssteuerung der EZB“ im Monatsbericht vom Mai 2002.

Tabelle 2**Unverbindlicher Mindestreserveperiodenkalender 2004**

Datum der entsprechenden EZB-Ratssitzung	Beginn der Erfüllungsperiode	Ende der Erfüllungsperiode	Angaben zur MR-Basis für monatlich meldepflichtige Kreditinstitute	Angaben zur MR-Basis für vierteljährlich meldepflichtige Kreditinstitute	Dauer der Erfüllungsperiode in Tagen
-	24.01.2004	09.03.2004	Dezember 2003	September 2003	46
04.03.2004	10.03.2004	06.04.2004	Januar 2004	Dezember 2003	28
01.04.2004	07.04.2004	11.05.2004	Februar 2004	Dezember 2003	35
06.05.2004	12.05.2004	08.06.2004	März 2004	Dezember 2003	28
03.06.2004	09.06.2004	06.07.2004	April 2004	März 2004	28
01.07.2004	07.07.2004	10.08.2004	Mai 2004	März 2004	35
05.08.2004	11.08.2004	07.09.2004	Juni 2004	März 2004	28
02.09.2004	08.09.2004	11.10.2004	Juli 2004	Juni 2004	34
07.10.2004	12.10.2004	08.11.2004	August 2004	Juni 2004	28
04.11.2004	09.11.2004	07.12.2004	September 2004	Juni 2004	29
02.12.2004	08.12.2004	19.01.2005	Oktober 2004	September 2004	43

periode nicht mehr und das Ende nur noch selten auf ein Wochenende. Damit wird das gelegentlich an Tagen zu Beginn und am Ende einer Mindestreserveperiode auftretende Problem praktisch hinfällig, dass die Kreditinstitute ihre Reservehaltung bzw. Inanspruchnahme von ständigen Fazilitäten nicht anpassen können. Zweitens wird das letzte HRG einer Erfüllungsperiode stets sechs Tage vor deren Ende abgewickelt. Derzeit beträgt diese Zeitspanne im Schnitt nur etwa eine halbe Woche. Bei ansonsten gleichen Bedingungen bedeutet diese Verlängerung ein am Ende der Mindestreserveperiode durchschnittlich höheres Risiko akkumulierter Prognosefehler der EZB. Diesbezüglich ist zu betonen, dass sich das Eurosystem in einem fortlaufenden Prozess zur Verbesserung der Vorhersehbarkeit der autonomen Liquiditätsfaktoren befindet. Letztendlich steht der EZB natürlich jederzeit das Instrument der Feinststeuerungsoperationen zur Verfügung, um extrem unausgewogenen Liquiditätsbedingungen zu begegnen.

Der Klarheit halber und um die Banken bei der zeitgerechten Planung ihres Reservermanagements zu unterstützen, wird die EZB einmal pro Jahr, und zwar drei Monate vor Beginn des betreffenden Jahres, zeitgleich mit dem unverbindlichen Tenderkalender einen Mindestreserveperiodenkalender veröffentlichen.

Bei der Berechnung der Mindestreservebasis, d. h. der Summe der Verbindlichkeiten, die die Basis für die Berechnung des Mindestreserve-Solls eines Kreditinstituts darstellen, gilt weiterhin, dass der Zeitraum zwischen dem Tag, an dem die Kalkulation erfolgt (also am letzten Tag des Monats), und dem Beginn der entsprechenden Erfüllungsperiode mindestens so lang ist wie bisher. Monatlich meldepflichtigen Kreditinstituten steht hierfür ein voller Monat, vierteljährlich meldenden Instituten stehen zwei Monate zur Verfügung. Beispielsweise würde sich die Berechnung des Mindestreserve-Solls für eine im April beginnende Erfüllungsperiode bei einem monatlich meldepflichtigen Kreditinstitut auf die Daten zur Mindestreservebasis von Ende Februar stützen. Bei Instituten, die vierteljährlich melden, würde die Mindestreservepflicht für die Erfüllungsperioden im Juni, Juli und August jeweils anhand der Daten von Ende März berechnet (siehe Tabelle 2).⁶

Infolge des impliziten Wegfalls von Überlappungen zwischen zwei HRGs wird sich das durchschnittliche Zuteilungsvolumen der HRGs in etwa verdoppeln, damit in jedem der künftigen HRGs ein Betrag in der Höhe repartiert wird, der momentan in zwei Ope-

⁶ Zur Berechnung des Mindestreserve-Solls siehe „Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“, EZB, April 2002.

rationen erreicht wird. Dies bedeutet zwar keine Änderung der Gesamthöhe der von den Kreditinstituten benötigten Sicherheiten, doch wird der wöchentliche Umsatz von Sicherheiten größer sein. Um die operationalen und abwicklungstechnischen Anforderungen, die sich aus dem größeren Wochenumsatz ergeben, zu bewältigen, könnte es für einige Institute erforderlich werden, ihre Refinanzierungsstrategie zu überprüfen und den Einsatz von Sicherheiten zu optimieren. Im Großen und Ganzen wird das Liquiditätsmanagement der Kreditinstitute jedoch durch den Wegfall der Überlappungen vereinfacht, da der Liquiditätsbedarf in geschlossenen Wochenzyklen gesteuert werden kann.

Die begleitende rechtliche und technische Dokumentation wird den vom EZB-Rat beschlossenen Änderungen entsprechend aktualisiert. Davon betroffen sind die Verordnung der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die Auferlegung einer Mindestreservspflicht (EZB/1998/15) in der neuesten Fassung, das Dokument „Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ (April 2002) sowie die anschließende Umsetzung in das jeweilige nationale Recht der Euro-Länder.

Angesichts der benötigten Vorlaufzeit für die Überarbeitung der zugrunde liegenden Rechtsdokumente und deren Überführung in nationales Recht sowie für die Umsetzung

der erforderlichen Anpassungen der Informationssysteme, die bei der Durchführung der Geldpolitik eingesetzt werden, sollen die beiden beschlossenen Maßnahmen im März 2004 in Kraft treten. Um eine schrittweise Einführung der Neufestlegung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu ermöglichen, wird es übergangsweise vom 24. Januar bis zum 9. März 2004 eine verlängerte Reserveperiode geben. Das Mindestreserve-Soll für diese Übergangsperiode wird auf der Grundlage der Mindestreservedaten vom 31. Dezember 2003 berechnet. Für vierteljährlich meldende Kreditinstitute wird die Mindestreservebasis per 30. September 2003 verwendet. Am 9. März 2004 wird das erste HRG mit einwöchiger Laufzeit zugeteilt, und am 10. März 2004 beginnt die erste vollständig mit dem modifizierten Handlungsrahmen in Einklang stehende Erfüllungsperiode.

Des Weiteren wird die zeitliche Koppelung von Erfüllungsperiode und LRG-Zuteilungstagen aufgehoben, um etwaige Störungen des aktuellen LRG-Zeitplans zu verringern. Momentan werden LRGs am ersten Mittwoch einer jeden Mindestreserve-Erfüllungsperiode zugeteilt. Vom 26. Februar 2004 an werden diese Operationen im Regelfall (mit Ausnahme des Dezember) am letzten Mittwoch vor Ende des Monats alloziert. Der Zeitplan für die Durchführung von HRGs und LRGs wird wie bisher mindestens drei Monate vor Beginn des jeweiligen Kalenderjahrs angekündigt.

4 Schlussbemerkungen

Es ist allgemein anerkannt, dass sich der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 als voll funktionsfähig erwiesen hat. Er sorgt für stabile Geldmarktbedingungen mit einer geringen Volatilität der kurzfristigen Zinssätze und gewährleistet eine klare Signalisierung des geldpolitischen Kurses. Der Handlungsrahmen hat sich auch angesichts einer Reihe von unvorhergesehenen Entwicklungen bewährt und sich als überaus flexibel gezeigt. Es gab

lediglich einige wenige Fälle, in denen Spannungen auftraten. Insbesondere in Zeiten hoher Erwartungen einer bevorstehenden Leitzinsänderung durch die EZB haben Zinsspekulationen große Nachfrageschwankungen in den HRGs mit sich gebracht, die zeitweise mit einer hohen Volatilität am Geldmarkt einhergingen.

Als Reaktion auf diese gelegentlichen Störungen beschloss der EZB-Rat im Januar 2003

zwei Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems, die mit Wirkung vom März 2004 in Kraft treten werden. Dabei wurden auch die im Rahmen eines öffentlichen Konsultationsverfahrens eingegangenen Stellungnahmen berücksichtigt. Zum einen wird der Beginn der Erfüllungsperioden mit dem In-Kraft-Treten von Änderungen der EZB-Leitzinsen synchronisiert, und zum anderen wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt. Das vorrangige Ziel dieser Maßnahmen besteht darin, die im Verlauf einer Reserveperiode auftre-

tenden Auswirkungen von Zinsänderungsspekulationen auf die Geldmarktbedingungen am ganz kurzen Ende zu begrenzen und damit zur Stabilisierung der allgemeinen Bietungsbedingungen bei den HRGs beizutragen. Die beiden Maßnahmen dürften die Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens mithin weiter verbessern, indem sie das Auftreten einer hohen Volatilität am kurzen Ende der Geldmarktzinsen deutlich reduzieren und so die Signalisierung des geldpolitischen Kurses durch den Mindestbietungssatz für HRGs unterstützen.

Jüngste Entwicklungen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets

Der vorliegende Aufsatz vermittelt einen Überblick über die Ertragsentwicklung der Banken im Euroraum im Jahr 2002 und Anfang 2003. Die Gewinn- und Verlustrechnungen sowie die Bilanzen der 50 größten Banken im Eurogebiet zeigen, dass sich ihr Geschäftserfolg im Vergleich zum Jahr 2001 vor allem aufgrund der anhaltend schwachen Gesamtkonjunktur und der gedämpften Aktivität an den Finanzmärkten erheblich verringert hat. Jedoch haben die Eigenkapitalquoten bisher für eine weit reichende Absicherung gegen schwächere Ertragsentwicklungen und anhaltende Probleme mit der Qualität der Aktiva gesorgt. Zudem scheinen sich die Aussichten für den Bankensektor, gestützt durch die Rückkehr einiger schwächerer Banken in die Gewinnzone Anfang 2003 und die Erwartung einer allgemeinen konjunkturellen Erholung gegen Ende des laufenden Jahres, aufzuhellen.

Im ersten Abschnitt dieses Artikels wird die Finanzlage der Banken im Euroraum in den Jahren 2002 und Anfang 2003 beurteilt, wobei das Hauptaugenmerk auf der Ertrags- und Rentabilitätssituation liegt. Die wichtigsten Faktoren für diese Entwicklung, insbesondere die Änderungen der zugrunde liegenden Erträge und der Qualität der Aktiva, werden im zweiten Abschnitt erörtert. In Abschnitt 3 wird die finanzielle Situation des Bankensektors bis zum ersten Quartal 2003 anhand marktwirtschaftlicher Indikatoren bewertet. Der letzte Abschnitt befasst sich mit den Aussichten für den weiteren Verlauf dieses Jahres und Anfang 2004.

I Finanzlage der Banken im Euro-Währungsgebiet

Die durchschnittliche Ertragsentwicklung und Rentabilität der Banken im Euroraum hat sich im Jahr 2002 gegenüber den bereits schwachen Ergebnissen des Vorjahres vor allem infolge einer weiteren gesamtwirtschaftlichen Abschwächung und anhaltender Turbulenzen an den Finanzmärkten weiter verschlechtert. Dies schlug sich auch in der allgemeinen Abschwächung der bankgeschäftlichen Tätigkeit nieder, die an dem im vergangenen Jahr erstmals seit vielen Jahren verzeichneten Rückgang der aggregierten konsolidierten Gesamtaktiva der 50 größten Banken im Eurogebiet abzulesen ist. Die Eigenkapitalrentabilität der 50 größten Euroraum-Banken ging im zweiten Jahr in Folge zurück und war mit 6 % nicht einmal halb so hoch wie im Jahr 2000 (siehe Tabelle I). Gleichzeitig blieb jedoch ihre Gewinnausschüttungsquote hoch, was darauf hindeuten könnte, dass die Banken für die nähere Zukunft im Einklang mit der Erwartung einer allmählichen Konjunkturerholung und Stabilisierung an den Finanzmärkten wieder von einer steigenden Rentabilität ausgehen. Daneben lassen auch die Ergebnisveröffentlichungen der Banken für das erste Quartal 2003 auf eine positive Entwicklung schließen.

Die Analyse der Indikatoren des Geschäftserfolgs einzelner Banken zeigt, dass die

Eigenkapitalrentabilität (bzw. Gesamtkapitalrentabilität) der Banken in der untersten Dezile auf ein Niveau gesunken ist, das am Rande der Gewinnschwelle liegt (siehe Tabelle I). Dies lässt sich auf eine überdurchschnittliche Zunahme des Risikovorsorgebedarfs und große Unterschiede in der operativen Effizienz zurückführen. Die operative Effizienz, die an der Aufwand/Ertrag-Relation gemessen wird, schwankte zwischen 40 % und 85 % für die untersten bzw. obersten Dezile. Die gesunkene Effizienz vieler Banken im operativen Geschäft war vorrangig auf Ertrags- einbußen zurückzuführen. Während die Erträge der Banken aus dem Retailgeschäft im Jahr 2002 stabil blieben und das Rückgrat ihrer Rentabilität bildeten, sanken ihre Provisionseinnahmen aus den Bereichen Investmentbanking und Vermögensverwaltung im Zuge der weiterhin gedämpften Aktivität an den Kapitalmärkten und der rückläufigen Wertpapieranlagen der Privatkunden deutlich. Diese Entwicklung führte zu einer weiteren signifikanten Verringerung des Anteils der zinsunabhängigen Erträge am Gesamtergebnis der Banken (siehe Tabelle I).

Als Folge des Ertrags- und Kostendrucks haben zahlreiche Banken umfangreiche Kostenumstrukturierungsprogramme aufgelegt oder

Tabelle I**Indikatoren der Qualität der Aktiva, Ertragslage, Solvenz und Liquidität der 50 größten Banken im Euro-Währungsgebiet***(in %)*

	Gewichteter Durchschnitt			Unterste und oberste Dezile		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Zunahme der Gesamtaktiva	16,2	9,2	-2,5	[3,6,37,1]	[-1,4,30,8]	[-12,0,14,0]
Qualität der Aktiva						
Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung/ operatives Gesamtergebnis	6,7	9,4	12,3	[1,4,22,1]	[3,1,22,4]	[4,9,35,7]
Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung/ Buchkredite insgesamt	0,4	0,5	0,7	[0,1,0,8]	[0,2,1,0]	[0,2,1,3]
Notleidende Kredite/Buchkredite insgesamt	3,1	2,6	3,1	[0,8,7,6]	[0,8,6,4]	[0,8,6,4]
Ertragslage						
Zinsunabhängige Erträge/operatives Gesamtergebnis	55,8	51,4	49,2	[19,3,73,0]	[17,1,66,0]	[16,3,65,0]
Gesamtsumme der Betriebskosten/operatives Gesamtergebnis ¹⁾	67,7	71,0	72,0	[40,3,78,1]	[42,6,82,2]	[40,4,84,6]
Eigenkapitalrentabilität (nach Steuern)	14,0	8,7	6,0	[6,4,23,0]	[2,6,18,6]	[0,0,15,2]
Gesamtkapitalrentabilität (nach Steuern)	0,7	0,4	0,3	[0,1,1,5]	[0,1,1,1]	[0,0,0,9]
Gewinnausschüttungsquote (Dividende/Gewinn nach Steuern)	23,2	32,8	33,2	[5,9,51,4]	[8,7,81,6]	[0,0,88,8]
Solvenz²⁾						
Gesamteigenkapitalquote	11,0	11,2	11,4	[8,5,13,2]	[8,9,13,7]	[9,2,15,0]
Kernkapitalquote (Tier 1)	7,7	7,7	8,1	[5,3,10,4]	[5,5,10,8]	[5,6,10,8]
Liquidität						
Kundeneinlagen und kurzfristige Verbindlichkeiten/ Verbindlichkeiten insgesamt	65,4	64,2	64,5	[44,6,84,0]	[45,7,84,0]	[44,6,77,0]
Liquide Vermögenswerte/Gesamtaktiva	17,9	17,4	18,0	[7,4,34,9]	[8,7,31,3]	[5,1,29,1]
Buchkredite/Kundeneinlagen und kurzfristige Verbindlichkeiten	77,0	89,3	90,0	[46,2,122]	[46,0,152]	[41,0,138]

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Basis konsolidierter Daten von Fitch Ibcabankscope (Mai 2003) für die 50 größten Banken (auf die über 40 % der Gesamtaktiva der Banken im Euroraum entfallen). Die unteren und oberen Dezile beziehen sich auf die 10 %-Werte an beiden Rändern der Verteilung des jeweiligen Indikators.

1) Die gesamten Betriebskosten umfassen Personalaufwendungen und sonstige Sachaufwendungen.

2) Die Solvenz Kennziffern sind ungewichtete Durchschnittswerte. Die Zahlen sind aufgrund unterschiedlicher Stichprobenauswahl und Gewichtungsschemata mit denen im Monatsbericht August 2002 nicht vergleichbar.

angekündigt, die eine Verringerung der Zahl der Mitarbeiter und Zweigstellen beinhalten. Der Abbau von Zweigstellen und Personal begann im Jahr 2001 und ist am stärksten in den Bankensystemen ausgeprägt, in denen ein erheblicher Umstrukturierungsbedarf besteht. Die Kostenumstrukturierungen dürften zwar auf das gesamte Jahr 2003 verteilt worden sein, doch vorläufigen Angaben zufolge sind gewisse Auswirkungen schon jetzt zu spüren. Gegenüber Ende 2002 war bei der Eigenkapitalrentabilität nach Steuern im ersten Quartal des laufenden Jahres für eine Gruppe von 30 ausgewählten großen Banken eine Erholung von 9,1 % auf 11,5 % zu verzeichnen. Gleichzeitig sank die durchschnittliche Aufwand/Ertrag-Relation von 63,3 % auf 59,8 %.

Die Gesamtrentabilität wurde im Jahr 2002 auch durch die weitere Verschlechterung der Qualität der Aktiva der Banken im Gefolge einer steigenden Zahl von Konkursen im Unternehmenssektor geschmälert. Die Rückstellungen für Kreditausfälle bei den 50 größten Banken erhöhten sich im Jahr 2002 auf 0,7 % der Buchkredite insgesamt und auf 12,3 % des operativen Gesamtergebnisses (und damit um rund 40 % gegenüber dem Vorjahr). Bei den Instituten im obersten Dezil stieg der Anteil der Rückstellungen für Kreditausfälle an den gesamten Buchkrediten von 0,98 % im Jahr 2001 auf 1,32 % im Jahr 2002, während die notleidenden Kredite bei 6,4 % der Buchkredite insgesamt verharrten. Hauptgrund für die erhöhte Risikovorsorge war die Verschlechterung der Qualität der Aktiva.

Der Anteil notleidender Kredite erhöhte sich im Jahr 2002 auf durchschnittlich 3,1 % der gesamten Buchkredite, was allerdings verglichen mit der Entwicklung in vorangegangenen konjunkturellen Schwächephasen nicht alarmierend ist. Die Risikovorsorge nahm im vierten Quartal 2002 deutlich zu, worin sich zum Teil die gewöhnlichen vierteljährlichen Schwankungen, aber auch die üblicherweise verzögerten Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung auf die Risikovorsorge der Banken widerspiegeln. Bei den meisten der 30 Institute, die Ergebnisse für das erste Quartal 2003 gemeldet haben, nahmen sowohl die Risikovorsorge insgesamt als auch die entsprechenden Unterschiede zwischen diesen Banken ab. Der einfache Mittelwert der Risikovorsorge nahm in Relation zu den Buchkrediten insgesamt von 0,59 % auf 0,45 % ab.

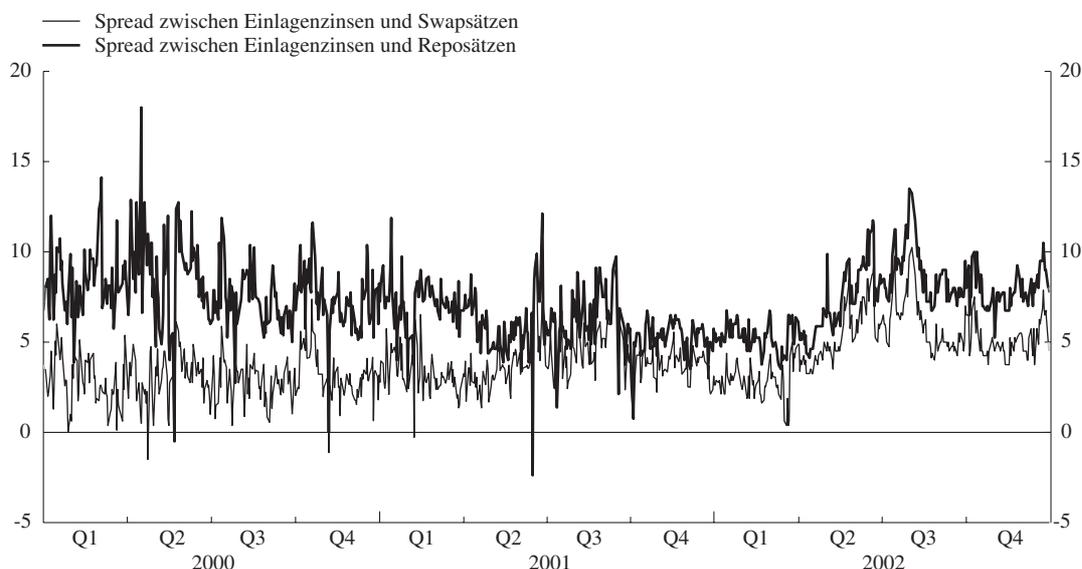
Trotz der schlechteren Ertragslage blieben die Eigenkapitalquoten der 50 wichtigsten Banken im Euroraum relativ stabil und stiegen im Jahr 2002 sowohl im Durchschnitt als auch im untersten Dezil sogar leicht an. Die durchschnittlichen Gesamtkapitalquoten blieben deutlich über dem vorgeschriebenen Min-

destsatz von 8 %. Auch die Kernkapitalquoten (Tier 1) blieben im Allgemeinen auf einem soliden Niveau. Die Banken des Euro-Währungsgebiets scheinen somit immer noch über hinreichende Eigenkapitalpuffer zu verfügen, um mögliche weitere Verluste aufzufangen. Viele Banken haben offensichtlich weiterhin ein aktives Kapitalmanagement betrieben, um ungeachtet der veränderten Geschäftslage dauerhaft über einen Kapitalpuffer zu verfügen, der die bankaufsichtlichen Anforderungen mehr als erfüllt. Dafür spricht auch, dass einzelne Banken aktives Kapitalmanagement und Strategien zur Verringerung der Aktiva mit dem Ziel der Aufrechterhaltung der Eigenkapitalquoten angekündigt haben. Bei einigen Banken umfassten diese Strategien umfangreiche Verkäufe von nicht zum Kernkapital zählenden Aktiva, darunter auch Beteiligungen und Minderheitsanteile an anderen Finanzunternehmen. Durch diese Verkäufe konnten die Banken ihre Ertragslage erheblich verbessern. Ohne die Erträge aus diesen Transaktionen hätte die durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität der 50 führenden Banken im Jahr 2002 bei rund 5 % (statt 6 %) gelegen. Durch die Verkäufe konnten auch die risikogewichteten Aktiva redu-

Abbildung 1

Spreads am Interbank-Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets

(durchschnittlicher Spread in Basispunkten, errechnet aus den Angaben bei einer Laufzeit von zwei Wochen, einem Monat und einem Jahr)



ziert werden. Dies stützte die Eigenkapitalquote der Banken, allerdings möglicherweise auf Kosten einer Verringerung der stillen Reserven.

Die Liquiditätspositionen in den Bilanzen der Euroraum-Banken blieben im Jahr 2002 weitgehend unverändert. Der Anteil der Einlagen und kurzfristigen Verbindlichkeiten an den Passiva insgesamt verharrte bei rund 65 %. Gleichzeitig machten die liquiden Vermögenswerte weiterhin etwa 18 % der Gesamtaktiva aus, sanken jedoch in der untersten Dezile anteilmäßig von 8,7 % auf 5 %.

Verfügbarkeit und Kosten der Liquidität am Geldmarkt können für das laufende Liqui-

ditätsmanagement der Banken von entscheidender Bedeutung sein. In dieser Hinsicht haben sich die Kreditkonditionen seit dem Rückgang im vergangenen Jahr kaum verändert. Dies zeigt sich an der Differenz zwischen den Sätzen für unbesicherte Interbankeinlagen und den EONIA-Swap- sowie insbesondere den besicherten Reposätzen (siehe Abbildung 1). Beide Spreads sind ein Indiz für die Kosten des Kreditrisikos der Banken am Interbank-Geldmarkt. Anfang 2003 betrug der durchschnittliche Abstand gegenüber den Swapsätzen rund fünf Basispunkte, während die durchschnittliche Differenz zwischen den Einlagenzinsen und den Reposätzen bei rund acht Basispunkten lag. Beide Werte lagen zwar unter ihrem Niveau von Ende 2002, waren aber immer noch recht hoch.

2 Hauptfaktoren für die Geschäftsentwicklung der Banken

Die Finanzlage der Banken spiegelt eine Reihe von Faktoren wider, die im Berichtszeitraum zum Tragen kamen und vor allem die Zusammensetzung der Erträge und die Qualität der Aktiva der Banken beeinflussten. Darüber hinaus sind noch einige weitere Faktoren im Zusammenhang mit der Entwicklung an den Aktienmärkten zu beachten.

2.1 Zusammensetzung und Entwicklung der Erträge

Der Zinsüberschuss der Banken wurde durch die Turbulenzen an den Kreditmärkten aufgrund der wirtschaftlichen Situation und des Irak-Konflikts beeinträchtigt. Im Jahresverlauf 2002 konnte der in den letzten drei

Tabelle 2

Ertragsstruktur der 50 größten Banken im Euro-Währungsgebiet

(in % der Gesamtaktiva)

	Gewichteter Durchschnitt			Unterste und oberste Dezile		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Operatives Gesamtergebnis	2,74	2,58	2,58	[1,11,4,36]	[0,88,4,42]	[0,87,4,39]
Nettozinsertrag	1,21	1,25	1,31	[0,63,2,43]	[0,59,2,68]	[0,52,2,80]
Zinsunabhängiger Nettoertrag	1,53	1,32	1,27	[0,17,2,06]	[0,15,1,83]	[0,14,1,80]
Darunter: Provisionsüberschuss	0,60	0,56	0,56	[0,00,1,27]	[0,00,1,30]	[0,00,1,34]
Gebührenüberschuss	0,21	0,17	0,17	[0,00,0,34]	[0,00,1,40]	[0,00,0,38]
Handelsüberschuss	0,52	0,41	0,32	[0,00,0,80]	[-0,01,0,76]	[-0,04,0,67]
Gesamtsumme der Betriebskosten	1,88	1,78	1,78	[0,59,2,52]	[0,56,2,55]	[0,62,2,65]
Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung	0,18	0,24	0,32	[0,05,0,43]	[0,07,0,51]	[0,09,0,63]
Nettobetriebsergebnis	0,69	0,49	0,42	[0,17,1,46]	[0,10,1,39]	[-0,05,1,28]
Saldo der anderen Erträge	0,09	0,06	0,08	[-0,10,0,23]	[-0,04,0,32]	[-0,04,0,34]
Saldo der außerordentlichen Erträge	0,07	0,03	-0,02	[-0,08,0,31]	[-0,10,0,14]	[-0,13,0,06]
Gewinn vor Steuern	0,86	0,59	0,48	[0,22,1,65]	[0,18,1,37]	[0,04,1,16]

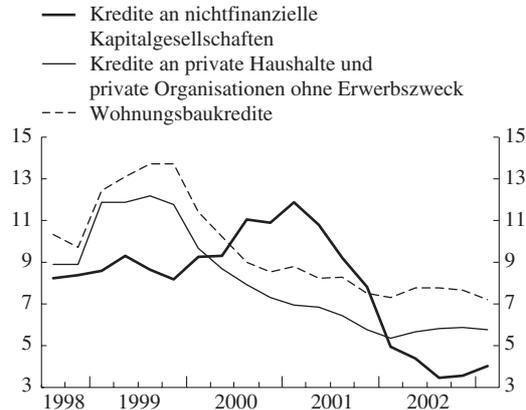
Quelle: EZB-Berechnungen auf der Basis konsolidierter Daten von Fitch Ibcabankscope (Mai 2003) für die 50 größten Banken. Die unteren und oberen Dezile beziehen sich auf die 10 %-Werte an beiden Rändern der Verteilung des jeweiligen Indikators.

Abbildung 2

Kreditmarktbedingungen im Euro-Währungsgebiet

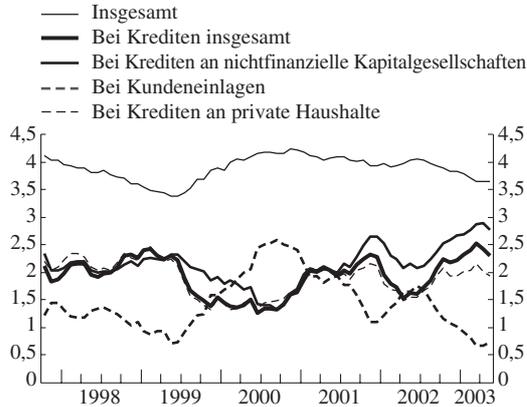
a) Wachstum der Buchkredite im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Margen bei Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet

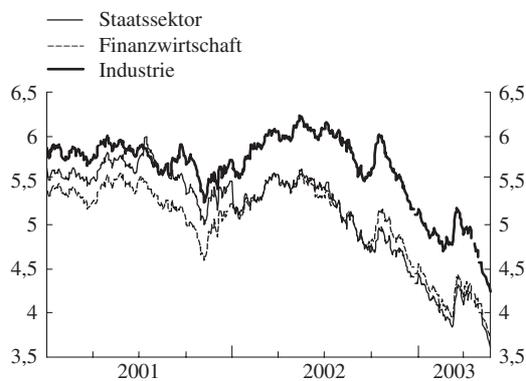
(in Prozentpunkten)



Anmerkung: Zur Abgrenzung siehe den EZB-Bericht „EU banking sector stability“ vom Februar 2003.

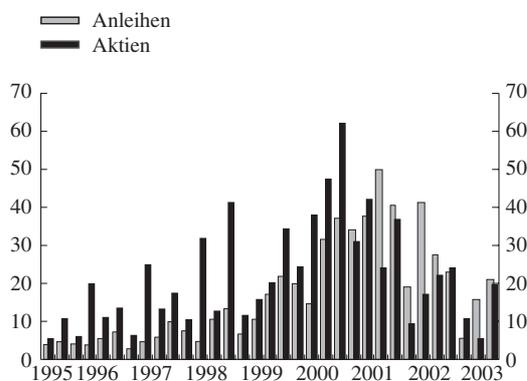
c) Indizes der Renditen auf in Euro denominateden Anleihen

(alle Ratings und Laufzeiten, in Prozentpunkten)



d) Anleihe- und Aktienemissionen in der Europäischen Union

(Mrd EUR)



Quellen: EZB, Dealogic und JP Morgan.

Jahren beobachtete Abwärtstrend bei der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nicht gebrochen werden. Das Wachstum der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor ging bis Dezember 2002 weiter zurück, bevor sich die Zuwachsraten bei gut 3 % einpendelte (siehe Abbildung 2a). In jüngster Zeit begann sie wieder zu steigen und erreichte fast 4 %. Dagegen nahm die Kreditvergabe an die privaten Haushalte im vergangenen Jahr durchweg um annähernd 6 % zu, wobei die Wohnungsbaukredite den Ausschlag gaben. Das Kreditwachstum in diesem Bereich blieb jedoch deutlich unter der

1999 verzeichneten Rekordrate von nahezu 12 %. Gestützt wurde der Anstieg zum Großteil durch die Wohnungsbaukredite, die im ersten Quartal 2003 allerdings etwas geringere Zuwachsraten verzeichneten. Der Zinsüberschuss der Banken hängt damit zunehmend von der Entwicklung der Kredite an die privaten Haushalte ab.

Gemäß den Statistiken der EZB über die Zinssätze der Banken im Kundengeschäft haben die Kreditinstitute im Eurogebiet ihre Zinsmargen bei der Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesell-

schaften im Jahr 2002 weiter ausgeweitet (siehe Abbildung 2b). Als Grund wurde eine geringere Kreditnachfrage angeführt. Die Ausweitung der Margen hat in den letzten beiden Jahren eingesetzt und zeigt sich besonders bei der Kreditgewährung an den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Die höheren Margen bei der Kreditgewährung an Unternehmen und auch private Haushalte haben jedoch nicht zu einer höheren Gesamtmarge der Finanzintermediäre beigetragen. Diese verringerte sich infolge niedrigerer Margen im Einlagengeschäft, da die Banken nicht in der Lage oder nicht bereit waren, den Anlegern niedrigere Zinssätze anzubieten. Die Angaben für das erste Quartal 2003 deuten auf eine Stabilisierung der Margen für die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte und eine teilweise Umkehr der Entwicklung bei der Einlagenmarge hin, was auch zu einer Stabilisierung der Gesamtmarge führen würde.

Bedeutende Veränderungen im Kreditvergabeverhalten der Banken sind auch an den Ergebnissen der zweiten Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft vom April 2003 ablesbar, wonach sich die Kreditrichtlinien (*credit standards*) der Banken in den ersten Monaten des laufenden Jahres weiter verschärft haben. Als Hauptgründe für die Verschärfung der Bedingungen bei der Vergabe von Unternehmenskrediten – insbesondere in Bezug auf die Zinsmargen, Kreditauflagen, Sicherheitserfordernisse und die Höhe des Kreditrahmens – wurden die allgemeine wirtschaftliche Situation und die branchen- bzw. unternehmensspezifischen Aussichten angeführt. Die wichtigsten Faktoren, die den etwas weniger restriktiven Kreditrichtlinien für die Vergabe an private Haushalte zugrunde lagen, waren wiederum die allgemeine wirtschaftliche Situation sowie die Erwartung einer Verschlechterung der Lage am Wohnungsmarkt und einer geringeren Kreditwürdigkeit der Verbraucher. Auch in diesem Bereich galten für stärker risikobehaftete Kredite höhere Margen.

Bedingt durch den geringeren Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen, Fusions- und

Übernahmeaktivitäten sowie Umstrukturierungsmaßnahmen war die Nachfrage nach Unternehmenskrediten, insbesondere seitens der Großunternehmen, der Umfrage zufolge rückläufig. Auch bei der Gewährung von nicht für den Wohnungsbau bestimmten Krediten an private Haushalte machten sich die gesunkenen Erwartungen teilweise bemerkbar. Ein anhaltend schwächeres Wachstum der Kreditvergabe würde die Möglichkeiten der Banken, im laufenden Jahr Zinserträge zu erwirtschaften, naturgemäß begrenzen, sofern sich die wirtschaftliche Lage nicht verbessert und zu einer Trendumkehr führt.

Die Wachstumsverlangsamung im Euroraum fand auch in der geographischen Zusammensetzung des Portfolios der Banken ihren Niederschlag. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe in Länder außerhalb des Euroraums nahm weit kräftiger zu als die inländische Kreditgewährung (über 15 % verglichen mit unter 4 %) und setzte damit den Aufwärtstrend der vergangenen beiden Jahre fort. Die wachsende Bedeutung von Auslandsaktiva in den Bankbilanzen ist auch Ausdruck einer längerfristigen Internationalisierungstendenz, die auf die zunehmende Reife der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet und den Wunsch der Banken, das Fachwissen und die Vorteile der Portfoliodiversifizierung im Ausland zu nutzen, zurückzuführen ist.

Die Bestände der Euroraum-Banken an festverzinslichen Wertpapieren wiesen ein höheres Wachstum auf als die Buchkredite. Von Banken im Eurogebiet gehaltene festverzinsliche Wertpapiere nahmen in der zweiten Jahreshälfte 2002 und im ersten Quartal 2003 um rund 6 % zu (nach einer Rekordrate von 11 % im Januar 2002). Die geringeren Renditen an den Märkten für Staats- und Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 2d) schmälerten jedoch die Erträge aus diesen Wertpapieren. Auch bei den festverzinslichen Wertpapieren sind die Bestände an Anleihen ausländischer Emittenten bei Banken des Euro-Währungsgebiets schneller gewachsen als diejenigen inländischer Schuldner, die seit dem Jahr 2000 praktisch unverändert geblieben sind.

Das rückläufige Geschäft in den Bereichen Investmentbanking und Vermögensverwaltung, das seit Mitte des Jahres 2000 zu beobachten ist, hat die aus Gebühren und Provisionen bestehenden zinsunabhängigen Erträge der Banken im Euroraum tendenziell geschmälert. Im Jahr 2002 entfielen auf die konsolidierten zinsunabhängigen Erträge 49 % des operativen Gesamtergebnisses der 50 größten Banken im Eurogebiet, nachdem sie im Jahr 2000 noch 56 % ausgemacht hatten (siehe Tabelle 1). Gemessen an den gesamten Aktiva sank die Summe der zinsunabhängigen Erträge im selben Zeitraum von 1,53 % auf 1,27 % (siehe Tabelle 2). Bei den fünf größten im Wertpapierbereich tätigen Banken belief sich ihr Anteil im Jahr 2002 auf 65 % der gesamten Nettoerträge (gegenüber 73 % im Jahr 2000) bzw. 1,80 % der Aktiva insgesamt (gegenüber 2,06 % zwei Jahre zuvor). Bei den fünf größten Banken mit Schwerpunkt im Retailgeschäft entfielen auf die zinsunabhängigen Erträge im Jahr 2002 gut 15 % der Nettoerträge bzw. 0,14 % der gesamten Aktiva. Diese Entwicklung und die negativen Auswirkungen auf die Rentabilität schlugen nicht sehr stark ins Gewicht, sodass die Ertragsentwicklung dieser Banken relativ stabil geblieben ist.

Dank des gestiegenen Interesses der Anleger an festverzinslichen Wertpapieren hat sich die Aktivität an den Primärmärkten für Unternehmensanleihen im ersten Quartal 2003 wieder verstärkt, nachdem sie im Schlussquartal 2002 noch sehr verhalten ausgefallen war (siehe Abbildung 2d). Analog hierzu wurden die Emissionen von Dividendenwerten durch die seit Beginn dieses Jahres günstigere Entwicklung an den Aktienmärkten angekurbelt. Zwar ist die Emissionstätigkeit im Vergleich zu den Spitzenzeiten nach wie vor gering, doch haben diese Veränderungen den seit Mitte 2000 beobachteten Abwärtstrend gebrochen, der die Erträge der Banken aus dem Investmentbanking gedrückt hat.

Mit dem Abzug von Kapital aus den Aktienmärkten hat dieses Segment als wichtigste Quelle der Geldvermögensbildung des nicht-finanziellen Sektors im Euroraum an Bedeu-

tung verloren. Im Jahr 2000 hatte das direkt oder indirekt in Aktien gehaltene Geldvermögen dem Wert nach die Einlagen bei Banken im Euro-Währungsgebiet noch übertraffen. Im Jahr darauf jedoch stellten Einlagen mit 44 % der Geldvermögensbildung privater Haushalte wieder die wichtigste Sparform dar. Die festverzinslichen Wertpapiere konnten ihren Anteil weiter steigern und machten im Jahr 2001 mehr als 12 % der Geldvermögensbildung aus. Durch diese Entwicklungen verringerten sich die Erträge der Banken aus der Vermögensverwaltung für Privatkunden, gleichzeitig aber erhöhte sich durch die Einlagenmargen der Zinsüberschuss.

2.2 Entwicklung der Qualität der Aktiva

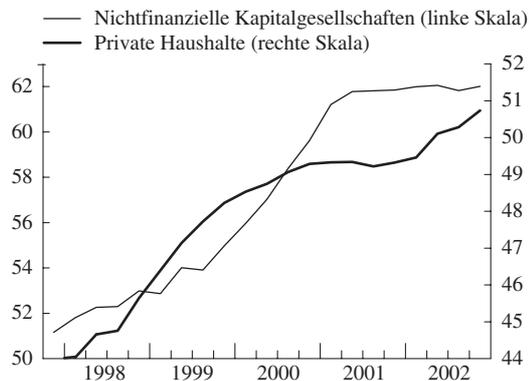
Der Anstieg der notleidenden Kredite der Banken im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 spiegelte in erster Linie die verschlechterte Finanzlage des Unternehmenssektors und die größere Anzahl der Konkurse wider. Allerdings dürften sich die Aussichten dank der seit Ende 2001 verzeichneten Stabilisierung in der Verschuldung des Unternehmenssektors inzwischen aufgehellt haben (siehe Abbildung 3a). Die in Relation zum BIP gemessene Schuldenquote des Unternehmenssektors im Euroraum hat sich bei rund 62 % eingependelt. Dazu haben Schuldenreduzierungsprogramme sowie die geringere Dynamik der Kreditaufnahme bei Banken und der Emission von Schuldverschreibungen in nicht unerheblichem Maße beigetragen. Zwar sind noch keine klaren Anzeichen für einen Schuldenabbau im Unternehmenssektor des Eurogebiets zu erkennen, doch ist die Belastung durch den Schuldendienst bei im Euroraum ansässigen Unternehmen aufgrund des niedrigeren Zinsniveaus erheblich reduziert worden.

Der von Moody's KMV berechneten Erwarteten Ausfallhäufigkeit (Expected Default Frequency – EDF) für das kommende Jahr zufolge hat sich das Risikoprofil der Unternehmen im Euroraum seit Ende 2000 verschlechtert. Dies deckt sich mit den zunehmenden Problemen der Banken mit der

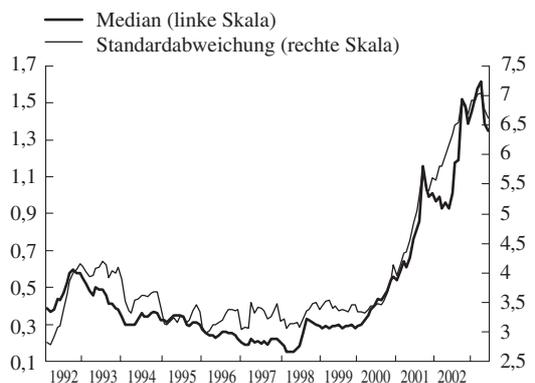
Abbildung 3

Kreditrisikoindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

a) Verbindlichkeiten in % des BIP



b) Erwartete Ausfallhäufigkeit bei Unternehmen im Euro-Währungsgebiet¹⁾ (in Prozentpunkten)

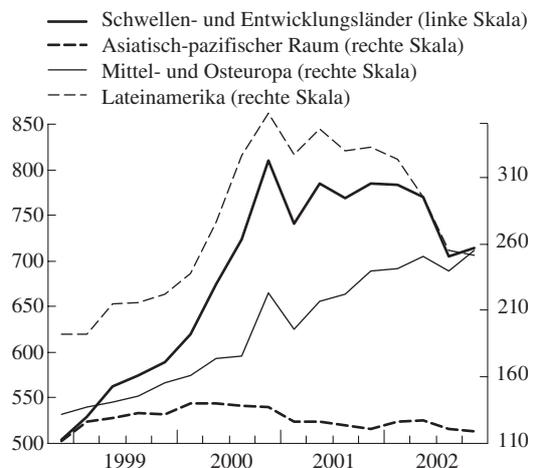


c) Erwartete Ausfallhäufigkeit in ausgewählten Unternehmenssektoren des Euro-Währungsgebiets¹⁾ (in Prozentpunkten)



d) Bruttokredite von Banken im Euro-Währungsgebiet

(Mrd EUR, einschließlich nationaler Forderungen in jeweiliger Landeswährung)



Quellen: EZB, Moody's KMV, JP Morgan und BIZ.

1) Die erwartete Ausfallhäufigkeit gibt die anhand von Aktienmarktinformationen geschätzte Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls binnen Jahresfrist wieder.

Qualität ihrer Aktiva. Während sich das Risikoprofil im zweiten Halbjahr 2002 und ersten Quartal 2003 in allen Wirtschaftszweigen weiter verschlechterte (siehe Abbildung 3b), sahen sich einige Sektoren mit einem beachtlichen Anstieg des EDF-Medians konfrontiert (siehe Abbildung 3c). Betroffen hiervon waren im Einzelnen der Investitionsgütersektor und ganz besonders der Technologiesektor, der auf Basis dieses Messwerts nach wie vor als risikoreichste Branche gilt. Die neuesten Zahlen deuten jedoch auf eine

Verbesserung hin. Zwar verzeichnete der Medien- und Telekommunikationssektor bis Mai 2003 positive Entwicklungen, sein EDF-Median lag aber immer noch weit über dem Durchschnitt im Euroraum.

Die Verschlechterung der Kreditqualität des Unternehmenssektors zeigte sich auch in der recht hohen Ausfallrate von Unternehmensanleihen, die gegen Ende 2002 und zu Beginn des laufenden Jahres zu verzeichnen war. Standard & Poor's zufolge bewegte sich in

der EU die für einen Zwölfmonatszeitraum berechnete durchschnittliche Ausfallrate von mit „speculative grade“ gerateten Unternehmen im ersten Quartal 2003 mit 12,3 % weiterhin auf sehr hohem Niveau, nachdem sie im Dezember 2002 die Marke von 13,5 % erreicht hatte. In jüngerer Zeit ging diese Ausfallrate merklich auf 8,1 % im Mai dieses Jahres zurück. Auch die Ratings für Unternehmen haben sich tendenziell verschlechtert: Im ersten Quartal dieses Jahres stufte Standard & Poor's insgesamt mehr als 80,5 Mrd € der Unternehmensschulden (41 Namen) herab, verglichen mit weniger als 1,3 Mrd € (zwei Namen), die höher gestuft wurden. Ende 2002 und Anfang 2003 mussten die europäischen Versicherungsgesellschaften die stärksten Einbußen hinnehmen. Jedoch könnten die im ersten Quartal 2003 in einigen Sektoren erzielten kräftigen Unternehmensgewinne potenziell einen Wendepunkt in der Kreditqualität markieren; darauf deutet zumindest auch die deutliche Verringerung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen hin.

Die Tatsache, dass sich die Kreditausfälle der Banken im Euroraum in vergleichsweise engen Grenzen gehalten haben, dürfte das verbesserte Risikomanagement der Banken – teilweise im Vorgriff auf die neuen risikoadäquateren Baseler Eigenkapitalvorschriften – widerspiegeln, ist unter Umständen aber auch der breiteren Nutzung von Instrumenten zur Übertragung des Kreditrisikos zuzuschreiben. Normalerweise führen Banken breit gestreute Portfolios, und ihr Engagement in einzelnen stärker risikobehafteten Branchen ist relativ begrenzt. Neueren Analysen zufolge haben europäische Banken im Schnitt nicht mehr als 15 % ihrer Mittel in Branchen wie z. B. Technologie und Verkehr (einschließlich Fluglinien) und Versicherungen investiert.¹ Die Verschlechterung in der Qualität der Unternehmenskredite aufgrund gestiegener Insolvenzquoten im vergangenen Jahr und zu Beginn dieses Jahres hat augenscheinlich auch einen Wandel hin zur Vergabe neuer Kredite an Sektoren mit niedrigerer Risikoeinstufung ausgelöst.

Die Verschuldung der privaten Haushalte stieg im Jahr 2002 leicht an, nachdem sie sich bis 2001 mit rund 50 % des BIP relativ stabil zeigte (siehe Abbildung 3a). Die höheren Zuwachsraten bei den Krediten an private Haushalte, insbesondere für den Wohnungsbau, und das relativ hohe Niveau der Kreditvergabe der Banken zur Finanzierung von Bauvorhaben und Immobilien könnten ein Indiz dafür sein, dass die Banken ihre Risikoengagements stärker in diese Bereiche verlagert haben. Das gesunkene Zinsniveau hat tendenziell dazu beigetragen, die Kosten für die Bedienung von Hypotheken in Relation zum verfügbaren Einkommen stabil zu halten.

Das Kreditrisiko der Banken des Eurogebiets in Schwellenländern hat seit Mitte 2002 tendenziell abgenommen. Zu einem guten Teil sind hierfür die größere Stabilität in Lateinamerika infolge des Schwindens der politischen Unsicherheit in Brasilien und Argentinien sowie die positive Entwicklung bei den Verhandlungen Argentiniens mit dem IWF verantwortlich. Ungeachtet der günstigeren Aussichten in dieser Region ist es zu einer Verschiebung der Kreditvergabevolumen von Lateinamerika und Asien in mittel- und osteuropäische Länder gekommen, was auch die Fortschritte im EU-Beitrittsprozess widerspiegelt (siehe Abbildung 3d).

2.3 Marktrisiken

Die Aktienbestände der Banken im Euroraum sind im Schnitt mit rund 5 % ihrer gesamten Aktiva gering, was die Auswirkungen der seit Mitte 2000 bestehenden Aktienmarktbaiss auf die finanzielle Situation der Kreditinstitute abgemildert hat. Bedeutsamer waren dagegen die indirekten makroökonomischen Effekte des Aktienmarkteinbruchs, die über höhere Kapitalkosten und Geldvermögensverluste zum Tragen kamen. Indirekte Kreditrisiken ergaben sich auch über verbundene Versicherungsgesellschaften mit hohem Engage-

¹ Siehe den EZB-Bericht „EU banking sector stability“ vom Februar 2003.

ment am Aktienmarkt und aufgrund der allgemein schwachen Wirtschaftsleistung. Einige Euroraum-Banken mit hoher Beteiligung an Versicherungsunternehmen mussten im Jahr 2002 einen Teil des Werts ihrer Anteile abschreiben, andere waren gezwungen, weiteres Kapital für das Versicherungsgeschäft bereitzustellen. Der Vermögenseffekt des Börsenrückgangs auf die privaten Haushalte wurde durch die günstige Preisentwicklung am Immobilienmarkt in vielen der betroffenen Länder etwas abgeschwächt.

Inwieweit die Banken im Euroraum den Marktrisiken ausgesetzt sind, lässt sich beispielsweise anhand ihrer offen gelegten Value-at-Risk-Messwerte oder anhand des Kapitalbedarfs für Marktrisiken beobachten, die jeweils gering sind. Ähnlich sind auch Zinsrisiken in der Regel gut abgedeckt. Naturgemäß sind die Banken jedoch den Risiken von Wechselkurs- und Zinsschwankungen, ebenso wie von Aktienkursbewegungen, über die Auswirkung solcher Veränderungen auf die finanziellen Verhältnisse ihrer Kreditnehmer und verbundener Unternehmen ausgesetzt.

3 Marktindikatoren für die finanzielle Situation der Banken

Finanzmarktindikatoren stellen eine zusätzliche Informationsquelle zur finanziellen Solidität und zu den Risiken und Gewinnaussichten der Banken dar. Insgesamt zeigen die markt-basierten Messgrößen für die Fragilität der Banken nach der erheblichen Verschlechterung der Kreditrisiken zur Jahreswende 2002/2003 eine hohe Widerstandskraft an.

Aus einfachen Aktienmarktindikatoren geht hervor, dass sich die Situation für die Banken im Euroraum stabilisiert und möglicherweise sogar verbessert hat. Während der Index für Bankaktien im Eurogebiet im Jahresverlauf 2002 um 27 % gesunken ist, ging der Index für den gesamten Aktienmarkt um 35 % und der Index für Aktien des Versicherungssektors sogar um 52 % zurück. Darüber hinaus sind in der seit März 2003 abnehmenden Volatilität von Bankaktien deutlichere Zeichen einer Erholung als am Gesamtmarkt zu erkennen (siehe Abbildung 4a).

Die Aktien der Banken des Euroraums wiesen im Herbst 2002 eine hohe über die Schwankungen des Gesamtmarktes hinausgehende Volatilität auf, nachdem einige der wichtigsten Rating-Agenturen die Bonitätseinstufung für mehrere Großbanken korrigiert hatten. Seither ist die Volatilität auf ein normales marktweites Niveau zurückgegangen. Der Bankensektor hat sich als weit weniger volatil als der Versicherungssektor erwiesen, was eine engere Begrenzung der Risiken vermuten lässt. Die

Gründe für das schlechte Abschneiden der Aktien des Versicherungssektors sind in den hohen Verlusten, die viele größere Versicherungsgesellschaften im vergangenen Jahr mit ihren Portfolios erleiden mussten, sowie in den eingetrübten kurzfristigen Perspektiven zu finden.

Ein direkterer Indikator für das Ausfallrisiko im Bankensektor lässt sich aus den Entfernungen zur Ausfallsschwelle (Distance to Default – DD) ableiten, die ein Maß für das Niveau finanzieller Spannungen auf Basis des Verschuldungsgrads, Risikoprofils und der Gewinnerwartungen der Banken darstellen. Die mittlere Entfernung zur Ausfallsschwelle hat sich im vergangenen Jahr bei allen Banken leicht verschlechtert, scheint sich im laufenden Jahr aber wieder zu stabilisieren (siehe Abbildung 4b). Gleichzeitig hat sich auch die geringste Entfernung zur Ausfallsschwelle stabilisiert, und die – zwar noch hohen – Unterschiede zwischen den Banken haben abgenommen, nachdem sie Ende 2002 einen Höchststand erreicht hatten. Zudem weisen die Entfernungen zur Ausfallsschwelle bei den meisten Banken auf deren Fähigkeit hin, weitere Verschlechterungen zu verkraften, da die höheren Werte nahe legen, dass ausreichende Puffer zum Schutz vor jeglichem Ausfallrisiko vorhanden sind.

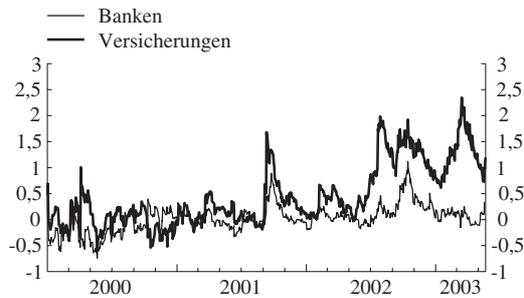
Auch die Streubreite der nachrangigen Verbindlichkeiten der Banken reflektiert – stär-

Abbildung 4

Marktindikatoren der Solidität der Banken des Euro-Währungsgebiets

a) Überschussvolatilität von Euro-STOXX-Komponenten ¹⁾

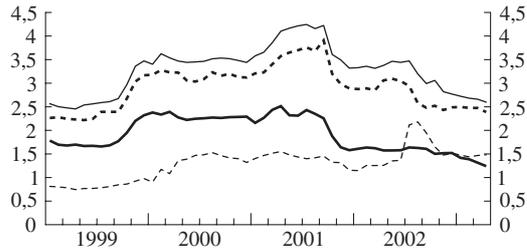
(in Basispunkten)



1) Differenz zwischen ausgewählten Sektoren und durchschnittlichen Marktvolatilitäten in Basispunkten.

b) Entfernung zur Ausfallschwelle bei ausgewählten großen EU-Banken

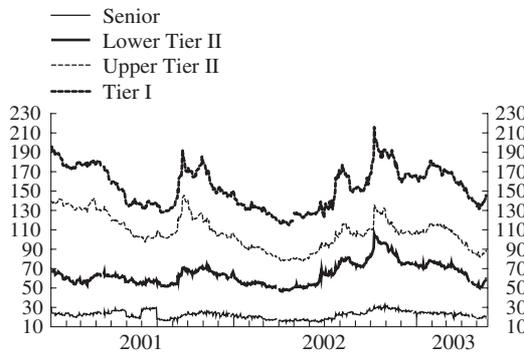
— Durchschnitt
 - - - Standardabweichung
 — Minimum
 - - - Median



Anmerkung: Nähere Erläuterungen zur Berechnung der Entfernung zur Ausfallschwelle sind dem EZB-Bericht „EU banking sector stability“ vom Februar 2003 zu entnehmen.

c) Asset-Swap-Spread bei nachrangigen Verbindlichkeiten der Banken

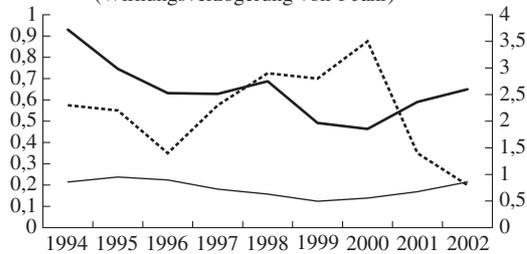
(in Basispunkten)



Quellen: Moody's KMV Datastream, JP Morgan und EZB-Berechnungen.

d) Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung, erwartete Ausfallhäufigkeit und BIP-Wachstum

— Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung (in % der Buchkredite)
 - - - BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet (rechte Skala)
 — Median der erwarteten Ausfallhäufigkeit von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet (Wirkungsverzögerung von 1 Jahr)



ker als dies bei den vorrangigen Schuldtiteln der Fall ist – das Ausfallrisiko der Banken, da nachrangige Verbindlichkeiten eine nachgeordnete Forderung gegenüber den Aktiva der Banken darstellen. Die Asset-Swap-Spreads der auf Euro lautenden nachrangigen Verbindlichkeiten der Banken gingen gegen Ende des vergangenen Jahres und Anfang 2003 recht kräftig zurück, während sie im Mai die-

ses Jahres tendenziell wieder leicht gestiegen sind (siehe Abbildung 4c). Zwar ist diese Entwicklung teilweise der Beendigung des Irak-Konflikts und der Verringerung der Spreads am Markt für Unternehmensanleihen zuzuschreiben, doch ist sie unter anderem auch Ausdruck dafür, dass die Märkte das Kreditrisiko der Banken wieder günstiger bewerten.

4 Aussichten

Die bisherige Analyse deutet darauf hin, dass die Banken im Euroraum von den Ende 2002 und zum Jahresbeginn 2003 vorherrschenden schwierigen Verhältnissen stark in Mitleidenschaft gezogen wurden. Das rasche Ende des Kriegs im Irak und der gleichzeitige Rückgang der Ölpreise sowie die anschließende Aktienmarkterholung haben die wirtschaftliche Unsicherheit im zweiten Quartal dieses Jahres erheblich reduziert. Dennoch gilt es wachsam zu bleiben, da die Banken gerade erst im Begriff sind, sich von einer zwei Jahre währenden recht schwierigen Phase zu erholen, und die Aktivitäten an den Finanzmärkten des Eurogebiets in nicht unerheblichem Maße von der Entwicklung der Realwirtschaft abhängen. In diesem Zusammenhang gibt die finanzielle Lage des Unternehmenssektors nach wie vor den größten Anlass zur Sorge. Wichtig für die Verbesserung der Situation der Banken ist insbesondere ein niedrigerer Verschuldungsgrad der Unternehmen. Darüber hinaus ist eine Stärkung des Wirtschaftswachstums essentiell, damit wieder die Solidität der Unternehmen des Euroraums verbessert und folglich der Druck auf die Qualität der Bankaktiva abgebaut wird.

Die Erfahrungen haben gezeigt, dass eine sich verschlechternde finanzielle Lage der Unternehmer und privaten Haushalte erst zeitlich verzögert auf den Bankensektor durchschlägt. Besonders deutlich wird dies am Beispiel von notleidenden Aktiva und Rückstellungen für Verluste aus der Kreditgewährung, bei denen der Gesamtindikator des Branchenrisikos (der den mittleren Wert der erwarteten Ausfallhäufigkeit aller Branchen widerspiegelt) mit einer Wirkungsverzögerung von rund einem Jahr mit den notleidenden Krediten und Rückstellungen für Kreditausfälle korreliert (siehe Abbildung 4d). Obwohl die Banken ihre Risikovorsorge im vergangenen Jahr beträchtlich aufgestockt haben, ist es dennoch möglich, dass der verzögerte Effekt einen gewissen weiteren kurzfristigen Druck auf den Vorsorgebedarf der Banken sogar unterhalb der Basisprojektionen verursachen könnte. Der konjunkturenregale Konsumgüterbereich so-

wie die Bereiche Technologie, Energie und Versorgung könnten weiterhin geschwächt bleiben. Daher werden Banken mit hohem Kreditengagement in diesen Branchen wohl auch in Zukunft noch mit widrigen Bedingungen zu rechnen haben.

Das von der EZB unterstellte grundlegende gesamtwirtschaftliche Szenario einer sehr zögerlichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2003 und im kommenden Jahr dürfte für den Bankensektor ein Durchschreiten der Talsohle im restlichen Verlauf dieses Jahres implizieren. Dies könnte auch eine entsprechende sukzessive Verbesserung der Ertragslage der Banken zum Jahresende bedeuten. Die in diesem Jahr erwartete Erholung könnte durch eine lebhaftere Aktivität an den Finanzmärkten – die bereits im zweiten Quartal dieses Jahres eingesetzt hat – gestützt werden. Insbesondere Unternehmen mit Liquiditätsbedarf könnten von günstigeren Bedingungen an den Anleihe- und Aktienmärkten profitieren. Auch würde sich eine verstärkte Aktivität an den Primärmärkten im Ergebnis günstig auf die Provisionserträge der an diesen Märkten tätigen Banken auswirken und die Refinanzierung von offenen Positionen gegenüber dem Unternehmenssektor erleichtern.

Die Märkte für Wohneigentum und gewerblich genutzte Immobilien könnten für die Banken in einigen Euro-Ländern Abwärtsrisiken in sich bergen. Der relativ stabile Schuldenstand der privaten Haushalte im Eurogebiet, der weit niedriger als in den Vereinigten Staaten ist, beruhigt allerdings etwas. Als positiv in diesem Zusammenhang sind auch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft zu werten. Dagegen könnten die Erträge der Banken mit bedeutendem Anteil im Retailgeschäft aufgrund des gesunkenen Niveaus der Kreditgewährung niedriger ausfallen. Der jüngste positive Beitrag, den die privaten Haushalte zur Ertragslage der Banken im Euroraum leisteten, setzt in gewissem Maße die Fähigkeit der privaten Haushalte voraus, Wohneigentum zu erwerben und zu

refinanzieren. Deren Bereitschaft und Fähigkeit, das aktuelle Verschuldungsniveau beizubehalten, hängt auch davon ab, ob die Wirtschaft in der Lage sein wird, wieder zu einem angemessenen Wachstumsniveau zurückzukehren und ein höheres Beschäftigungsniveau dauerhaft zu wahren.

Die Entwicklung des Versicherungssektors verdient nach wie vor besondere Beachtung. Anekdotische Informationen deuten darauf hin, dass große Rück- und Lebensversicherer durch ihre zunehmende Beteiligung am Markt für Kreditversicherungen auch eine wichtige Rolle dabei spielen, die Risiken aus dem Bankensektor aufzufangen. Die Verschlechterung dieser Sektoren, die 2001 einsetzte und sich im vergangenen Jahr weiter intensivierte, schwächte deren Fähigkeit, Kapital zu günstigen Konditionen aufzunehmen, und schränkte damit auch ihre Möglichkeiten ein, Kredit-schutz zu verkaufen. Des Weiteren sorgte die offenbar im Gefolge der drastischen Kurskorrektur an den Aktienmärkten vorgenommene Umschichtung ihrer Portfolios und das damit einhergehende verringerte Engagement am Aktienmarkt letztlich dafür, dass sich der Verfall der Aktienkurse noch verstärkte. Der Rückgang scheint zu einem gewissen Teil von Investment- und Pensionsfonds aufgefangen worden zu sein, doch könnte die kräftige Herabstufung zahlreicher Versicherer im ersten Quartal 2003 und die Erwartung ihres weiteren Rückzugs vom Markt für Kreditversicherungen die Bereitschaft und Fähigkeit der Banken zur Übernahme zusätzlicher Kreditrisiken beeinträchtigen.

Letztendlich dürfte die Präferenz der Anleger für festverzinsliche Wertpapiere die Renditen von Staats- und Unternehmenstiteln nach unten gedrückt haben (siehe Abbildung 2c).

Die Renditeabstände insbesondere von Unternehmensanleihen haben sich weiter deutlich verringert, während die Ausfallraten bei den Anleihen nach wie vor recht hoch sind. Die im historischen Vergleich hohen Preise und die spürbar verringerten Spreads haben Bedenken hinsichtlich einer raschen Auflösung von Positionen durch die Anleger und einer Verringerung der Marktpreise für diese Wertpapiere (d. h. eines entsprechenden Anstiegs der langfristigen Zinssätze) genährt. Doch dürften sich diese Risiken für die Banken weiter in Grenzen halten, da ihre Zinsrisikopositionen in der Regel klein und weitgehend abgesichert sind. Von größerer Bedeutung könnten allerdings, wie schon erwähnt, die über die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung wirkenden indirekten Folgen solcher Ereignisse für die Banken sein. Das Gleiche gilt auch für plötzliche Wechselkursbewegungen.

Insgesamt gesehen haben die höheren Risiken im operativen Geschäftsumfeld der Euroraum-Banken in den vergangenen rund zwei Jahren sowohl deren Fähigkeit, Phasen mit einem ungünstigen Geschäftsumfeld zu überstehen, als auch die Stabilität ihrer Mittlerfunktion auf den Prüfstand gestellt. Der Sektor hat diese Verschlechterung im Ergebnis ohne gravierende Störungen verkraftet und kam mit den Risiken durch finanziell angeschlagene Geschäftspartner durchweg sehr gut zurecht. Noch wichtiger ist, dass die Eigenkapitalquoten auch weiterhin die bankaufsichtlichen Anforderungen bei weitem übertreffen. Auch haben sich die Aussichten für den Bankensektor tendenziell stabilisiert und zuletzt sogar verbessert, doch hängt das Ausmaß dieser Verbesserung nicht unwesentlich vom Umfang und Zeitpunkt der erwarteten konjunkturellen Erholung ab.

Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets

Vor dem Hintergrund der kräftigen Aufwertung des Euro im Jahr 2002 und im ersten Halbjahr 2003 gibt der vorliegende Artikel einen Überblick über die Entwicklung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Euroraum in Bezug auf Preise und Kosten. Gegenstand der Untersuchung sind die Vorzüge und Nachteile von auf verschiedenen Preis- und Kostendeflatoren beruhenden realen Wechselkursen als Messgrößen für die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets. In diesem Zusammenhang werden zwei neue Indizes für den realen effektiven Wechselkurs des Euro eingeführt. Damit wird die Palette realer effektiver Wechselkurse des Euro für den eng gefassten Kreis der Partnerländer des Euroraums erweitert, um auch die Entwicklung der relativen Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und der relativen Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft (LSK/GW) zu erfassen. Diese Vielfalt von Indikatoren erleichtert die Gegenprüfung gewonnener Erkenntnisse und deutet darauf hin, dass die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets bis zum zweiten Quartal 2003 wieder weitgehend ein Niveau erreicht hat, das zur Zeit der Euro-Einführung vorherrschte, und im Großen und Ganzen historischen Durchschnittswerten entspricht. Dieses Ergebnis ist robust gegenüber der Verwendung alternativer Deflatoren, der Betrachtung verschiedener Zeiträume und dem Kreis der einbezogenen Partnerländer.

I Einleitung

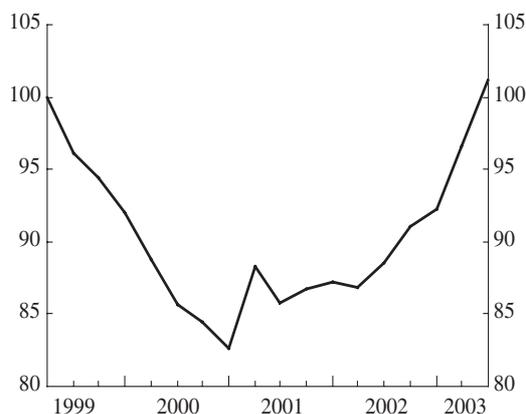
Im Lauf der viereinhalb Jahre seit Einführung des Euro war die Gemeinschaftswährung beträchtlichen Wechselkursschwankungen ausgesetzt, die die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euroraums merklich beeinflussten. Die in den Jahren 1999 und 2000 zu beobachtende kräftige Aufwertung der Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – vor allem des US-Dollar, des japanischen Yen und des Pfund Sterling – führte zu einer deut-

lichen Verbesserung der preislichen und kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Euroraums. Zwischen dem ersten Quartal 1999 und dem vierten Quartal 2000 wertete der Euro gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner (des so genannten eng gefassten Kreises) in nominaler effektiver Rechnung um 17 % ab (siehe Abbildung 1). Nachdem die Gemeinschaftswährung im Oktober 2000 einen historischen Tiefstand erreicht hatte, erholte sie sich recht stetig – vor allem im Jahr 2002 und im ersten Halbjahr 2003 –, wodurch die vorangegangene Verbesserung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit wieder aufgezehrt wurde. Die Auswirkungen dieser Aufwertung auf den Warenhandel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern werden in Kasten 4 im Abschnitt „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“ dieses Monatsberichts genauer untersucht.

Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Artikel die Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Euroraums genau beurteilt, und zwar in erster Linie auf mittlere bis lange Sicht. Da diese Wettbewerbsfähigkeit vom relativen Güterpreis und nicht

Abbildung 1
Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro

(Quartalswerte; Index: 1999 Q1=100)



Quelle: EZB.

allein von den nominalen Wechselkursen abhängt, geht der Aufsatz auch auf die relative Entwicklung der Preise innerhalb und außerhalb des Euroraums ein und konzentriert sich dabei auf den Trend des realen Wechselkurses.

Die Entwicklung des realen Außenwerts einer Währung ist generell mit Vorsicht zu interpretieren, da eine Aufwertung nicht zwangsläufig auf eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsposition im weiteren Sinne schließen lässt. Erstens ist der Preis eines Produkts lediglich ein Parameter bei der Entscheidung, ein bestimmtes Gut zu kaufen. Weitere wichtige Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit sind andere Produkt-

merkmale wie z. B. die Produktqualität oder die Verfügbarkeit und Zuverlässigkeit ergänzender Dienstleistungen. Die in Kasten I vorgenommene Untersuchung lässt allerdings darauf schließen, dass der reale Wechselkurs nach wie vor ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Wettbewerbsfähigkeit insgesamt ist. Zweitens ist es möglich, dass der kausale Zusammenhang zwischen der Wirtschaftsleistung und der relativen internationalen Preis- und Kostensituation eines Landes in zwei Richtungen wirkt. Mit anderen Worten können Schwankungen des realen Wechselkurses sowohl wirtschaftliche Entwicklungen widerspiegeln als auch zu Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen beitragen. Diese Diskussion hängt mit der Beziehung zwi-

Kasten I

Indikatoren der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit und ihre Aussagekraft für die allgemeine Wettbewerbsfähigkeit

Reale effektive Wechselkurse des Euro werden im Allgemeinen für die Beurteilung der Wettbewerbsposition von Unternehmen des Euroraums auf internationalen Märkten herangezogen. Oft wird darauf hingewiesen, dass bei der Interpretation dieser Wechselkurse als Indikatoren für die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit Vorsicht geboten ist, da aus dem realen Wechselkurs – als einem relativen Preis – lediglich Veränderungen der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit ersichtlich werden und andere, nicht preisbezogene Faktoren der

Aus Umfragen der Europäischen Kommission gewonnener Wettbewerbsindikator und auf dem VPI basierender realer effektiver Wechselkurs des Euro

(normierte Quartalsangaben)



Quellen: Europäische Kommission und EZB.

Anmerkung: Die der Abbildung zugrunde liegenden kumulierten Umfrageergebnisse aus der Industrie entstammen den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Wettbewerbsfähigkeit (wie die Qualität der Waren und die Zuverlässigkeit oder Verfügbarkeit von ergänzenden Dienstleistungen) unberücksichtigt bleiben. Die mögliche Bedeutung von Preisfaktoren für die Wettbewerbsposition von Unternehmen im Euroraum insgesamt kann mithilfe von Angaben aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission beurteilt werden. Die Analyse des Zusammenhangs zwischen dem realen effektiven Wechselkurs des Euro und den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission zeigt, dass es derzeit keine klaren Anzeichen dafür gibt, dass sich die Indikatorqualität des realen effektiven Euro-Wechselkurses mit Blick auf die allgemeine Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen des Euroraums auf den internationalen Märkten verschlechtert hat.

Die Europäische Kommission führt eine große Anzahl von qualitativen Umfragen zur Konjunkturlage in der Europäischen Union (EU) durch. Im Rahmen ihrer Branchen- und Verbraucherumfragen werden vierteljährlich über 20 000 Wirtschaftssubjekte im Euroraum befragt, um deren Wettbewerbsposition außerhalb der EU in der jüngsten Vergangenheit zu untersuchen. Die

Befragten können zwischen drei Antworten wählen: Entweder ihre Situation hat sich verbessert, sie ist gleich geblieben, oder sie hat sich verschlechtert. Die Ergebnisse werden anschließend saldiert, d. h., die Gesamtzahl der negativen Antworten wird von der Anzahl der positiven Antworten abgezogen. Da die Unternehmen in dieser Umfrage ihre Wettbewerbsposition insgesamt beurteilen, geht sie über die bloße Beurteilung der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit, die sich im Index des realen Wechselkurses widerspiegelt, hinaus.

Die Abbildung zeigt den realen effektiven Wechselkurs des Euro auf Basis des Verbraucherpreisindex für den eng gefassten Kreis der Partnerländer sowie den aus Umfragen der Europäischen Kommission gewonnenen Indikator der Wettbewerbsfähigkeit. Die (logarithmierten) Daten werden normiert, um den gleichen Mittelwert und die gleiche Varianz im Beobachtungszeitraum zu erhalten. Ein Anstieg des Indikators spiegelt in beiden Fällen einen Rückgang der internationalen Wettbewerbsfähigkeit wider. Da die Europäische Kommission in ihrem Fragebogen nach den jüngsten Veränderungen der Wettbewerbsposition fragt, wurden die auf Umfragen der Kommission basierenden Daten kumuliert, um sie der Entwicklung des realen effektiven Euro-Wechselkurses gegenüberzustellen. Dies birgt ein gewisses Risiko, da nicht preisbezogene Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit sich erst nach und nach in einer veränderten Wahrnehmung der Wettbewerbsfähigkeit insgesamt niederschlagen können und bei einem Vorquartalsvergleich möglicherweise zum Teil von volatileren Determinanten der Wettbewerbsfähigkeit wie der Entwicklung des nominalen Wechselkurses verdeckt werden. Dementsprechend würde die Feststellung eines Zusammenhangs zwischen dem realen Wechselkurs und den Umfrageergebnissen einen Hinweis liefern, dass die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit tatsächlich von Relevanz ist, was aber nicht bedeutet, dass Faktoren, die mit der preisunabhängigen Wettbewerbsfähigkeit in Zusammenhang stehen, irrelevant sind.

Die normierten Angaben zum realen Wechselkurs und die auf Umfragen der Europäischen Kommission basierenden Indizes korrelieren bis zu einem gewissen Grad. Formalere Prüfungen bestätigen einen langfristigen Zusammenhang zwischen den beiden Datenreihen und lassen im Hinblick auf den Kausalzusammenhang darauf schließen, dass der reale Wechselkurs den Umfrageindex der Europäischen Kommission beeinflusst. Diesen Ergebnissen zufolge spielen die relativen Preise offenbar mittelfristig eine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Wettbewerbsposition des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Handelspartnern, auf kurze Sicht kann ihre Bedeutung jedoch von anderen Faktoren wie Preisstrategien der Unternehmen überlagert werden. Der reale Wechselkurs kann folglich ein nützlicher Indikator der allgemeinen internationalen Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen des Euroraums sein.

Es sind jedoch einige statistische und technische Aspekte zu berücksichtigen, die der vollständigen Vergleichbarkeit der Entwicklungstrends des realen Euro-Wechselkurses und des aus Umfragen der Europäischen Kommission gewonnenen Wettbewerbsindikators im Weg stehen könnten. Insbesondere ist hier anzuführen, dass der reale effektive Wechselkurs des Euro sich auf die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit von Unternehmen des Euroraums gegenüber allen wichtigen Handelspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets (darunter auch die EU-Länder, die nicht zum Euroraum zählen) bezieht, während die Umfrage der Kommission die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen im Vergleich zu Nicht-EU-Ländern untersucht.

schen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und dem Euro-Wechselkurs zusammen, die Gegenstand des Artikels „Wirtschaftliche Fundamentalfaktoren und der Wechselkurs des Euro“ im Monatsbericht von Januar 2002 war. Drittens richtet sich die Interpretation der Indikatoren der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit nach den

zugrunde gelegten Messgrößen für Kosten und Preise.

Die Vor- und Nachteile verschiedener realer Wechselkursindizes im Hinblick auf die Beurteilung der Entwicklung der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit werden im folgenden Abschnitt behandelt. Im Anschluss daran wird die

Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets analysiert. Insgesamt kommt die Analyse zu dem Ergebnis, dass die Wettbewerbsposition der Unternehmen des

Euroraums an internationalen Märkten im historischen Vergleich derzeit weitgehend dem langfristigen Mittel entspricht.

2 Angemessene Methoden zur Messung der relativen Preise

Die Interpretation von Messgrößen der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit wird durch die Eigenschaften der verfügbaren Kosten- und Preisindizes erschwert. Ein optimaler Indikator der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit sollte sich anhand von leicht verfügbaren und verlässlichen statistischen Informationen, die nicht von umfangreichen Revisionen betroffen sind, berechnen lassen. Er sollte zudem jene Sektoren der Wirtschaft (umfassend) abbilden, die im internationalen Wettbewerb stehen, und dabei auch dem Umstand Rechnung tragen, dass ihre Wettbewerbsposition durch die Entwicklung der Kosten und Preise in Sektoren beeinträchtigt werden kann, die Vorleistungsgüter produzieren, welche nicht international gehandelt werden. Es lässt sich außerdem Folgendes feststellen: Je länger der Beobachtungszeitraum, desto umstrittener ist eine Unterscheidung zwischen handelbaren und nicht handelbaren Gütern, da die Grenze zwischen beiden Kategorien mit zunehmender Globalisierung durch die internationale Faktormobilität und Wissenstransfers verwischt wird. Gibt es in einer Volkswirtschaft einen Sektor, dessen Güter nicht international gehandelt werden, können sich die Preise für handelbare und nicht handelbare Güter allerdings mit der Zeit infolge asymmetrischer Produktivitätsschocks auseinander entwickeln (laut der bekannten Balassa-Samuelson-Theorie); dies hat zur Folge, dass auf Gesamtpreisindizes basierende reale effektive Wechselkurse irreführend hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit handelbarer Güter sein können. Das ist jedoch offenbar für im Aufholprozess befindliche Schwellenländer von größerer Bedeutung als für Industrieländer.

Darüber hinaus sollte die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit, soweit sie als *Fähigkeit* zum Verkauf von Produkten an ausländischen Märkten definiert wird, nicht

durch „Pricing-to-Market“-Strategien von Unternehmen beeinträchtigt werden. Hierbei handelt es sich um eine Strategie, bei der die Unternehmen Wechselkursschwankungen (teilweise) durch Anpassung ihrer Gewinnmargen abfedern, statt die Wechselkurseffekte direkt an ausländische Kunden weiterzugeben. Zur Beurteilung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit von Unternehmen des Euroraums erscheint es daher angebrachter, eine Messgröße zu verwenden, die eher einen Preis zugrunde legt, zu dem ein Produkt angesichts der Kostenstruktur und einschließlich eines üblichen Gewinnaufschlags grundsätzlich angeboten werden könnte, als den tatsächlich verlangten Preis, da dieser unter anderem auf einer übermäßigen kurzfristigen Erhöhung oder Verringerung der Gewinnmargen beruhen könnte. Natürlich kann keiner der in der Praxis verwendeten Indikatoren alle oben genannten Bedingungen voll und ganz erfüllen. Folglich scheint es angemessen, eine breite Auswahl von Indikatoren des realen effektiven Wechselkurses, die auf der Grundlage verschiedener Preis- und Kostenindikatoren berechnet werden, wie z. B. anhand von Verbraucherpreisindizes (VPIs), Erzeugerpreisindizes (EPIs), BIP-Deflatoren und Lohnstückkosten (LSK), zu untersuchen und zu vergleichen, um die Ergebnisse zu überprüfen.

Auf VPIs basierende Indizes realer effektiver Wechselkurse sind die am häufigsten verwendeten Indikatoren für preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit, da sie zwei große Vorteile haben: Zum einen unterscheidet sich die Abgrenzung der VPIs von Land zu Land kaum, und zum anderen sind sie zeitnah verfügbar und unterliegen nur geringfügigen Revisionen. Aus konzeptioneller Sicht weisen solche Indizes jedoch eine Reihe möglicher Schwachpunkte auf. Erstens enthalten VPIs

Preise von Gütern, die lediglich zu Konsumzwecken importiert werden. Preise für wichtige handelbare Güter wie Investitions- und Vorleistungsgüter, die auch in den Produktionsprozess eingehen, werden hingegen nicht berücksichtigt. Zweitens können indirekte Steuern und Subventionen die Interpretation von mit VPIs deflationierten realen effektiven Wechselkursen als Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit erschweren. Drittens enthalten VPIs einen hohen Anteil an nicht handelbaren Gütern, insbesondere an nicht handelbaren Verbraucherdienstleistungen.

Der auf BIP-Deflatoren basierende reale effektive Wechselkurs hat gegenüber dem mit dem VPI deflationierten Wechselkurs den Vorteil, dass hier der Schwerpunkt nicht auf der Verbraucher-, sondern auf der Erzeugerseite der Wirtschaft liegt, die die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit besser abbilden dürfte. Dieser Indikator beinhaltet allerdings ebenfalls sowohl nicht handelbare als auch handelbare Güter und teilt damit in konzeptioneller Hinsicht eine potenzielle Schwäche des auf dem VPI basierenden Index. Zudem unterliegen auch BIP-Deflatoren Verzerrungen, die durch Steuern und Subventionen hervorgerufen werden. Im Gegensatz zu Indikatoren, die den VPI berücksichtigen, sind auf BIP-Deflatoren basierende reale effektive Wechselkurse weniger zeitnah, länderübergreifend schlechter miteinander vergleichbar und unterliegen umfangreichen Revisionen.

Auf EPIs basierende reale effektive Wechselkursindizes dürften damit eine logische Alternative zu Indizes sein, die auf VPIs bzw. BIP-Deflatoren beruhen. Wie bei BIP-Deflatoren auch liegt der Schwerpunkt der EPIs auf der Produktionsseite der Wirtschaft. Außerdem werden EPIs dem Kriterium der Handelbarkeit von Waren besser gerecht. Obwohl die Möglichkeit besteht, dass einige Produkte im EPI-Warenkorb an internationalen Märkten nicht sehr stark gehandelt werden, ist in diesem Warenkorb eine Vielzahl von Industrieerzeugnissen und Gütern enthalten, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind. Auf dem EPI basierende Indi-

katoren für reale effektive Wechselkurse zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass sie Güter berücksichtigen, die potenziell international gehandelt würden, wenn die Preisrelationen günstiger wären, wohingegen beispielsweise Indizes, die auf Exportpreisen beruhen, nur jene Produkte berücksichtigen, die am internationalen Markt tatsächlich zum herrschenden Preis verkauft werden. EPIs haben jedoch gegenüber VPIs den Nachteil, dass sie länderübergreifend schlechter miteinander vergleichbar sind. Überdies umfassen sie auch keine Dienstleistungspreise, die im Welthandel zunehmend an Bedeutung gewinnen. Schließlich gilt für sie – wie für die anderen oben behandelten Preismessgrößen auch – die Einschränkung, dass sie nicht um „Pricing-to-Market“-Strategien bereinigt werden, was ihre Interpretation erschwert.

Um die negativen Auswirkungen dieser Strategien zu vermeiden, wäre beispielsweise eine Umstellung von Preis- auf Kostenindikatoren denkbar. Indizes für Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG) stehen allgemein zur Verfügung und tragen handelbaren Gütern stärker Rechnung, da sie sich auf das verarbeitende Gewerbe beziehen. Allerdings gibt es bei ihnen größere Probleme bei der Messung, Abgrenzung und länderübergreifenden Vergleichbarkeit. So hat dieser Indikator – verglichen mit allen anderen Preis- und Kostenindikatoren – für Deutschland einen kräftigen Aufwärtstrend angezeigt. Diese recht ungewöhnliche Entwicklung ist aber offenbar eher auf Probleme bei der Messung als auf eine tatsächliche deutliche Verschlechterung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit Deutschlands zurückzuführen.¹ Wengleich der auf den LSK/VG basierende Indikator der realen effektiven Wechselkurse für das Euro-Währungsgebiet insgesamt nicht auf einen solchen Trend hindeutet, legt der deutsche Sonderfall nahe, dass diese Wechselkursindizes recht vorsichtig interpretiert werden sollten. Der auf den

¹ Siehe Deutsche Bundesbank, *Zur Indikatorqualität unterschiedlicher Konzepte des realen Außenwerts der D-Mark*, Monatsbericht November 1998, S. 41–55, und Deutsche Bundesbank, *Gesamtwirtschaftliche Bestimmungsgründe der Entwicklung des realen Außenwerts der D-Mark*, Monatsbericht August 1995, S. 19–40.

Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft (LSK/GW) basierende Indikator weist nicht dasselbe ungewöhnliche Muster für Deutschland auf, d. h., dass diese potenzielle Einschränkung der auf den Lohnstückkosten beruhenden Indikatoren in der Praxis nicht immer zutrifft. Die auf den Lohnstückkosten basierenden Indikatoren der realen effektiven Wechselkurse haben jedoch auch andere, allgemeinere konzeptuelle Schwächen. Beispielsweise machen Lohnstückkosten nur einen Bruchteil der insgesamt anfallenden Kosten eines Unternehmens aus; die Ausgaben für Forschung und Entwicklung, Vertriebskosten, Kapitalkosten usw. werden jedoch nicht berücksichtigt. In diesem Zusammenhang können auch die Kosten für Vorleistungsgüter, die wiederum Arbeitskosten im Sektor der nicht gehandelten Güter enthalten können, eine Rolle spielen. Neben den oben genannten Nachteilen können die Lohnstückkosten eine Faktorsubstitution widerspiegeln, ohne dass dies zwangsläufig eine kosteneffizientere Produktion und eine anschließende Erhöhung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit bedeutet. Schließlich sollten noch allgemeine Einschränkungen im Hinblick auf folgende Punkte erwähnt werden: 1) die zeitnahe Veröffentlichung von Daten zu den Lohnstückkosten, 2) die länderübergreifende Vergleichbarkeit und 3) die

Häufigkeit und der Umfang von Datenrevisionen.

Für den eng gefassten Kreis der Partnerländer (der aus den zwölf wichtigsten Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets besteht) hat die EZB bislang Indikatoren der realen effektiven Wechselkurse auf der Grundlage von VPIs, EPIs und LSK/VG berechnet. Im vorliegenden Artikel werden zwei weitere Indizes für den realen effektiven Wechselkurs eingeführt, und zwar beruhend auf den LSK/GW und den BIP-Deflatoren.² Wie der auf den LSK/VG basierende Index stehen diese beiden neuen Indikatoren vierteljährlich zur Verfügung (mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa einem Quartal); die auf VPIs und EPIs beruhenden Indikatoren hingegen werden in monatlichen Abständen veröffentlicht. Die zugrunde liegenden Datenreihen reichen für die auf VPIs, EPIs und LSK/VG beruhenden Messgrößen bis zum Jahr 1990 zurück, für die neuen Indikatoren bis 1991. Vor dem Jahr 1999 wurde ein „synthetischer“ Euro-Wechselkurs zur Berechnung sämtlicher Indikatoren der realen effektiven Wechselkurse verwendet (siehe Kasten 2).

² Weitere Einzelheiten zur Berechnung der nominalen und realen effektiven Wechselkurse des Euro finden sich in L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper Nr. 2 der EZB, 2002.

Kasten 2

Quellen und Berechnungsmethoden von Preis- und Kostendeflatoren für Indikatoren der realen effektiven Euro-Wechselkurse

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Quellen, die Datenverfügbarkeit sowie die Periodizität und Aktualität der Indikatoren der relativen Preise und Kosten, die für die Berechnung der Indikatoren der realen effektiven Euro-Wechselkurse verwendet werden. Letztere stehen nun auf der Basis fünf alternativer Preis- und Kostenindikatoren – dem VPI-, EPI-, LSK/VG-, LSK/GW- und BIP-Deflator – zur Verfügung. Die beiden letztgenannten Indikatoren werden erstmalig in dieser Ausgabe des Monatsberichts in Tabelle 10 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ veröffentlicht. Darüber hinaus wurden Verbesserungen an den bereits zuvor veröffentlichten Indikatoren vorgenommen, zum Beispiel durch die Verwendung von besser vergleichbaren Daten, die seit kurzem verfügbar sind.

Alle Preis- und Kostenindizes für die EU-Länder, Norwegen und die beitretenden Staaten (die zum Großteil zu der weit gefassten Gruppe von Handelspartnern gehören) werden soweit möglich auf der Grundlage harmonisierter europäischer Statistiken von Eurostat berechnet. Sofern diese Daten nicht verfügbar sind, werden die Berechnungen vor allem auf der Grundlage von IWF- und OECD-Angaben und nationalen Statistiken durchgeführt. Bei dem auf der Verbraucherpreisentwicklung basierenden Index wird für die meisten europäischen Länder der HVPI

verwendet, während bei allen anderen Ländern die nationalen Gesamt-VPIs zugrunde gelegt werden. Die Erzeugerpreise beziehen sich für alle europäischen Länder auf den Inlandsabsatz des verarbeitenden Gewerbes, und es werden ähnliche Definitionen für alle anderen Länder herangezogen. Die LSK/VG – definiert als Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der realen Wertschöpfung je Erwerbstätigen im verarbeitenden Gewerbe – werden für den Euroraum, das Vereinigte Königreich und Dänemark anhand von Ergebnissen der nach dem ESVG 95 erstellten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen errechnet. Für andere Partnerländer werden sie anhand von Ergebnissen der jeweiligen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bzw. verschiedenen nicht vollständig vergleichbaren Lohn- und Produktionsindikatoren der Industrie berechnet. Die LSK/GW – definiert als Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in der Gesamtwirtschaft und dem realen BIP pro Arbeitnehmer – werden aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen gewonnen. Bei einigen außereuropäischen Ländern werden je nach den verfügbaren Datenquellen nur Teilbereiche der Wirtschaft abgedeckt (so bezieht sich der Deflator für die Vereinigten Staaten auf die Lohnstückkosten im privaten, nicht landwirtschaftlichen Gewerbe). Die BIP-Deflatoren für die europäischen Länder basieren ebenfalls auf den nach dem ESVG 95 erstellten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, während für andere Länder des eng gefassten Kreises Angaben internationaler Organisationen zugrunde gelegt werden.

Was die Verfügbarkeit von Daten betrifft, so sind VPI- und EPI-Deflatoren monatlich verfügbar, während LSK/VG-, LSK/GW- und BIP-Deflatoren vierteljährlich zur Verfügung gestellt werden. Werden nationale Angaben nicht in ausreichenden Zeitabständen veröffentlicht, werden die verfügbaren Datenreihen interpoliert. Zudem bestehen Unterschiede bei der Zeitnähe der zugrunde liegenden Preis- und Kostendeflatoren. Die meisten VPI- und EPI-Statistiken stehen relativ zeitnah (nach zwei bis fünf Wochen) zur Verfügung und unterliegen zumeist nur geringfügigen Revisionen. Daher genügen für die Berechnung des entsprechenden realen effektiven Wechselkurses die Schätzwerte der VPI- und EPI-Daten des vergangenen Monats. Dagegen werden LSK/GW-, LSK/VG- und BIP-Deflatoren mit erheblicher zeitlicher Verzögerung veröffentlicht und sind umfangreicheren Korrekturen ausgesetzt. Aufgrund der zeitlichen Verzögerung bei der Veröffentlichung der zugrunde liegenden Angaben haben die auf diesen Preis- und Kostenindizes basierenden realen effektiven Wechselkurse einen stärkeren Prognosecharakter mit Blick auf das jeweils letzte Quartal. Ist der regionale Abdeckungsgrad infolge der unzureichenden Zeitnähe der zugrunde liegenden Deflatoren zu niedrig, so verzögert sich die Veröffentlichung der entsprechenden realen effektiven Wechselkurse (wie z. B. in Tabelle 10 des Statistikteils) gegenüber der Veröffentlichung der auf VPI- und EPI-Indikatoren basierenden realen effektiven Wechselkurse.

3 Entwicklung der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets

Realer effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen des eng gefassten Länderkreises

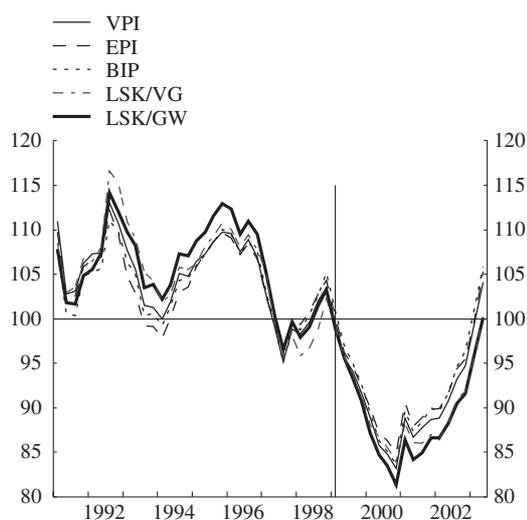
Trotz der oben beschriebenen Messprobleme weisen die Indizes für den realen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen des eng gefassten Kreises der Handelspartner einen hohen Grad an Gleichlauf auf (siehe Abbildung 2). Dies deutet darauf hin, dass sie die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euroraums insgesamt recht gut abbilden. Darüber hinaus weichen die nominalen und die realen effektiven Wechselkurse kaum voneinander ab, wo-

rin vor allem ähnliche Teuerungsraten im eng gefassten Länderkreis und im Euroraum zum Ausdruck kommen.

Aus Abbildung 2 geht hervor, dass die Entwicklung der Indizes des realen effektiven Wechselkurses in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre keinen klaren Trend aufwies. In den Jahren 1996 und 1997 verbesserte sich die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Euroraums merklich, was auf die kräftige Aufwertung der Währungen der Partnerländer gegenüber den Vorgängerwährungen des Euro zurückzuführen war. Diese Entwicklung kehr-

te sich 1998 aufgrund der Erholung der Euro-Vorläuferwährungen zeitweise um, konnte jedoch 1999 und 2000, als der Euro stark unter Druck geriet, erneut beobachtet werden. Seit Ende 2000 hat sich der in den Jahren 1999 und 2000 verzeichnete Abwärtstrend vollkommen umgekehrt. Verglichen mit den Neunzigerjahren liegt die derzeitige Wettbewerbsposition der Unternehmen des Euro-raums trotz der starken Kursgewinne des Euro im Jahr 2002 und im ersten Halbjahr 2003 nach wie vor deutlich innerhalb historischer Bandbreiten. Besonders im zweiten Quartal 2003 entsprachen sämtliche Indizes nahezu ihren Durchschnittswerten der Zeiträume, für die sie verfügbar sind. Die wichtigste Erkenntnis, nämlich dass sich die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit von Unternehmen des Euroraums innerhalb der bisherigen Bandbreiten bewegt, kann durch eine Erweiterung des Länderkreises oder des Beobachtungszeitraums genauer untersucht werden.

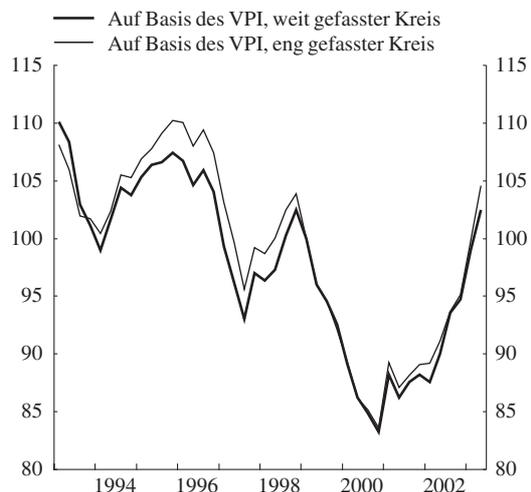
Abbildung 2
Realer effektiver Wechselkurs des Euro auf der Basis verschiedener Deflatoren¹⁾
 (Quartalswerte; Index: Durchschnitt (1991 Q1 – 2003 Q2) = 100)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben zu den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG), den Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft (LSK/GW) und dem BIP basierenden realen effektiven Wechselkursen beruhen auf Schätzungen.

Abbildung 3
Reale effektive Wechselkurse des Euro: Vergleich enger und weiter Länderkreis¹⁾
 (Quartalswerte; Index: 1999 Q1=100)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro.

Erweiterung des Länderkreises

Der auf einem breiteren Spektrum von Partnerländern basierende Indikator des realen Wechselkurses ist hilfreich, um festzustellen, ob Veränderungen der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets gegenüber dem eng gefassten Kreis der Partnerländer durch eine Änderung dieser Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Handelspartnern (insbesondere Schwellenländern) verstärkt oder ausgeglichen wurden. Dieser Vergleich ermöglicht die weitere Prüfung der insgesamt aus der oben dargestellten Analyse gezogenen Schlussfolgerungen. Mangels verfügbarer Daten liegt dieser weit gefasste Index erst seit 1993 auf VPI-Basis vor. Darin sind neben den im engen Länderkreis enthaltenen Industrieländern (darunter Hongkong, Südkorea und Singapur) auch 26 Schwellenländer enthalten. Im weit gefassten Index beträgt die Gewichtung dieser zusätzlichen Länder etwas mehr als 30 %, während der eng gefasste Kreis für die verbleibenden 70 % des Handels mit dem Euroraum verantwortlich ist. Zwar ist angesichts der Berechnungsmethode für die

Datenreihen ohnehin ein recht hoher Grad an Gleichlauf zu vermuten, doch ist der tatsächliche Korrelationsgrad erstaunlich hoch (siehe Abbildung 3), insbesondere wenn man die zuweilen starken Währungsschwankungen der Schwellenländer im Falle von Wechselkursstürbulenzen berücksichtigt.

Erweiterung des Beobachtungszeitraums

Zur Beurteilung der längerfristigen Entwicklung wurde der auf der Verbraucherpreisentwicklung basierende Indikator des realen effektiven Wechselkurses ab dem Jahr 1975 betrachtet (siehe Abbildung 4); hierzu wurde eine Methode verwendet, die mit den von der EZB offiziell veröffentlichten Datenreihen in Einklang steht. Angesichts der starken Korrelation der Indikatoren in den Neunzigerjahren dürfte dies ein akzeptabler Näherungswert für die Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euroraums in den vergangenen 28 Jahren sein. Verglichen mit Mitte der Achtzigerjahre, als der US-Dollar weithin als überbewertet galt, zeichneten sich die Unternehmen des Euroraums Ende 2000 tatsächlich durch eine höhere (preisliche) Wettbewerbsfähigkeit aus. Die anschließende Aufwertung des Euro führ-

Abbildung 4 Historischer realer effektiver Wechselkurs des Euro¹⁾

(Quartalswerte; Index: 1999 Q1=100)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die horizontale Linie gibt den Durchschnittswert seit 1975 an.

te natürlich zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsposition der Unternehmen des Euroraums an den Märkten weltweit. Allerdings entsprach die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets im zweiten Quartal des laufenden Jahres nahezu ihrem Durchschnitt der letzten 28 Jahre (siehe die horizontale Linie in Abbildung 4).

4 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Artikel wurde die Entwicklung der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets vor dem Hintergrund der breit angelegten Aufwertung des Euro im Jahr 2002 und im ersten Halbjahr 2003 untersucht, die auf den starken Wertverlust in den Jahren 1999 und 2000 folgte. Die Analyse hat ergeben, dass alle einschlägigen Messgrößen bis zum zweiten Quartal des laufenden Jahres wieder einen Stand erreicht haben, der dem Niveau zur Zeit der Euro-Einführung entspricht. Legt man bei der Beurteilung des aktuellen Niveaus des realen effektiven Euro-Wechselkurses längerfristige Durchschnittswerte als ungefähre Referenzgröße zugrunde, so steht die Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit

des Euroraums derzeit offenbar weitgehend in Einklang mit historischen Durchschnittswerten. Dieses Ergebnis ist robust gegenüber der Verwendung verschiedener Deflatoren, der Betrachtung verschiedener Zeiträume und dem Kreis der einbezogenen Partnerländer.

Ferner wurden zwei neue Messgrößen für den realen effektiven Wechselkurs des Euro eingeführt, die auf den LSK/GW- und BIP-Deflatoren basieren. Da keiner der verwendeten Indikatoren der realen effektiven Wechselkurse allen Bedingungen genügt, die ein optimaler Indikator der internationalen Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit erfüllen müsste, wurde ein pragmatischerer An-

satz verfolgt, bei dem fünf unterschiedliche reale Wechselkursindikatoren zwecks Gegenprüfung der Erkenntnisse miteinander verglichen wurden. Ein Vergleich der Indizes für den realen effektiven Euro-Wechselkurs mit den Währungen des eng gefassten Länder-

kreises ergibt einen sehr hohen Grad an Gleichlauf. Das deutet darauf hin, dass diese Indizes die internationale Preis- und Kostenvettbewerbsfähigkeit des Euroraums insgesamt angemessen abbilden.