



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

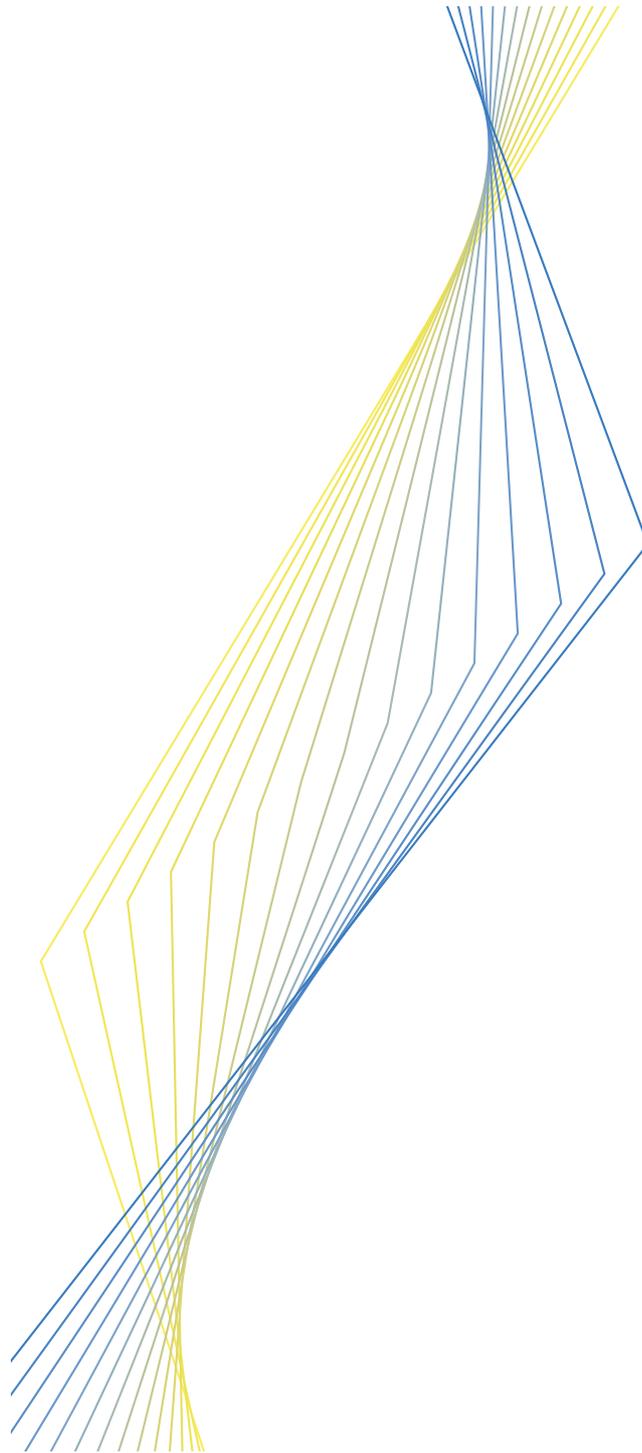
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Mai 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Mai 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 7. Mai 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	30
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	38
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	44
Kästen	
1 Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge	11
2 Erste Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	16
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. April 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	22
4 Erklärungsfaktoren für das niedrige Niveau der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet	27
5 Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom zweiten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren	34
6 Verwendung von auf Währungsoptionen basierenden Indikatoren zur Einschätzung der Stimmung an den Devisenmärkten	47
Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	53
Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in Europa	65
Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat	79
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	101*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Viereinhalb Jahre nachdem die geldpolitische Strategie der EZB erstmals angekündigt worden war, wurde sie einer gründlichen Überprüfung durch den EZB-Rat unterzogen. Auf seiner Sitzung am 8. Mai 2003 hat der EZB-Rat seine Diskussion der geldpolitischen Strategie der EZB abgeschlossen und die folgenden Beschlüsse gefasst (die Einzelheiten dieser Beschlüsse sind der Pressemitteilung zu entnehmen, die diesem Editorial beigelegt ist):

- Erstens bestätigte der EZB-Rat in Zusammenhang mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität, dass er an der Definition von Preisstabilität, wie sie 1998 angekündigt worden ist, festhält, nämlich einem Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Gleichzeitig erklärte er, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von nahe 2 % beizubehalten. Diese Klarstellung unterstreicht die Verpflichtung der EZB, zum Schutz gegen Deflationsrisiken für eine ausreichende Sicherheitsmarge zu sorgen. Außerdem befasst sie sich mit eventuell vorliegenden Messfehlern beim HVPI und mit den Auswirkungen von Inflationsunterschieden innerhalb des Euro-Währungsgebiets.
- Zweitens beschloss der EZB-Rat, um die längerfristige Natur des Referenzwerts für ein breit angelegtes Geldmengenaggregat zu unterstreichen, die Überprüfung des Referenzwerts für die Geldmenge M3 nicht mehr jährlich vorzunehmen.
- Drittens wird der EZB-Rat in der Kommunikation seiner geldpolitischen Beschlüsse besonders die Art und Weise betonen, wie er die Informationen und Analysen im Rahmen der zwei Säulen seiner Strategie gegenprüft, um zu einer Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen. Um diese Entscheidung widerzuspiegeln, ist das Editorial angepasst worden. Es wird künftig zunächst die wirtschaftliche Analyse aufzeigen, in der kurz- bis mittelfristige Risiken für die Preisstabilität identifiziert werden; hierauf wird die monetäre

Analyse folgen, die die mittel- bis langfristigen Inflationstrends beurteilt. Abschließend wird eine gegenseitige Prüfung der Analysen erfolgen, die im Rahmen dieser beiden Säulen durchgeführt wurden.

Was die Diskussion über die geldpolitische Ausrichtung betrifft, so hat der EZB-Rat am 8. Mai 2003 beschlossen, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,50 % bzw. 1,50 %.

Unter Berücksichtigung der neuesten wirtschaftlichen und monetären Informationen sowie der jüngsten geopolitischen Entwicklungen kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass die geldpolitische Ausrichtung weiterhin mit der Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht in Einklang steht. Gleichzeitig trägt sie zu einem monetären Umfeld bei, das Wirtschaftswachstum begünstigt. Mit dem Ende der Kampfhandlungen im Irak haben sich wichtige Abwärtsrisiken für die wirtschaftliche Erholung abgeschwächt. Der EZB-Rat machte deutlich, dass er die künftigen Entwicklungen genau beobachten und dass er beurteilen wird, ob sich die Voraussetzungen für Preisstabilität weiterhin günstig entwickeln.

Was die den Beschlüssen über die EZB-Leitzinsen zugrunde liegende detailliertere Analyse betrifft, so weisen kürzlich veröffentlichte Umfrageergebnisse und jüngste Informationen aus Konjunkturindikatoren im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Analyse darauf hin, dass die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet im bisherigen Verlauf des Jahres 2003 verhalten geblieben ist. Mit Blick auf die Zukunft ist zu erwarten, dass im späteren Verlauf dieses Jahres eine allmähliche Stärkung des Wachstums des realen BIP einsetzen wird, die sich im Lauf des kommenden Jahres beschleunigen dürfte. Diese Aussicht wird gestützt von einer erwarteten Erholung der weltweiten Nachfrage, der Aussicht auf eine fallende Teuerungs-

rate bei den Verbraucherpreisen, die sich günstig auf das Wachstum des real verfügbaren Einkommens auswirken dürfte, sowie dem niedrigen Zinsniveau. Darüber hinaus dürfte auch die in letzter Zeit nachlassende Unsicherheit in Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen zu einer Konjunkturerholung beitragen. Diese Einschätzung scheint sich auch in den jüngsten Reaktionen der Finanzmärkte widerzuspiegeln. Nach dem Ende des Irakkriegs ist die Volatilität an den Finanzmärkten deutlich zurückgegangen, und seither ist ein spürbarer Anstieg der Aktienkurse zu verzeichnen.

Dessen ungeachtet gibt es auch weiterhin Abwärtsrisiken. Zunächst bestehen Risiken, die sich aus der früheren Anhäufung gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte außerhalb des Euroraums ergeben, und in jüngster Zeit gibt der SARS-Virus Anlass zur Besorgnis. Außerdem besteht eine gewisse Unsicherheit darüber, inwieweit im Unternehmenssektor des Euroraums noch Anpassungen zur Steigerung der Produktivität und Ertragskraft erforderlich sind, wobei diese das Beschäftigungswachstum und somit die privaten Konsumausgaben beeinflussen könnten.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so bewegte sich die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI zwischen Herbst 2002 und März 2003 im Allgemeinen um 2,3 % bis 2,4 %. Insgesamt wurden die rückläufigen Preissteigerungsraten bei den Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen (ohne Energie) durch steigende Raten bei den Preisen für Energie und verarbeitete Nahrungsmittel ausgeglichen. Dagegen dürften die Energiepreise im April den Rückgang der Ölpreise aufgrund der Entwicklungen im Irak widerspiegeln. Diese Erwartungen stehen im Einklang mit der Vorausschätzung von Eurostat für die Teuerungsrate im April von 2,1 %, die damit 0,3 Prozentpunkte unter der Teuerungsrate von März liegt.

Was die weitere Entwicklung angeht, so deuten die derzeitigen Indikatoren nicht auf ein fortgesetzt starkes Absinken der Inflationsrate in unmittelbarer Zukunft hin; allerdings

dürften niedrigere Ölpreise, ein Umfeld moderaten Wirtschaftswachstums sowie die Effekte des deutlich höheren Euro-Wechselkurses zu einer Verringerung des Inflationsdrucks über den kurzfristigen Horizont hinaus beitragen. Seit dem Ende des Militärkonflikts im Irak hat der Euro-Wechselkurs wieder an seinen Aufwärtstrend angeknüpft, der Anfang 2002 eingesetzt hatte. Als Folge hiervon liegt der nominale effektive Wechselkurs des Euro nun nahe seinem Durchschnittswert von Anfang 1999.

Die Inflationsaussichten werden in erheblichem Maße auch von der Lohnentwicklung abhängen. Die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine mögliche Stabilisierung bei dem Wachstum der Lohnkosten im Lauf des vergangenen Jahres hin. Eine moderate Entwicklung der Löhne ist in der Tat entscheidend für die Gewährleistung von Preisstabilität und für die Förderung von Beschäftigungswachstum.

Was die monetäre Analyse betrifft, so ist seit längerem ein starkes Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 festzustellen, und die Daten der letzten Monate lassen nicht darauf schließen, dass hier ein Korrekturprozess eingesetzt hätte. Folglich hat sich in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets die Anhäufung eines Liquiditätsvolumens fortgesetzt, das deutlich über dem Wert liegt, der für den Erhalt eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Dieser starken Geldmengenexpansion stand die eher verhaltene Zunahme der Kreditvergabe an den privaten Sektor gegenüber. Dies steht im Einklang mit der Einschätzung, dass die monetäre Entwicklung nach wie vor von Portfolioumschichtungen geprägt ist, die angesichts der großen Unsicherheit anhaltende Präferenz der Anleger für liquide und sichere Anlageformen widerspiegeln. Allerdings hat auch das niedrige Zinsniveau zum starken Geldmengenwachstum beigetragen.

Bei der Interpretation der monetären Entwicklung sind insbesondere die Portfolioumschichtungen aufgrund einer aus Vorsichtsgründen verstärkten Nachfrage nach monetä-

ren Anlageformen in Betracht zu ziehen. Das Nachlassen der geopolitischen Spannungen dürfte zu einer Rücknahme dieser Portfolioumschichtungen beitragen. Auf jeden Fall würde eine Umkehr der monetären Trends die Bedenken hinsichtlich der mittel- bis langfristigen Auswirkungen der jüngsten Geldmengenentwicklung verringern. Infolgedessen wird die Entwicklung der Geldmenge weiterhin genau beobachtet.

Insgesamt ist derzeit davon auszugehen, dass die Inflationsraten vor allem angesichts der konjunkturellen Perspektive und der deutlichen Aufwertung des Euro mittelfristig auf unter 2 % sinken werden. Zudem scheinen die kräftige Ausweitung der Geldmenge M3 und der Aufbau von Liquidität keinen Inflationsdruck zur Folge zu haben, zumindest solange das Wirtschaftswachstum verhalten bleibt. Daher führt die Gegenprüfung der im Rahmen der beiden Säulen gewonnenen Daten zu dem Schluss, dass die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht begrenzt sind.

Im Bereich der Finanzpolitik waren die Entwicklungen im Jahr 2002 insgesamt nicht zufriedenstellend. Besonders Länder, die in den Vorjahren unter günstigeren konjunkturellen Bedingungen keine solide öffentliche Haushaltslage erreicht hatten, haben nun damit zu kämpfen, ihre Haushalte in den Griff zu bekommen. In Zukunft kommt es entscheidend darauf an, den finanzpolitischen Rahmen durch entschlossenes Handeln, starken Gruppendruck und eine konsequente Umsetzung der Bestimmungen des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu untermauern. Die Länder sollten über den Konjunkturzyklus hinweg annähernd ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltspositionen beibehalten und, wo dies noch nicht der Fall ist, die erforderlichen Maßnah-

men für eine strukturelle Konsolidierung ergreifen. Dies schafft auch den notwendigen Spielraum für das Wirken automatischer Stabilisatoren. Gleichzeitig wird den Regierungen geraten, mehr Gewicht auf eine wachstumsorientierte Konsolidierungspolitik zu legen, die die Produktivkräfte der Wirtschaft fördert. Eine glaubwürdige mittelfristige Strategie der Haushaltskonsolidierung stärkt das Vertrauen und trägt damit auch kurzfristig zu wirtschaftlichem Wachstum bei.

Strukturreformen sind von wesentlicher Bedeutung, damit das Wachstumspotenzial des Euroraums erhöht wird und dieser wirtschaftlichen Schocks besser gewachsen ist. So könnten solche Reformen, die darauf abzielen sollten, Verkrustungen an den Arbeits- und Gütermärkten abzubauen, die Widerstandsfähigkeit der Konjunktur gegenüber derartigen Schocks sowohl im Euro-Währungsgebiet insgesamt als auch in seinen Regionen deutlich verbessern. Es ist wichtig, dass die Strukturreformen wieder an Dynamik gewinnen, damit das Vertrauen von Verbrauchern und Anlegern in die mittel- bis langfristigen Wachstums- und Beschäftigungsmöglichkeiten im Euroraum gestärkt wird. Dies wiederum dürfte sich auch kurzfristig positiv auf die Ausgaben- und Investitionsentscheidungen im Euro-Währungsgebiet auswirken.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste befasst sich mit den jüngsten Entwicklungen der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet. Der zweite untersucht die Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in Europa. Der dritte beschreibt die Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, wie vom EU-Rat beschlossen, in Zusammenhang mit künftigen Erweiterungen des Euro-Währungsgebiets.

Pressemitteilung vom 8. Mai 2003 über die geldpolitische Strategie der EZB

Der EZB-Rat hat eine gründliche Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB vorgenommen, nachdem er nun seit über vier Jahren die Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet durchführt.

Diese Strategie, die am 13. Oktober 1998 angekündigt wurde, besteht aus drei Hauptelementen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität, einer herausragenden Rolle der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität und einer breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung.

Über vier Jahre lang erfolgte die Umsetzung dieser Strategie zufrieden stellend. Dennoch erachtete der EZB-Rat es für sinnvoll, die Strategie vor dem Hintergrund dieser Erfahrung zu überprüfen und dabei die öffentliche Diskussion sowie eine Reihe von Analysen zu berücksichtigen, die von Experten des Eurosystems erstellt wurden.

„Preisstabilität ist definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Heute hat der EZB-Rat diese Definition (die er im Jahr 1998 angekündigt hat) bestätigt. Gleichzeitig erklärte der EZB-Rat, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von nahe 2 % beizubehalten. Diese Klarstellung unterstreicht die Verpflichtung der EZB, zum Schutz gegen Deflationsrisiken für eine ausreichende Sicherheitsmarge zu sorgen. Außerdem befasst sie sich mit eventuell vorliegenden Messfehlern beim HVPI und mit den Auswirkungen von Inflationsunterschieden innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Der EZB-Rat bestätigte, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Im Lauf der Zeit wurde die Analyse im Rahmen beider Säulen der geldpolitischen Strategie vertieft und ausgeweitet. Diese Vorgehensweise wird beibehalten. Allerdings würde der EZB-Rat die Kommunikation hinsichtlich der gegenseitigen Prüfung von Informationen, die zur Bildung der einheitlichen Gesamtbeurteilungen der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat herangezogen werden, gerne verbessern.

Zu diesem Zweck werden die „Einleitenden Bemerkungen“ des Präsidenten künftig eine neue Struktur erhalten. In Zukunft beginnen sie mit der wirtschaftlichen Analyse zur Ermittlung der kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität. Wie bislang wird diese eine Analyse der Schocks beinhalten, die die Wirtschaft des Euroraums treffen, sowie Projektionen zentraler gesamtwirtschaftlicher Variablen.

Hierauf wird die monetäre Analyse folgen, in der die mittel- bis langfristigen Inflationstrends mit Blick auf den engen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und den Preisen über längere Horizonte bewertet werden. Wie bislang wird die monetäre Analyse die Entwicklung einer Reihe von monetären Indikatoren in Betracht ziehen, einschließlich der Geldmenge M3, ihrer Komponenten und Gegenposten, insbesondere Kredite, sowie verschiedene Messgrößen der Überschussliquidität.

Diese neue Struktur der „Einleitenden Bemerkungen“ wird besser verdeutlichen, dass diese zwei Sichtweisen einander ergänzende Analyserahmen bieten, die die Gesamtbewertung der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat unterstützen. In dieser Hinsicht dient die monetäre Analyse in erster Linie dazu, die kurz- bis mittelfristigen Anzeichen, die sich aus der wirtschaftlichen Analyse ergeben, aus mittel- bis langfristiger Perspektive zu überprüfen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, hat der EZB-Rat ebenfalls beschlossen, die Überprüfung des Referenzwerts nicht mehr jährlich vorzunehmen. Die zugrunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er jedoch auch weiterhin beurteilen.

Die EZB wird heute auf ihrer Website eine Reihe von durch EZB-Mitarbeiter erstellten Hintergrundstudien veröffentlichen, die zusammen mit bereits zu einem früheren Zeitpunkt veröffentlichten Dokumenten in die Überlegungen des EZB-Rats über die geldpolitische Strategie der EZB eingeflossen sind.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

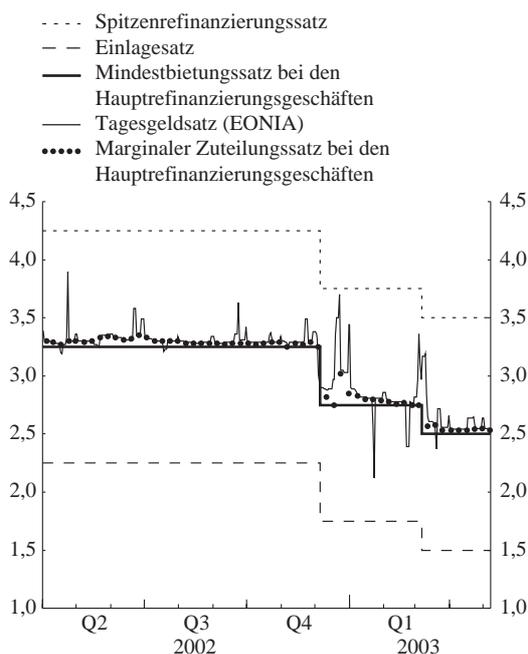
Auf seiner Sitzung am 8. Mai 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,50 % bzw. 1,50 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum im März weiterhin kräftig

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 belief sich im März dieses Jahres auf 7,9 % und blieb damit unverändert gegenüber dem Vormonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 stieg von 7,3 % in der Zeit von Dezember 2002 bis Februar 2003 auf 7,7 % im Zeitraum von Januar bis März 2003.

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

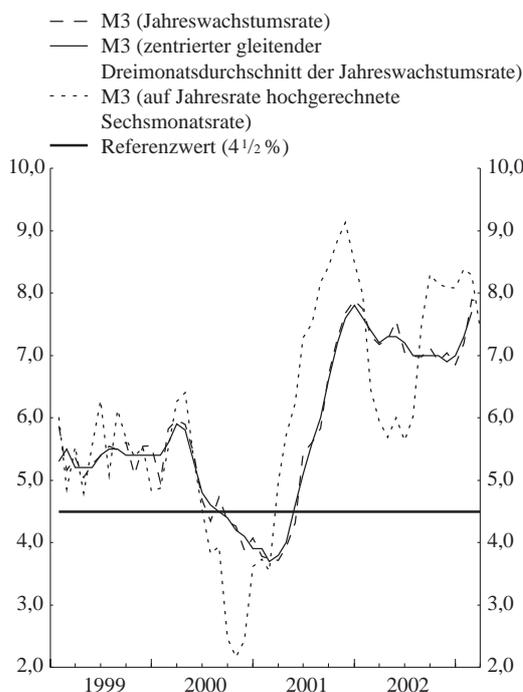


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Das kräftige M3-Wachstum ist nach wie vor der großen wirtschaftlichen, finanziellen und geopolitischen Unsicherheit zuzuschreiben, die im März wegen der Kampfhandlungen im Irak besonders ausgeprägt war. Darüber hinaus dürften auch die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung von in M3 enthaltenen Instrumenten zum dynamischen Wachstum dieses Geldmengenaggregats beigetragen haben. Aufgrund des anhaltend hohen M3-Wachstums geht die Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet unterdessen über das Maß hinaus, welches zur Finanzierung eines nachhaltigen, inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Ein derart hohes Liquiditätsniveau könnte – sofern es nicht korrigiert wird – die Preisstabilität auf mittlere Sicht gefährden und sollte daher genauer beobachtet werden. Diese Überschussliquidität ist jedoch wohl teilweise auf eine aus Vorsichtsgründen gestiegene Nachfrage zurückzuführen, die sich zurückbilden dürfte, sobald die Unsicherheit nachlässt; sie sollte daher keinen großen Anlass zur Sorge geben.

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im März auf 11,6 %, gegenüber 10,3 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Die täglich fälligen Einlagen als Komponente von M1 stiegen im Vorjahresvergleich auf 7,9 %, nach 6,4 % im Februar. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs betrug im März 39,9 %, verglichen mit 41,4 % im Monat davor. Das kurzfristige Wachstum des Bargeldumlaufs blieb weiterhin kräftig und erhöhte sich im März – entsprechend der durchschnittlichen monatlichen Zunahme seit März 2002 – monatlich um saisonbereinigt 9 Mrd €. Dieser Aufwärtstrend beim Bargeldumlauf spiegelt den allmählichen Wiederaufbau von Bargeldbeständen durch Ansässige innerhalb und außerhalb des Euroraums wider, nachdem diese im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung stark zurückgegangen waren. Betrachtet man den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen zusammen, so lässt sich die in den vergangenen Monaten anhaltend hohe Nachfrage nach den liquidesten in M3 enthaltenen Anlageformen durch zwei Faktoren erklären: die angesichts der niedrigen Zinssätze in allen Laufzeitbereichen ge-

ringen Opportunitätskosten der Haltung dieser Vermögenswerte und Portfolioumschichtungen als Reaktion auf die große Unsicherheit an den Finanzmärkten.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im März auf 4,5 % zurück, nachdem sie sich im Vormonat auf 4,7 % belaufen hatte. Dabei wurde die Jahresrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren negativ (-0,5 % im März gegenüber 1,2 % im Februar), während die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten von 7,7 % im Februar auf 8,3 % im Folgemonat stieg. Diese gegenläufige Entwicklung spiegelt vermutlich nach wie vor den in den vergangenen Monaten geringer gewordenen Abstand zwischen den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken für diese Einlagenarten wider, der die Haltung kurzfristiger Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) vergleichsweise attraktiver machte.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente sank im März auf 7,9 %, ver-

Tabelle I

Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	7,6	8,8	10,2	9,9	9,5	10,3	11,6
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-7,6	12,9	39,1	42,7	34,8	41,4	39,9
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	10,3	8,1	6,5	5,9	6,1	6,4	7,9
M2-M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	5,5	4,9	4,2	3,7	4,0	4,7	4,5
M2	6,5	6,7	7,0	6,6	6,5	7,3	7,9
M3-M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,2	8,5	10,2	8,6	11,1	11,3	7,9
M3	7,0	7,0	7,5	6,9	7,2	7,9	7,9
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten							
(ohne Kapital und Rücklagen)	5,1	5,2	4,7	4,9	4,6	4,9	4,6
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet							
Kredite an öffentliche Haushalte	1,1	1,9	2,0	1,7	1,8	2,4	1,9
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-1,7
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,0	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	4,6
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	5,3	4,8	4,9	4,7	4,9	5,0	4,5

Quelle: EZB.

glichen mit 11,3 % im Vormonat. Diese Entwicklung war auf den merklichen Rückgang der Jahresänderungsraten der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (von -3,2 % im Februar auf -10,3 % im März) und der Repogeschäfte (von 10,2 % auf 1,4 % im selben Zeitraum) zurückzuführen. Die Jahreswachstumsrate der Geldmarktfondsanteile verharrte dagegen unverändert hoch bei 16,4 %. Da diese Finanzinstrumente für Investoren, die sichere verzinsliche Anlagen erwerben möchten, in Zeiten großer Unsicherheit an den Finanzmärkten besonders attraktiv sind, stützt das kräftige Wachstum die Annahme, dass die

größere Nachfrage nach monetären Anlageformen auf Vorsichtsmaßnahmen basiert (siehe Kasten I „Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge“).

Bei den in der MFI-Bilanz enthaltenen Gegenposten zu M3 sank die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im März auf 4,6 %, verglichen mit 4,9 % im Monat davor. Grund hierfür könnte neben den niedrigen Langfristzinsen auch die im März relativ hohe Volatilität an den Anleihemärkten gewesen sein.

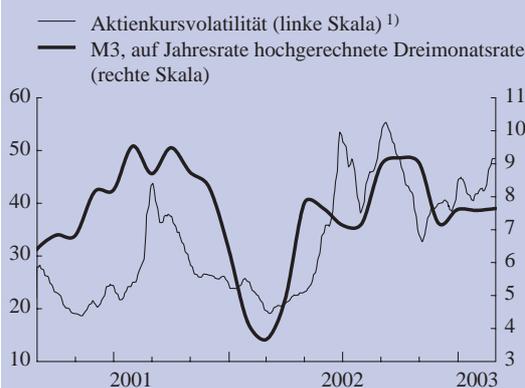
Kasten I

Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge

Seit der zweiten Jahreshälfte 2001 ist die Geldmenge M3 dynamisch angewachsen. Diese Entwicklung ist offenbar in erster Linie umfangreichen Portfolioumschichtungen von Aktien in Geldmengenkomponenten zuzuschreiben. Als Reaktion auf die in diesem Zeitraum beobachtete große Unsicherheit an den Finanzmärkten haben die privaten Wirtschaftsakteure ihre Portfolios umgeschichtet, um den Anteil der sicheren und liquiden Anlageformen zu erhöhen (siehe Abbildung A).

Abbildung A: Implizite Aktienkursvolatilität und kurzfristige Entwicklung von M3

(in %)



Quellen: EZB und Bloomberg.

1) Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Optionspreisen von Aktienkursindizes impliziert wird. Sie bezieht sich auf den Dow Jones Euro STOXX 50.

Die Erkennung und insbesondere die Quantifizierung von Portfolioumschichtungen wird durch den Umstand erschwert, dass zu dieser Entwicklung an sich keine Daten vorliegen. Finanzaggregate setzen sich aus einer Vielzahl von Einzeltransaktionen zusammen, die unterschiedliche Portfoliostrategien widerspiegeln. Daher gestaltet es sich schwierig, einen bestimmten Zusammenhang zwischen zwei Makroaggregaten zu isolieren. Ferner ist es in einer dynamischen Volkswirtschaft, in der die Finanzierungsströme und die Geldvermögensbildung im Zeitverlauf konstant zunehmen, nicht einfach, zu unterscheiden, welche Änderungen der Anlageentwicklung auf Portfolioumschichtungen zurückgehen und welche dem trendmäßigen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Geldvermögensbildung zuzuschreiben sind. Des Weiteren lassen sich die durch das Spekulations- oder Vorsichtsmotiv bedingten Portfolioumschichtungen nur schwer von jenen Änderungen bei der Geldhaltung trennen, die auf das Transaktionsmotiv zurückzuführen sind.

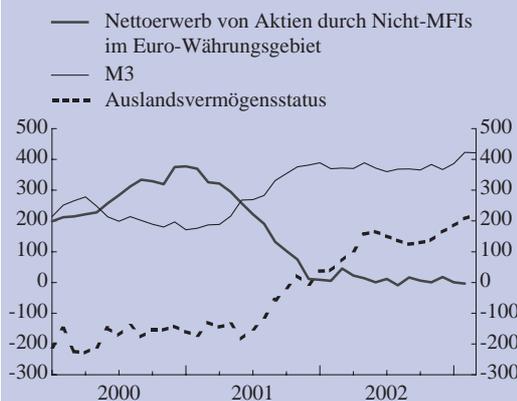
Gleichwohl wird in diesem Kasten der Versuch unternommen, den Umfang der Portfolioumschichtungen grob zu schätzen. Dazu werden verschiedene Statistiken herangezogen, wie etwa die Geld- und Bankenstatistik, Angaben zu den Finanzierungsströmen und die Zahlungsbilanzstatistik. Diese Informationen werden mit den Ergebnissen einiger modellgestützter Berechnungsverfahren kombiniert.

Stilisierte Fakten aus der Analyse der Finanzierungsströme

Abbildung B zeigt eine grobe Schätzung des Nettoerwerbs von Aktien durch Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet¹ in Relation zur Entwicklung von M3. Sie veranschaulicht den in den letzten Jahren engen Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen. Die Abbildung bestätigt offenbar insbesondere die Hypothese, dass seit dem Frühjahr 2001 umfangreiche Portfoliumschichtungen von Aktien hin zu in M3 enthaltenen Anlageformen stattgefunden haben. Die Zahlungsbilanzdaten deuten darauf hin, dass die Umschichtungen größtenteils mit einer deutlichen Abnahme des Nettoerwerbs an ausländischen Aktien durch Nicht-MFIs zusammenhängen. Dieser Trend schlägt sich in der seit der zweiten Jahreshälfte 2001 beobachteten außergewöhnlichen Zunahme der Nettoforderungen der MFIs gegenüber dem Ausland nieder. Beide Entwicklungen sind eng miteinander verknüpft, da Änderungen bei den Nettoauslandsaktiva der MFIs die (vorwiegend finanziellen) Geschäfte von Nicht-MFIs mit Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerspiegeln.² Diese Substitutionseffekte kommen auch in dem spürbar verringerten Jahreswachstum der vom nichtfinanziellen Sektor gehaltenen börsennotierten Aktien und Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile) zum Ausdruck (siehe Abbildung C; ausführlichere Erläuterungen finden sich in Kasten 1 auf Seite 11 des Monatsberichts von März 2003). Die Entwicklung der M3-Komponenten bestätigt diese Analyseergebnisse. Geldmarktfondsanteile, die oft zum Parken von Geldern genutzt werden, haben in den letzten beiden Jahren besonders kräftig zugenommen. Diese Angaben zu den Finanzierungsströmen reichen zwar nicht aus, um die Portfoliumschichtungen zugunsten von M3-Komponenten zu quantifizieren, sie deuten jedoch stark darauf hin, dass seit dem Frühjahr 2001 umfangreiche Umschichtungen zulasten von Aktien und zugunsten von in M3 enthaltenen Instrumenten vorgenommen wurden.

Abbildung B: Nettoerwerb von Aktien durch Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet in Relation zu M3 und zum Auslandsvermögensstatus der MFIs

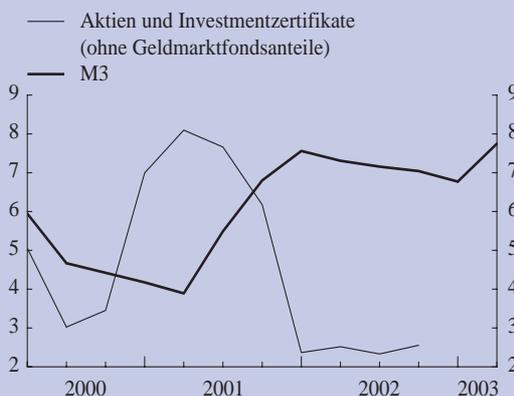
(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB-Berechnungen. Der Nettoerwerb von Aktien wurde anhand von Daten von IFR Platinum geschätzt. Bilanzdaten der MFIs und Zahlungsbilanzangaben.

Abbildung C: Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors

(Jahreswachstumsraten in %)



Quelle: EZB.

1 Zu den Aktienbeständen der Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet liegen keine monatlichen Angaben vor. Die Schätzung beruht daher auf einer Kombination verschiedener Statistiken (Zahlungsbilanz, MFI-Bilanzen und Angaben aus der Datenbank IFR Platinum von Thomson Financial). Daher ist das Ergebnis dieser Berechnung mit Vorsicht zu interpretieren. Die Aktienbestände der Nicht-MFIs errechnen sich aus der Gesamtemission heimischer Aktien durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet abzüglich des Aktienerwerbs durch Banken und Gebietsfremde und zuzüglich der von gebietsansässigen Nicht-MFIs gehaltenen ausländischen Aktien. Es sei darauf hingewiesen, dass eine Zunahme der Aktienbestände der Nicht-MFIs keine Auswirkungen auf die Geldhaltung hat, wenn es sich dabei um Neuemissionen von Nicht-MFIs handelt.

2 Weitere Einzelheiten finden sich im Monatsbericht von Mai 2001, S. 59.

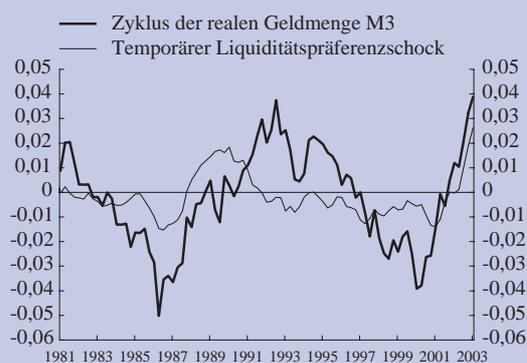
Modellgestützte Erkenntnisse über den Einfluss von Portfolioumschichtungen auf die M3-Entwicklung

Geldnachfragemodelle können ebenfalls Aufschluss über Portfolioumschichtungen geben. Diese Modelle berücksichtigen jedoch in der Regel keine Aktienmarktvariablen als Einflussgrößen der Geldnachfrage. Wenn sich also die jüngste Entwicklung der Geldnachfrage nicht anhand der üblichen Faktoren (reales BIP, Preise, Zinsen) erklären lässt, könnte sich hinter den unerklärten Modellelementen vorwiegend der Einfluss der Börsenentwicklung verbergen. Tatsächlich deuten die Ergebnisse von Geldnachfragemodellen darauf hin, dass außergewöhnliche Faktoren eine bedeutende Rolle beim Liquiditätsaufbau in den Jahren 2001, 2002 und Anfang 2003 gespielt haben, da die Restgrößen dieser Modelle (z. B. die neuen, unerklärlichen Schocks im letzten Quartal) in der Zeit zwischen dem zweiten Quartal 2001 und dem ersten Quartal 2003 positiv blieben. Dies galt insbesondere für das dritte Vierteljahr 2001 (nach dem 11. September) und das vierte Quartal 2002 (eine Zeit großer geopolitischer Unsicherheit). Geht man davon aus, dass die positiven Schocks ausschließlich durch Portfolioumschichtungen verursacht wurden und keine anderen Schocks auf die Geldnachfrage einwirkten, deuten die kumulierten Schocks aus dem Zeitraum vom zweiten Quartal 2001 bis zum ersten Vierteljahr 2003 darauf hin, dass sich die Portfolioumschichtungen in dieser Zeit auf rund 180 Mrd € beliefen. Diese Schätzungen sind jedoch – teilweise aufgrund der oben genannten Annahmen – mit großer Unsicherheit behaftet.

Aufschluss über die Bedeutung von Portfolioumschichtungen könnte auch das strukturelle VAR-Modell von Cassola/Morana³ geben, das den Zusammenhang zwischen verschiedenen nominalen Variablen (Inflation und Nominalzinsen) und realen Variablen (Output, reale Geldmenge M3 und reale Aktienkurse) für das Euro-Währungsgebiet untersucht. Die in diesem Modell vorgenommene historische Zerlegung der zyklischen Entwicklung der ökonomischen Variablen in die Beiträge ihrer einzelnen Determinanten scheint für die Analyse der Auswirkungen der Aktienkursentwicklung auf den M3-Zyklus besonders geeignet zu sein. Abbildung D zeigt, dass der M3-Zyklus von 2001 bis Anfang 2003 von einem „Liquiditätspräferenzschock“ (im Modell verwendeter Ausdruck), also einer vorübergehenden Umschichtung von Aktien in die Geldmenge, geprägt wurde. Sie verdeutlicht auch, dass der Liquiditätspräferenzschock in der Vergangenheit (mit Ausnahme der Zeiträume vor und nach dem Börsenkrach im Herbst 1987) keinen nennenswerten Einfluss auf den M3-Zyklus hatte. Das Modell lässt darauf schließen, dass die Ausweitung von M3 um rund 230 Mrd € zwischen dem zweiten Quartal 2001 und dem ersten Vierteljahr 2003 auf Portfolioumschichtungen im Zusammenhang mit der Aktienmarktentwicklung zurückzuführen ist. Diese Ergebnisse sind jedoch wie bei allen Modellen mit Vorsicht zu interpretieren, da die Variable des Liquiditätspräferenzschocks neben den Portfolioumschichtungen noch weitere Elemente enthalten kann und da nicht im Modell berücksichtigte Variablen auch relevante Informationen über Portfolioumschichtungen enthalten könnten.

Abbildung D: Zyklus der realen Geldmenge M3 und der Beitrag des temporären Liquiditätspräferenzschocks

(als Logarithmus)



Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Abweichung der realen Geldmenge M3 von ihrem langfristigen Trend, welche als „Zyklus der realen Geldmenge M3“ interpretiert werden kann. Der Beitrag von „Liquiditätspräferenzschocks“ zu dieser zyklischen Entwicklung wird ebenfalls dargestellt; er entspricht der zyklischen Abweichung, die sich aus zeitweiligen Umschichtungen von Aktien in die Geldmenge ergibt.

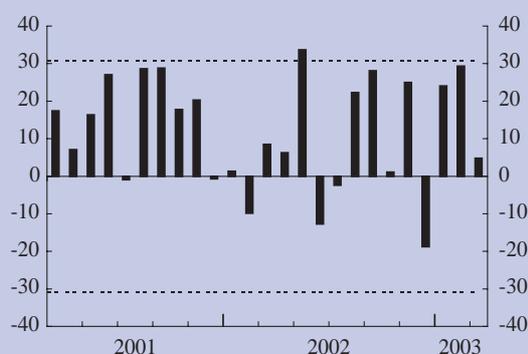
3 N. Cassola und C. Morana, *Monetary policy and the stock market in the euro area*, Working Paper Nr. 119 der EZB, 2002.

Quantifizierung der Portfolioumschichtungen anhand eines Zeitreihenmodells

Die Auswirkung von Portfolioumschichtungen auf das M3-Wachstum kann auch mittels eines einfachen Zeitreihenmodells grob quantifiziert werden.⁴ Ohne Berücksichtigung von Portfolioumschichtungen waren die „out-of-sample“-Prognosefehler des Zeitreihenmodells für die jeweils nächste Periode zwischen Frühjahr 2001 und Ende 2001 sowie in der zweiten Jahreshälfte 2002 und Anfang 2003 im Wesentlichen immer positiv (siehe Abbildung E). Das stilisierte Verlaufsmuster weist sehr ähnliche Eigenschaften auf wie das der Geldnachfragemodelle. Ausgehend von der Analyse der Prognosegüte des univariaten Zeitreihenmodells und der Untersuchung der oben beschriebenen Finanzierungsströme wird die zunehmende Präferenz der Wirtschaftsakteure für Umschichtungen von Aktien in liquide Anlageformen von März bis Oktober 2001 und von September 2002 bis Anfang 2003 in dem Modell durch zwei unterbrochene lineare Trends dargestellt.⁵ Die sich daraus ergebenden Schätzungen deuten darauf hin, dass zwischen dem zweiten Quartal 2001 und dem ersten Quartal 2003 erhebliche Portfolioumschichtungen zugunsten der Geldmenge stattfanden, die sich auf schätzungsweise etwa 250 Mrd € beliefen. Nicht zu vergessen ist jedoch, dass die Wahl der Variablen bis zu einem gewissen Grad willkürlich ist und das univariate Modell Portfolioumschichtungen nicht von Effekten unterscheiden kann, die von anderen Variablen wie beispielsweise dem niedrigen Zinsniveau ausgehen. Die Ergebnisse sollten daher mit Vorsicht betrachtet werden.

Abbildung E: Prognosefehler für M3 für die jeweils nächste Periode¹⁾

(Mrd €, 95 % Konfidenzintervall (gepunktete Linien))



1) Differenz zwischen dem festgestellten Niveau von M3 und dem nach dem Modell zu erwartenden Stand.

Schlussbemerkungen

Der vorliegende Kasten hat gezeigt, dass verschiedene Methoden zur Schätzung des Umfangs der Portfolioumschichtungen von Aktienbeständen in die Geldmenge M3 verwendet werden können. Die auf die schwache Aktienmarktentwicklung und die erhebliche Unsicherheit an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren zurückzuführenden Umschichtungen dürften den größten Beitrag zur kräftigen Ausweitung der Geldmenge M3 seit dem zweiten Quartal 2001 geleistet haben. Diese Methoden führen allesamt zu dem Ergebnis, dass die Umschichtungen sehr umfangreich waren, obgleich die aus den verschiedenen Methoden abgeleiteten Schätzungen sehr unterschiedlich sind; sie bewegen sich für den Zeitraum vom zweiten Quartal 2001 bis zum ersten Quartal 2003 zwischen 180 Mrd € und 250 Mrd €. Aus diesen Schätzungen ergibt sich eine Erhöhung des jährlichen M3-Wachstums um 2 ½ bis 3 Prozentpunkte für das erste Quartal 2003. Die Schätzungen sind jedoch mit konzeptionellen und messtechnischen Problemen verbunden und sollten daher lediglich als grobe Hinweise und nicht als genaue Berechnung verstanden werden.

4 Weitere Einzelheiten hierzu finden sich im Monatsbericht von Mai 2001, S. 61. Bei dem verwendeten Zeitreihenmodell handelt es sich um ein univariates ARIMA-Modell, bei dem zusätzliche Regressionseffekte für die nicht saisonbereinigte Geldmenge M3 einbezogen werden.

5 Eine Abweichung von der Linearitätsannahme wurde in dem Modell für September und Oktober 2001 vorgenommen, indem der Anstieg im September doppelt gezählt und jener im Oktober nur halb gewertet wurde. Eine ähnliche Abweichung betraf die Monate November und Dezember 2002; hier wurde nur die Hälfte der regulären Intensität unterstellt.

Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor im März rückläufig

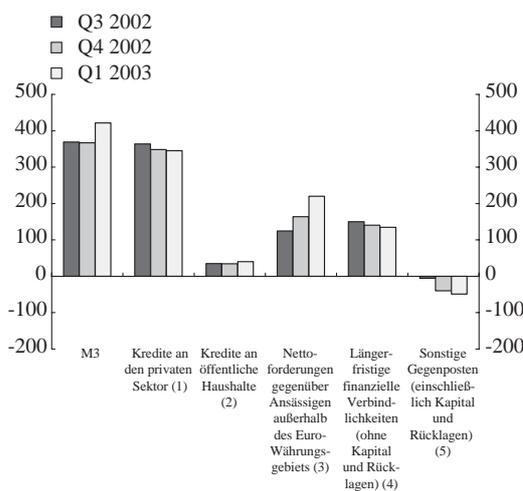
Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors verringerte sich die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im März auf 4,0 %, nachdem sie im Februar 4,3 % betragen hatte. Ausschlaggebend hierfür war ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte (von 2,4 % im Februar auf 1,9 % im März) und der Jahreswachstumsrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor (von 4,9 % auf 4,6 % im selben Zeitraum). Auch die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor sank, und zwar von 5,0 % im Februar auf 4,5 % im März. Nach einem im Vormonatsvergleich kräftigen Anstieg im Januar und Februar war die kurzfristige Dynamik der Buchkreditvergabe im März durch ein moderates Wachstum (0,1 %) gekennzeichnet. Vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschaftslage scheint die Jahreswachstumsrate der Buchkredite von MFIs an den privaten Sektor auf längere Sicht jedoch weder ungewöhnlich niedrig zu sein noch auf eine weit verbreitete Kreditbeschränkung im Euroraum insgesamt hinzudeuten.

Im vorliegenden Monatsbericht veröffentlicht die EZB erstmals die Ergebnisse der Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft (siehe Kasten 2). Diese weisen auf eine gewisse Verschärfung der Kreditrichtlinien, insbesondere bei den Buchkrediten an Unternehmen, im ersten Quartal dieses Jahres hin. Verglichen mit der Umfrage vom Januar, die sich auf das vierte Quartal 2002 bezog, berichtete im April allerdings ein geringerer Prozentsatz der Banken von einer solchen Verschärfung. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sollten die Ergebnisse mit Vorsicht interpretiert werden, da nicht genügend Erkenntnisse über das Verhältnis zwischen den Angaben aus der Umfrage und den tatsächlichen Entwicklungen im

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.

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

Kreditgeschäft und in der Wirtschaft vorliegen.

Im März erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euroraums in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 7 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis März stiegen diese Forderungen um 220 Mrd €, gegenüber einer Zunahme um 207 Mrd € in den zwölf Monaten bis Februar. Die Angaben zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets lassen den Schluss zu, dass für den deutlichen Anstieg der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Eurogebiets im Zwölfmonatszeitraum bis Februar Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen und – in geringerem Maße – eine Verbesserung der Leistungsbilanz verantwortlich waren.

Kasten 2

Erste Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet

Wie in dem Beitrag „Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet“ im letzten Monatsbericht erläutert, hat das Eurosystem eine vierteljährliche Umfrage zum Kreditgeschäft (*bank lending survey*) konzipiert, um bessere Einblicke in das Kreditvergabeverhalten der Banken im Euroraum zu gewinnen. Die Erhebung wurde erstmals im Januar 2003 durchgeführt, und die zweite Umfrage folgte im April. Dieser Kasten beschreibt die wichtigsten Ergebnisse der ersten beiden Umfragerunden. Eine ausführlichere Darstellung ist auf der Website der EZB abrufbar.

Die Umfrage umfasst 18 Fragen zur vergangenen und zur für die Zukunft erwarteten Entwicklung an den Kreditmärkten. Erstere beziehen sich auf die Entwicklung in den zurückliegenden drei Monaten, Letztere auf die kommenden drei Monate. Die Fragen sind nach den beiden Kreditarten geordnet, die im Mittelpunkt der Erhebung stehen, nämlich Unternehmenskredite und Kredite an private Haushalte. Sie richten sich an die Kreditverantwortlichen von ausgewählten Banken im Euroraum, die in der Regel der Vorstandsebene angehören oder direkt dem Vorstand unterstellt sind.

Die Umfrageergebnisse von April 2003 deuten insgesamt darauf hin, dass die Kreditrichtlinien (*credit standards*) bei den befragten Banken in den letzten drei Monaten verschärft wurden. Dies gilt vor allem für die Gewährung von Krediten (inklusive Kreditlinien) an Unternehmen und weniger für die Kreditvergabe an private Haushalte. Bei beiden Sektoren ging der Anteil der Banken, die restriktivere Kreditrichtlinien meldeten, zwischen Januar und April jedoch zurück.

Was die Unternehmenskredite angeht, zeigt die Umfrage vom April für das Euro-Währungsgebiet insgesamt, dass der prozentuale Anteil der Befragten, die über strengere Kreditrichtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten berichteten, per saldo von 65 % im Januar auf 46 % im April zurückging (siehe Tabelle A). Von der Verschärfung im April waren in erster Linie die Kredite an Großunternehmen betroffen (per saldo 51 % der Antworten, verglichen mit 67 % im Januar). Im April gaben netto 31 % der Banken an, die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen restriktiver zu handhaben, was deutlich unter dem Saldo von 59 % lag, der im Januar gemessen wurde. Eine Aufschlüsselung nach Ursprungslaufzeiten zeigt, dass die langfristigen Kredite wie bereits im Januar stärker von der jüngsten Verschärfung betroffen waren als die kurzfristigen Ausleihungen.

Aus den Umfrageergebnissen geht hervor, dass die insbesondere aufgrund der allgemeinen Wirtschaftsaussichten erhöhte Risikowahrnehmung für die Verschärfung der Kreditrichtlinien im April und Januar den Ausschlag gab. Diese Verschärfung kam vor allem in einer Margenausweitung zum Ausdruck, obwohl auch die preisunabhängigen Kreditkonditionen strenger ausfielen.

Tabelle A: Veränderung der Kreditrichtlinien (*credit standards*) für die Gewährung von Unternehmenskrediten in den letzten drei Monaten
(in %)

	Insgesamt		Kredite an kleine und mittlere Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar
Deutlich verschärft	1	4	0	6	8	12	0	2	8	16
Leicht verschärft	45	61	34	54	43	55	32	44	35	43
Weitgehend unverändert	54	35	64	39	49	32	68	53	57	41
Etwas gelockert	0	0	3	1	0	1	0	0	0	1
Deutlich gelockert	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	46	65	31	59	51	67	32	47	43	59
Anzahl der Antworten	83	76	80	77	80	76	83	77	83	79

1) Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben unter „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ (in %).

Bei der Nachfrage nach Unternehmenskrediten blieb der Nettoanteil der Banken, die in den letzten drei Monaten eine Abnahme verzeichnet hatten, im April mit 31 % gegenüber Januar unverändert (siehe Tabelle B). Bei 26 % der Banken wurde im April per saldo eine gesunkene Nachfrage nach Krediten (inklusive Kreditlinien) seitens der Großunternehmen verbucht (nach 24 % im Januar). Eine rückläufige Nachfrage nach Krediten seitens der kleinen und mittleren Unternehmen wurde im Januar netto von 29 % der Befragten und im April von 19 % der Befragten angegeben. Die insgesamt geringere Kreditnachfrage machte sich bei den längerfristigen Ausleihungen stärker bemerkbar als bei den kurzfristigen Krediten.

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	
	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar
Deutlich gesunken	0	5	2	9	7	11	0	5	1	15
Leicht gesunken	41	41	34	34	34	32	18	28	41	32
Weitgehend unverändert	48	39	47	41	45	39	67	54	29	29
Leicht gestiegen	10	12	16	12	15	17	14	11	28	22
Deutlich gestiegen	0	3	0	3	0	1	0	3	0	3
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	-31	-31	-19	-29	-26	-24	-4	-19	-14	-22
Anzahl der Antworten	82	77	81	77	80	76	83	77	83	77

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 %).

Mit Blick auf die in den nächsten drei Monaten erwartete Entwicklung der Kreditrichtlinien gaben im April per saldo nur noch 39 % der Befragten an, dass sie mit restriktiveren Kreditrichtlinien rechneten (gegenüber 46 % im Januar; siehe Tabelle C). Die Erwartung einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien betrifft kleine und mittlere Unternehmen und große Unternehmen etwa in gleichem Maße.

Die Umfrageergebnisse vom April zu den Krediten an private Haushalte zeigen, dass die Kreditrichtlinien in diesem Bereich insgesamt verschärft wurden (siehe Tabelle D). Bei der Gewährung von Wohnungsbaukrediten war jedoch im April per saldo nur noch bei 14 % der befragten Banken ein restriktiveres Vergabeverhalten zu ver-

Tabelle C: Für die nächsten drei Monate erwartete Veränderung der Kreditrichtlinien (credit standards) für die Gewährung von Unternehmenskrediten

(in %)

	Insgesamt		Kredite an kleine und mittlere Unternehmen		Kredite an große Unternehmen		Kurzfristige Kredite		Langfristige Kredite	
	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar	April	Januar
Deutliche Verschärfung	2	2	2	2	4	9	3	2	4	9
Leichte Verschärfung	36	43	35	40	33	41	26	30	37	43
Weitgehend unveränderte Entwicklung	61	54	61	55	61	48	71	67	58	47
Leichte Lockerung	0	0	3	2	2	2	0	1	2	2
Deutliche Lockerung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	39	46	35	40	36	48	29	31	39	50
Anzahl der Antworten	83	78	81	77	80	76	83	78	83	79

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

zeichnen (nach 20 % im Januar). Die Vergabe von Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte wurde im April den Angaben zufolge von netto 15 % der Befragten restriktiver gehandhabt, verglichen mit 23 % im Januar.

Tabelle D: Veränderung der Kreditrichtlinien (*credit standards*) für die Gewährung von Krediten an private Haushalte in den letzten drei Monaten

(in %)

	Wohnungs- baukredite		Konsumenten- kredite und sonstige Kredite	
	April	Januar	April	Januar
Deutlich verschärft	0	4	0	1
Leicht verschärft	19	22	17	27
Weitgehend unverändert	77	69	81	68
Etwas gelockert	5	5	2	5
Deutlich gelockert	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	14	20	15	22
Anzahl der Antworten	80	77	77	76

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

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

(in %)

	Wohnungs- baukredite		Konsumenten- kredite und sonstige Kredite	
	April	Januar	April	Januar
Deutlich gesunken	5	3	3	1
Leicht gesunken	18	16	24	31
Weitgehend unverändert	35	34	47	45
Leicht gestiegen	33	35	20	19
Deutlich gestiegen	9	13	5	5
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	19	29	-2	-8
Anzahl der Antworten	80	77	78	75

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

Bezüglich der Nachfrageseite geht aus den Umfrageergebnissen von April hervor, dass die Banken in den letzten drei Monaten eine zunehmende Nachfrage seitens der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten beobachteten. Der Nettoanteil der Banken, die hier über eine gestiegene Nachfrage berichteten, betrug im April 19 %, verglichen mit 29 % im Januar (siehe Tabelle E). Im selben Zeitraum wurde eine leicht gesunkene Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten festgestellt. Dieses Muster war auch schon bei der Januar-Umfrage festzustellen. Im April lag der Anteil der Banken, die in den vorangegangenen drei Monaten eine geringere Nachfrage nach diesen Krediten meldeten, per saldo bei 2 % (nach 8 % im Januar).

Mit Blick auf die Erwartungen für die nächsten drei Monate zeigen die Umfrageergebnisse vom April, dass die Banken insgesamt von einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien für die Vergabe von Krediten an private Haushalte ausgehen, wenngleich dies weniger Befragte angaben als noch im Januar (siehe Tabelle F). Mit per saldo 14 % ist diese Erwartung bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte etwas stärker ausgeprägt als bei den Wohnungsbaukrediten an die Privathaushalte (8 %), was mit dem im Januar beobachteten Muster vergleichbar ist (23 % bzw. 12 %).

Da die Erhebung erst zweimal durchgeführt wurde, sind die Ergebnisse mit großer Vorsicht zu interpretieren. Zunächst müssen noch mehr Umfragen folgen und weitere Erfahrungen gesammelt werden, bevor eine genaue Einschätzung der Umfrageergebnisse und die Beurteilung des Zusammenhangs zwischen diesen

Tabelle F: Für die nächsten drei Monate erwartete Veränderung der Kreditrichtlinien (*credit standards*) für die Gewährung von Krediten an private Haushalte

(in %)

	Wohnungs- baukredite		Konsumenten- kredite und sonstige Kredite	
	April	Januar	April	Januar
Deutliche Verschärfung	2	2	1	3
Leichte Verschärfung	16	14	20	21
Weitgehend unveränderte Entwicklung	71	79	73	75
Leichte Lockerung	10	4	7	1
Deutliche Lockerung	0	0	0	0
Insgesamt	100	100	100	100
Saldo (in %) ¹⁾	8	12	14	23
Anzahl der Antworten	80	77	78	75

1) Siehe Fußnote zu Tabelle A.

Ergebnissen und der tatsächlichen wirtschaftlichen und

finanziellen Entwicklung möglich ist.

Emission von Schuldverschreibungen im Februar gestiegen

Im Februar 2003 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen auf 7,1 %, nach 6,5 % im Januar (siehe Abbildung 4). Im gleichen Zeitraum stieg die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen leicht von 5,6 % auf 5,9 %. Parallel dazu beschleunigte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 3,3 Prozentpunkte auf 19,0 % im Februar. Dieser Entwicklung lag ein kräftiger Anstieg der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen des MFI-Sektors zugrunde.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen geringfügig zunahm, und zwar von 6,0 % im Januar auf 6,5 % im Februar. Das jährliche Wachstum der nicht auf Euro lautenden Schuldverschrei-

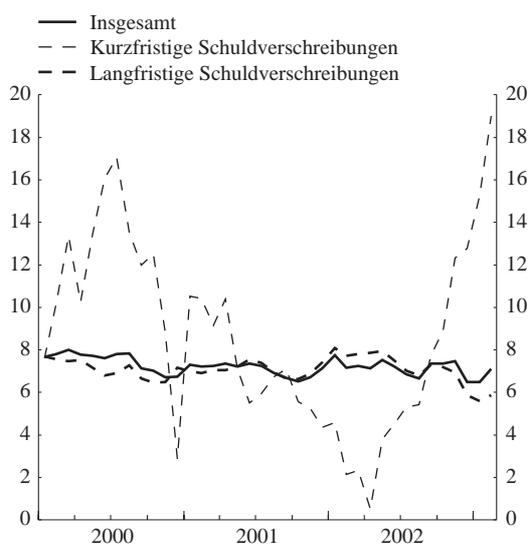
bungen von Ansässigen im Eurogebiet, die etwa 9 % des gesamten Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ausmachen, beschleunigte sich von 11,2 % im Januar auf 13,3 % im Februar.

Die Aufschlüsselung der Begebung von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen, auf die der größte Teil der umlaufenden nichtstaatlichen Emissionen entfällt, im Februar 4,8 % betrug und damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert blieb. Dies entsprach im Wesentlichen der Jahreswachstumsrate der Buchkredite von MFIs an den privaten Sektor. Die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors macht allerdings deutlich, dass ein beträchtlicher Teil der Emissionen nicht zur Nettofinanzierung des Sektors insgesamt beiträgt, da zahlreiche von MFIs begebene Papiere von anderen MFIs erworben werden. So betrug das Jahreswachstum des Umlaufs der vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im Februar 2003 auf konsolidierter Basis 1,1 %.

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.

Bei den Kapitalgesellschaften ohne MFIs, die sowohl nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften als auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften umfassen, erhöhte sich im Februar das Jahreswachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen erstmals seit August 2002 (auf 16,6 %, nach 14,9 % im Januar). Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen stieg im Februar auf 6,2 % gegenüber 4,8 % im Vormonat. Bei den Anleiheemissionen folgten den im Januar erstmalig von Telekommunikationsfirmen begebenen Unternehmensanleihen mit 30-jähriger Laufzeit im Februar weitere Emissionen in diesem Laufzeitenbereich durch Versorgungsunternehmen, wodurch sich die Sektorenzusammensetzung am ganz langen Ende der Renditenstrukturkurve der Unternehmensanleihen auszuweiten begann. Die Zunahme der Emissionen von Unternehmensanleihen lässt sich zum Teil darauf zurückführen, dass sich die Renditeabstände zwi-

schen Unternehmensanleihen und entsprechenden Staatsanleihen im Euroraum im Winter 2002/03 verringerten.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften, deren Umlauf an Schuldverschreibungen weitgehend dem der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entspricht, erhöhte sich das jährliche Wachstum in diesem Bereich von 27,3 % im Januar auf 29,2 % im Februar. Damit war nach dem im Januar 2002 einsetzenden Abwärtstrend erstmals wieder ein Anstieg zu verzeichnen. Die intensive Emissionstätigkeit im Sektor der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften spiegelt teilweise eine Verlagerung seitens der Unternehmen von direkten Anleiheemissionen hin zu indirekten Emissionen durch spezialisierte Finanzintermediäre wider. So wickelten insbesondere im Telekommunikationssektor und in der Automobilbranche tätige Unternehmen ein großes Emissionsvolumen über zum nichtmonetären Finanzsektor zählende Finanztöchter in anderen Ländern des Euroraums ab.

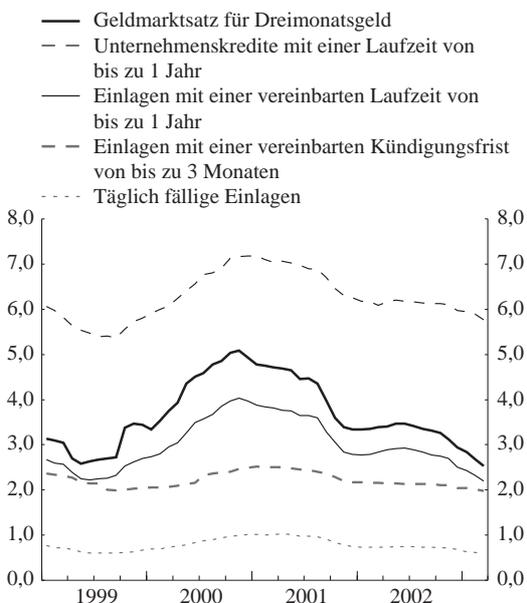
Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so stieg die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von diesem Sektor begebenen Schuldverschreibungen von 4,8 % im Januar auf 5,4 % im Februar. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich leicht von 4,0 % im Januar auf 4,3 % im Februar. Hinter dieser Entwicklung stehen unter anderem Emissionen, die ursprünglich für Januar geplant waren. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von regionalen Gebietskörperschaften und sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen stieg von 28,0 % im Januar auf 32,7 % im Februar an.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken im März weiter rückläufig

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren im März 2003 weiter rückläufig und setzten damit den Abwärtstrend fort, der im Mai 2002 eingesetzt hatte; zu dieser

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

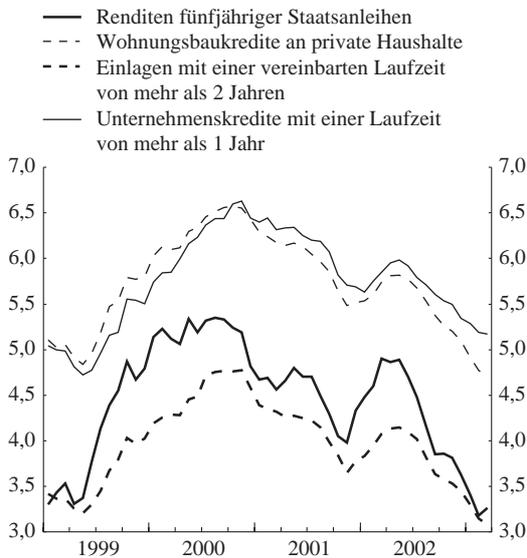
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Entwicklung trug auch die Leitzinssenkung der EZB am 6. März 2003 bei. Die Zinsen für Einlagen und Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr fielen im März um rund 13 Basispunkte gegenüber dem Vormonat. Insgesamt lagen die kurzfristigen Bankzinsen aufgrund dieses Rückgangs rund 70 bzw. 40 Basispunkte unter ihrem Niveau von Mai 2002 und erreichten damit wieder einen Stand, der zuletzt im zweiten Halbjahr 1999 verzeichnet worden war (siehe Abbildung 5).

Trotz der im März 2003 leicht gestiegenen Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im Berichtsmonat weiter und setzten damit den seit Mai vergangenen Jahres beobachteten Trend fort (siehe Abbildung 6). Die Hypothekenzinsen für private Haushalte und die langfristigen Zinsen für Unternehmenskredite lagen rund 115 bzw. 80 Basispunkte unter dem Stand von Mai 2002.

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.

Insgesamt scheint die Entwicklung der meisten Zinsen im Kundengeschäft der Banken in den letzten Monaten weitgehend mit dem in der Vergangenheit beobachteten Verlaufsmuster übereinzustimmen. Bei den Unternehmenskrediten hat sich das Zinsgefälle gegenüber den Marktsätzen jedoch im Vergleich zu früheren Ständen leicht ausgeweitet, worin sich wahrscheinlich die Einschätzung des Kreditrisikos widerspiegelt.

Im April leichter Rückgang der
Geldmarktzinsen bei den längeren
Laufzeiten

Der seit Mitte Mai 2002 beobachtete Rückgang der Geldmarktzinsen kam in der ersten Märzhälfte 2003 zum Stillstand, setzte sich jedoch im April und Anfang Mai vor allem am längeren Ende der Zinsstrukturkurve wieder leicht fort (siehe Abbildung 7). Infolgedessen wies die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-

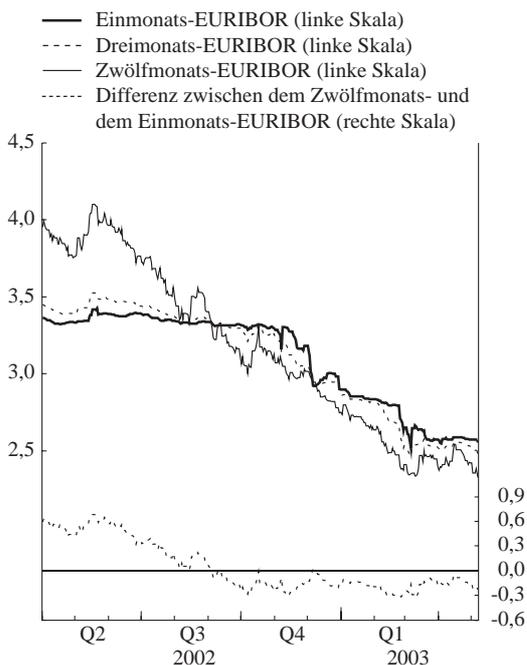
EURIBOR) Anfang Mai einen etwas negativeren Verlauf auf.

Zwischen Ende März und dem 7. Mai bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz zwischen 2,54 % und 2,66 %. Im selben Zeitraum schwankte der zweiwöchige EONIA-Swapsatz zwischen 2,50 % und 2,56 % und betrug zuletzt 2,50 %. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen sowohl der marginale als auch der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz von 2,50 % (siehe Kasten 3).

Zwischen Ende März und dem 7. Mai lag der Einmonats-EURIBOR praktisch unverändert bei 2,56 %, während der Dreimonats-EURIBOR um 4 Basispunkte auf zuletzt 2,48 % zurückging. Die Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems wurden wie üblich von der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR beeinflusst. Bei dem am 30. April abgewickelten

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

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



Quelle: Reuters.

Kasten 3

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

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

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	25.03.2003	09.04.2003	115,5	104,0	1,11	220	2,50	2,53	2,55
HRG	02.04.2003	16.04.2003	112,0	71,0	1,58	247	2,50	2,53	2,54
HRG	09.04.2003	23.04.2003	135,5	101,0	1,32	267	2,50	2,53	2,53
HRG	16.04.2003	30.04.2003	126,9	77,0	1,65	281	2,50	2,53	2,54
HRG	23.04.2003	07.05.2003	157,0	125,0	1,26	279	2,50	2,54	2,55
LRG	27.03.2003	26.06.2003	33,4	15,0	2,23	133	-	2,49	2,51

Quelle: EZB.

Die marginalen Zuteilungssätze und die gewichteten Durchschnittssätze lagen bei allen HRGs zwischen 2,53 % und 2,55 %. Während beim ersten HRG das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen recht niedrig war, normalisierte es sich bei den darauf folgenden Geschäften wieder.

Der EONIA lag in den ersten fünf Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bei 2,56 %. Aufgrund eines Ultimeffekts am Quartalsende stieg er am Montag, dem 31. März, auf 2,66 % an. Zwischen Dienstag, dem 1. April, und Mittwoch, dem 16. April, lag er vier bzw. fünf Basispunkte über dem Mindestbietungssatz von 2,50 %. Während des Osterwochenendes vom 17. bis 21. April erhöhte sich der EONIA auf 2,64 % und lag am 22. April (dem vorletzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode) bei 2,65 %. Darin kommen anscheinend eine durch die

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. März bis 23. April 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	224,5	0,2	+ 224,3
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	179,4	-	+ 179,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,2	-0,1
Sonstige Geschäfte	0,0	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	337,4	431,0	- 93,6
Banknotenumlauf	-	358,5	- 358,5
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	52,1	- 52,1
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	337,4	-	+ 337,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	20,5	- 20,5
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			130,6
(d) Mindestreserve-Soll			130,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

autonomen Faktoren verursachte und die Erwartungen übertreffende Liquiditätsabschöpfung sowie die damit zusammenhängende Marktmeinung, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode angespannt enden könnte, zum Ausdruck wie auch ein aufgrund des langen Osterwochenendes leicht gesteigener Bedarf an Mindestreserven. Allerdings stellte das am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode abgewickelte HRG genügend Reserven für ein reibungsloses Auslaufen der Erfüllungsperiode zur Verfügung, und der EONIA ging an diesem Tag auf 2,58 % zurück. So endete die Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit einer relativ entspannten Liquiditätslage und einer Nettoanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 3,9 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,65 Mrd €.

Der liquiditätsabschöpfende Nettoeffekt der autonomen, d. h. nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden, Faktoren betrug durchschnittlich 93,6 Mrd € (Posten (b) in der vorstehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 89,2 Mrd € und 102,3 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 2,8 Mrd €).

Geschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,50 % bzw. 2,51 %; sie waren damit gegenüber den Sätzen bei dem am 27. März abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft weitgehend unverändert.

Der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR gingen im Berichtszeitraum um jeweils 6 Basispunkte auf zuletzt 2,38 % bzw. 2,33 % zurück. Am 7. Mai war die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) mit -23 Basispunkten etwas steiler als Ende März.

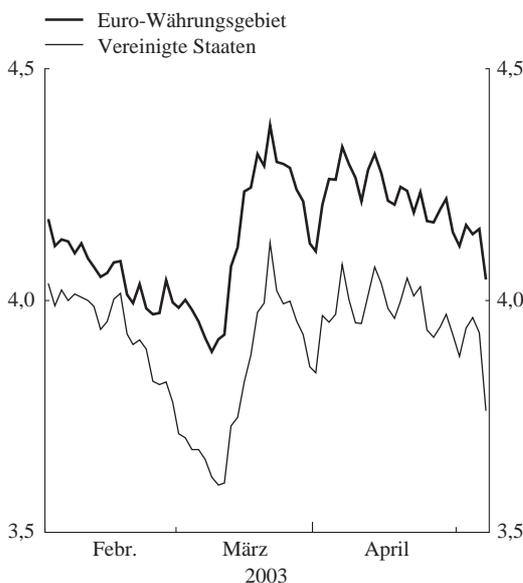
Die Erwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 bzw. Anfang 2004 zum Ausdruck kommen, sind seit Ende März leicht gesunken. Zwischen Ende März und dem 7. Mai blieben die Zinssätze, die sich in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni 2003 widerspiegeln, weitgehend unverändert, während die Sätze für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2003 sowie im März 2004 um 6 bis 16 Basispunkte fielen. Am 7. Mai lagen sie bei 2,32 %, 2,18 %, 2,17 % bzw. 2,21 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im April weitgehend stabil

Zwischen Ende März und dem 7. Mai verringerten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten um rund 10 Basispunkte

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

(in % p.a.; Tageswerte)



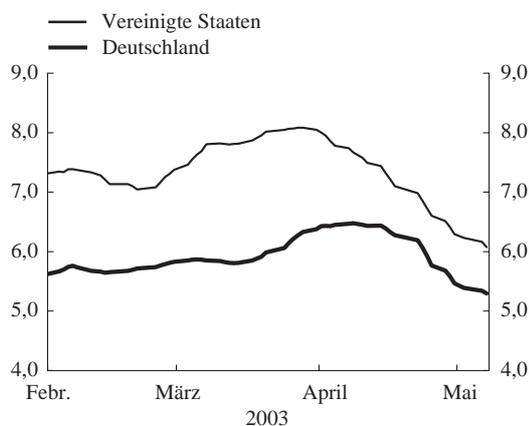
Quelle: Reuters.

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

auf zuletzt 4 % bzw. 3,8 % (siehe Abbildung 8). Infolgedessen blieb der negative Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum in diesem Zeitraum unverändert und lag am 7. Mai bei etwa -30 Basispunkten. Die Unsicherheit, gemessen an der impliziten Volatilität, die aus Optionen auf Terminkontrakte auf Staatsanleihen abgeleitet wird, ging zwischen Ende März und dem 7. Mai deutlich zurück.

In den Vereinigten Staaten ließ die Unsicherheit an den Anleihemärkten, die in der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf zehnjährige US-Schatzanleihen zum Ausdruck kommt, mit dem Ende der Militärationen im Irak deutlich nach (siehe Abbildung 9). Die Entwicklung der Anleiherenditen stand unter dem Einfluss der von den Anlegern geforderten niedrigeren Risikoprämien als Ausgleich für die Anlage in Aktien sowie der damit verbundenen Umkehr der aus Sicherheitsgründen getätigten Umschichtungen, und zwar von den Anleihemärkten zurück in die Aktienmärkte.

Abbildung 9
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen
(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)



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

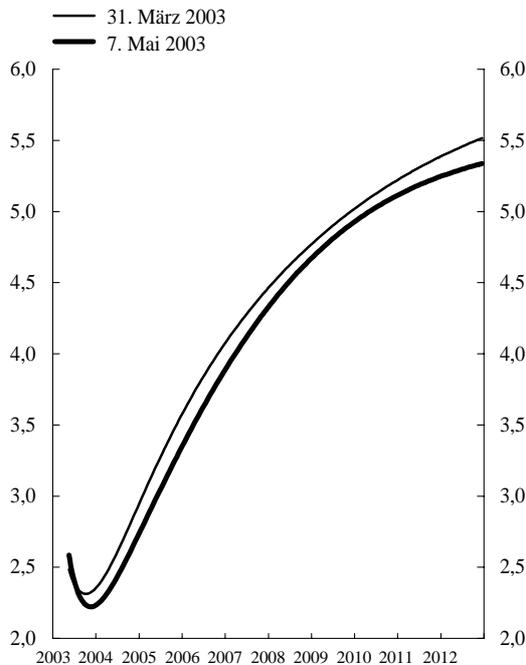
Im Gegensatz zum Rückgang bei den nominalen Renditen erhöhten sich die realen Renditen, die sich aus indexierten US-Staatsanleihen errechnen, leicht. Zwischen Ende März und dem 7. Mai stiegen die realen Renditen zehnjähriger Anleihen um etwa 5 Basispunkte und erreichten damit wieder das Niveau von Februar 2003. Mit rund 1,9 % ist dieser Stand jedoch im historischen Vergleich noch immer niedrig (siehe Kasten 4). Was die Inflationserwartungen betrifft, so fielen die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten in den Vereinigten Staaten, die sich aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und indexierten US-Staatsanleihen ergeben, zwischen Ende März und dem 7. Mai um 15 Basispunkte.

In Japan verringerten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende März und dem 7. Mai um 10 Basispunkte auf etwa 0,6 %. Diese historischen Tiefstände spiegeln die pessimistische Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen und langfristigen Aussichten für die japanische Wirtschaft mit ihrer deflationären Tendenz sowie die Kapitalabflüsse aus den krisengeschüttelten japanischen Aktienmärkten wider; am 28. April erreichte der Nikkei den tiefsten Stand seit zwanzig Jahren. Gleichzeitig war die Unsicherheit (gemessen an der aus Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige japanische Staatsanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität) extrem gering und erreichte im April den tiefsten Stand, der jemals verzeichnet wurde.

Im Euroraum entwickelten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen analog zu den entsprechenden Renditen in den Vereinigten Staaten. Die realen Renditen, die sich aus den indexierten (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) französischen Anleihen errechnen, stiegen zwischen Ende März und dem 7. Mai um rund 5 Basispunkte. Der Stand von 2,1 % am 7. Mai ist im historischen Vergleich allerdings immer noch sehr niedrig. Aufgrund der Entwicklung bei den realen und nominalen Renditen ging die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet, die sich aus der Rendite-

Abbildung 10
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

differenz zwischen nominalen und den oben erwähnten indexgebundenen französischen Anleihen im Zehnjahresbereich errechnet, im Berichtszeitraum um etwa 15 Basispunkte zurück.

Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld bewegte sich über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg leicht nach unten (siehe Abbildung 10). Das Ende der Militäraktionen im Irak führte zu einem deutlichen Rückgang der Unsicherheit an den Anleihemärkten im Eurogebiet (gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf langfristige Bundesanleihen) (siehe Abbildung 9). Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität der Terminkontrakte auf zehnjährige Bundesanleihen ging zwischen Ende März und dem 7. Mai um 1 Prozentpunkt zurück und erreichte

damit einen Stand, der fast dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre entsprach.

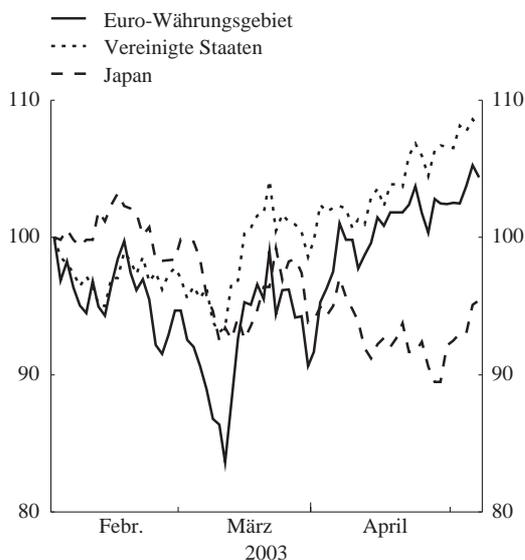
Bei den Renditeabständen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen setzte sich im April der seit dem letzten Quartal 2002 zu beobachtende rückläufige Trend fort. Zwischen Ende März und dem 7. Mai verringerten sich die Renditeabstände zwischen den von Unternehmen mit BBB-Rating begebenen Anleihen und den Staatsanleihen im Euroraum um rund 60 Basispunkte auf ein Niveau, das zuletzt im April 2000 verzeichnet worden war. Der derzeitige Renditeabstand von Unternehmensanleihen könnte auf die hohe Nachfrage von Investoren nach diesen Instrumenten zurückzuführen sein, er könnte aber auch auf eine bessere Beurteilung des Kreditrisikos durch die Anleger hindeuten.

Steigende Aktienkurse und rückläufige Volatilität im April

Zwischen Ende März und dem 7. Mai 2003 erhöhten sich der marktweite Dow-Jones-

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

(Index: 1. Februar 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.

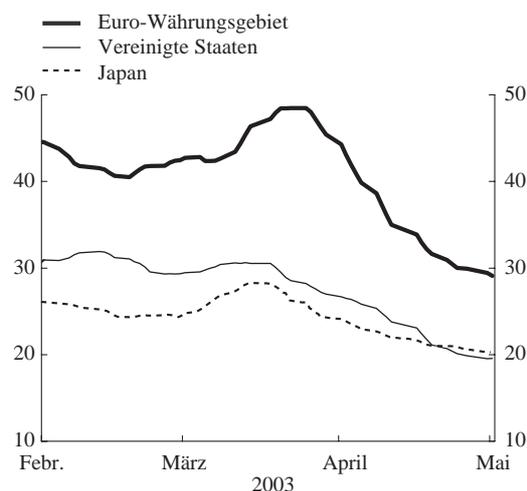
Euro-STOXX-Index und der Standard-& Poor's-500-Index um rund 15 % bzw. 10 % (siehe Abbildung 11). Darüber hinaus waren die Aktienmärkte weltweit von einem spürbaren Rückgang der Kursvolatilität geprägt, worin sich das Schwinden der Unsicherheit im Zusammenhang mit den Militäroperationen im Irak widerspiegelt. Im gleichen Zeitraum stiegen die japanischen Aktienkurse, gemessen am Nikkei 225, um ungefähr 2 %.

Mit dem Ende der militärischen Auseinandersetzungen im Irak erholten sich die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten spürbar. Die Aktienkurse profitierten von der abklingenden Unsicherheit und der damit verbundenen niedrigeren Aktienrisikoprämie sowie der Umkehr der zuvor aus Sicherheitsgründen getätigten Umschichtungen vom Anleihemarkt zurück in den Aktienmarkt. Die gesunkene Unsicherheit spiegelte sich in einem Rückgang von 8 Prozentpunkten beim gleitenden Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität (die sich aus Optionen auf den Standard-& Poor's-500-Index ableitet) zwischen Ende März und dem 7. Mai wider. Am letztgenannten Datum lag die Volatilität etwa 4 Prozentpunkte unter ihrem Zweijahresdurchschnitt (siehe Abbildung 12). Während sich die Wirtschaftsdaten im April unterschiedlich auf die Aktienmärkte auswirkten, profitierten die Aktienkurse von der Tatsache, dass die für das erste Quartal 2003 veröffentlichten Unternehmensgewinne im Durchschnitt besser als von den Marktteilnehmern erwartet ausfielen.

Wie im Euroraum und in den Vereinigten Staaten stiegen die Aktienkurse in Japan zwischen Ende März und dem 7. Mai ebenfalls an. Der Nikkei 225 erreichte allerdings im April seinen niedrigsten Stand seit mehr als 20 Jahren. Der anhaltende Pessimismus über die Konjunkturaussichten in Japan drückte die Aktienkurse ebenso wie die Tatsache, dass Pensionsfonds-Manager nach einer Reform, die es Unternehmen erlaubt, ihre betrieblichen Pensionsfonds auf staatlich verwaltete Pensionsfonds zu übertragen, Aktienpositionen auflösten. Gleichzeitig führte die Anfang Mai von der japanischen Regierung-

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

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



Quelle: Bloomberg.

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

koalition angekündigte Stützung der Aktienmärkte zu steigenden Kursen. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität ging zwischen Ende März und dem 7. Mai um rund 6 Prozentpunkte zurück und erreichte damit einen Stand, der deutlich unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag.

Im Euro-Währungsgebiet entwickelten sich die Aktienkurse im April und Anfang Mai weitgehend parallel zu den Kursen in den Vereinigten Staaten, wenngleich der Anstieg im Euroraum ausgeprägter war. Dies sollte allerdings auch vor dem Hintergrund des zuvor verzeichneten stärkeren Rückgangs der Aktienkurse im Eurogebiet insbesondere im Vorfeld der Militärationen im Irak gesehen werden. Im Einklang mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Aktienkurse im Euroraum deutlich, nachdem sich abzeichnete, wie die Militäroperationen

im Irak ausgehen würden. Darüber hinaus fiel der gleitende Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow Jones Euro STOXX 50 abgeleiteten impliziten Volatilität zwischen Ende März und dem 7. Mai um rund 19 Prozentpunkte und erreichte ein Niveau, das deutlich unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag. Gegen Ende April schwächte sich der trendmäßige Anstieg bei den Aktienkursen angesichts uneinheitlicher Informationen über die Wirtschaftslage und

den Unternehmenssektor leicht ab. Der Anstieg der Aktienkurse im Euroraum im April und Anfang Mai war breit angelegt, wobei die Indizes für den Finanz-, Technologie- und Telekommunikationssektor die größten Gewinne verzeichneten. Diese Gewinne scheinen allerdings teilweise auf eine Anpassung nach den zuvor zu beobachtenden Rückgängen in diesen Sektoren zurückzuführen zu sein, deren Indizes im März historische Tiefstände erreicht hatten.

Kasten 4

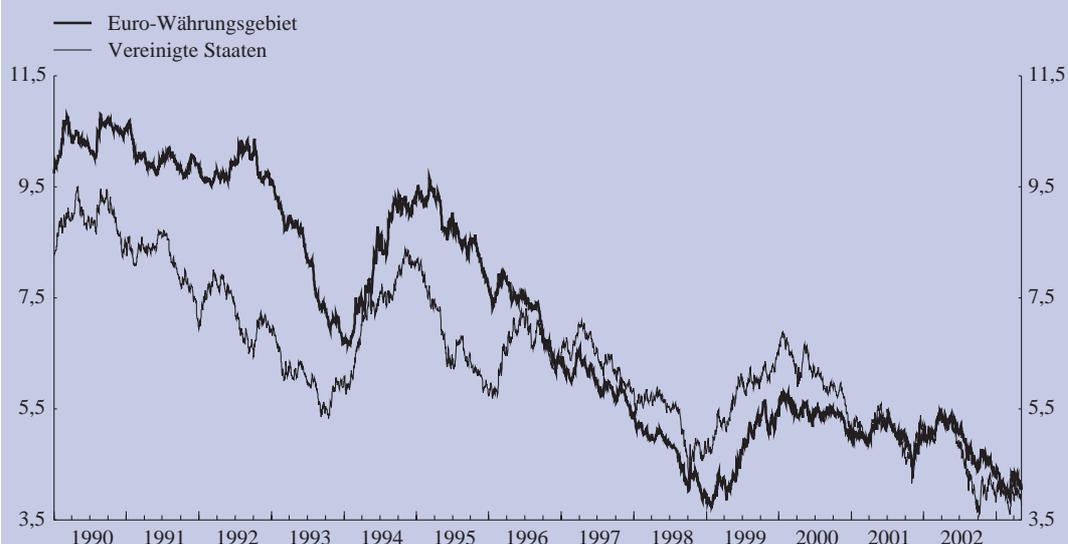
Erklärungsfaktoren für das niedrige Niveau der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

Die langfristigen Renditen von Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum fielen in den ersten Monaten des laufenden Jahres auf ein sehr niedriges Niveau (siehe Abbildung). Die Renditen zehnjähriger Anleihen erreichten Anfang März, als die Unsicherheit über einen möglichen Krieg im Irak am stärksten ausgeprägt war, in beiden Volkswirtschaften einen Tiefstand und lagen auch gegen Ende April noch bei nur etwa 4 %. Im vorliegenden Kasten sollen einige Faktoren aufgezeigt werden, die für die jüngsten Entwicklungen an den Anleihemärkten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten maßgeblich gewesen sein dürften. Dabei wird zwischen strukturellen und konjunkturellen Faktoren sowie marktdynamischen Einflussgrößen, die oft für kurzfristige Schwankungen verantwortlich sind, unterschieden.

Eine Betrachtung der Entwicklungen im vergangenen Jahrzehnt zeigt, dass die wichtigsten Faktoren für den Abwärtstrend bei den Anleiherenditen offenbar struktureller Natur waren. Die langfristigen Zinssätze ergeben sich aus den erwarteten Realzinsen, den langfristigen Inflationserwartungen und verschiedenen Prämien, unter anderem einer Risikoprämie für die Inflationsunsicherheit. Bei den strukturellen Faktoren haben die in den letz-

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.

ten zehn Jahren rückläufigen Defizit- und Schuldenquoten zu einer geringeren Nachfrage des öffentlichen Sektors an den Kapitalmärkten weltweit geführt, wodurch die langfristigen Realzinsen gesunken sind. Demographische Faktoren dürften ebenfalls zu dem im vergangenen Jahrzehnt beobachteten Rückgang der Staatsanleiherenditen beigetragen haben. Auch die Alterung der Bevölkerung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften könnte wegen der dadurch gestiegenen Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren wie etwa Staatsanleihen, die Renten- und Pensionsempfängern stabile Einkünfte bescheren, bei der Abnahme der langfristigen Realzinsen eine Rolle gespielt haben. Ein weiterer Faktor im Euro-Währungsgebiet war der allmähliche Wegfall der Wechselkursrisikoprämien zwischen den Teilnehmerländern im Vorfeld der Euro-Einführung.

Ungeachtet dieser Einflüsse auf die Realzinssätze war der Rückgang der nominalen Langfristzinsen in den vergangenen zehn Jahren im Wesentlichen auch auf die sinkenden Inflationsraten und Inflationserwartungen zurückzuführen, wozu eine stabilitätsorientierte Geldpolitik entscheidend beigetragen hat. Die Federal Reserve hat durch eine glaubwürdige Geldpolitik die Inflationsraten gering gehalten und damit die Marktteilnehmer in den Vereinigten Staaten davon überzeugt, dass die Teuerung auch in Zukunft gering und stabil bleiben wird. Analog hierzu sind die Märkte nach dem erfolgreichen Konvergenzprozess im Vorfeld der dritten Stufe der WWU zu der Überzeugung gelangt, dass auch die EZB in der Lage ist, die Inflation im Euro-Währungsgebiet gering und stabil zu halten.¹ Gleichzeitig haben die Marktteilnehmer ihr Vertrauen dadurch bekundet, dass sie wesentlich geringere Risikoprämien als Ausgleich für das Inflationsrisiko verlangen.

Neben diesen strukturellen Faktoren, die zum Großteil für den Rückgang der langfristigen Zinssätze im vergangenen Jahrzehnt verantwortlich gewesen sein dürften, scheinen in jüngster Zeit auch andere Faktoren dazu beigetragen zu haben, dass die langfristigen Zinsen auf historische Tiefstände gesunken sind. Hierzu zählen auch konjunkturelle Faktoren wie Spar- und Investitionsentscheidungen in der Wirtschaft, die eng mit der Konjunkturlage und der Einschätzung der Märkte hinsichtlich der zukünftigen Wachstumsaussichten verbunden sind. Da sich in den langfristigen Zinssätzen sowohl die aktuellen als auch die für die Zukunft erwarteten Kurzfristzinsen widerspiegeln, dürfte der jüngste Rückgang der langfristigen Anleiherenditen auch darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmer ihre Einschätzung der kurzfristigen Wachstumsaussichten in den Vereinigten Staaten wie auch im Euroraum nach unten korrigierten. Ein Beleg hierfür ist die Entwicklung an den Märkten für indexierte Anleihen; hier lagen die Realrenditen für zehnjährige Anleihen im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten Ende April 2003 mehr als 100 Basispunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre. Die Inflationserwartungen dürften hingegen nur unwesentlich zu der Verringerung der langfristigen Zinssätze in den letzten Monaten beigetragen haben.

Schließlich haben offenbar auch eine Reihe marktdynamischer Faktoren die Entwicklung an den Anleihemärkten in den vergangenen Jahren beeinflusst. Seit den Anfang des Jahres 2000 einsetzenden Kurskorrekturen an den Aktienmärkten entwickelten sich Aktienkurse und Anleiherenditen weitgehend analog. Zwar spielte hier der wachsende Pessimismus hinsichtlich der Wachstumsaussichten als konjunktureller Faktor eine gewisse Rolle, doch scheinen auch die beträchtlichen Kursrückgänge am Aktienmarkt in Verbindung mit der außergewöhnlich hohen Aktienkursvolatilität die Risikofreudigkeit der Anleger gedämpft zu haben. Dies führte insbesondere nach dem Bilanzskandal bei WorldCom im Juni 2002, als die Aktienkursvolatilität sprunghaft zunahm, dazu, dass die Anleger ihre Portfolios aus Sicherheitsgründen von Aktien hin zu weniger risikoreichen Anleihen umschichteten. Als die Ungewissheit über einen möglichen Krieg im Irak Anfang dieses Jahres weiter zunahm, kam es angesichts der großen Unsicherheit an den Aktienmärkten offenbar erneut zu Umschichtungen vom Aktien- in den Anleihemarkt. Nach dem Ende des Krieges schwand die Unsicherheit zum Teil, wobei die Marktteilnehmer hinsichtlich der Wachstumsaussichten jedoch eher vorsichtig blieben.

Insgesamt betrachtet war das niedrige Niveau der Staatsanleiherenditen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet wohl auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Während strukturelle Faktoren für den trend-

¹ Siehe den Artikel „Auf Preisstabilität ausgerichtete Politik und die Entwicklung der langfristigen Realzinsen in den neunziger Jahren“ im Monatsbericht vom November 1999.

mäßigen Rückgang in den vergangenen zehn Jahren verantwortlich gewesen sein dürften, ist der jüngste Rückgang offenbar in erster Linie auf eine Reihe konjunktureller Faktoren, wie etwa gesunkene Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen Wirtschaftswachstums, sowie auf Portfolioumschichtungen seitens der Anleger zugunsten von sichereren Anlageformen zurückzuführen. Die Portfolioumschichtungen dürften zwar bereits mit dem Beginn der Kurskorrekturen am Aktienmarkt Anfang 2000 eingesetzt haben, doch scheinen die in der zweiten Jahreshälfte 2002 und Anfang 2003 im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen beobachteten außergewöhnlichen Turbulenzen an den weltweiten Aktienmärkten diese Entwicklung verstärkt zu haben.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation Schätzungen zufolge im April 2003 rückläufig

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge ging die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet von 2,4 % im Februar auf 2,1 % im April 2003 zurück (siehe Tabelle 2). Zwar liegen keine detaillierten Angaben zu den einzelnen HVPI-Komponenten vor, aber diese Entwicklung ist wohl im Wesentlichen auf die Energiekomponente zurückzuführen, die im Zeichen des seit Mitte März beobachteten Rückgangs der Ölpreise stand. Die Jahresänderungsrate der Preise für einige Einzeldienstleistungen dürfte hingegen aufgrund einer geänderten Saisonfigur gestiegen sein (Ostern war dieses Jahr im April und nicht im März).

Im März 2003, dem letzten Monat, für den aufgeschlüsselte Angaben zum HVPI verfügbar sind, blieb die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Eurogebiet im Vergleich zum Vormonat mit 2,4 % unverändert. Die Jahressteigerungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie setzte die seit Mitte 2002 zu beobachtende Abwärtsbewegung fort und fiel im März auf 2,0 % gegenüber 2,1 % im Februar 2003.

Die im März 2003 unveränderte Jahreswachstumsrate der HVPI-Inflation insgesamt spiegelte teilweise gegenläufige Bewegungen bei den volatilen Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie wider. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise ging von 7,7 % im Februar auf 7,4 % im März 2003 zurück, und zwar durch einen günstigen Basis-

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

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

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.

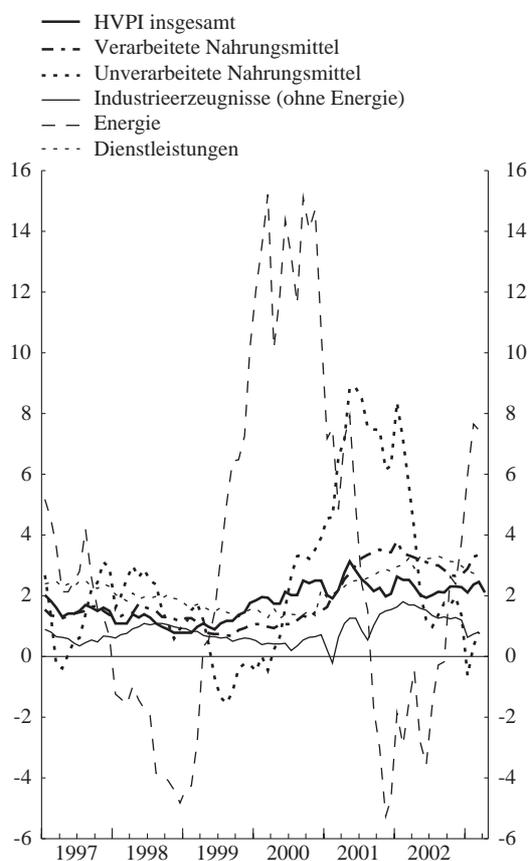
1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2003 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

effekt bedingt, der den Preisauftrieb aufgrund des bis Mitte März 2003 verzeichneten Anstiegs der Ölpreise mehr als ausgleichen konnte (siehe Abbildung 13). Zu beachten ist hierbei, dass der Rückgang der Europreise für Rohöl, der in der zweiten Märzhälfte des laufenden Jahres eintrat, sich erst ab April 2003 auf den HVPI auswirken dürfte. Im Gegensatz dazu stieg die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im März auf 0,8 %, verglichen mit 0,3 % im Vormonat.

Die Abwärtsbewegung der Jahresänderungsrate des HVPI ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel spiegelte

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.

vor allem das Nachlassen des Aufwärtsdrucks auf die Dienstleistungspreise wider, da sich die Wirkung früherer Preisschocks weiter abschwächt. Im Vorjahrsvergleich lag der Anstieg der Dienstleistungspreise bei 2,6 % und war somit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Februar; dies ist die niedrigste Änderungsrate seit August 2001. Was die anderen Komponenten betrifft, so blieb die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert bei 3,3 % und entsprach weitgehend der durchschnittlichen Steigerung im vergangenen Jahr. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie hingegen erhöhte sich leicht auf 0,8 %. Dies war hauptsächlich auf einen stärkeren Anstieg der Bekleidungspreise gegenüber dem Vormonat als im Jahr 2002 nach dem Ende des Winterschlussverkaufs zurückzuführen.

Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise im März 2003 rückläufig

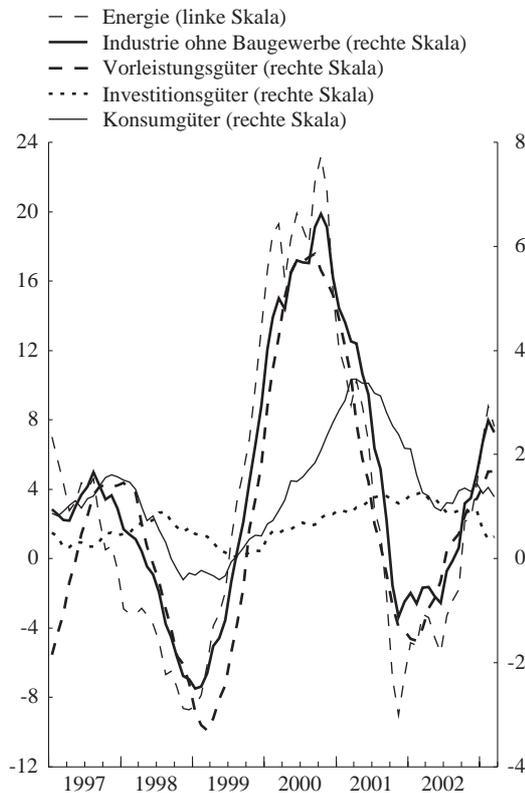
Die Jahressteigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet ging von 2,7 % im Februar auf 2,4 % im März 2003 zurück (siehe Abbildung 14). Diese Entwicklung ist im Wesentlichen einem Absinken der Jahresänderungsrate der Energiepreise – vor allem aufgrund eines günstigen Basiseffekts – zuzuschreiben. Auch im Vormonatsvergleich gaben die Energiepreise im März wegen der gegenüber Februar gesunkenen Ölpreise nach. Von dieser Komponente dürfte ein weiterer Abwärtsdruck ausgehen, da die Ölpreise seit Mitte März erneut gesunken sind. Der Anstieg der Verbraucherpreise verlangsamte sich im Vorjahrsvergleich von 1,4 % im Februar auf 1,2 % im März 2003. Dabei war der Rückgang bei den Gebrauchsgütern etwas ausgeprägter als bei den Verbrauchsgütern.

Der Umfrage zum Purchasing Managers' Index zufolge fiel der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet im April 2003 auf 56,2 Zähler, nach 59,7 im März. Dies weist auf eine niedrigere, aber immer noch positive Jahressteigerungsrate der Vorleistungspreise hin (siehe Abbildung 15). Das jüngste Nachlassen

Abbildung 14

Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



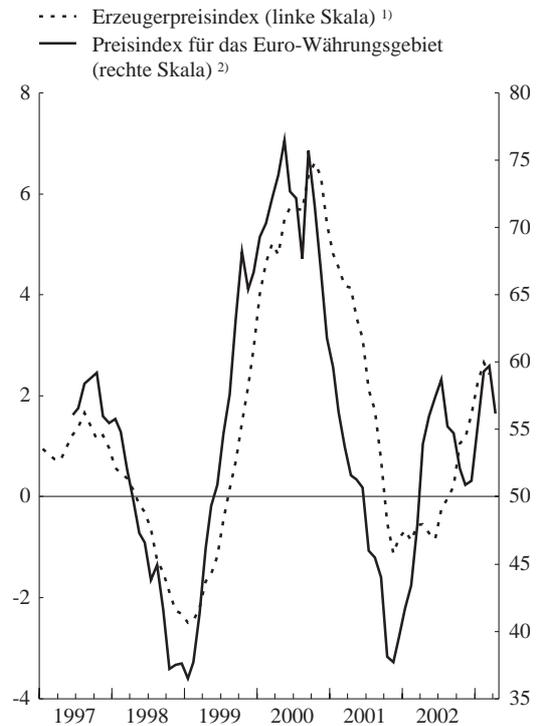
Quelle: Eurostat.

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.

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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.

2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

der in Euro gerechneten Ölpreise dürfte der Hauptgrund für diese Entwicklung sein.

Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal 2002 unverändert

Die meisten Indikatoren für das Wachstum der Arbeitskosten wiesen im Verlauf des Jahres 2002 Zeichen einer Stabilisierung auf. Mit der zweiten Veröffentlichung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das vierte Quartal 2002 wurde die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer für 2002 nach unten korrigiert. Aktuelle Schätzungen zufolge blieb die Jahres-

änderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach 3,0 % im ersten Quartal während der letzten drei Quartale des Jahres 2002 unverändert bei 2,4 % (siehe Abbildung 16). Zwar hat sich das Gesamtbild nicht grundlegend verändert, aber das Ausmaß des Rückgangs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Jahr 2002 erscheint aufgrund der Korrekturen größer. Nach der Aufwärtsbewegung der vergangenen Jahre gibt es jetzt etwas deutlichere Hinweise auf eine Stabilisierung, die allerdings noch durch weitere Angaben bestätigt werden müssen. Für 2002 insgesamt liegt die durchschnittliche Jahreswachstumsrate nun bei 2,6 % und ist somit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Jahr 2001.

Die Jahresänderungsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe bewegte sich im vierten Quartal weiterhin leicht nach oben (auf 3,6 %), nachdem sie zu Beginn des Jahres 2002 merklich gesunken war. Im Gegensatz dazu – aber stärker im Einklang mit den jüngsten vom Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ausgehenden Hinweisen – wies die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste im vierten Quartal eine leichte Abwärtsbewegung auf, wohingegen das Wachstum der Tariflöhne nach einem Rück-

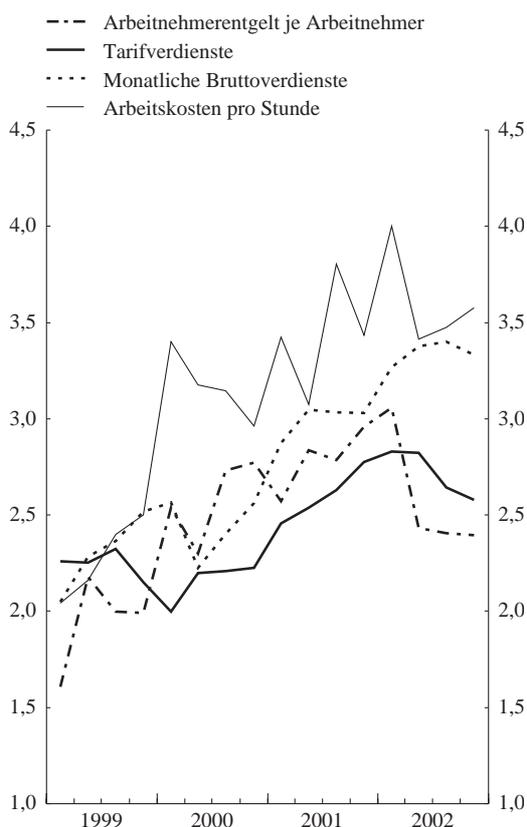
gang im dritten Quartal weitgehend unverändert blieb.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität belebte sich im vierten Quartal 2002 weiterhin. Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten ging infolgedessen im Vorjahresvergleich von 1,8 % im dritten Quartal auf 1,3 % im vierten Quartal zurück. Für das Jahr 2002 insgesamt weist das Wachstum der Lohnstückkosten nun einen Rückgang auf 2,2 % (gegenüber 2,7 % vom Vorjahr) auf, was auf die oben genannten Korrekturen der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sowie das kontinuierlich steigende Produktivitätswachstum zurückgeht.

Abbildung I 6

Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Teuerung im Euroraum dürfte sich weiter abschwächen

Was die weitere Entwicklung angeht, so deuten die derzeitigen Indikatoren nicht auf ein fortgesetzt starkes Absinken der Inflationsrate in der unmittelbaren Zukunft hin, aber eine Reihe von Faktoren dürften über die kurze Sicht hinaus zu einer weiteren Abnahme des Inflationsdrucks beitragen. Die Teuerungsrate könnte zwar durch Volatilität aufgrund der Entwicklung der Preise für Energie oder unverarbeitete Nahrungsmittel beeinflusst werden, aber sowohl die seit Anfang 2002 verzeichnete Aufwertung des Euro als auch die verhaltene Nachfrage dürften Abwärtsdruck auf die Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet ausüben. Dementsprechend wird erwartet, dass die HVPI-Inflation weiter zurückgeht und sich mittelfristig auf einem Niveau unterhalb von 2 % stabilisiert. Diese den jüngsten Prognosen entsprechende Perspektive (siehe Kasten 5 zu den Ergebnissen des Survey of Professional Forecasters vom zweiten Quartal 2003 und anderen Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors) setzt allerdings eine weiterhin gemäßigte Lohnentwicklung voraus.

Kasten 5

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

In diesem Kasten werden die verfügbaren Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors bezüglich der Inflation und des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet vorgestellt und die Ergebnisse des von der EZB in der zweiten Aprilhälfte durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das zweite Quartal 2003 zusammengefasst. Der Titel der Umfrage macht deutlich, dass es sich bei den Teilnehmern um Fachleute sowohl von Finanzinstituten als auch von nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union handelt. Da den Umfrageteilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, auf die sie ihre Prognosen stützen können, ist des Weiteren zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse höchstwahrscheinlich relativ heterogene und subjektive Sichtweisen 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 2003 und 2004

Die SPF-Teilnehmer erwarten, dass die jährliche Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr durchschnittlich 2,0 % betragen und 2004 auf 1,7 % zurückgehen wird (siehe Tabelle). Damit wurden die Inflationserwartungen für 2003 um 0,2 Prozentpunkte nach oben revidiert, was hauptsächlich auf die hohen Ölpreise zu Jahresbeginn zurückzuführen war. Die Gefahr, dass die Ölpreise im Falle eines Kriegs im Nahen Osten auf ein hohes Niveau steigen würden, war bereits von den Teilnehmern der letzten Umfrage erkannt worden. Für die Zeit nach 2003 wird aber erwartet, dass die Inflationsrate unter 2 % bleiben wird. So geht aus den aktuellen Zahlen für 2004 hervor, dass die Inflationserwartungen um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurden. Die dergestalt korrigierte Einschätzung dürfte mit einer Eintrübung der Wachstumsaussichten für 2004 (siehe den Abschnitt über die Wachstumserwartungen), der Erwartung niedrigerer Ölpreise für den Zeitraum nach der Jahresmitte 2003 sowie dem höheren Euro-Wechselkurs – alles Faktoren, die den Angaben der Befragten zufolge in die jüngste Umfrage eingeflossen sind – zusammenhängen. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, entsprechen diese Ergebnisse weitgehend den in den Aprilausgaben von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer für dieselben Zeiträume veröffentlichten Zahlen (1,9 % für 2003 und 1,6 % für 2004). Im Survey of Professional Forecasters beläuft sich die erwartete Inflationsrate für März 2004 auf 1,6 % und für März 2005 auf 1,7 %.

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 durchschnittliche Teuerungsrate nach dem HVPI für 2004. Die Angaben in dieser Abbildung bestätigen, dass sich die Risiken für die Inflationssichten gegenüber der Umfrage vom ersten Quartal 2003 nur geringfügig verändert haben. Beide Verteilungen sind um das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % herum zentriert, auf das in beiden Fällen etwa 45 % der Wahrscheinlichkeitsmasse entfallen. Berücksichtigt man die Abwärtskorrektur der Einschätzung für 2004, scheinen sich die Risiken, dass die tatsächlichen Ergebnisse unter- oder oberhalb dieses Intervalls liegen werden, im Großen und Ganzen die Waage zu halten; die Gefahr, dass die Infla-

¹ Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2003, 2004 und 2007. Außerdem werden die für die beiden „gleitenden Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen dargestellt. Diese gleitenden Zeitfenster erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Umfrage die jüngsten Daten zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Im SPF vom zweiten Quartal 2003 erstreckten sich die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI bis März 2004 und 2005, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum vierten Quartal 2003 und 2004 und für die Arbeitslosenquote bis Februar 2004 und 2005. Mithilfe der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnitten für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

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

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

Teuerung nach dem HVPI	Umfragezeitraum				
	März 2004	2003	März 2005	2004	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q2)	1,6	2,0	1,7	1,7	1,9
Vorherige Erhebung (2003 Q1)	-	1,8	-	1,8	1,9
Consensus Economics (April 2003)	-	1,9	-	1,6	1,9
Reales BIP-Wachstum	2003 Q4	2003	2004 Q4	2004	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q2)	1,3	1,0	2,3	2,1	2,4
Vorherige Erhebung (2003 Q1)	-	1,4	-	2,3	2,4
Consensus Economics (April 2003)	-	1,0	-	2,0	2,2
Arbeitslosenquote ¹⁾	Febr. 2004	2003	Febr. 2005	2004	Längerfristig ²⁾
Jüngste Erhebung (2003 Q2)	8,9	8,8	8,5	8,7	7,5
Vorherige Erhebung (2003 Q1)	-	8,5	-	8,2	7,1
Consensus Economics (April 2003)	-	8,8	-	8,7	-

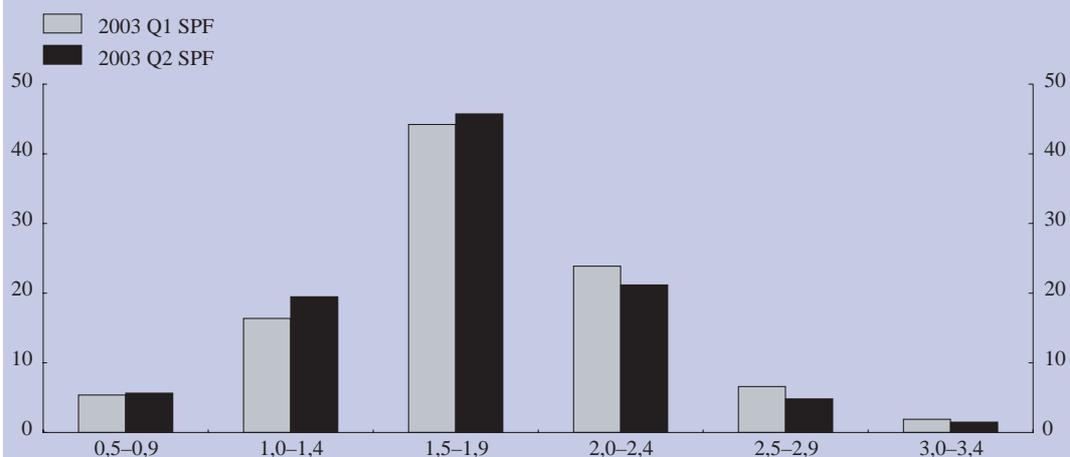
1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) In der SPF-Umfrage beziehen sich die längerfristigen Inflationserwartungen auf das Jahr 2007. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2009 bis 2013 wie in der Erhebung von Consensus Economics vom April 2003 veröffentlicht.

tionsrate im kommenden Jahr mehr als 2 % betragen wird, hat sich entsprechend verringert. Inflationsergebnisse über dem zentralen Intervall erreichten eine Wahrscheinlichkeit von 28 %, während Ergebnisse unter 1,5 % mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 26 % beziffert wurden. In der Umfrage vom ersten Quartal 2003 lagen diese Wahrscheinlichkeiten bei 32 % bzw. 23 %, was darauf hindeutet, dass die Risiken für Teuerungsraten oberhalb des zentralen Intervalls überwogen haben.

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

(in %)



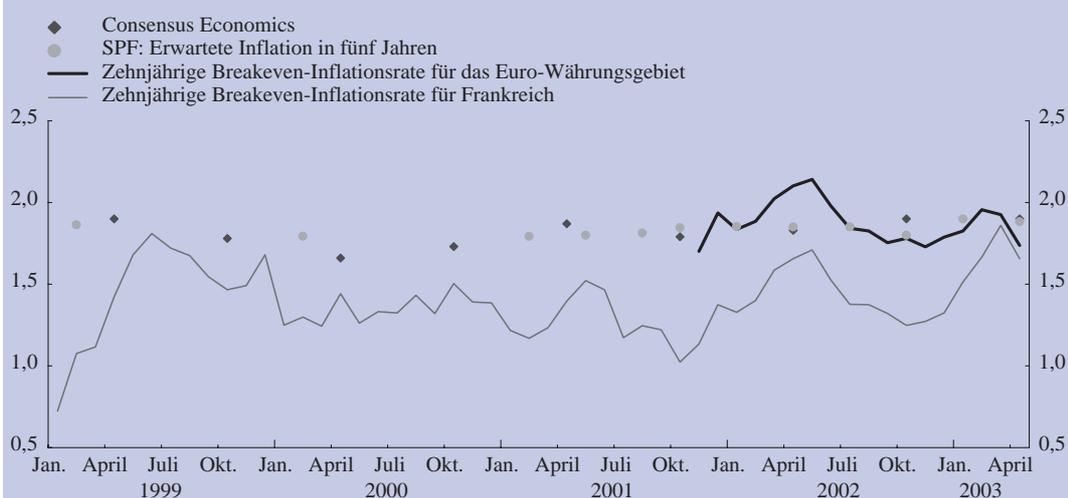
Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Nach der SPF-Umfrage vom zweiten Quartal 2003 wird – wie bereits in der vorhergehenden Umfrage – erwartet, dass die durchschnittliche Inflation im Jahr 2007 bei 1,9 % liegen wird. Dieses Niveau der längerfristigen Inflationserwartungen stimmt mit anderen verfügbaren Messgrößen für die erwartete Preisentwicklung überein. So

korrigierte das Euro Zone Barometer vom April 2003 die längerfristigen Inflationserwartungen um 0,1 Prozentpunkte nach oben und geht nun für das Jahr 2007 ebenfalls von einer durchschnittlichen Teuerungsrate von 1,9 % aus. Auch in der Aprilausgabe der Prognosen von Consensus Economics wird die Inflationsrate für das gesamte Eurogebiet im Zeitraum von 2009 bis 2013 auf 1,9 % geschätzt.² Die aus Finanzmarktpreisen gewonnenen Indikatoren für die langfristig erwartete Inflation ergeben ein ähnliches Bild. 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. In den letzten Monaten hat sich die Breakeven-Inflationsrate, die anhand der an den HVPI für das Eurogebiet gebundenen Anleihe ermittelt wird, nach den recht hohen Werten der ersten Monate des Jahres 2002 verringert und ist deutlich unterhalb der 2 %-Marke geblieben. Bei der Interpretation dieser Messgrößen ist allerdings zu berücksichtigen, dass Breakeven-Inflationsraten keine direkte Messung der Inflationserwartungen der Märkte ermöglichen, da darin verschiedene Risikoprämien, beispielsweise die Inflationsrisikoprämie oder die Liquiditätsprämie, enthalten sind.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 die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des realen BIP im Jahr 2003 auf 1,0 % und damit gegenüber der vorangegangenen Umfrage um 0,4 Prozentpunkte nach unten revidiert (siehe Tabelle). Die niedrigeren Wachstumsaussichten für 2003 dürften auf die weltweit schwache Wirtschafts- und Finanzlage zurückzuführen sein, wenngleich die mit den geopolitischen Spannungen zusammenhängende Unsicherheit nunmehr etwas nachgelassen hat. Für das Gesamtjahr 2004 wird von einem durchschnittlichen Wirtschaftswachstum von 2,1 % ausgegangen, während für das vierte Quartal 2004 mit einer höheren Wachstumsrate von 2,3 % gerechnet wird. In den Aprilausgaben 2003 von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer wird erwartet, dass die jährlichen Wachstumsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet

2 Bisher wurde die Zahl von Consensus Economics für das Eurogebiet aus den Angaben für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande abgeleitet, die rund 85 % des Gesamtergebnisses für den Euroraum ausmachen. Dies ist auch der in Abbildung B ausgewiesene Wert.

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

biet im Jahr 2003 durchschnittlich 1,0 % betragen und im Jahr 2004 auf 2,0 % steigen werden. Mit 2,4 % (SPF) und 2,3 % (Euro Zone Barometer vom April 2003) für 2007 und durchschnittlich 2,2 % (Angaben von Consensus Economics) für den Zeitraum von 2009 bis 2013 bleiben die langfristigen Wachstumsaussichten im Einklang mit den Schätzungen für das trendmäßige Potenzialwachstum im Euroraum.

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

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Reales BIP-Wachstum für das vierte Quartal 2002 leicht nach unten revidiert

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet belief sich im letzten Quartal 2002 den Schätzungen zufolge auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem die erste Schätzung von 0,2 % nach unten korrigiert worden war (siehe Tabelle 3). Diese Abwärtskorrektur ist höheren Importzahlen zuzuschreiben, die zu einem geringeren Beitrag des Außenhandels zum realen BIP-Wachstum geführt haben. Die Entwicklung der Gesamtinvestitionen im Jahr 2002 wurde ebenfalls revidiert: Die Investitionstätigkeit zu Jahresbeginn wurde nach unten und die Angaben zum zweiten Halbjahr wurden nach oben korrigiert. Für das dritte und vierte Quartal 2002 ist nun ein Investitionswachstum in Höhe von 0,2 % im Vor-

quartalsvergleich zu verzeichnen, wohingegen die vorherigen Schätzungen von weiterhin leicht rückläufigen Wachstumsraten für diesen Zeitraum ausgingen. Trotz dieser Aufwärtskorrektur blieb die Entwicklung der Investitionstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2002 jedoch verhalten, worin sich sehr wahrscheinlich die angesichts der starken geopolitischen Spannungen zunehmende Unsicherheit im Hinblick auf die allgemeinen Konjunkturaussichten sowie das Bedürfnis der Unternehmen, ihre Ertragslage und ihre Bilanzen zu verbessern, widerspiegelten. Der Beitrag der Vorratsveränderungen war im Schlussquartal 2002 leicht positiv. Die privaten Konsumausgaben stiegen um 0,4 % im Quartalsvergleich; sie wurden vom Anstieg des realen Arbeitseinkommens und den Steueranreizen für Autokäufer in Italien begünstigt. Bis Ende vergangenen Jahres wur-

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden 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.

den die Konsumausgaben offenbar nur geringfügig durch den vorangegangenen Rückgang des Verbrauchervertrauens beeinflusst.

Indikatoren der Konsumausgaben im ersten Quartal 2003 nach wie vor schwach

Von den kurzfristigen Indikatoren gehen weiterhin gemischte Signale hinsichtlich der Entwicklung der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal des laufenden Jahres aus. Einerseits wurde der kräftige Anstieg der Einzelhandelsumsätze im Januar 2003 nur teilweise durch einen leichten Rückgang im Februar aufgezehrt, was darauf hindeutet, dass sich die Konsumausgaben zu Jahresbeginn nach wie vor relativ robust entwickelten. Andererseits ging die Zahl der Pkw-Neuzulassungen im ersten Quartal des laufenden Jahres um 6 % zurück. Dieser Rückgang erfolgte trotz der weiterhin bestehenden Steuervergünstigungen in Italien, die im letz-

ten Quartal 2002 für einen deutlichen Anstieg der Zulassungen gesorgt hatten (siehe Abbildung 17).

Die Zuversicht der Verbraucher stieg im April geringfügig, was vor allem auf etwas positivere Erwartungen hinsichtlich der allgemeinen Konjunkturaussichten, aber auch im Hinblick auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und die finanzielle Lage der privaten Haushalte zurückzuführen war (siehe Tabelle 4). Die Entwicklung des Verbrauchervertrauens im April lässt somit darauf schließen, dass die Unsicherheit im Vergleich zum März offenbar etwas nachgelassen hat. Das Vertrauen ist jedoch weiterhin insgesamt gering, worin sich die Verschlechterung der Arbeitsmarktlage, die in der Vergangenheit verzeichneten Aktienkurseinbußen und die Unsicherheit infolge der geopolitischen Spannungen widerspiegeln. Die Stimmung im Einzelhandel hellte sich im April 2003 aufgrund der positiveren Erwartungen für die allgemeine Geschäftslage leicht auf.

Tabelle 4

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

(saisonbereinigte Daten)

	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2002 Nov.	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 April
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-2,8	-1,8	0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,6	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	3	1	-3	-8	-3	-5	-7	-8	-10	-8
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-1	-5	-4	-5	-3	-4	-4	-2	-3	-4	-5	-6
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	3	-2	-3	0	-4	-2	-1	0	0	0
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-11	-10	-8	-10	-7	-9	-12	-6	-11	-10
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	10	-5	-19	-15	-21	-24	-25	-24	-25	-24	-24	-27	-24
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7
Kapazitätsauslastung (%)	84,4	83,1	81,2	81,1	81,3	81,4	81,1	-	-	81,3	-	-	80,9

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

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

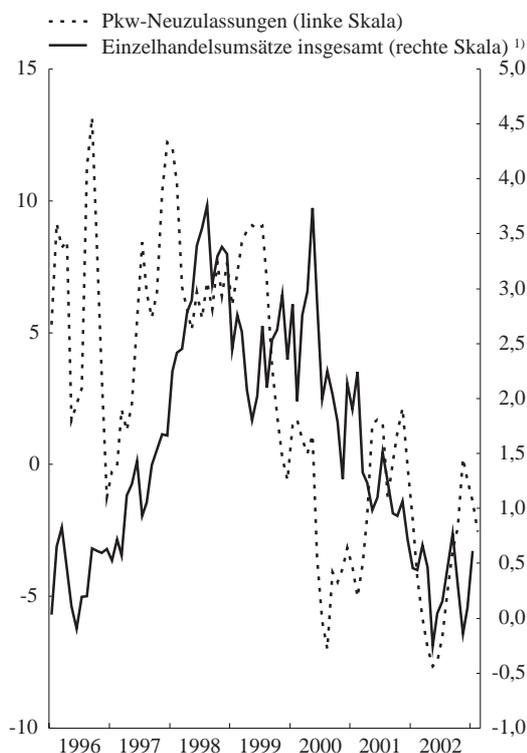
1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

Abbildung 17 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.

Industrieproduktion zu Jahresbeginn gestiegen, zugrunde liegende Trends aber weiterhin schwach ausgeprägt

Im Februar 2003 nahm die Produktion in der Industrie des Euro-Währungsgebiets (ohne Baugewerbe) gegenüber dem Vormonat zu, nachdem sie um das Jahresende 2002 einen volatilen Verlauf aufgewiesen hatte, als ein deutlicher Produktionsrückgang einem ähnlich kräftigen Anstieg im Januar vorangegangen war (siehe Tabelle 5). Die Entwicklung der Erzeugung in der Industrie um den Jahreswechsel herum wurde durch die Anzahl der Arbeitstage erheblich verzerrt, da die Produktion in den Fabriken in der Weihnachtszeit länger stillstand als sonst üblich. Die weitere Zunahme im Februar resultierte aus dem Produktionsanstieg im Investitionsgüter- und im Energiebereich. Dagegen schwächte sich der Ausstoß im Gebrauchsgütersektor ab, während er im Vorleistungsgütersektor weitgehend unverändert blieb. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt deutet bislang nichts auf eine Belebung der Industrieproduktion hin.

Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Konjunktur zu Beginn des zweiten Quartals 2003 weiterhin schwach war, wengleich die Unsicherheit nach dem Ende

Tabelle 5 Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

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

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.

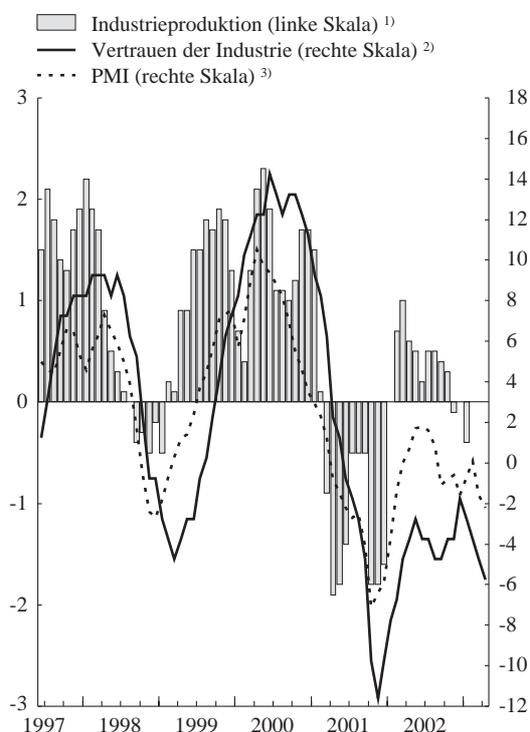
der militärischen Auseinandersetzungen im Irak etwas nachließ. Erstens sank der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im April weiter auf 47,8 Indexpunkte, nachdem bereits im März ein starker Rückgang beobachtet worden war (siehe Abbildung 18). Im April lag der Index deutlich unter der Referenzlinie von 50 Indexpunkten, dem Schwellenwert zwischen einem Konjunkturaufschwung und einem Konjunkturabschwung im verarbeitenden Gewerbe, und erreichte den niedrigsten Stand seit Januar 2002. Der Rückgang war in erster Linie auf rückläufige Produktionszahlen und Auftragseingänge zurückzuführen. Zweitens zei-

gen die Ergebnisse der Branchenumfrage der Europäischen Kommission für April eine Abnahme der Zuversicht in der Industrie aufgrund einer pessimistischeren Einschätzung der Auftragslage und Vorräte (siehe Tabelle 4). Dagegen stabilisierten sich die Produktionserwartungen im April, nachdem sie sich im März deutlich verschlechtert hatten.

Der Vertrauensindikator für das Baugewerbe blieb im April im zweiten Monat in Folge unverändert (siehe Tabelle 4). Insgesamt ist die Zuversicht im Baugewerbe in den letzten Monaten leicht gestiegen. Verbunden mit Hinweisen auf eine bis Februar gestiegene Produktion scheint sich die Lage im Baugewerbe in letzter Zeit etwas entspannt zu haben, nachdem im vergangenen Jahr durchweg Produktionsrückgänge verzeichnet worden waren.

Hauptverantwortlich für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Schlussquartal 2002 war die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor. Die Wertschöpfung in diesem Sektor insgesamt erhöhte sich um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, während bei den marktbestimmten Dienstleistungen ein etwas langsamerer Anstieg von 0,4 % verzeichnet wurde. Im Hinblick auf die erste Hälfte des laufenden Jahres lassen die Umfragedaten für den Zeitraum bis April darauf schließen, dass sich das Wachstum der Wertschöpfung bei den marktbestimmten Dienstleistungen im ersten Quartal verlangsamte und zu Beginn des zweiten Vierteljahres schwach blieb. Die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission für den Dienstleistungssektor deuten auf einen leichten Vertrauensverlust im ersten Quartal 2003 hin, der vor allem dem im März beobachteten Vertrauensrückgang zuzuschreiben ist, welcher sich im April wieder umkehrte. Im April verharrte der Vertrauensindikator jedoch auf einem niedrigen Stand, der mit den Werten vergleichbar ist, die nach den Terroranschlägen von September 2001 gemessen worden waren. Der PMI-Teilindex für den Dienstleistungssektor lag im April unverändert bei 47,7 Punkten, nachdem er vier Monate in Folge rückläufig gewesen war. Diese Entwicklungen signalisieren, dass sich die

Abbildung 18
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 6**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

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

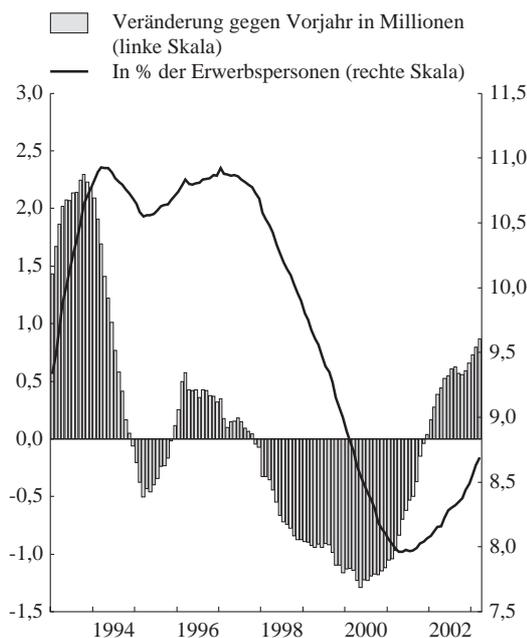
*Quelle: Eurostat.**Anmerkungen: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,4 % der Arbeitslosen insgesamt.*

konjunkturelle Entwicklung in den ersten Monaten des laufenden Jahres verlangsamt hat.

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2003 deutlich gestiegen

Den Angaben zur Arbeitslosigkeit zufolge hat sich die Lage am Arbeitsmarkt im ersten Quartal dieses Jahres erheblich verschlechtert. Die standardisierte Arbeitslosenquote

für das Euro-Währungsgebiet stieg im März 2003 auf 8,7 % gegenüber 8,6 % im Februar (siehe Tabelle 6). Für den Zeitraum von November 2002 bis Februar 2003 wurde die Quote leicht nach unten korrigiert. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich im März um 86 000, nachdem sie im Januar und Februar um jeweils rund 110 000 gestiegen war. Mit über 300 000 Arbeitslosen mehr wurde im ersten Quartal dieses Jahres die stärkste vierteljährliche Zunahme seit Ende 1993 verzeichnet. Im Vorjahrsvergleich nahm die Zahl der Arbeitslosen im ersten Quartal 2003 um 800 000 zu (siehe Abbildung 19).

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 vierten Quartal 2002 geringfügig gestiegen

Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge erhöhte sich die Gesamtbeschäftigung im Schlussquartal 2002 um 0,1 %, verglichen mit einem Nullwachstum im dritten Quartal (siehe Tabelle 7). Die tatsächliche Zunahme im Berichtszeitraum war jedoch nur marginal, da sie aus Rundungseffekten resultierte. In den meisten Wirtschaftssektoren blieb der Beschäftigungszuwachs schwach. In der Industrie sank die Beschäftigung im vierten Quartal 2002 ähnlich wie in den vorangegangenen Quartalen um 0,4 %. Im Baugewerbe ging sie ebenfalls weiter zurück, wenn auch nicht so stark wie im Vierteljahr davor. Im Dienstleistungssektor hingegen entwickelte sich die Beschäftigung robuster und nahm im Quartalsvergleich um 0,3 % zu, nachdem sie im dritten Quartal 2002 nicht ganz so stark angestiegen war. Damit hat sich die Kluft zwischen der

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

	2000	2001	2002	2001	2002	2002	2002	2002	2001	2002	2002	2002	2002
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	2,1	1,4	0,4	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-1,6	-0,6	-2,0	-1,3	-2,0	-1,9	-1,8	-2,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8
Industrie	0,9	0,3	-1,2	-0,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Ohne Baugewerbe	0,6	0,3	-1,2	-0,5	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
Baugewerbe	1,8	0,4	-1,1	-0,4	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2
Dienstleistungen	2,9	1,9	1,2	1,5	1,6	1,3	1,1	1,0	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Handel und Verkehr ³⁾	3,1	1,6	0,7	1,2	1,5	0,9	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,0	0,2
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,7	3,8	1,9	2,9	2,2	2,0	1,7	1,6	0,6	0,2	0,6	0,3	0,5
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,6	1,3	1,4	1,1	1,3	1,4	1,5	1,4	0,4	0,4	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.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**2) Umfasst auch Forstwirtschaft.**3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.**4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.**5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.*

Beschäftigungsentwicklung im Dienstleistungssektor und den übrigen Wirtschaftssektoren weiter vergrößert.

Die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe für das erste Vierteljahr 2003 sind gegenüber dem Schlussquartal des Vorjahres zwar leicht gestiegen, lassen jedoch nach wie vor auf ein rückläufiges Beschäftigungswachstum im ersten Quartal des laufenden Jahres schließen. Darüber hinaus lag der PMI-Teilindex für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal bei durchschnittlich 46 Indexpunkten und damit deutlich unter der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Der PMI-Teilindex für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor wies im ersten Quartal 2003 verglichen mit dem Schlussquartal 2002 eine leichte Verschlechterung auf. Die Branchenbefragungen im April deuten auf eine Stabilisierung der Beschäftigungssituation im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor hin.

Allmähliche Erholung des realen BIP-Wachstums weiterhin wahrscheinlich

Das Ende der militärischen Auseinandersetzungen im Irak hat die sowohl in der Weltwirtschaft als auch im Euro-Währungsgebiet vorherrschende geopolitische Unsicherheit zum Teil schwinden lassen. Die geringere Unsicherheit zeigte sich in der jüngsten Entwicklung der Ölpreise und an den Finanzmärkten. Was das Vertrauen betrifft, so haben sich die eher in die Zukunft gerichteten Umfragekomponenten, die von der geopolitischen Unsicherheit am stärksten betroffen waren, im April leicht verbessert. Den Branchenbefragungen bis April zufolge scheint das zu Beginn des zweiten Quartals allgemein vorherrschende Klima einem konjunkturellen Aufschwung auf kurze Sicht jedoch noch nicht sonderlich förderlich zu sein. Über die kurze Frist hinaus bleiben wir bei unserer Grundannahme, dass im weiteren Jahresverlauf 2003 – in Verbindung mit der erwarteten Erholung der weltwirtschaftlichen Nachfrage, einer voraussichtlich rückläufigen Inflation mit positiven Auswirkungen auf das verfügbare Realinkommen und dem niedrigen Zinsniveau –

eine allmähliche Erholung des realen BIP-Wachstums einsetzt, die im Jahr 2004 an Schwung gewinnen wird. Das jüngste Nachlassen der durch die geopolitischen Spannungen bedingten Unsicherheit dürfte ebenfalls zu einer konjunkturellen Belebung beitragen.

Gleichwohl bestehen nach wie vor Abwärtsrisiken. Diese resultieren zum einen daraus, dass die makroökonomischen Ungleichgewichte außerhalb des Euroraums in der

Vergangenheit zugenommen haben, und zum anderen aus der jüngsten Besorgnis im Zusammenhang mit dem SARS-Virus. Darüber hinaus besteht auch eine gewisse Unsicherheit über das Ausmaß der zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität noch erforderlichen Anpassungsmaßnahmen im Unternehmenssektor des Eurogebiets, die sich auf das Beschäftigungswachstum und somit auf die privaten Konsumausgaben auswirken könnten.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Kursanstieg des Euro im April

Nach einer Phase relativ starker Schwankungen im März und Anfang April, die vor allem auf das Kriegsgeschehen im Irak zurückgingen, richtete sich das Interesse der Devisenmärkte im April und Anfang Mai wieder stärker auf makroökonomische Faktoren wie etwa das Zwillingsdefizit in den Vereinigten Staaten und die schwache Konjunktur in Japan. Vor diesem Hintergrund und nach einem kurzen Schwächeanfall in der ersten Aprilwoche stieg der nominale effektive Wechselkurs des Euro kräftig an und kehrte ungefähr auf seinen Durchschnittsstand im ersten Quartal 1999 zurück.

Anfang April verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst an Boden, bevor er in den folgenden Wochen wieder anzog (siehe Abbildung 20). Der Grund für die anfängliche Euroabschwächung war anscheinend die nachlassende Ungewissheit nach dem Ende der Militäroperationen im Irak. Im Verlauf des April und Anfang Mai gerieten gesamtwirtschaftliche Faktoren wie beispielsweise das anhaltende US-Leistungsbilanzdefizit wieder stärker in den Blick der Marktteilnehmer. Dies dürfte zusammen mit den zuletzt für die Vereinigten Staaten veröffentlichten gemischten Konjunkturdaten, die auf eine Konjunkturflaute im verarbeitenden Gewerbe und eine schwache Entwicklung an den Arbeitsmärkten, aber auch auf einen unge-

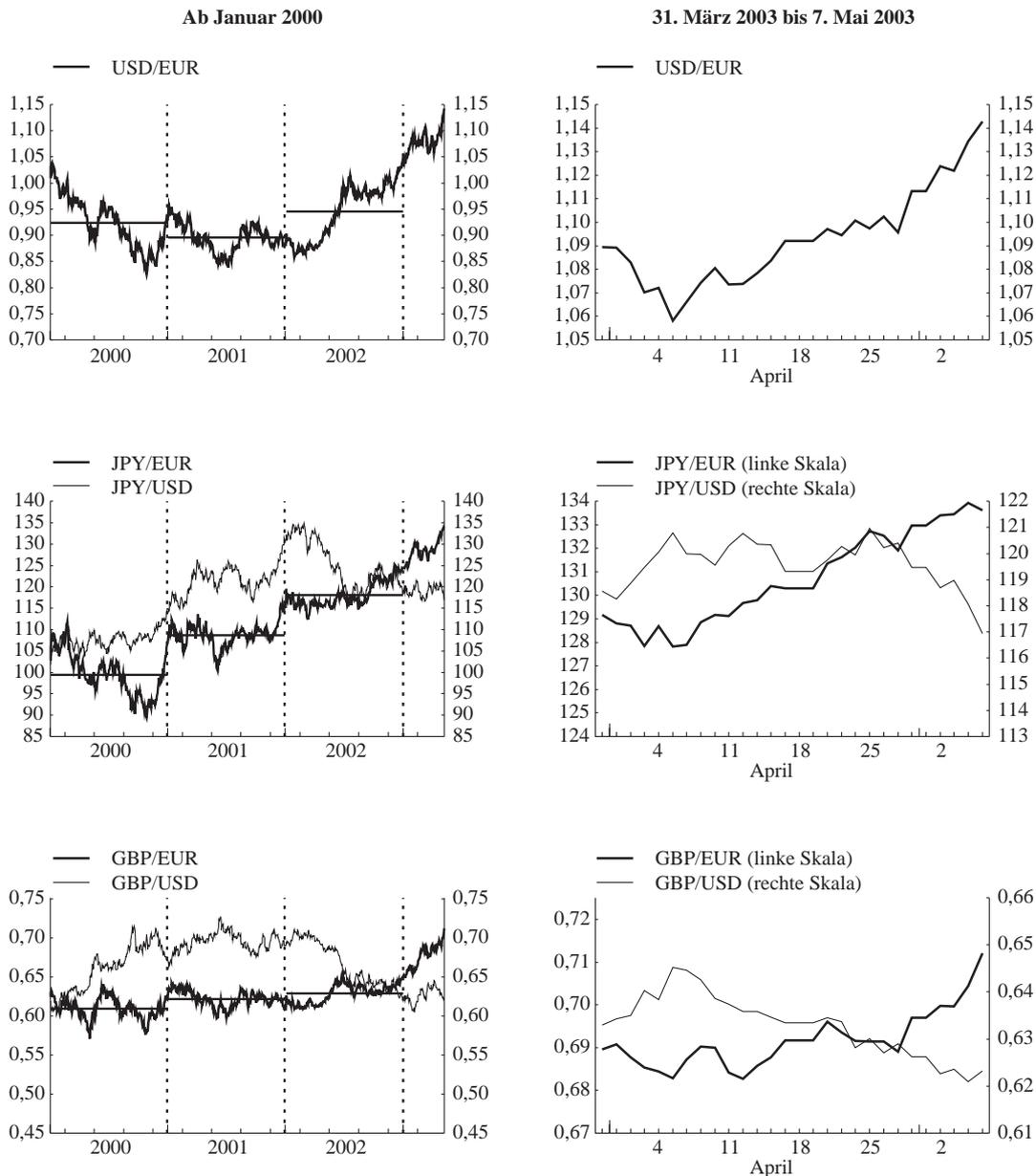
brochen robusten privaten Konsum hindeuteten, eine leichte Unterstützung für den Euro bedeuten haben, obgleich die Konjunkturdaten im Eurogebiet ebenfalls ein uneinheitliches Bild boten. Am 7. Mai notierte der Euro bei 1,14 USD, d. h. 4,9 % über seinem Stand von Ende März 2003 und 20,8 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002 (siehe Kasten 6 „Verwendung von auf Währungsoptionen basierenden Indikatoren zur Einschätzung der Stimmung an den Devisenmärkten“).

Im April verlor der japanische Yen gegenüber dem Euro stetig an Wert, während er sich gegenüber dem US-Dollar abgesehen von einem Kursrückgang in der ersten Aprilwoche robuster zeigte. Die relative Stabilität der japanischen Währung im Verhältnis zum US-Dollar dürfte teilweise auf die von den Marktteilnehmern gehegten Erwartungen zurückzuführen sein, dass die japanischen Behörden die Devisenmarktinterventionen wieder aufnehmen könnten, um einen Kursanstieg des Yen zu verhindern. Die Abschwächung des Yen gegenüber dem Euro könnte zudem die recht pessimistische Markteinschätzung der Konjunkturaussichten in Japan angesichts des nach wie vor schleppenden weltwirtschaftlichen Wachstums widerspiegeln (siehe Abbildung 20). Am 7. Mai 2003 lag der Eurokurs bei 133,6 JPY und damit 3,4 % höher als Ende März bzw. 13,2 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

Abbildung 20

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

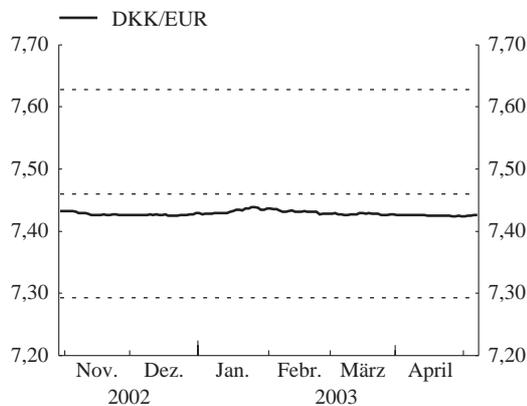
Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar. Die horizontalen Linien geben Jahresdurchschnittswerte an.

Der Euro legte auch gegenüber dem Pfund Sterling zu. Ausschlaggebend hierfür war, dass die im Vereinigten Königreich veröffentlichten Konjunkturdaten offenbar das langsamere Wachstumstempo, insbesondere im Dienstleistungssektor, bestätigten. Am 7. Mai wurde der Euro mit 0,71 GBP gehandelt, also 3,3 % höher als Ende März und 13,2 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so pendelte die dänische Krone weiterhin in einem engen Band knapp unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 21). Der Euro wertete gegenüber der schwedischen Krone um 1,6 % ab, während er gegenüber dem Schweizer Franken um 2,5 % stieg. Insgesamt gab die Schweizer Währung seit dem Beginn der militärischen Auseinander-

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.

setzungen im Irak recht deutlich gegenüber dem Euro nach und musste somit ihre vorausgegangenen Kursgewinne im Zusammenhang mit den seit Ende letzten Jahres angefallenen Kapitalzuströmen, die einen „sicheren Hafen“ suchten, zum Teil wieder abgeben.

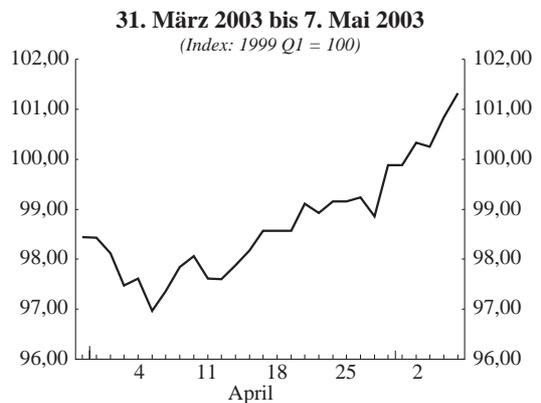
Angesichts der geschilderten Entwicklungen übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – auf der Basis der Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 7. Mai 2003 sein Niveau von Ende März um 2,9 % und seinen durchschnittlichen Wert vom Vorjahr um 13 % (siehe Abbildung 22). Hierfür waren insbesondere die Kursgewinne des Euro gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling, dem japanischen Yen und – in geringerem Maße – dem Schweizer Franken verantwortlich, die durch die Kursverluste gegenüber der schwedischen Krone nur geringfügig kompensiert wurden.

Leichter Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses im Februar 2003

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Februar 2003 einen Überschuss in Höhe von 3,2 Mrd € aus, verglichen

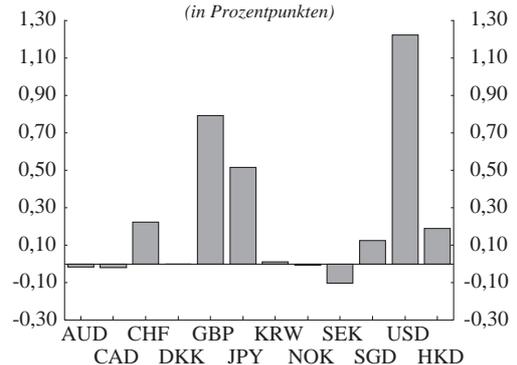
Abbildung 22 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾

(in Prozentpunkten)



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.

mit 4,7 Mrd € im Februar 2002. Der geringere Überschuss ergab sich aus einem Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 3 Mrd € sowie aus einem leichten Rückgang des Warenhandelsüberschusses, wodurch die niedrigeren Defizite sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den laufenden Übertragungen mehr als ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 8). In saisonbereinigter Rechnung zeigten die monatlichen Angaben eine ähnliche Entwicklung, und zwar schloss die Leistungsbilanz im Februar 2003 mit einem Überschuss von 1,9 Mrd € ab (nach 2,2 Mrd € im Monat zuvor).

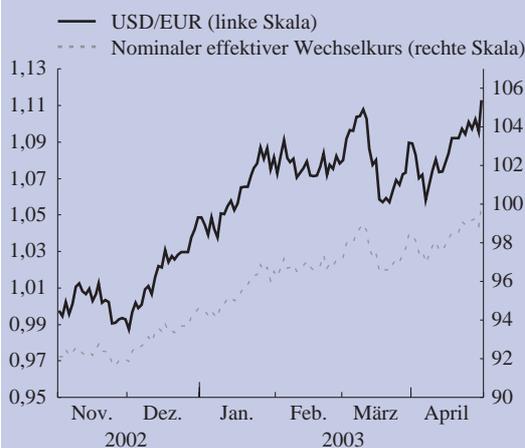
Kasten 6

Verwendung von auf Währungsoptionen basierenden Indikatoren zur Einschätzung der Stimmung an den Devisenmärkten

Seit dem zweiten Quartal 2002 hat der Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert gewonnen. Nach einer Zeit relativer Stabilität in den Sommermonaten 2002 zog der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder an und legte zwischen dem 1. November 2002 und dem 30. April 2003 um 11,6 % zu (siehe Abbildung A).¹ Seit Ende Februar 2003 weist das Währungspaar jedoch recht beträchtliche Schwankungen auf. Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Markterwartungen und der Stimmung am Markt in den letzten sechs Monaten anhand von Daten untersucht, die aus den Preisen von Währungsoptionen unter besonderer Betrachtung des USD/EUR-Wechselkurses abgeleitet wurden.

Abbildung A: USD/EUR-Wechselkurs und effektiver Euro-Wechselkurs

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Mithilfe von Angaben zu den Preisen von Währungsoptionen können die verschiedensten Indikatoren künftiger Wechselkursbewegungen geschätzt werden. Zum einen ist es möglich, die erwartete künftige Volatilität des zugrunde liegenden Währungspaares zu ermitteln, die ein Maß für die Ungewissheit darstellt, die der Markt der künftigen Wechselkursentwicklung beizumisst. Zum anderen kann aus auf Optionen basierenden Daten abgeleitet werden, ob die Unsicherheit vom Markt als symmetrisch oder als weitgehend in eine bestimmte Richtung gehend betrachtet wurde. Schließlich kann mit umfangreichen Interpolations- und Extrapolationsverfahren eine Messgröße für die vom Markt wahrgenommene gesamte Wahrscheinlichkeitsverteilung bezüglich des zukünftigen Wechselkurses gewonnen werden. Die EZB verwendet Indikatoren, die sich auf Währungsoptionen stützen, häufig zur Beobachtung und Analyse von Entwicklungen an den Devisenmärkten.

Die Eigenschaften des Black-Scholes-Optionspreismodells können genutzt werden, um aus den Preisen von europäischen Optionen wertvolle Informationen zu gewinnen.² Da alle Komponenten der Black-Scholes-Preisformel – außer der erwarteten Volatilität des Basiswechselkurses – anhand der Preisnotierungen der Optionen direkt beobachtbar sind, kann die vom Markt geschätzte künftige Volatilität einfach durch Inversion der Black-Scholes-Formel ermittelt werden. Die aus den Optionspreisen abgeleitete Volatilität wird als „implizite Volatilität“ bezeichnet. Sie ist ein Maß für den Grad der Unsicherheit, die am Optionsmarkt künftigen Wechselkursbewegungen in eine beliebige Richtung während der Laufzeit der Option beigemessen wird. Ein „Risk Reversal“ wiederum ist eine Optionsstrategie, die aus einem gleichzeitigen Erwerb einer Kaufoption und einer Veräußerung einer Verkaufsoption mit ähnlichen Eigenschaften³ besteht: Sie wird gewöhnlich als die Differenz zwischen den impliziten Volatilitäten der beiden Optionen angegeben. Anhand des Risk Reversal kann man erkennen, wie hoch der Markt das Risiko einer starken Aufwertung bzw. Abwertung des Wechselkurses einschätzt. Ein hoher posi-

¹ Die Aufwertung der gemeinsamen Währung war breit fundiert, wie der Anstieg des Index des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro um 8,5 % in diesem Zeitraum belegt.

² Nach der Black-Scholes-Formel werden europäische Währungsoptionen durch den aktuellen Kassawechselkurs, die Zinssätze im In- und Ausland, den Preis und das Verfalldatum des Optionskontrakts sowie die Volatilität des Basiswechselkurses während der Laufzeit des Optionskontrakts bestimmt. Eine europäische Option kann nicht vor Fälligkeit ausgeübt werden, wogegen amerikanische Optionen in der Zeit vom Kauf bis zum Verfalldatum jederzeit ausgeübt werden können.

³ Bei einer europäischen Verkaufsoption erwirbt ein Kapitalanleger das Recht, aber nicht die Pflicht, die Währung zu einem bestimmten Wechselkurs am Verfalltag des Kontrakts zu verkaufen. Entsprechend beinhaltet eine europäische Kaufoption das Recht, aber keine Verpflichtung, eine Währung zu einem bestimmten Kurs zu kaufen.

tiver Wert eines Risk Reversal bei USD/EUR-Optionen bedeutet, dass einer starken Aufwertung des Euro höhere Wahrscheinlichkeiten beigemessen werden, während ein hoher negativer Wert anzeigt, dass die Erwartungen eher auf eine starke Euro-Abwertung gerichtet sind.

Abbildung B zeigt die Entwicklungen von impliziter Volatilität und Risk Reversals, die aus Optionskontrakten mit einmonatiger Laufzeit auf den USD/EUR-Wechselkurs abgeleitet werden. Die implizite Volatilität ist im gesamten Verlauf des Monats November 2002 zurückgegangen und erreichte Anfang Dezember einen Tiefpunkt. Im restlichen Monatsverlauf stieg sie mit der zunehmend kräftigeren Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar recht deutlich an. Der sprunghafte Anstieg der impliziten Volatilität fiel mit einer Veränderung der Risk Reversals zusammen, die sich von einem nahezu neutralen (Null-)Wert hin zu einem Bereich bewegten, der darauf hindeutet, dass mit einer bevorstehenden Euro-Aufwertung gerechnet wird. Der Optionsmarkt ging also offenbar mit der sich beschleunigenden Aufwertung des Euro dazu über, einem bevorstehenden weiteren Kursanstieg des Euro eine höhere Wahrscheinlichkeit zuzuordnen.

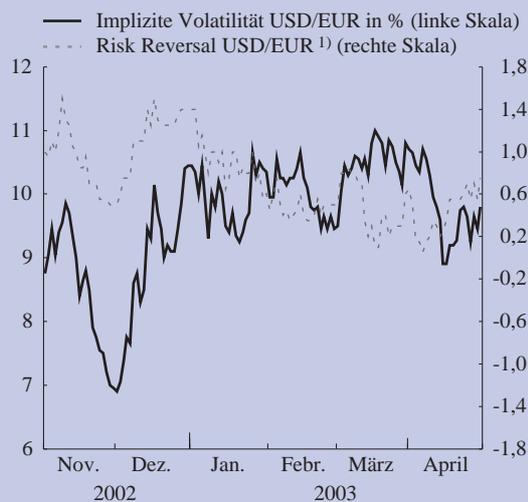
In den ersten vier Monaten des laufenden Jahres pendelte die implizite Volatilität um eine höhere Marke, sank dann aber in der zweiten Aprilhälfte deutlich. Diese Entwicklungen standen in engem Zusammenhang mit dem Krieg im Irak und wurden von relativ starken Wechselkurschwankungen und allmählichen gegen null zurückgehenden Risk Reversals begleitet. Zusammengekommen deuten solche Bewegungen darauf hin, dass der Optionsmarkt zwar weiterhin mit der Möglichkeit bevorstehender starker Ausschläge des USD/EUR-Wechselkurses rechnete, bis Anfang April aber durchweg eine geringere Wahrscheinlichkeit sah, dass damit eine Euro-Aufwertung einhergehen würde. Bezeichnend für die kurzfristigen Auswirkungen der geopolitischen Spannungen in diesem Zeitraum war die zeitweilige Abwertung des Euro in der Woche nach dem 13. März 2003, als die US-Regierung den Beginn der Militäroperationen im Irak ankündigte. Gleichzeitig kam es zu einem sprunghaften Anstieg der impliziten Volatilität und einige Tage später zu einem ausgeprägteren Rückgang der Risk Reversals (siehe Abbildung A und B).

Die von Optionspreisen abgeleiteten Informationen können noch durch eine Schätzung der gesamten Wahrscheinlichkeitsverteilung für den Wechselkurs ergänzt werden. So kann aus den Angaben zu den impliziten Volatilitäten, Risk Reversals und Strangles (eine weitere Optionsstrategie, die im gleichzeitigen Erwerb einer Verkaufsoption und einer Kaufoption mit ähnlichen Merkmalen besteht) eine Messgröße für die implizite risikoneutrale Dichte (RND) gewonnen werden. Die implizite RND zeigt, wie der Markt die Wahrscheinlichkeitsverteilung des Basiswechselkurses zu einem künftigen Termin, nämlich dem Verfalltag der Option, einschätzen würde, wenn die Marktteilnehmer risikoneutral wären.⁴ Trotz der gebotenen Vorsicht hinsichtlich der Annahme über die Risikoneutralität der Kapitalanleger dürfte die implizite RND wertvolle Hinweise auf andere Verteilungsaspekte – wie etwa die Streuung der Unsicherheit sowie eventuelle Asymmetrien im Verteilungsverlauf – liefern.

⁴ Da die implizite RND risikoneutral ist, entspricht der Mittelwert der Verteilung dem Terminkurs für den entsprechenden Zeithorizont. Angesichts der Tatsache, dass Kapitalanleger in der Regel risikoavers sind, handelt es sich bei der RND lediglich um eine Schätzung der „wahren“ Markteinschätzung der Wahrscheinlichkeitsverteilung.

Abbildung B: Implizite Volatilität und Risk Reversals USD/EUR

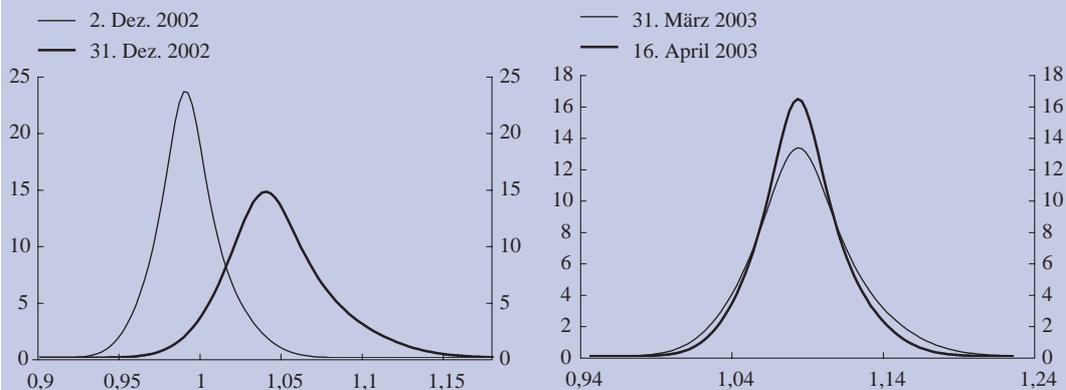
(Tageswerte)



Quelle: Citibank.

¹⁾ Risk Reversals werden als Differenz der impliziten Volatilität zwischen einer Verkaufs- und einer Kaufoption mit ähnlichen Merkmalen gemessen.

Abbildung C: Implizite risikoneutrale Verteilungen der USD/EUR-Wechselkurse zu ausgewählten Zeitpunkten



Quellen: Citibank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikalen Achsen zeigen die Wahrscheinlichkeiten, die horizontalen Achsen die Einmonats-Terminkurse an.

In Abbildung C sind die Funktionen der impliziten RND zu ausgewählten Zeitpunkten wiedergegeben. Im linken Teil wird der Anstieg des Einmonats-Terminkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar für den gesamten Monat Dezember 2002 als Verschiebung des Mittelwerts der Funktion nach rechts dargestellt. Die Aufwertung war auch mit einer recht deutlichen Zunahme der Unsicherheit verbunden, wie der Anstieg der Standardabweichung der RND vom 2. bis zum 31. Dezember 2002 zeigt. Am 31. Dezember war die RND außerdem eindeutig asymmetrisch: Das breitere rechte Ende macht deutlich, dass die Erwartungen in Richtung einer Euro-Aufwertung tendierten. Die rechte Seite der Abbildung zeigt die Entwicklungen während der letzten beiden Wochen der Militäroperationen im Irak (Anfang April 2003). Während sich der Terminkurs zwischen den beiden Zeitpunkten nicht wesentlich veränderte, ging die Unsicherheit insgesamt, gemessen an der Standardabweichung der RND, zurück. Der Kurvenverlauf wird darüber hinaus etwas asymmetrischer und zeigt, dass stärker mit einer künftigen Euro-Aufwertung gerechnet wurde.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die aus den Preisen von USD/EUR-Währungsoptionen mit einmonatiger Laufzeit abgeleiteten Messgrößen der vom Markt erwarteten kurzfristigen Wechselkursentwicklungen in der Zeit von November 2002 bis April 2003, als auch beim Basiskurs recht umfangreiche Bewegungen zu beobachten waren, signifikante Veränderungen anzeigten. Insbesondere geben diese Messgrößen weiteren Aufschluss über Wechselkursbewegungen und die Risikoverteilung um die Terminkurse. Will man bestimmte Schlüsse über die vergangene und zukünftige Wechselkursentwicklung ziehen, so sind allerdings alle genannten Einschränkungen zu berücksichtigen.

Eine längerfristige Betrachtung (siehe Abbildung 23) ergibt, dass der Anstieg des über zwölf Monate kumulierten Überschusses in der Leistungsbilanz gegen Ende des vergangenen Jahres zum Stillstand gekommen ist. Ausschlaggebend hierfür war vor allem die schwächere Entwicklung des kumulierten Warenhandelsüberschusses, die teilweise auf die Auswirkungen der Euro-Aufwertung zurückzuführen sein dürfte: Der Wert der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer wies in der zweiten Jahreshälfte 2002 – bedingt durch

das stagnierende Exportvolumen sowie die sinkenden Exportpreise (die in den Durchschnittswertindizes zum Ausdruck kommen) – einen leichten Rückgang auf. Beim Volumen der Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets ist seit dem zweiten Halbjahr 2002 ein recht flacher Verlauf zu beobachten (siehe Abbildung 24); diese Entwicklung deckt sich mit der schwachen Auslandsnachfrage und dem Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der Euro-Aufwertung. Weitere Belege für die Auswirkungen der Euro-

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

	2002 Jan. - Febr.	2002 Febr.	2003 Jan. - Febr.	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.
Saldo der Leistungsbilanz	4,5	4,7	-3,2	9,1	-6,5	3,2
Einnahmen	274,5	132,8	274,7	144,8	143,3	131,5
Ausgaben	270,0	128,1	278,0	135,7	149,7	128,3
Saldo des Warenhandels	13,2	10,1	10,3	10,7	0,8	9,5
Ausfuhr	163,1	83,5	165,2	84,9	81,8	83,5
Einfuhr	149,9	73,3	154,9	74,1	80,9	74,0
Saldo der Dienstleistungen	-4,0	-1,4	-0,7	2,4	-0,4	-0,3
Einnahmen	47,4	23,1	48,3	29,4	25,2	23,1
Ausgaben	51,3	24,5	48,9	27,0	25,6	23,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,6	-0,2	-13,2	-0,4	-10,1	-3,2
Saldo der laufenden Übertragungen	1,8	-3,9	0,3	-3,7	3,1	-2,8
Saldo der Vermögensübertragungen	3,0	0,4	1,2	0,9	2,1	-0,9
Saldo der Kapitalbilanz	-26,1	13,3	-18,7	-15,0	-15,6	-3,1
Direktinvestitionen	-7,9	-9,1	-0,2	-1,7	-0,9	0,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-28,1	-21,4	-17,9	-4,3	-10,9	-7,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-13,7	-5,1	-11,9	-15,6	-6,7	-5,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-14,4	-16,2	-6,0	11,3	-4,2	-1,8
Im Euro-Währungsgebiet	20,1	12,2	17,7	2,6	10,0	7,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	6,2	3,4	13,9	11,4	8,4	5,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	14,0	8,9	3,7	-8,8	1,6	2,1
Wertpapieranlagen	-42,1	-8,6	5,2	-2,6	-5,5	10,7
Dividendenwerte	0,4	0,6	20,3	-6,7	16,2	4,1
Aktiva	-22,3	-8,8	2,0	-6,6	2,0	-0,1
Passiva	22,7	9,4	18,3	-0,1	14,1	4,2
Schuldverschreibungen	-42,6	-9,2	-15,1	4,1	-21,7	6,6
Aktiva	-23,9	-9,8	-48,5	-9,0	-24,7	-23,8
Passiva	-18,7	0,6	33,4	13,1	3,0	30,4
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-50,1	-17,7	4,9	-4,3	-6,4	11,4
Finanzderivate	5,4	2,1	-0,1	-2,0	-1,0	0,9
Übriger Kapitalverkehr	21,4	26,4	-30,5	-7,5	-9,6	-20,8
Währungsreserven	-2,9	2,5	7,0	-1,2	1,5	5,4
Restposten	18,6	-18,3	20,7	4,9	20,0	0,7

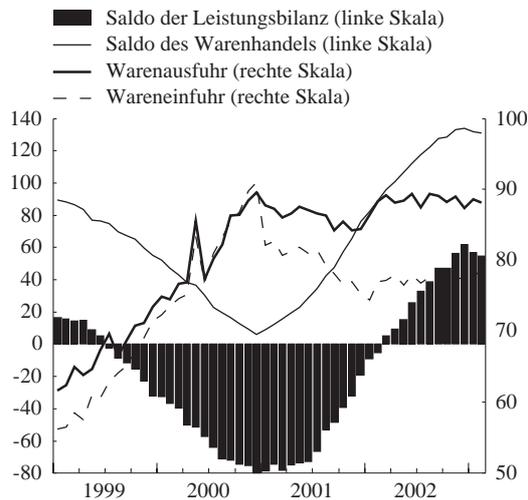
Quelle: EZB.

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 der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

Abbildung 23

Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

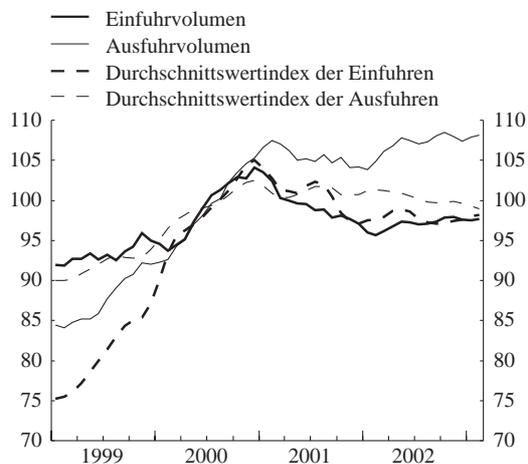
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Die Salden sind über zwölf Monate kumuliert; die Angaben zur Ausfuhr und Einfuhr von Waren sind Monatswerte.

Aufwertung liefert die Tatsache, dass das Exportgeschäft in Länder, deren Währungen eine relativ kräftige Abwertung gegenüber dem Euro verzeichnet haben, wie etwa die

Abbildung 24

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 Januar 2003 und sind teilweise geschätzt.

Vereinigten Staaten, besonders verhalten zu sein scheint. Unterdessen sind die Exportpreise im gleichen Zeitraum gefallen, was darauf hindeutet, dass die Exporteure aus dem Euroraum ihre Gewinnmargen in dem Bestreben verringert haben, den Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Euro-Aufwertung teilweise auszugleichen.

Gleichzeitig haben auch die Wareneinfuhren dem Wert nach weiter stagniert, worin sich sowohl moderate Einfuhrvolumen als auch ein leichter Rückgang der Importpreise widerspiegelt (siehe Abbildung 24). Bislang sind die positiven Impulse, die von der Euro-Aufwertung auf die Importvolumen ausgehen müssten, offenbar durch die verhaltene Nachfrage im Eurogebiet – besonders nach den importintensiven Ausgabenkategorien wie den Investitionen – aufgezehrt worden. Der Abwärtsdruck auf die Einfuhrpreise infolge der Euro-Aufwertung wurde anscheinend durch den Anstieg der Ölpreise zum Teil wieder kompensiert. Allerdings dürfte für den Rest des laufenden Jahres aufgrund der verzögerten Auswirkungen der Euro-Aufwertung in Verbindung mit dem jüngsten Rückgang der Ölpreise – sofern diese Entwicklung anhält – mit einem kräftigen Abwärtsdruck auf die Importpreise zu rechnen sein.

Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im Februar 2003

Im Februar 2003 verzeichnete das Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 11,4 Mrd €, die im Wesentlichen auf Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (10,7 Mrd €) zurückzuführen waren.

Ausschlaggebend für die Entwicklung der Wertpapieranlagen im Februar dieses Jahres waren Netto-Kapitalzuflüsse sowohl bei den Dividendenwerten (4,1 Mrd €) als auch bei den Schuldverschreibungen (6,6 Mrd €). Bei den Schuldverschreibungen kam es im Februar infolge des Erwerbs von Papieren des Eurogebiets (12,6 Mrd €) durch Gebiets-

fremde zu kräftigen Nettozuflüssen bei den Geldmarktpapieren (siehe Tabelle 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diesem Mittelzufluss standen nur teilweise Netto-Kapitalabflüsse bei den Anleihen gegenüber; so wurden die umfangreichen Nettokäufe ausländischer Anleihen durch gebietsansässige Investoren (25,1 Mrd €) zum Teil durch den Nettoerwerb von Anleihen des Eurogebiets (17,8 Mrd €) durch gebietsfremde Anleger kompensiert.

Dagegen glichen sich die Netto-Kapitalflüsse bei den Direktinvestitionen im Februar 2003 wie schon in den vorangegangenen Monaten nahezu aus. Beim übrigen Kapitalverkehr waren in diesem Monat Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 20,8 Mrd € zu verzeichnen, die in erster Linie auf Entwicklungen in den „übrigen Sektoren“ (d. h. dem geldhaltenden Sektor) zurückzuführen waren.

Die Angaben zur Kapitalbilanz für Februar 2003 haben einige Tendenzen der letzten Monate bestätigt. Am wichtigsten in diesem Zusammenhang ist, dass die Kapitalströme des Eurogebiets nach wie vor von Bewegungen im Bereich der Schuldverschreibungen beherrscht werden, während die Nettoströme bei den Anlagen in Dividendenwerte und den Direktinvestitionen seit mehreren Monaten moderat ausfallen. Die geänderte Zusammensetzung der Kapitalströme dürfte die beträchtliche Unsicherheit und die hohe Volatilität an den Finanzmärkten, insbesondere in den Monaten vor dem Krieg im Irak, zum Ausdruck bringen. Diese Interpretation stimmt nicht nur mit den hohen Netto-Kapitalströmen überein, die im Februar 2003

in der Teilbilanz der Anleihen auf der Aktiva- wie auch auf der Passiva-Seite zu verbuchen waren, sondern auch mit den umfangreichen Nettokäufen von Geldmarktpapieren des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde im selben Monat.

Datenrevisionen

In der Leistungsbilanz führte die von einem Mitgliedstaat eingeführte neue Befragung zum Reiseverkehr zu einer Revision des Saldos der Dienstleistungen. Die neue Berechnungsmethode zeigte, dass die Reiseverkehrsausgaben bisher unterschätzt worden sind, sodass die Ausgaben der Dienstleistungen ab dem Jahr 1997 korrigiert wurden. Aufgrund dieser und anderer Revisionen wurde der Leistungsbilanzsaldo des Euro-Währungsgebiets für die Jahre 1997 bis 2001 um jährlich rund 5 Mrd € und für 2002 um 0,3 Mrd € nach unten korrigiert.

Die in der Kapitalbilanz vorgenommenen Korrekturen betrafen den Bereich der Wertpapieranlagen seit 2001, da von einem Mitgliedstaat erhebliche Veränderungen der die Schuldverschreibungen betreffenden Passiva gemeldet wurden. Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen des Euroraums wurden für das Jahr 2001 von 95,0 Mrd € auf 122,5 Mrd € und für das Jahr 2002 von 150,3 Mrd € auf 194,2 Mrd € nach oben revidiert. Für Januar 2003 wurden die Netto-Kapitalzuflüsse aus Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets um 6,7 Mrd € nach oben korrigiert.

Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Artikel befasst sich mit den jüngsten Entwicklungen bei den Preisen für Wohneigentum (nachfolgend als „Immobilienpreise“ bezeichnet) im Euro-Währungsgebiet und untersucht die möglichen Bestimmungsfaktoren sowie die möglichen Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben und die Vergabe von Wohnungsbaukrediten. Die Untersuchung und das Verständnis der Entwicklung der Immobilienpreise spielt für die Geldpolitik eine wichtige Rolle, da zum einen der Markt für Wohnimmobilien einen bedeutenden Transmissionskanal für geldpolitische Impulse darstellen kann und zum anderen Schwankungen bei den Immobilienpreisen ein potenzieller Auslöser wirtschaftlicher Schocks sind. Leider werden die Untersuchung und Erklärung der Entwicklung der Immobilienpreise bislang dadurch erschwert, dass im Euroraum nicht genügend verlässliche und harmonisierte Daten zur Verfügung stehen.

Seit 1998 sind die Immobilienpreise im Euro-Währungsgebiet zwar stärker angestiegen als die Verbraucherpreise (d. h. es war ein realer Anstieg zu verzeichnen), doch war der Preisauftrieb weniger stark ausgeprägt als in den späten Achtzigerjahren. Der Rückgang der Zinssätze für Wohnungsbaukredite und das nachhaltige Einkommenswachstum haben merklich zu diesem Preisanstieg beigetragen. Auch die demographische Entwicklung und eine Reihe von länderspezifischen Faktoren haben die Entwicklung der Immobilienpreise geprägt. Der jüngste Anstieg der realen Immobilienpreise dürfte vergleichsweise geringe Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben im Euroraum insgesamt gehabt haben, wenngleich dieser Einfluss in einigen Euro-Ländern wohl stärker war. Die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte hat, wenn auch von einem niedrigen Niveau ausgehend, ebenfalls teilweise infolge der Immobilienpreissteigerungen zugenommen.

I Einleitung

Der Kauf bzw. Verkauf einer Immobilie ist in der Regel die größte Transaktion, die ein privater Haushalt tätigt. Daher dürfte die Entwicklung der Immobilienpreise das Ausgaben- und Sparverhalten wie auch die Wohnort- und Arbeitsplatzentscheidungen angehender Käufer und Verkäufer maßgeblich beeinflussen. Angesichts des Umstands, dass das Wohneigentum oftmals der größte Vermögenswert von Eigenheimbesitzern ist, wirken sich schwankende Immobilienpreise auch unmittelbar und stark auf deren Vermögen aus. Ferner schlagen die Immobilienpreise in dem Maße, wie sie sich auf die Mieten auswirken, auf die Einkommensverteilung zwischen Mietern und Vermietern durch. Auch die Bautätigkeit steht unter dem Einfluss der Immobilienpreisentwicklung.

All dies lässt darauf schließen, dass Schwankungen der Immobilienpreise insofern Auswirkungen auf Konjunktur und Preisstabilität haben können, als sie Angebot und Nachfrage in der Gesamtwirtschaft, die Einkommensverteilung und die Kreditentscheidungen der privaten Haushalte beeinflussen. Es ist jedoch

schwierig, die Entwicklung der Immobilienpreise im Euro-Währungsgebiet zu untersuchen und zu erklären, da hierzu keine verlässlichen und harmonisierten Daten zur Verfügung stehen (siehe Kasten 1) und sich die Immobilienmärkte regional unterscheiden, d. h. viele Einflüsse auf die Immobilienpreise lokal begrenzt sind.

Unter Berücksichtigung der mangelnden Datenverfügbarkeit wird in Abschnitt 2 dieses Artikels die jüngste Entwicklung der Immobilienpreise im Euroraum betrachtet. Abschnitt 3 befasst sich mit einigen möglichen Determinanten dieser Entwicklung. In den darauf folgenden beiden Abschnitten werden potenzielle Kanäle erörtert, über die Schwankungen dieser Preise die übrigen Wirtschaftsbereiche beeinflussen können. Der vorliegende Artikel konzentriert sich auf zwei Kanäle, die in jüngster Zeit ins Blickfeld gerückt sind, und zwar auf die möglichen Auswirkungen von Immobilienpreisänderungen auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum (siehe Abschnitt 4) und auf die Finanzlage der privaten Haushalte (siehe Abschnitt 5).

Kasten I

Datenquellen und statistische Berechnungsprobleme

Harmonisierte Daten zu den meisten in diesem Artikel verwendeten Zeitreihen liegen entweder überhaupt nicht oder erst seit kurzem vor. Daher wird oft auf nationale nicht harmonisierte Datenreihen zurückgegriffen, wobei zu beachten ist, dass diese eigentlich nicht miteinander vergleichbar sind. Im vorliegenden Kasten werden einige der bestehenden Berechnungsprobleme beschrieben.

Preise für Wohneigentum

Für die meisten Länder des Euroraums liegen Daten ab Ende der Siebzigerjahre bzw. Anfang der Achtzigerjahre vor. Für Spanien liegen Daten ab 1987 vor, für Österreich und Portugal ab 1988 und für Griechenland ab 1994. Der Preisindex für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet wird berechnet als gewichteter Durchschnitt der Veränderungen bei nicht harmonisierten nationalen Indikatoren. Wegen fehlender Informationen zu den relevanten Transaktionswerten werden die Aggregate für den Euroraum anhand von BIP-Gewichten berechnet. Da die nationalen Datenreihen nicht harmonisiert sind, kann der Index die Entwicklung der Immobilienpreise im Euroraum lediglich näherungsweise abbilden.

Die Erhebung und Aufbereitung von Statistiken über Preise für Wohneigentum unterliegen keiner Rechtsvorschrift der EU, und die verfügbaren Daten sind einer Vielzahl öffentlicher und privater Quellen entnommen (nationale Statistikämter, Hypothekarkreditgeber, Immobilienmakler usw.). Sie unterscheiden sich hinsichtlich des geographischen Erfassungsgrads (z. B. Großstädte oder landesweit) und der Erfassung der Immobilienarten (z. B. Neu- oder Altbauten, Wohnungen oder Häuser) und berücksichtigen häufig nur bestimmte Arten von Immobiliengeschäften (nur über Hypotheken finanzierte oder über Immobilienmakler vermittelte Geschäfte). Die Datenreihen zu den nationalen Immobilienpreisen sind in unterschiedlichem Maße um Erfassungsveränderungen in Bezug auf Größe und Standort der Immobilien bereinigt. Sonstige Bereinigungen um qualitative Unterschiede zwischen den einzelnen Transaktionen im Zeitverlauf werden selten vorgenommen.

Der Einfluss dieser unterschiedlichen Methodik auf die Verlässlichkeit und Vergleichbarkeit der Datenreihen zu den Immobilienpreisen ist nur schwer im Voraus abzuschätzen. Unterschiede bei der Erfassung können sich besonders stark auf die kurzfristige Entwicklung der Zeitreihen auswirken. So dürften beispielsweise die Immobilienpreise ausgewählter Großstädte viel volatiler sein als landesweite Datenreihen. Eine Veränderung der Zusammensetzung der Daten kann sowohl zu einem „Rauschen“ in den Datenreihen (nicht systematischen Fehlern) führen als auch die langfristige Entwicklung der Immobilienpreise verzerren. Wird z. B. keine Bereinigung um den Standort vorgenommen, so kann es zu einer Unterzeichnung der Preise für Neubauten kommen, da diese tendenziell immer weiter außerhalb der städtischen Ballungszentren errichtet werden; findet keine Anpassung an qualitative Verbesserungen statt, dürfte es zu einer Verzerrung der Preisreihen nach oben kommen.

Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte

Daten liegen ab Dezember 1995 vor.

Quelle: EZB.

Geschätzte Kosten der Kreditaufnahme für den Wohnungsbau

Der Index der Kreditfinanzierungskosten im Euro-Währungsgebiet wird als gewichteter Durchschnitt der nationalen nicht harmonisierten Zinsen für Wohnungsbaukredite geschätzt. Um die Vergleichbarkeit mit den Immobilienpreisen im Euroraum zu gewährleisten, werden BIP-Gewichte verwendet. Die nicht harmonisierten Zinsen für Wohnungsbaukredite sind nicht über alle Länder hinweg genau vergleichbar, weil sie sich auf unterschiedliche Arten von Kreditverträgen beziehen.

Quellen: NZBen und EZB-Berechnungen.

Von Monetären Finanzinstituten (MFIs) gewährte Wohnungsbaukredite an private Haushalte

Daten liegen ab 1997 vor.

Quelle: EZB.

Geschätzte Vergabe von Wohnungsbaukrediten durch alle Kreditgeber

Für die meisten Länder des Euroraums liegen Daten ab Anfang der Achtzigerjahre vor. Für Irland liegen Daten ab 1992 vor, für Luxemburg ab 1997 und für Österreich ab 1995. Je nach Land beziehen sich die hier verwendeten Daten auf Kredite zur Finanzierung des Kaufs und der Renovierung von Immobilien oder auf durch Immobilienvermögen besicherte Kredite. Der Erfassungsgrad kann ebenfalls variieren. In einigen Ländern sind mit Wohnungsbaukrediten ausschließlich von MFIs gewährte Kredite gemeint, während in anderen Ländern auch alle anderen Kreditgeber erfasst werden.

Quellen: NZBen und EZB-Berechnungen.

2 Überblick über die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

Im Jahr 2002 war im Euroraum nach wie vor ein relativ starker Anstieg der Immobilienpreise zu beobachten. Erste Schätzungen deuten darauf hin, dass die Immobilienpreise im vergangenen Jahr um 6,7 % zulegten, was nahezu dem Anstieg des Vorjahrs entspricht.¹ Deflationiert mit dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) verteuerten sich die realen Immobilienpreise im Jahr 2002 Schätzungen zufolge um rund 4,5 %. Damit nahmen sie im Euroraum im vierten Jahr in Folge um jährlich 4,2 % bis 5,2 % zu.

In den einzelnen Euro-Ländern waren unterschiedliche Entwicklungen bei den Immobilienpreisen zu beobachten (siehe Tabelle 1). Seit 1998 wurden in Griechenland, Spanien, Irland und den Niederlanden mit schätzungsweise 7,6 % bis 10,9 % die höchsten durchschnittlichen Jahreswachstumsraten bei den

realen Immobilienpreisen verzeichnet. Bis zum Jahr 2002 verlangsamte sich der Anstieg dieser Preise in Irland und in den Niederlanden, nachdem er zuvor mit knapp bzw. gut 20 % einen Höchststand erreicht hatte. Erste Schätzungen deuten im Falle Griechenlands und Spaniens jedoch darauf hin, dass diese beiden Länder im Berichtsjahr zweistellige Wachstumsraten bei den realen Immobilienpreisen aufwiesen.

Auch in Belgien, Frankreich, Italien, Luxemburg und Finnland war ein Anstieg der realen Immobilienpreise zu beobachten, wobei die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten der vergangenen vier Jahre aber bei bzw. unter 6,5 % gelegen haben dürften. (Für Luxemburg

¹ Siehe den Kasten „Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht von Oktober 2002, S. 27 f.

Tabelle 1

Reale Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(durchschnittliche jährliche Veränderung in %)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾	Belgien ²⁾	Deutschland	Griechenland ²⁾	Spanien	Frankreich ³⁾	Irland ³⁾
1998–2002	4,5	3,6	-0,6	8,6	10,9	6,5	7,6
2002	4,3	5,1	-0,8	10,1	12,5	6,5	0,5

	Italien	Luxemburg ⁴⁾	Österreich ⁵⁾	Niederlande	Portugal	Finnland
1998–2002	5,4	5,1	-3,4	9,1	1,4	3,0
2002	7,0	.	.	2,2	-2,5	5,5

Quellen: Nationale Statistiken, EZB-Schätzungen und EZB-Berechnungen. Siehe Kasten 1.

1) EZB-Schätzung für das Jahr 2002 anhand von nationalen Schätzungen der Preise für Wohnimmobilien für eben dieses Jahr.

2) EZB-Schätzung für das Jahr 2002 anhand von Daten zu den ersten beiden Quartalen 2002.

3) EZB-Schätzung für das Jahr 2002 anhand von Daten zu den ersten drei Quartalen 2002.

4) Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von 1998 bis 2000.

5) Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von 1998 bis 1999.

liegen lediglich Daten bis zum Jahr 2000 vor.) Das Wachstum der Immobilienpreise in diesen Ländern wies im Jahr 2002 jedoch Anzeichen einer Beschleunigung auf.

Deutschland, Österreich und Portugal sind die einzigen Euro-Länder, in denen der Anstieg der nominalen Immobilienpreise in den letzten Jahren weiterhin weitgehend der Verbraucherpreisinflation entsprach, wobei die Daten für Österreich nur bis zum Jahr 1999 reichen. In den letzten vier Jahren blieben die realen Immobilienpreise in Portugal relativ niedrig, und in Deutschland waren sie rückläufig. Der Rückgang in Deutschland wird häufig auf ein im Gefolge der deutschen Wiedervereinigung entstandenes Überangebot an neuen Wohneinheiten zurückgeführt. Doch bereits im Lauf der Achtzigerjahre hatte es längere Phasen sinkender realer Immobilienpreise in Deutschland gegeben.²

Der stetige Anstieg der realen Immobilienpreise im Euroraum seit 1998 unterscheidet sich von der Entwicklung, die in der letzten Aufschwungsphase der Immobilienmärkte im Euroraum Ende der Achtzigerjahre beobachtet wurde (siehe Abbildung 1). In dieser Phase beschleunigte sich das Wachstum der rea-

len Immobilienpreise durchweg von 1986 bis 1989 und belief sich zuletzt auf fast 9 %. Einige Länder des Euroraums wiesen zeitweise zweistellige Zuwachsraten auf, und in Italien und Finnland stiegen die realen Immobilienpreise in Spitzenzeiten sogar um mehr als 20 % jährlich. Der Preisauftrieb brach im Jahr 1991 abrupt ab, und es folgte eine Periode sinkender realer Immobilienpreise, die bis 1997 andauerte.

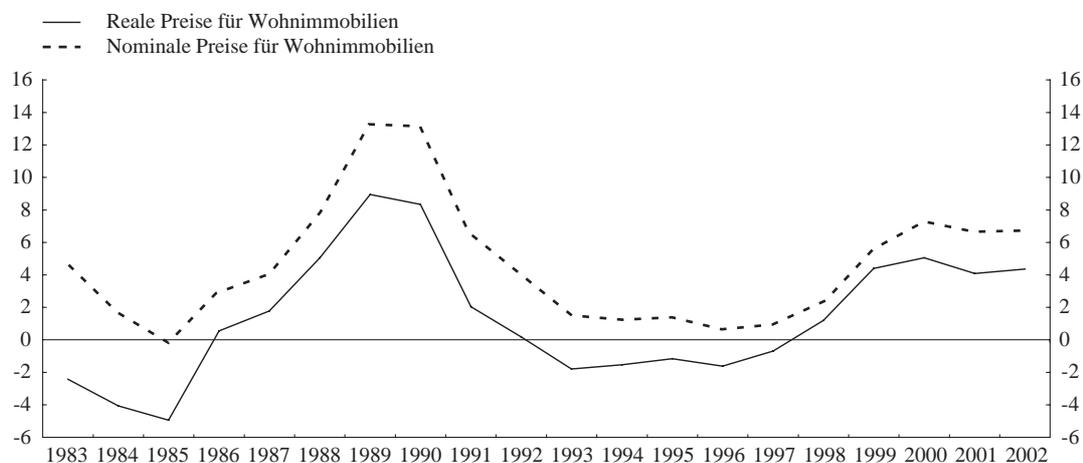
Das Wachstumsgefälle der realen Immobilienpreise innerhalb des Euro-Währungsgebiets hat sich in den vergangenen Jahren verglichen mit dem Anstieg der späten Achtzigerjahre ebenfalls kaum verändert. Abbildung 2 zeigt zwei Indikatoren für dieses Gefälle, die gewichtete Standardabweichung und die Differenz zwischen der höchsten und der niedrigsten Wachstumsrate der realen Immobilienpreise. An beiden Indikatoren lässt sich ablesen, dass die Steigerungsraten der realen Immobilienpreise im Euroraum während der Aufschwungsphase der späten Achtzigerjahre

2 Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass der rückläufige langfristige Trend der realen Immobilienpreise in Deutschland durch die Daten des deutschen Statistischen Bundesamts zu den Preisen für Baugrundstücke und den Baukosten nicht bestätigt wird. Siehe Europäische Zentralbank, *Structural factors in the EU housing markets*, März 2003.

Abbildung 1

Nominale und reale Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



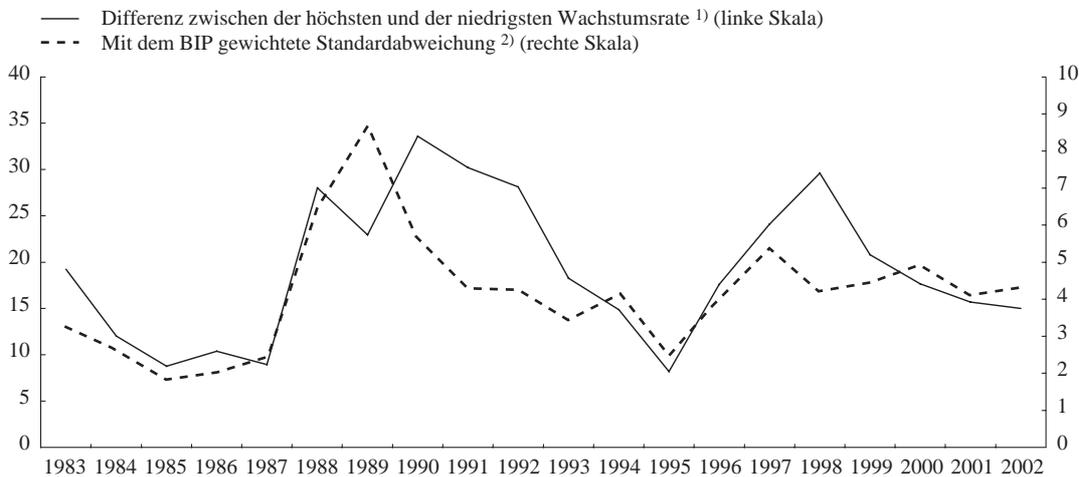
Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen. Siehe Kasten 1.

Anmerkungen: Mit dem BIP gewichteter Durchschnitt der Jahreswachstumsrate der nominalen und realen Immobilienpreise. Der Erfassungsgrad der Euro-Länder schwankt im Zeitverlauf je nach Verfügbarkeit der Daten. Die realen Immobilienpreise werden berechnet als Verhältnis des nominalen Immobilienpreisindex zum HVPI.

Abbildung 2

Wachstumsgefälle der realen Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

(in Prozentpunkten)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen. Siehe Kasten 1.

1) Differenz zwischen der höchsten und der niedrigsten Wachstumsrate der realen Preise für Wohnimmobilien. Der Erfassungsgrad der Euro-Länder schwankt im Zeitverlauf je nach Verfügbarkeit der Daten.

2) Mit dem BIP gewichtete durchschnittliche Standardabweichung der Jahreswachstumsraten der realen Preise für Wohnimmobilien. Griechenland, Luxemburg, Österreich und Portugal wurden mangels verfügbarer Daten nicht berücksichtigt. Aus dem gleichen Grund ist Spanien in den Angaben für die Zeit vor 1988 nicht enthalten.

auseinander liefen. Verglichen mit diesem Zeitraum war in den letzten Jahren bei den Wachstumsraten der Immobilienpreise in den

meisten Euro-Ländern tendenziell ein stärkerer Gleichlauf zu beobachten.

3 Bestimmungsfaktoren der Preisentwicklung bei Wohnimmobilien

Die Entwicklung der Immobilienpreise spiegelt Veränderungen von Angebot und Nachfrage bei Wohneigentum wider. Die Nachfrage hängt von der Anzahl der Haushalte, den Erwartungen über das zukünftig verfügbare Einkommen, den Zinsen für Wohnungsbaukredite, dem Kreditangebot und einer Reihe länderspezifischer und regionaler Faktoren wie Steuern und Zuschüssen ab. Das Angebot richtet sich nach der Verfügbarkeit von Grundstücken für den Wohnungsbau sowie nach verschiedenen die Baukosten beeinflussenden Faktoren.

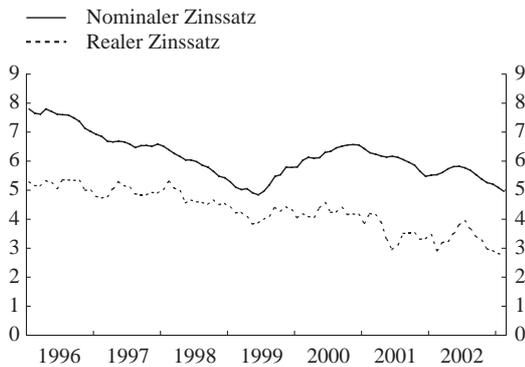
Es ist schwierig, das Angebot an neuen Wohneinheiten kurzfristig an die herrschenden Marktbedingungen anzupassen. Somit können selbst vorübergehende Veränderungen, z. B. hinsichtlich der Besteuerung, erhebliche Schwankungen bei den Immobilienpreisen hervorrufen. Je länger es dauert, bis Änderungen der

Marktbedingungen auf das Angebot an neuen Wohneinheiten durchschlagen, desto stärker dürften die Immobilienpreise von ihrem langfristigen Trend abweichen. Darüber hinaus führen starke Schwankungen dieser Preise kurzfristig zu beträchtlichen Vermögensgewinnen bzw. -verlusten, die wiederum die privaten Haushalte dazu veranlassen, bestimmte Strategien anzuwenden und den Zeitpunkt ihrer Immobiliengeschäfte entsprechend ihren Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Immobilienpreise zu wählen. Solche Strategien können sich wiederum in der Entwicklung der Immobilienpreise niederschlagen und diese verstärken.

Sinkende Zinsen für Wohnungsbaukredite, das weiter steigende verfügbare Einkommen und demographische Trends können zumindest teilweise als Erklärung für die Immobilienpreisentwicklung im Euroraum im vergangenen Jahrzehnt herangezogen werden.

Abbildung 3
Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die realen Zinssätze werden berechnet als der um die HVPI-Teuerung bereinigte Zinssatz.

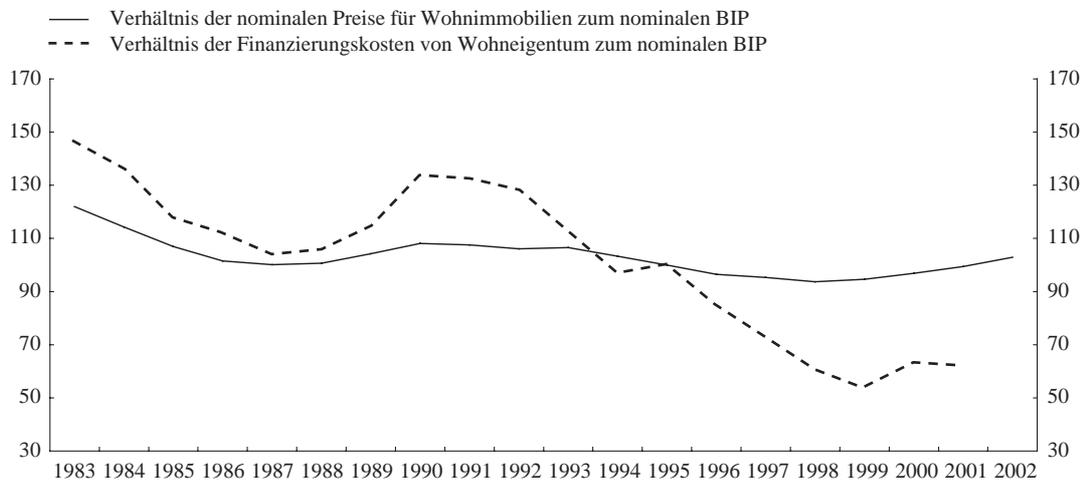
Von Dezember 1995 (dem frühesten Zeitpunkt, zu dem Daten vorliegen) bis Januar 2003 gingen die durchschnittlichen Zinssätze für Wohnungsbaukredite im Euroraum um ca. 280 Basispunkte zurück. Der entsprechende (um die Teuerung nach dem HVPI bereinigte) Realzinssatz für die Kreditgewährung fiel im gleichen Zeitraum um etwa 250 Basispunkte (siehe Abbildung 3).

Rückläufige Zinsen für Wohnungsbaukredite bei gleichzeitig steigendem verfügbarem Einkommen bedeuten, dass sich ein durchschnittlicher privater Haushalt im Euroraum den Kauf einer Wohnimmobilie mittlerweile eher leisten kann. Die damit verbundenen Kosten sind in Relation zum nominalen BIP (einem Näherungswert für das verfügbare Nominaleinkommen) seit Anfang der Neunzigerjahre den Schätzungen zufolge deutlich gesunken (siehe Abbildung 4).³ Im Jahr 2002 lagen die nominalen Immobilienpreise im Verhältnis zum BIP, ein anderer Indikator für die Bezahlbarkeit von Immobilien, unterhalb des Niveaus von Anfang der Neunzigerjahre, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass sich diese Quote in Deutschland stark verringert hat.

³ Die Finanzierungskosten errechnen sich als Produkt aus den nominalen Immobilienpreisen und einem gewichteten Durchschnitt der länderspezifischen nominalen Zinssätze für Wohnungsbaukredite im Euro-Währungsgebiet. Siehe Kasten 1. Das gleiche Verlaufsmuster stark rückläufiger Finanzierungskosten (in Relation zum BIP) ergibt sich, wenn stattdessen der gewichtete Durchschnitt der realen Zinssätze für Wohnungsbaukredite zugrunde gelegt wird. Die hier verwendeten Indikatoren der Bezahlbarkeit von Immobilien sind lediglich Näherungswerte für die Kostenentwicklung beim Immobilienkauf, da Faktoren wie Steuern, Zuschüsse und Eintragungsgebühren unberücksichtigt bleiben.

Abbildung 4
Indikatoren der Bezahlbarkeit von Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet

(Index 1995=100)



Quellen: Nationale Statistiken, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Siehe Kasten 1.

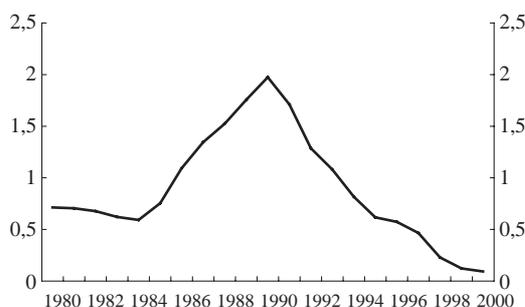
Anmerkung: Die Finanzierungskosten von Wohneigentum werden geschätzt als Produkt aus den nominalen Preisen für Wohnimmobilien und einem gewichteten Durchschnitt der nominalen Finanzierungskosten im Euro-Währungsgebiet.

Ferner haben die Liberalisierung der Finanzmärkte und das verstärkte Zusammenwachsen des Marktes für Wohnungsbaukredite mit dem übrigen Finanzsystem die Bedingungen für eine rasche Expansion der verfügbaren Palette an Hypothekenprodukten geschaffen. Außerdem wurden dadurch der Wettbewerb am Hypothekenmarkt gestärkt und wahrscheinlich auch die Angebotsbeschränkungen reduziert.

Während die oben genannten Faktoren gemeinsam zur Stärkung der Nachfrage nach Wohnimmobilien beitragen, haben die demographisch bedingten Spannungen am Wohnungsmarkt nachgelassen. Das Wachstum der Bevölkerung im Alter von 25 bis 44 Jahren, wozu ein Großteil der Käufer von Immobilien zählt, verlangsamte sich in den Neunzigerjahren deutlich, nachdem im Jahr 1991 noch ein Höchststand verzeichnet worden war (siehe Abbildung 5). In der Folge verringerte sich auch die Zunahme der privaten Haushalte im Euroraum.

Eine Reihe länderspezifischer und regionaler Faktoren, die das Angebot an Baugrundstücken beeinflussen, insbesondere Steuern, Zuschüsse, Raumordnungspläne und die Infrastruktur, haben sich ebenfalls auf die Immobilienpreisschwankungen in einigen Regionen des Euroraums ausgewirkt.⁴ Die Märkte für Wohnimmobilien sind regional unterschiedlich, und die Annäherung der Immobilienpreise der unterschiedlichen Regionen ist nicht besonders ausgeprägt. Daher können

Abbildung 5
Wachstum der Bevölkerung im Alter von 25 bis 44 Jahren im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkungen: In der Zeit vor 1991 einschließlich der Bevölkerung im entsprechenden Alter in der DDR. In den Daten für das Jahr 2000 ist Griechenland nicht enthalten.

lokale Angebots- oder Nachfrageschocks zu erheblichen Schwankungen der Immobilienpreise in einer Region führen, die sich anschließend auch im euroraumweiten Immobilienpreisindex niederschlagen. So ist es beispielsweise nicht unüblich, dass sich Angebotsengpässe in einigen Ballungsräumen stark auf die Entwicklung der Immobilienpreise sowohl auf regionaler als auch auf nationaler Ebene auswirken. Die regional unterschiedliche Bevölkerungsdichte und Konjunktorentwicklung in einem Land kann ebenfalls einen Einfluss auf die landesweite Immobilienpreisentwicklung ausüben.

⁴ Eine genauere Analyse länderspezifischer Faktoren findet sich in Europäische Zentralbank, *Structural factors in the EU housing markets*, März 2003.

4 Immobilienpreise und private Konsumausgaben

Den Schwankungen der Immobilienpreise wurde in letzter Zeit wegen ihrer vermuteten Auswirkungen auf den privaten Verbrauch viel Beachtung geschenkt. Die realen Immobilienpreise und die privaten Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet haben sich in der Regel ähnlich entwickelt, doch scheint der Zusammenhang zwischen ihnen im Zeitverlauf weder ausgeprägt noch besonders stabil gewesen zu sein (siehe Abbildung 6). Ferner dürften beide teilweise von den gleichen Fak-

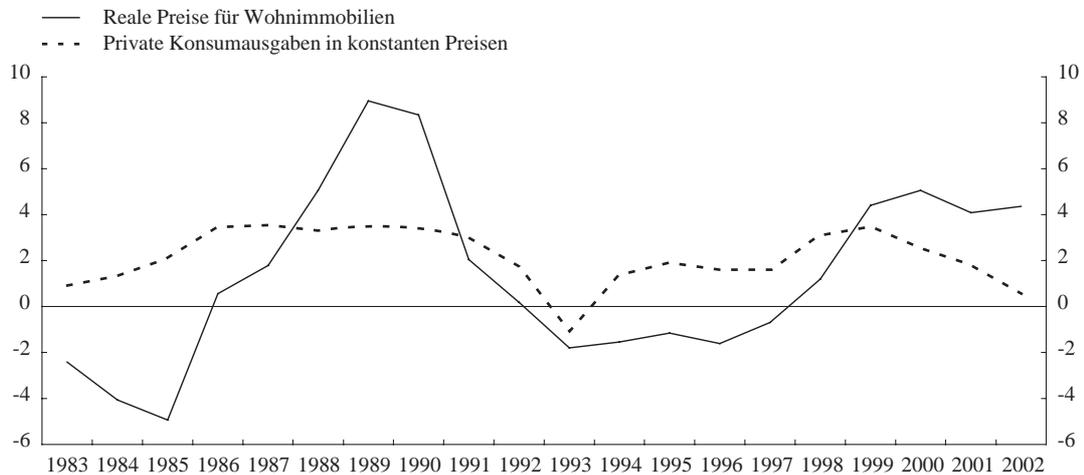
toren beeinflusst werden, wie etwa von den Erwartungen der Verbraucher und dem verfügbaren Realeinkommen. Daher deutet ein Gleichlauf der Immobilienpreise mit den privaten Konsumausgaben nicht unbedingt auf eine kausale Beziehung zwischen beiden hin.

Immobilienpreisänderungen können der Theorie nach den privaten Verbrauch sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Ein Anstieg der Immobilienpreise erhöht das Vermögen

Abbildung 6

Preise für Wohnimmobilien und private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Statistiken, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen. Siehe Kasten 1.

der Eigentümer und könnte somit dazu führen, dass diese einen größeren Teil ihres laufenden Einkommens ausgeben. Ferner dürfte er die Aufnahme von Hypothekarkrediten zu Konsumzwecken erleichtern. Daher wird angenommen, dass ein Anstieg der Immobilienpreise positive Vermögens- und Krediteffekte im Hinblick auf die Konsumausgaben der Eigenheimbesitzer hat.

Gleichzeitig bringen steigende Immobilienpreise normalerweise eine Erhöhung der Wohnungskosten der privaten Haushalte mit sich und haben damit auch einen negativen (Einkommens-)Effekt in Bezug auf die Konsumausgaben. Wenn die Immobilienpreise steigen, müssen angehende Erstkäufer mehr sparen, um die erforderliche Anzahlung leisten zu können. Eigentümer müssen bei dem Verkauf ihrer Immobilie und hinsichtlich des zu erzielenden Erlöses berücksichtigen, dass sie für neues Wohneigentum dann einen höheren Preis zahlen müssten.

Des Weiteren können sich Änderungen der Immobilienpreise auf die Marktmieten und damit auch auf die Einkommensverteilung zwischen Mietern und Vermietern auswirken. Je nach Konsumneigung der beiden Gruppen können Mietänderungen Folgen für die Konsumausgaben haben.

All dies lässt darauf schließen, dass sich die Auswirkungen von Immobilienpreisänderungen auf den privaten Verbrauch durchaus von Land zu Land und sogar innerhalb eines Landes im Zeitverlauf unterscheiden können. Sie hängen unter anderem von der Ursache der Preisänderungen, den von den privaten Haushalten erwarteten Immobilienpreisen, der Funktionsweise des Kreditwesens, dem Verhalten der Wohnungseigentümer und dem Anteil der Eigenheimbesitzer ab.

Empirische Untersuchungen kommen in der Regel zu dem Ergebnis, dass sich eine Steigerung der Immobilienpreise insgesamt positiv auf die Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet auswirkt. Es gibt ferner Hinweise darauf, dass diese Auswirkungen im Laufe der Zeit stärker geworden sind, doch sind die Ergebnisse bisher noch nicht ganz schlüssig. So sind diese Schätzungen der Tendenz nach für einige Euro-Länder (einschließlich Deutschlands, Frankreichs und Italiens) statistisch unerheblich.⁵ Aufgrund der empirischen Ergebnisse wäre zu erwarten, dass der

⁵ Siehe auch Ludwig und Slok, *The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries*, Working Paper Nr. 02/1 des IWF, 2002; Boone, Girouard und Wanner, *Financial market liberalization, wealth and consumption*, Working Paper Nr. 308 der OECD, 2001; Eschenbach und Schuknecht, *Asset prices and fiscal balances*, Working Paper Nr. 141 der EZB, 2002.

jüngste Immobilienpreisanstieg relativ geringe Auswirkungen auf den privaten Verbrauch im Euroraum insgesamt gehabt haben dürfte. Die Entwicklung der Immobilienpreise spielte offenbar nur in manchen Ländern eine größere Rolle für die Konsumententscheidungen.

Ein Faktor, der sich besonders auf das Ausmaß der Vermögens- und Krediteffekte ausgewirkt haben dürfte, ist die Vergabe von Wohnungsbaukrediten. Die Vermögens- und Krediteffekte in Bezug auf die Konsumausgaben hängen davon ab, ob die privaten Haushalte in der Lage sind, Wertgewinne aus dem Immobilienvermögen zu realisieren. Da fast alle Geschäfte auf dem Markt für Gebrauch Immobilien zwischen privaten Haushalten abgeschlossen werden, kann der Haushaltssektor per saldo in der Regel keine Gewinne durch den Verkauf von Immobilien realisieren. Die meisten Geschäfte in diesem Marktsegment und die damit zusammenhängenden Geldströme gleichen sich gegenseitig aus. Dagegen können die privaten Haushalte ihre Barmittel durch den Krediteffekt erhöhen, wenn sie höhere Kredite aufnehmen können, weil

sich der Wert ihres als Sicherheit dienenden Immobilienvermögens erhöht hat.

Die Bestimmungen und Verfahren für die Vergabe von Hypothekarkrediten spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. Die privaten Haushalte können ihre Realkredite nach einer Immobilienpreisänderung rasch erhöhen (oder verringern), wenn sie dazu keine Immobilien kaufen oder verkaufen müssen. Diese Art der direkten Kapitalentnahme (oder -zuführung) beim Immobilienvermögen ist in den meisten Euro-Ländern nicht üblich. In einigen Ländern, wie etwa in den Niederlanden und in Finnland, haben diese Finanzprodukte jedoch tendenziell größere Verbreitung gefunden.⁶ Würden die privaten Haushalte in Zukunft öfter auf solche Produkte zurückgreifen, könnten sie ihr Immobilienvermögen mit minimalem Kostenaufwand anzapfen, was dazu führen würde, dass sich Immobilienpreisänderungen stärker auf den privaten Verbrauch auswirken würden.

⁶ Siehe Europäische Zentralbank, *Structural factors in the EU housing markets*, März 2003.

5 Immobilienpreise und Wohnungsbaukredite

Wohneigentum ist mit Abstand der wichtigste Vermögenswert vieler privater Haushalte. Wohnungsbaukredite, die normalerweise durch eben diese Vermögenswerte besichert werden, machen rund zwei Drittel der Gesamtschulden dieses Sektors aus. Daher können Immobilienpreisschwankungen einen großen Einfluss auf das Reinvermögen (also auf das Vermögen abzüglich der Verbindlichkeiten) und auf die Kreditwürdigkeit der privaten Haushalte haben. Sie dürften in der Vergangenheit die Entwicklung der Kreditvergabe beeinflusst haben, weil die Aufnahme zusätzlicher Kredite bei einem Immobilienpreisanstieg leichter und bei einem Preisverfall schwieriger war. Damit haben sie offenbar zu den Konjunkturabschwächungen beigetragen und den Aufschwung gebremst.⁷

Die obigen Überlegungen haben die Entwicklung der Wohnungsbaukredite und ihre Be-

ziehung zu den Immobilienpreisen ins Blickfeld gerückt. Im Euro-Währungsgebiet haben die Wohnungsbaukredite allerdings ausgehend von einem recht niedrigen Niveau seit 1991 kräftig zugenommen. Gemessen am nominalen BIP ist das nominale Volumen der Wohnungsbaukredite seit 1992 den Schätzungen zufolge um rund 12 Prozentpunkte gestiegen (siehe Abbildung 7). Damit hat sich auch die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte erhöht. Zuletzt war das nominale Wachstum der Wohnungsbaukredite rückläufig (siehe Kasten 2).

⁷ Bei hoch verschuldeten Haushalten, die kaum andere Vermögenswerte außer ihrem Eigenheim besitzen, können sinkende Immobilienpreise zu einem negativen Reinvermögen und Immobilität führen. Der Marktwert ihrer Immobilie sinkt dann unter ihren Schuldenstand, sodass der Verkauf des Wohneigentums nicht in Frage kommt. Ein umzugsbedingter Verkauf der Immobilie würde eine weitere Mittelaufnahme und die zumindest partielle Tilgung des ausstehenden Hypothekarkredits erfordern. Dies könnte sich angesichts der Verschuldung der Haushalte als äußerst schwierig erweisen.

Abbildung 7 Verhältnis der Wohnungsbaukredite zum BIP

(in %)



Quellen: EZB und NZBen. Siehe Kasten 1.

Anmerkungen: Die Schätzung der von allen Kreditgebern gewährten Wohnungsbaukredite beruht auf nicht harmonisierten nationalen Angaben. Luxemburg und Österreich wurden aufgrund ihrer kürzeren Datenreihen nicht berücksichtigt. Die von den MFIs vergebenen Wohnungsbaukredite an private Haushalte umfassen nicht die von anderen Kreditgebern (wie z. B. Versicherungsgesellschaften) gewährten Wohnungsbaukredite.

Ein hohes Immobilienvermögen, bessere Einkommenserwartungen, sinkende Zinsen und eine günstige steuerliche Behandlung von Wohnungsbaukrediten dürften zur Zunahme

dieser Kredite beigetragen haben. Auch die rasch ansteigenden Immobilienpreise könnten in einigen Euro-Ländern (z. B. in den Niederlanden) dabei eine Rolle gespielt haben. Wie bereits erwähnt, sollte es den privaten Haushalten aufgrund des höheren Sicherheitswerts von Wohnimmobilien leichter gefallen sein, neue Kredite aufzunehmen. Diese Kredite könnten wiederum zu einer größeren Nachfrage nach Immobilien geführt haben, weil sie den privaten Haushalten erlauben, sich nach einem besseren Eigenheim umzusehen. Auf diese Weise wurde der Preisauftrieb verstärkt.

Trotz des jüngsten Anstiegs der Wohnungsbaukredite und der Gesamtverschuldung im Euroraum hält sich die entsprechende Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am BIP (oder am verfügbaren Einkommen) noch in Grenzen (siehe Tabelle 2). Die Belastung der Haushalte durch den Schuldendienst hat sich in den Neunzigerjahren kaum verändert. Insgesamt ist der Haushaltssektor ein Netto-Kreditgeber für andere Sektoren und damit ein Nettoempfänger von Zinseinkünften.

Tabelle 2 Wohnungsbaukredite der MFIs an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(in %)

Land	Belgien	Deutschland	Griechenland	Spanien	Frankreich	Irland
Wohnungsbaukredite der MFIs an private Haushalte im Verhältnis zum nominalen BIP (Ende 2002)	24	44	15	35	22	35
Zinsanpassung ¹⁾ (in % aller neu gewährten Wohnungsbaukredite im Jahr 2001)	F (75) M (19) G (6)	Vorwiegend M und F	F (5) M (15) G (80)	G (über 75)	F/M/S (86) G (14) ²⁾	G (70) Rest vorwiegend M
Land	Italien	Luxemburg	Niederlande	Österreich	Portugal	Finnland
Wohnungsbaukredite der MFIs an private Haushalte im Verhältnis zum nominalen BIP (Ende 2002)	10	32	62	15	50	22
Zinsanpassung ¹⁾ (in % aller neu gewährten Wohnungsbaukredite im Jahr 2001)	F (28)	G (90)	F (74) ³⁾ M (19) ³⁾ G (7) ³⁾		Vorwiegend G	F (2) G (97) S (1)

Quellen: EZB und NZBen. Siehe Europäische Zentralbank, *Structural factors in the EU housing markets*, März 2003.

- 1) Festszins (F): Zinssatz, der auf mehr als fünf Jahre bzw. bis zum Laufzeitende festgelegt ist; Mischform (M): Zinssatz, der auf mehr als ein Jahr und bis zu fünf Jahren festgelegt ist; Gleitzins (G): Zinssatz, der nach einem Jahr neu verhandelt, an die Marktzinsen gekoppelt oder nach dem Ermessen des Kreditgebers angepasst wird; Sonstige (S).
- 2) G: Zinssatz, der nur an die Marktzinsen gekoppelt ist (andere neu verhandelte Zinssätze sind hier nicht erfasst). Von ansässigen Kreditinstituten im Jahr 2001 neu gewährte Hypothekarkredite.
- 3) Anteil am gesamten Kreditvolumen.

Kasten 2

Wohnungsbaukredite und Gesamtverschuldung der privaten Haushalte

Die Entwicklung der Wohnungsbaukredite an private Haushalte ist das Ergebnis des Zusammenspiels von Angebots- und Nachfragefaktoren, deren jeweilige Bedeutung sich nur schwer isolieren lässt. Bei der Nachfrage nach dieser Finanzierungsform dürften die Nachfrage nach Wohnimmobilien und andere Faktoren (wie etwa rechtliche Bestimmungen, Konditionen von Hypothekenverträgen und Zinsen) eine Rolle spielen, ebenso wie Finanzmarktgepflogenheiten, die die Nutzung von Hypothekarkrediten zur Finanzierung laufender Ausgaben begünstigen. Gleichzeitig üben Finanzintermediäre, also die Hauptkreditgeber, Kontrolle über die Verfügbarkeit von Kreditlinien aus.

Auf Wohnungsbaukredite entfallen gut 60 % der gesamten MFI-Kredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle). Ende der Neunzigerjahre beschleunigte sich das Wachstum der gesamten Kreditgewährung der MFIs an die Haushalte und erreichte Jahresraten von über 11 %. Ausschlaggebend dafür war vor allem die Entwicklung der Wohnungsbaukredite. Nach dem darauf folgenden leichten Rückgang stabilisierte sich das Wachstum der Gesamtkredite und der Wohnungsbaukredite an die Privathaushalte tendenziell, wobei sich der Anteil der Wohnungsbaukredite an den Gesamtkrediten erhöhte (siehe Abbildung). Im Jahr 2002 belief sich die Vorjahrsrate der Wohnungsbaukredite in nominaler Betrachtung auf 7,6 %. In realer Rechnung, das heißt deflationiert mit dem geschätzten Anstieg der Immobilienpreise im gesamten Euro-Währungsgebiet, betrug sie rund 0,9 %.

Von MFIs gewährte Wohnungsbaukredite im Euro-Währungsgebiet

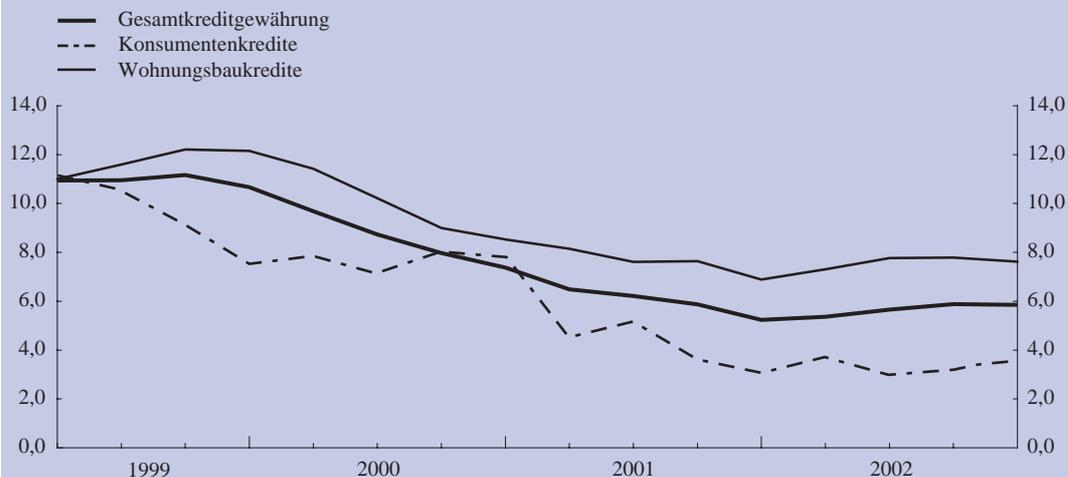
(in %)

	Anteil an der Gesamtkreditvergabe	
	an private Haushalte	Jahreswachstumsrate
Dez. 1999	62,7	12,2
Dez. 2000	63,8	8,5
Dez. 2001	65,0	6,9
Dez. 2002	66,4	7,6

Quelle: EZB.

Entwicklung der Kreditvergabe an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet nach Kreditarten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Gesamtkreditgewährung setzt sich aus den Wohnungsbaukrediten, Konsumentenkrediten und „sonstigen Krediten“ (die nicht in der Abbildung ausgewiesen sind) zusammen.

Die Entwicklung der Wohnungsbaukredite an private Haushalte unterscheidet sich stark von Land zu Land (siehe auch die EZB-Publikationen „Report on financial structures“ (2002) und „Structural factors in the EU housing markets“ (2003)). Zwar lässt sich die Differenz zwischen den nominalen Wachstumsraten dieser Kredite in den einzelnen Ländern unter anderem durch die Entwicklung der Immobilienpreise erklären, doch spielen offenbar auch andere länderspezifische Faktoren, wie demographische Trends, Steueranreize, Refinanzierungsverfahren und die Möglichkeit, Wertsteigerungen von Immobilien durch eine Erhöhung der Immobilienkredite zu liquidieren, eine Rolle.

Die aufgrund der Wohnungsbaukredite gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet hat nicht zu einer signifikanten Erhöhung der Schuldendienstbelastung, also der Zinszahlungen für Wohnungsbaukredite gemessen im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen der Haushalte, geführt, da das Zinsniveau insbesondere in einigen Euro-Ländern im Vorfeld der Euro-Einführung deutlich gesunken war. Die gesamten Zinszahlungen der privaten Haushalte, wovon der Großteil auf Wohnungsbaukredite entfällt, machen rund 5 ½ % des verfügbaren Einkommens der Haushalte im Euroraum aus. Dieser Anteil ist vorläufigen Schätzungen zufolge in etwa so hoch wie Anfang der Neunzigerjahre. Die Entwicklung der Wohnungsbaukredite variiert zwar stark innerhalb des Euro-Währungsgebiets, doch klaffen die Zinsen auf diese Kredite an Privathaushalte seit einigen Jahren nicht mehr so stark auseinander wie die Zinsen für andere Kreditformen. Gleichwohl können sich die Finanzierungskosten je nach Land unterscheiden, weil die steuerliche Behandlung von Hypothekenschulden oder die Provisionen und Nebenkosten für die Bereitstellung von Hypothekarkrediten variieren.

Des Weiteren wird ein Großteil der Wohnungsbaukredite in einigen Euro-Ländern zu einem Zinssatz aufgenommen, der über einen Zeitraum von mehr als fünf Jahren festgeschrieben ist (siehe Tabelle 2). Damit verringert sich das Risiko, das für die privaten Haushalte unmittelbar mit einer Erhöhung der Zinsen für Wohnungsbaukredite verbunden ist.⁸

Zum jetzigen Zeitpunkt scheint daher die Finanzlage der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet keinen besonderen Anlass zur Sorge zu geben, wenngleich hoch verschuldete Haushalte in einigen Ländern den sich aus Immobilienpreisschwankungen ergebenden Risiken ausgesetzt sein dürften.

6 Schlussbemerkungen

Der Anstieg der Immobilienpreise im Euro-Währungsgebiet war in den letzten vier Jahren deutlich höher als die Verbraucherpreis-inflation. Die jüngste Erhöhung der Immobilienpreise war jedoch nicht mehr so ausgeprägt wie Ende der Achtzigerjahre. Das Einkommenswachstum und der Zinsrückgang bei Wohnungsbaukrediten haben bei dem jüngsten Immobilienpreisanstieg eine wichtige Rolle gespielt. Dessen Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet insgesamt dürften eher gering gewesen sein, obwohl die Entwicklung der Immobilienpreise in bestimmten Ländern einen größeren Einfluss auf die Konsumentscheidungen genommen haben könnte. Diese Preise haben offenbar auch zu der ge-

stiegenen Bruttoverschuldung der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet beigetragen.

Immobilienpreisschwankungen sind die wichtigste Nahtstelle zwischen dem Immobilienmarkt und der übrigen Wirtschaft. Daher ist es erforderlich, die Entwicklung dieser Preise genau zu beobachten und ihre Determinanten zu kennen. In diesem Zusammenhang sind verbesserte Normen für die Erhebung von Daten zu den Immobilienmärkten in den Euro-Ländern vonnöten.

⁸ Siehe Europäische Zentralbank, *Report on financial structures*, 2002.

Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in Europa

In den letzten Jahren haben der verstärkte Einsatz neuer Kommunikationstechnologien und die Notwendigkeit, spezifische Zahlungsmechanismen für den elektronischen Handel bereitzustellen, Möglichkeiten für neue Zahlungsdienstleister geschaffen, um die Versendung und Abwicklung von Zahlungen zu vereinfachen. Gleichzeitig haben Banken auch neue Methoden entwickelt, durch die Kunden auf ihre Konten zugreifen und Zahlungen veranlassen können. Die meisten dieser Initiativen befinden sich noch im Anfangsstadium der Umsetzung. Entsprechend ihrer satzungsgemäßen Verpflichtung, „das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“, übernimmt die Europäische Zentralbank zwei Funktionen, nämlich die eines Katalysators und die eines Überwachers. Solange sich der Markt noch in der Entwicklungsphase befindet, liegt der Schwerpunkt der Aktivitäten der EZB im ersten Bereich. Sie ist dabei bemüht, ein Forum für die Zusammenarbeit der Interessengruppen zu schaffen und Analysen und Statistiken zu liefern, um zu einer stärkeren Integration der verschiedenen Stufen des Zahlungsvorgangs und der Zahlungsverkehrsinfrastruktur in Europa beizutragen. Ihre Aufgaben als Überwachungsorgan für die elektronische Bereitstellung von Zahlungen konzentrieren sich zunächst auf die Sicherheit der entsprechenden Instrumente und Systeme.

I Veränderungen im Zahlungsverkehr

Unter einer Zahlung versteht man im Allgemeinen die Übertragung einer Geldforderung durch einen Zahlungspflichtigen auf eine Partei, die vom Begünstigten anerkannt wird. Bei Geschäften zwischen Privatkunden ist eine akzeptable Geldforderung in der Regel entweder Geld, das von der Zentralbank zur Verfügung gestellt wird, oder Forderungen/Verbindlichkeiten bei einem Finanzinstitut. Seit kurzem werden auch Verbindlichkeiten von Nicht-Banken als akzeptable Forderungen verwendet, sofern die Bestimmungen dies erlauben. Eine Geldforderung, die vom Begünstigten akzeptiert wird, bezeichnet man als „Zahlungsmittel“.

Zahlungsinstrumente sind die Instrumente, die einem Zahlungspflichtigen zur Verfügung stehen, um Zahlungsmittel zu übertragen. Es gibt zahlreiche Zahlungsinstrumente (wie etwa Debit- und Kreditkarten) für Transaktionen an einer bestimmten Verkaufsstelle (dem so genannten „Point of Sale“) zur Begleichung von Rechnungen und ganz allgemein für die Übertragung von Geld zwischen Wirtschaftssubjekten (wie z. B. Überweisungen am Bankschalter oder online).

In den meisten Fällen unterscheidet sich das Zahlungsinstrument vom Zahlungsmittel. Die bekannteste Ausnahme ist Bargeld. Sind das Zahlungsmittel und das Zahlungsinstrument nicht identisch, so ist eine Infrastruktur er-

forderlich, um das Zahlungsmittel vom Zahlungspflichtigen auf den Zahlungsempfänger zu übertragen. Die Infrastruktur zur Übertragung von Verbindlichkeiten zwischen Finanzinstituten nennt man Interbank-Zahlungssystem. Wird eine Zahlung auf der Grundlage einer Rechnung abgewickelt, sind noch zwei weitere Aspekte von Bedeutung: Die Rechnung muss dem Zahlungspflichtigen zugestellt werden und der Zahlungsempfänger hat die versendeten Rechnungen mit den eingegangenen Zahlungen abzustimmen.

Prinzipiell ermöglicht die Informations- und Telekommunikationstechnologie eine vollständig automatisierte Abwicklung von Zahlungen, einschließlich der Bereitstellung elektronischer Zahlungsmittel. Der Übergang zu einem Angebot von Zahlungsdienstleistungen auf gänzlich elektronischer und stark automatisierter Basis wird als Elektronisierung des Zahlungsverkehrs bezeichnet. Ein typisches Beispiel des Zahlungsprozesses und für dessen Elektronisierung ist in Kasten I dargestellt.

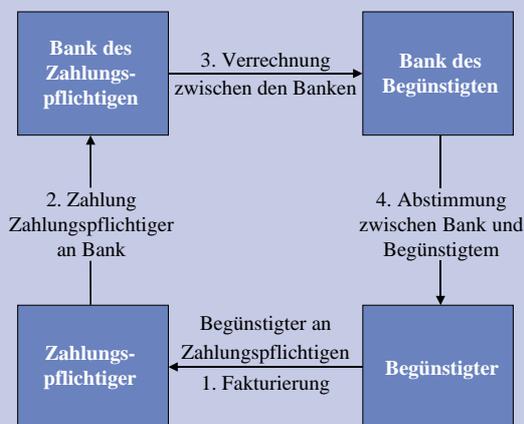
Entsprechend ihrer satzungsgemäßen Aufgabe, „das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“, sieht die EZB ihre Rolle bei der Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in erster Linie darin, die Effizienz und Sicherheit der damit verbundenen Instrumente und Systeme zu fördern. Aufgrund der

Kasten I

Ablauf einer Zahlung

An einem Zahlungsvorgang sind in der Regel vier verschiedene Parteien beteiligt: der Zahlungspflichtige, der Begünstigte und die beiden Finanzinstitute, die die Übertragung der Gelder ausführen. Die Kommunikation zwischen den Parteien wird zunehmend automatisiert, sodass Transaktionen ohne manuelle Einwirkung durchgeführt werden können. Ein typisches Beispiel für einen Zahlungsvorgang mit einer Überweisung als Zahlungsinstrument ist in der nebenstehenden Abbildung dargestellt.

- Die elektronische Rechnungsstellung, die den Fakturierungsprozess zwischen Begünstigtem und Zahlungspflichtigem automatisiert, ist bislang noch nicht sehr weit vorangeschritten.
- Bei der Einreichung von Zahlungsaufträgen bzw. der Initiierung von Zahlungen gab es in den letzten Jahren eine bemerkenswerte Entwicklung, wobei eine Fülle von Initiativen für elektronische Zahlungsinstrumente geschaffen wurde.
- Die Interbank-Zahlungssysteme weisen den höchsten Grad an elektronischer Kommunikation in der Zahlungskette auf. In diesen Systemen ist der automatisierte elektronische Datenaustausch weit verbreitet und bereits Standard.
- Die Abstimmung von Informationen über Salden und Zahlungen zwischen dem Zahlungsanbieter und dem Begünstigten zum Zweck der Buchführung (mit Kontoauszügen und Empfangsbestätigungen) wird zwischen Großunternehmen und ihren Banken und verstärkt auch bei kleineren Unternehmen bereits weitgehend elektronisch durchgeführt.



Entwicklungen in der Informations- und Telekommunikationstechnologie – sowie in jüngster Zeit durch das Internet – ist die Elektronisierung des Zahlungsverkehrs in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich vorangeschritten.

Der vorliegende Artikel gibt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen, wobei der Schwerpunkt auf der Elektronisierung von Zahlungsinstrumenten des elektronischen Handels im Bereich der Privatkundengeschäfte liegt (dem so genannten Retail E-Commerce). Zum E-Commerce zählt der Verkauf oder Kauf von Waren oder Dienstleistungen, der über computergestützte Netzwerke, wie etwa das Internet oder Netzwerke von Mobilfunkanbietern, getätigt wird.

Eine Fülle neuer Initiativen auf dem Markt

In Europa wurden zahlreiche neue Initiativen zur Abwicklung von Zahlungen über das Internet oder Mobilfunknetze in Angriff genommen. Die meisten dieser Initiativen befinden sich noch im Anfangsstadium; einige sind erfolgreich, aber viele mussten auch wieder aufgegeben werden.

Man kann zwischen zwei Arten von Initiativen unterscheiden: der Anpassung traditioneller Zahlungsinstrumente an den elektronischen Handel und der Entwicklung neuer Zahlungsinstrumente, die speziell auf den elektronischen Geschäftsverkehr zugeschnitten sind. Zur ersten Gruppe zählen Vorstöße

Kasten 2

Die Verwendung von unbaren Zahlungsinstrumenten in Europa

Eine Überweisung ist eine vom Zahlungspflichtigen an seine Bank ergangene Anweisung, sein Konto zu belasten und den Betrag dem Bankkonto des Begünstigten gutzuschreiben. Überweisungen sind das in Europa am häufigsten verwendete Zahlungsinstrument. Rund ein Drittel aller unbaren Zahlungen sind Überweisungen.

„Belastende“ Zahlungsinstrumente ermöglichen es dem Begünstigten, eine Anweisung an seine Bank zu senden, damit die vom Zahlungspflichtigen getätigten Einkäufe direkt von dessen Konto abgebucht (belastet) werden. Man unterscheidet drei Arten von „belastenden“ Zahlungsinstrumenten: Lastschriften, Debitkarten und Schecks.

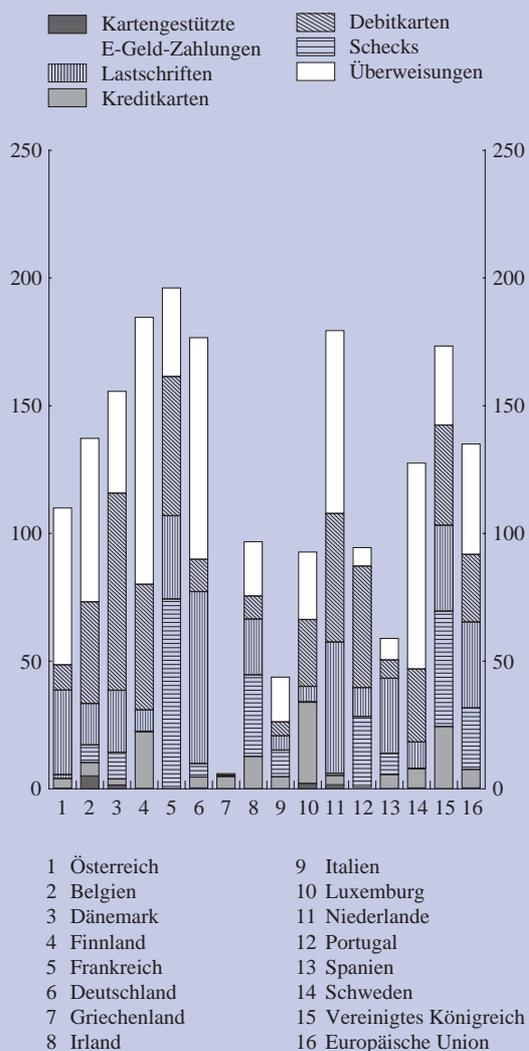
1. Lastschriften sind zuvor autorisierte Belastungen des Bankkontos des Zahlungspflichtigen, bei denen der Zahlungsvorgang vom Begünstigten ausgelöst wird. Lastschriften werden häufig bei wiederkehrenden Zahlungen wie beispielsweise Rechnungen von Versorgungsunternehmen (z. B. Wasser- oder Stromversorgung, Telefonkosten) verwendet oder bei Einmalzahlungen, wenn zwischen dem Zahlungspflichtigen und dem Begünstigten kein direkter Kontakt besteht. Lastschriften sind das am zweithäufigsten verwendete Zahlungsinstrument (ein Viertel der Zahlungen werden darüber abgewickelt).

2. Debitkarten stellen eine bequeme Möglichkeit dar, die zur Initiierung einer Lastschrift notwendigen Informationen über den Zahlungspflichtigen zu liefern. Diese Informationen sind im Magnetstreifen (oder Chip) der Karte enthalten. Zum Lesen der auf der Debitkarte enthaltenen Informationen wird ein entsprechendes Terminal benötigt, wobei gegebenenfalls auch geprüft wird, ob die Karte noch gültig ist und ob der Zahlungsvorgang eventuell für diese Karte bestehende Verfügungsgrenzen übersteigt. Debitkarten sind das an Verkaufsstellen (POS) am häufigsten verwendete unbare Zahlungsinstrument. Rund ein Fünftel aller Zahlungen werden unter Verwendung von Debitkarten getätigt.

3. Ein Scheck ist eine schriftliche Anweisung einer Partei (des Scheckausstellers) an eine andere Partei (den Bezogenen, üblicherweise eine Bank), auf Anforderung eine bestimmte Summe an den Scheckaussteller oder eine dritte vom Scheckaussteller benannte Partei zu zahlen. In einigen Ländern werden Schecks noch immer häufig verwendet; Zahlungen per Scheck machen daher zwischen 19% und 20% aller in Europa getätigten Zahlungen aus. In vielen Ländern kommen sie allerdings praktisch nicht vor.

Verwendung unbarer Zahlungsinstrumente in Europa

(Anzahl der jährlichen Transaktionen je Ansässigen)



Quelle: „Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)“, Addendum mit Angaben für das Jahr 2000, EZB, Juli 2002.

Kreditkarten ermöglichen es den Kunden, auf Kredit der Kreditkartengesellschaft Einkäufe zu tätigen und/oder Bargeld abzuheben. Der gewährte Kredit wird zum Ende eines bestimmten Zeitraums – üblicherweise eines Monats – entweder vollständig oder teilweise beglichen, wobei der Saldo weiterhin als Kredit gewährt wird. Bei der erstgenannten Zahlungsvereinbarung werden die Karten zuweilen „Chargecards“ genannt, aber der Einfachheit halber werden in diesem Aufsatz beide Varianten als Kreditkarten bezeichnet. Kreditkarten werden bei 5 % bis 6 % aller unbaren Zahlungsvorgänge in Europa verwendet.

ße, bei denen vorhandene Instrumente unverändert oder nur mit geringen Veränderungen an neuen Märkten wirksam eingesetzt werden. Die Vertrautheit mit diesen Produkten hat zu einer weit reichenden und schnellen öffentlichen Akzeptanz geführt. Zur zweiten Gruppe zählen Initiativen, die zusätzliche Vorteile bieten sollen oder die sich auf bestimmte Teile des Zahlungsvorgangs bzw. auf Marktnischen (wie z. B. Auktionsseiten im Internet) konzentrieren.

Elektronisierung traditioneller Zahlungsinstrumente

Die wichtigsten traditionellen Zahlungsinstrumente, die derzeit an das Internet und Mobilfunknetze angepasst werden, sind Kreditkarten, Überweisungen und „belastende“ Zahlungsinstrumente (z. B. Lastschriften, Debitkarten und Schecks). In Kasten 2 werden diese Instrumente und deren Verwendung in Europa dargestellt.

Kreditkarten sind derzeit das am weitesten verbreitete Zahlungsinstrument für Zahlungen über das Internet. Die häufige Verwendung von Kreditkarten bei Online-Zahlungen lässt sich aus der Tatsache erklären, dass sie weltweit bei den Kunden bekannt sind und es eine weit reichende Akzeptanz auf Seiten der Händler gibt. In vielen Ländern haftet bei einer missbräuchlichen Verwendung entweder der Händler oder die Kreditkartengesellschaft. Das macht Kreditkarten für den Zahlungspflichtigen besonders attraktiv, da er sicher sein kann, dass er kein Geld aufgrund eines Missbrauchs verliert, solange er seinen Pflichten nachgekommen ist.

Die meisten Banken in Europa stellen ihren Kunden bereits Anwendungen für das E-Banking zur Verfügung, über die Überweisungen online getätigt werden können. E-Banking erfreut sich immer größerer Beliebtheit, und es werden derzeit europaweit einheitliche Standards entwickelt. Die Möglichkeit, bei Käufen über das Internet Überweisungen zu verwenden, wird jedoch zurzeit noch nicht in größerem Umfang genutzt, wenngleich einige Konzepte in den nordischen Ländern bereits erfolgreich umgesetzt wurden.

In einigen Ländern können auch Lastschriften für Internet-Zahlungen verwendet werden. Die Verfahren sind mit jenen für eine Online-Zahlung per Kreditkarte vergleichbar. Der Zahlungspflichtige sendet seine Bankverbindung (Kontonummer und eventuelle Leitwegangaben) an den Begünstigten oder dessen Bank, und das Geld wird über eine Einzellastschrift vom Konto abgebucht. Diese Verfahren können in der Regel nur innerhalb eines bestimmten Landes verwendet werden, sodass Lastschriften für den grenzüberschreitenden E-Commerce weniger geeignet sind.

In einigen europäischen Ländern können Debitkarten in Internet-Shops verwendet werden. Dies funktioniert ähnlich wie das Lastschriftverfahren, bietet allerdings aufgrund der Karte zusätzliche Sicherheit bei Zahlungen. Der Karteninhaber identifiziert sich mithilfe eines Kartenlesegeräts, das mit dem Computer verbunden ist. Die Verwendung von Debitkarten bei Käufen im Internet ist immer noch sehr begrenzt.

Ein elektronischer „Scheck“ wird wie der Papierscheck verwendet, allerdings liegt die Anweisung in elektronischer Form vor. In einigen Rechtssystemen kann das Fehlen der

eigenhändigen Unterschrift eine andere rechtliche Einstufung dieser Instrumente zur Folge haben. In den meisten europäischen Ländern spielen Schecks lediglich eine untergeordnete Rolle, und in Ländern, in denen sie häufiger verwendet werden, wurden für den elektronischen Handel andere Zahlungsinstrumente und -dienstleistungen entwickelt.

Neue Zahlungsinstrumente und -dienstleistungen

Während sich die Beispiele im vorherigen Abschnitt hauptsächlich mit der Darstellung und elektronischen Übermittlung von Zahlungsinformationen unter Verwendung traditioneller Zahlungsinstrumente (Kreditkarten, Überweisungen etc.) und Zahlungsmittel (Geschäftsbankengeld) beschäftigten, werden in diesem Abschnitt neue Zahlungsinstrumente und damit verbundene Dienstleistungen erläutert. Anbieter verwenden entweder traditionelle oder neue Zahlungsmittel, wie etwa elektronisches Geld oder Verbindlichkeiten sonstiger Unternehmen. Gemeinsam ist diesen neuen Initiativen die Nutzung von Informations- und Telekommunikationstechnologien, die früher nicht für Zahlungszwecke zur Verfügung standen.

Die EZB definiert elektronisches Geld (E-Geld) im Allgemeinen als „eine auf einem Medium elektronisch gespeicherte Werteinheit, die allgemein genutzt werden kann, um Zahlungen an Unternehmen zu leisten, die nicht die Emittenten sind. Dabei erfolgt die Transaktion nicht notwendigerweise über Bankkonten, sondern die Werteinheiten auf dem Speichermedium fungieren als vorausbezahltes Inhaberinstrument“ (Bericht über elektronisches Geld, EZB, August 1998). Nach dieser Definition ist die elektronische Werteinheit mit Bargeld vergleichbar (obwohl sie im Gegensatz zu Bargeld nicht offen zirkulieren muss) und kann beispielsweise auf einer Chipkarte (kartengestützte Systeme) oder einem PC (softwaregestützte Systeme) gespeichert werden. E-Geld wurde per Gesetz zu einem neuen Zahlungsmittel. In Europa kann E-Geld nur von Kreditinstituten und Unter-

nehmen – einer Art Kleinbanken – begeben werden, die der nationalen Umsetzung der E-Geld-Richtlinie unterliegen (siehe hierzu die rechtlichen Aspekte weiter unten). Die in der Richtlinie verwendete Definition von E-Geld ist weiter gefasst als die Definition der EZB und kann neben karten- und softwaregestützten E-Geld-Systemen auch Systeme umfassen, die auf Kontenbasis operieren.

Derzeit existieren 25 verschiedene kartengestützte E-Geld-Systeme in der EU, die in der Regel von Finanzinstituten unterhalten werden. Die vor einigen Jahren gehegten hohen Erwartungen hinsichtlich deren Nutzung haben sich im Allgemeinen noch nicht erfüllt. Transaktionen über diese Systeme machen derzeit lediglich 0,2 % aller bargeldlosen Zahlungen in Europa aus. Am weitesten verbreitet sind sie in Belgien und Luxemburg. Bei E-Geld-Systemen gibt es wie bei vielen Zahlungssystemen Probleme bei der Erreichung der kritischen Masse. In jüngster Vergangenheit gab es keine europaweiten Einführungen. Im Fall von softwaregestütztem E-Geld wurden die meisten Systeme aufgegeben, bevor sie in größerem Umfang in Betrieb gehen konnten.

Der wachsende Erfolg von Auktionsseiten im Internet hat dazu geführt, dass es neue Anbieter für Zahlungsverkehrsdienstleistungen gibt, die Zahlungen von einer Person an eine andere über das Internet ermöglichen. Derartige Zahlungen werden allgemein als persönliche Online-Zahlungen bezeichnet. Die Systeme arbeiten nach dem Prinzip von Bankeinlagen, d. h. der Kunde eröffnet ein zweckgebundenes Konto beim Anbieter für Zahlungsverkehrsdienstleistungen, und die auf diesem Konto eingezahlten Gelder können für Zahlungen im Internet verwendet werden. Für Einzahlungen auf die zweckgebundenen Konten greifen die Systeme auf traditionelle Zahlungsinstrumente (z. B. Kreditkarten oder Überweisungen) zurück. Die wichtigsten, allen diesen Initiativen gemeinen Neuerungen sind zum einen die Verwendung von E-Mails und die Nutzung der Website des Zahlungsanbieters zur Kommunikation zwischen diesem und den Nutzern sowie zum anderen die Ein-

fachheit, mit der neue Konten eingerichtet werden können. In der Europäischen Union legen Bankenvorschriften fest, dass es sich bei den Zahlungsmitteln um Geschäftsbankengeld oder E-Geld handeln muss. Dies bedeutet, dass eine Banklizenz oder die Lizenz eines E-Geld-Instituts erforderlich ist. Außerhalb der EU sind in einigen Ländern auch Verbindlichkeiten von Nicht-Banken („Unternehmensgeld“) als Zahlungsmittel erlaubt.

Ein ähnlicher Ansatz wird bei den so genannten Scratch-Cards verfolgt. Bei diesen Systemen werden durch den Erwerb von an Kiosken und in Geschäften erhältlichen Karten Guthaben auf einem Konto verbucht. Diese Guthaben werden auf einem Server der kartenausgebenden Stelle und nicht auf dem PC oder der Chipkarte des Kunden gespeichert. Die Systeme ermöglichen auch anonyme Zahlungen, da keine Registrierung erforderlich ist und keine Bank- oder Kreditkarteninformationen über das Internet weitergeleitet werden müssen. Die Akzeptanz dieser Systeme ist nach wie vor eingeschränkt. Wie bei den persönlichen Online-Zahlungen kann entweder Geschäftsbankengeld (falls eine Bank oder ein E-Geld-Institut zuständig ist) oder Unternehmensgeld als Zahlungsmittel verwendet werden.

Eine weitere Dienstleistung, die auf traditionellen Instrumenten beruht, ist das Zahlungsportal. Dabei handelt es sich um Anbieter von Zahlungsdienstleistungen, die den Zugang zu einer Vielzahl verschiedener Zahlungsinstrumente ermöglichen und die im Allgemeinen Handelskonten für Online-Händler anbieten können. Zahlungsportale wickeln die Zahlungen bei Geschäften im E-Commerce für die Händler ab. Diese können ihre Kunden für Online-Zahlungen auf die Website des Zahlungsportals lenken. Nach erfolgreicher abgewickelter Zahlung benachrichtigt das Portal den Händler, dass die Ware versendet werden kann.

Um der Notwendigkeit Rechnung zu tragen, Kleinbetragszahlungen über das Internet abzuwickeln, sind neue Initiativen entstanden, die hier als kumulative Einzugsverfahren be-

zeichnet werden. Ihnen gemeinsam ist, dass mehrere kleinere Zahlungen zu einer einzigen Transaktion zusammengefasst werden, die dem Kunden in regelmäßigen Abständen (z. B. jeweils am Monatsende) belastet wird. Dieses Einzugsverfahren kann mit der zeitlich verzögerten Zahlung bei der Begleichung von Kreditkartenrechnungen verglichen werden. Hierbei unterscheidet man zwischen zwei Belastungsmodellen. Zum einen gibt es Systeme, bei denen die Transaktionen periodisch über traditionelle Zahlungsinstrumente – etwa eine Lastschrift zu Lasten des Bankkontos des Kunden oder eine Kreditkartenrechnung – abgewickelt werden. Zum anderen gibt es Systeme, bei denen die Geschäftsvorfälle in der Kundenrechnung eines Unternehmens, mit dem der Kunde bereits in geschäftlicher Beziehung steht (z. B. eine Telefongesellschaft oder ein Anbieter von Internetdiensten), mit aufgeführt werden. Bei den kumulativen Einzugsverfahren handelt es sich nicht um eine neue Art von Zahlungsmittel, sondern vielmehr um eine Zusatzoption zu existierenden Produkten, um Transaktionskosten zu sparen. Einige dieser Verfahren sind darauf ausgelegt, Kleinbetragszahlungen durchzuführen, da die Abwicklung derartiger Zahlungen über traditionelle Zahlungsinstrumente sowohl für den Kunden als auch für den Händler sehr teuer werden könnte. Dennoch werden kumulative Einzugsverfahren bisher nur recht eingeschränkt genutzt.

Mehrere Initiativen sind entstanden, um Zahlungen über Mobiltelefone durchzuführen. Solche Zahlungen werden manchmal auch als mobile Zahlungen bezeichnet. Derzeit stellen diese Systeme vor allem einen neuen Zahlungsweg dar, über den eine Überweisung oder Lastschrift (Geschäftsbankengeld) bei einem Finanzinstitut ausgeführt werden kann. Einige bieten auch Lösungen mit vorausbezahlten Guthaben an, die über Handy verfügbar sind. Derartige Guthaben (E-Geld oder Unternehmensgeld) werden zur Bezahlung von Produkten und Dienstleistungen verwendet. Mobilfunkgeräte sind hierfür gut geeignet, da sie personalisiert sind, permanent mitgeführt werden, für den Verbindungsauf-

Kasten 3

Klassifizierung von Zahlungsinstrumenten und Zahlungsmitteln

Traditionelle Zahlungsinstrumente	Zahlungsmittel
Banknoten und Münzen Überweisungen „Belastende“ Zahlungsinstrumente Kreditkarten	Zentralbankgeld Geschäftsbankengeld Geschäftsbankengeld Geschäftsbankengeld
Neue Zahlungsinstrumente und -dienstleistungen	Zahlungsmittel
Elektronisches Geld Persönliche Online-Zahlungen Scratch-Cards Zahlungsportale Kumulative Einzugsverfahren Mobile Zahlungen	E-Geld Geschäftsbankengeld, E-Geld oder „Unternehmensgeld“ Geschäftsbankengeld, E-Geld oder „Unternehmensgeld“ Geschäftsbankengeld, E-Geld oder „Unternehmensgeld“ Geschäftsbankengeld, E-Geld oder „Unternehmensgeld“ Geschäftsbankengeld, E-Geld oder „Unternehmensgeld“

Anmerkung: In der EU ist die Verwendung von „Unternehmensgeld“ bei kleineren Initiativen gemäß dem Erlass der E-Geld-Richtlinie erlaubt, sofern nationale Bestimmungen dies nicht ausschließen.

bau entwickelt wurden und mehr Menschen in Europa über ein digitales Mobiltelefon verfügen als über einen PC. Es ist auch möglich, Mobiltelefone für alle Arten von Zahlungen an Zahlungsterminals (mit oder ohne Personal am Terminal), bei Internetzahlungen und bei einigen Systemen auch für Zahlungen zwischen Einzelpersonen zu verwenden. Verschiedene Initiativen wurden gestartet, um die Interoperabilität zwischen unterschied-

lichen Lösungen für mobile Zahlungen zu verbessern. Dazu zählen das MOBEY-Forum, die Initiative MeT (Mobile electronic Transactions), das Mobile Payments Forum und der PayCircle. Diese Foren fördern die Verwendung von Mobilfunktechnologie bei Finanzdienstleistungen und fungieren als Bindeglied zwischen den verschiedenen Standardisierungsgremien im Mobilfunk- und Finanzbereich.

2 Herausforderungen bei der Entwicklung

Technologische Innovationen können die Effizienz des Zahlungsverkehrs steigern, indem sie die Transaktionskosten senken und damit die allgemeine Wohlfahrt erhöhen. Auf dem Weg zu einer sicheren und effizienten Infrastruktur für elektronische Zahlungen sind jedoch eine Vielzahl von Herausforderungen zu bewältigen.

Eine der größten Herausforderungen, die die Einführung neuer Zahlungsdienstleistungen erschwert, ist deren Abhängigkeit von ausreichend großen Netzwerken. Der Nutzen von Zahlungsinstrumenten hängt von der Anzahl der Akzeptanzstellen ab, an denen sie

verwendet werden können, weshalb sie auch als Netzwerküter bezeichnet werden. So erhöht sich beispielsweise der Wert einer bestimmten Zahlungskarte für den Nutzer, wenn diese an möglichst vielen Terminals akzeptiert wird, was wiederum die Anreize für andere erhöht, an dem Netzwerk teilzunehmen. Ein Hauptproblem für neue Netzwerkprodukte oder -systeme ist, dass zuerst eine kritische Masse geschaffen werden muss, bevor andere Nutzer geworben werden können. Kunden werden nur an einem Netzwerk teilnehmen, wenn genug Akzeptanzstellen verfügbar sind, und die Händler werden diese nur bereitstellen, wenn genug Kunden sie nut-

zen. Diese „Henne-Ei-Problematik“ führt bei allen Arten von neuen Zahlungsinstrumenten und -dienstleistungen zu hohen Startkosten.

Weitere Herausforderungen für einen reibungslosen elektronischen Zahlungsverkehr stellen sich im Zusammenhang mit der Standardisierung und dem rechtlichen Rahmen sowie der Sicherheit der Zahlungsinstrumente und Zahlungsmittel. Nur durch die Anwendung einheitlicher Standards können die Vorteile einer Elektronisierung des gesamten Zahlungsverganges voll ausgeschöpft werden. Auch ist ein tragfähiger Rechtsrahmen für die Bereitstellung neuer Zahlungsdienstleistungen erforderlich. Nicht zuletzt ist die Sicherheit dieser Dienstleistungen sowohl für die Anbieter von Zahlungsverkehrsdienstleistungen als auch die Öffentlichkeit von größter Bedeutung. In diesen Bereichen hätte eine verstärkte Kooperation zwischen den involvierten Interessengruppen offensichtliche Vorteile.

Aspekte der Standardisierung

Es ist wichtig, einheitliche Standards und Nachrichtenformate festzulegen, die eine durchgängig automatisierte Abwicklung ohne manuelle Eingriffe ermöglichen. In der Vergangenheit wurde die Standardisierung im Zahlungsverkehr von einer in sich recht geschlossenen Gruppe von Teilnehmern aus dem Finanzsektor organisiert und nicht über nationale Grenzen hinaus betrieben. Das veränderte Umfeld, insbesondere die globale Reichweite durch das Internet und mobile Netzwerke sowie die Einführung des Euro, haben die Zusammenarbeit und Standardsetzung in mehrerer Hinsicht komplexer gemacht.

Ein Aspekt, der die Festlegung von Standards erschwert, ist die gestiegene Anzahl der am Zahlungsvergange beteiligten Parteien; dazu gehören auch zunehmend Unternehmen, die nicht aus dem Finanzsektor kommen. Wie in Kasten I dargestellt umfasst ein vollständiger

elektronischer Zahlungsvergange die Fakturierung durch den Rechnungssteller, die Initiierung der Zahlung durch den Zahlungspflichtigen, die Bearbeitung und Verrechnung der Zahlung durch die Finanzinstitute und schließlich die Zahlungsabstimmung durch den Begünstigten. Es müssen Lösungen gefunden werden, die für alle Beteiligten akzeptabel sind. Letztere sollten im Idealfall in die Entwicklung und Umsetzung von Standards eingebunden werden, die ihren Bereich in der Zahlungskette betreffen.

Technologische Neuerungen und das Auftreten neuer Anbieter im Markt sowie die rasch voranschreitenden Entwicklungen in anderen Bereichen, in denen Kommunikation eine wesentliche Rolle spielt, haben zu gestiegenen Erwartungen bei den Kunden geführt. Diese erwarten schnellere und günstigere Zahlungen, was bedeutet, dass die bestehende Interbanken-Infrastruktur, die traditionell auf dem Konzept von Wertstellungstagen und täglichen Abrechnungen basiert, an die neuen Gegebenheiten angepasst werden muss. Derzeitige Entwicklungen bei den Zahlungssystemen umfassen die Einführung eines direkten und einfachen Zugangs (z. B. mittels Internet-Technologien) sowie von Instrumenten zur Begrenzung der Sicherheitsrisiken (z. B. PKI (Public Key Infrastructure)), Änderungen bei der zeitlichen Koordinierung und Endgültigkeit von Zahlungen (zum Beispiel mehrmals tägliche Zahlungsverrechnung oder Brutto-Verrechnung zwischen Banken), eine größere Kapazität für die Übermittlung von Informationen (um beispielsweise eine automatische Zahlungsabstimmung zu ermöglichen) und variable Nachrichtenformate (z. B. XML).

Der Konsolidierungs- und Integrationsprozess in Europa und die Schaffung grenzüberschreitender Zahlungssysteme tragen ebenfalls zu einer größeren Komplexität bei, erhöhen jedoch auch die Vorteile. Die nationalen Standards weichen europaweit stark voneinander ab, und die Entwicklung einheitlicher europäischer oder globaler Standards ist mit hohen Kosten verbunden.

Rechtliche Aspekte

Auf europäischer Ebene besteht der rechtliche Rahmen für den elektronischen Handel aus einer Reihe von Richtlinien zur Lösung von Problemen, die sich aus dem Online-Handel und Online-Zahlungen in unterschiedli-

chen rechtlichen, vertragsrechtlichen und gerichtlichen Systemen innerhalb der EU ergeben können (siehe Kasten 4).

Die Europäische Kommission führte jüngst ein Konsultationsverfahren zu dem Arbeitsdokument „Ein möglicher Rechtsrahmen für

Kasten 4

Rechtlicher Rahmen für den elektronischen Handel (E-Commerce) in Europa

Zur Steigerung des Vertrauens in den elektronischen Geschäftsverkehr und zur Förderung der Bereitstellung von Online-Dienstleistungen und -Produkten wurden eine Reihe von Richtlinien verabschiedet. Die drei wichtigsten Richtlinien, die sich auf den elektronischen Zahlungsverkehr beziehen, sind:

- die Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr (Richtlinie 2000/31/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2000 über bestimmte rechtliche Aspekte der Dienste der Informationsgesellschaft, insbesondere des elektronischen Geschäftsverkehrs im Binnenmarkt), die darauf abzielt, den „freien Verkehr von Diensten der Informationsgesellschaft zwischen den Mitgliedstaaten“ sicherzustellen. Die Richtlinie fördert den freien Verkehr von Online-Dienstleistungen, wobei dem Mitgliedstaat, in dem der Diensteanbieter niedergelassen ist, die Aufsicht obliegt (Prinzip des „Herkunftsorts“). Sie legt auch Maßnahmen für die Transparenz der kommerziellen Kommunikation und des „Abschlusses von Verträgen auf elektronischem Wege“ fest und gewährleistet die Anerkennung der Rechtsgültigkeit elektronischer Verträge;
- die E-Geld-Richtlinie (Richtlinie 2000/46/EG über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten), die eine Reihe von harmonisierten bankaufsichtlichen Mindestvorschriften in Bezug auf die Ausgabe von elektronischem Geld einführt und die Vereinbarungen zur gegenseitigen Anerkennung des Grundsatzes der Beaufsichtigung durch den Herkunftsmitgliedstaat (gemäß Richtlinie 2000/12/EG) auf die E-Geld-Institute anwendet; und
- die E-Signatur-Richtlinie (Richtlinie 1999/93/EG über gemeinschaftliche Rahmenbedingungen für elektronische Signaturen), die die Rahmenbedingungen für elektronische Signaturen festlegt. Durch die Richtlinie wird gewährleistet, dass alle Mitgliedstaaten die Rechtsgültigkeit einer elektronischen Unterschrift anerkennen, und dass alle Dienstleistungen im Zusammenhang mit elektronischen Signaturen im EU-Binnenmarkt ohne nationale Hemmnisse erbracht werden können.

Andere Rechtsakte in diesem Zusammenhang sind:

- die Bankenrichtlinie (2000/12/EG) vom 20. März 2000, die für Kreditinstitute die Gewährung einer einzigen Zulassung für die gesamte Gemeinschaft vorsieht, damit diese in anderen Mitgliedstaaten Dienstleistungen erbringen und Zweigniederlassungen errichten können. Die Richtlinie ermöglicht Kreditinstituten auch den Zugang zu ausländischen, in der EU betriebenen Zahlungssystemen, und zwar nicht nur durch im jeweiligen Land errichtete Zweigniederlassungen, sondern auch mittels Fernzugang ohne physische Präsenz. Voraussetzung ist allerdings, dass die Kreditinstitute die für die jeweiligen Systeme geltenden Bedingungen akzeptieren;
- die Verordnung über grenzüberschreitende Zahlungen in Euro (Verordnung (EG) Nr. 2560/2001), die Vorschriften festlegt, um sicherzustellen, dass für grenzüberschreitende Zahlungen in Euro und für Euro-Zahlungen innerhalb eines Mitgliedstaats die gleichen Gebühren erhoben werden (bei grenzüberschreitenden Zahlungen bis zu (maximal) 50 000 €); und
- die Empfehlung der Kommission zu den Geschäften, die mit elektronischen Zahlungsinstrumenten getätigt werden (besonders zu den Beziehungen zwischen Emittenten und Inhabern solcher Instrumente) (97/489/EG), in der unter anderem dargestellt wird, wie die Verpflichtungen zwischen dem Kunden, dem Händler und dem Anbieter der Zahlungsdienste in angemessener Weise zu verteilen sind.

einen einheitlichen Zahlungsverkehrsraum im Binnenmarkt“ durch.¹ Ziel des Konsultationspapiers war es, die Errichtung eines kohärenten und zeitgemäßen rechtlichen Rahmens für Zahlungen im Binnenmarkt zu erörtern. Es sieht eine Kodifizierung von verschiedenen vom Europäischen Parlament, der Europäischen Kommission und dem Rat verabschiedeten Rechtsinstrumenten in einem umfassenden rechtlichen Rahmen vor.

Angesichts des rasanten technologischen Fortschritts könnte es für die Gesetzgeber schwierig werden, angemessene und zeitgemäße Rechtsvorschriften zu erlassen. Jede zusätzliche Rechtsvorschrift für innovative Zahlungsverfahren sollte daher im Hinblick auf ihre Notwendigkeit genauestens überprüft werden und aus weit gefassten Grundsätzen bestehen, um späteren technologischen Entwicklungen gerecht zu werden. Darüber hinaus sollte sie im Dialog mit den Marktteilnehmern entwickelt werden.

Sicherheitsaspekte

Bedenken hinsichtlich der Sicherheit von elektronischen Zahlungen sind einer der von der Öffentlichkeit meistgenannten Gründe dafür, nicht auf elektronische Zahlungsinstrumente zurückzugreifen. Darüber hinaus kann das Scheitern mancher Initiative auf die mangelhaften Sicherheitsvorkehrungen zurückgeführt werden, mit denen Zahlungsanbieter ihre Dienstleistungen schützen. Es wurden verschiedene Sicherheitsinitiativen für Internet-Zahlungen entwickelt, aber nicht alle sind in großem Umfang umgesetzt worden.

Bei der Beurteilung der Gesamtsicherheit von elektronischen Zahlungen und Online-Transaktionen sind eine Reihe von Elementen zu berücksichtigen, wie etwa Verfügbarkeit, Authentizität/Autorisierung, Integrität, Nicht-Zurückweisung und Vertraulichkeit. Diese werden in Kasten 5 kurz erläutert.

Viele der oben genannten Sicherheitsaspekte können nur verwirklicht werden, wenn verschiedene Techniken kombiniert werden, was

normalerweise durch die Verwendung von Verschlüsselungstechnologien in Verbindung mit geeigneten organisatorischen Maßnahmen geschieht. Bisher stellten inadäquate organisatorische Maßnahmen ein Hindernis für die erfolgreiche Umsetzung von Initiativen auf breiter Ebene dar, während die dafür erforderlichen Technologien bereits seit einiger Zeit zur Verfügung stehen. Die Sicherheit des elektronischen Zahlungsverkehrs ist nicht allein eine Frage der Technologie, sondern auch eines angemessenen Geschäftsmodells, das von den Kunden akzeptiert wird und für die Nutzer nicht zu kostspielig ist.

Eine Reihe von Verschlüsselungsstandards wurden entwickelt und Initiativen ergriffen, um eine sicherere Übermittlung und Speicherung von Zahlungsinformationen zu gewährleisten. Das meistgenutzte Protokoll ist das „Secure Socket Layer (SSL)“-Protokoll. Es ermöglicht einen sicheren Datenaustausch zwischen dem Kunden-PC und der Website des Händlers. In der Regel ist ein zusätzliches Passwort zur Authentifizierung der Teilnehmer erforderlich. Bei Kreditkarten, dem im Internet am häufigsten verwendeten Zahlungsinstrument, war eine Zunahme der Betrugsfälle bei der Online-Nutzung festzustellen, was zu Sicherheitsbedenken bei den Kreditkartenunternehmen, Händlern und Verbrauchern geführt hat. Europäische Banken und Kreditkartensysteme haben jüngst damit begonnen, im Rahmen des neu ins Leben gerufenen European Payments Council (EPC) aktive Betrugsbekämpfung zu betreiben.

Im Allgemeinen ist bei einer Diskussion der Sicherheitsmerkmale auch immer die Anreizstruktur zu berücksichtigen. Für das Versagen eines Sicherheitsmerkmals haftbar gemacht werden zu können ist ein starker, wenn nicht sogar der stärkste Anreiz, angemessene Sicherheitsmerkmale zu entwickeln. Im elektronischen Zahlungsverkehr ist die Verteilung der Risiken und der Haftung zwischen den beteiligten Parteien daher ein kardinaler Punkt bei der Entwicklung einer sicheren Zahlungsabwicklung. Die Pflichten und die Haftung der

¹ Siehe www.europa.eu.int.

Kasten 5

Sicherheitselemente

Zu den wichtigsten Sicherheitselementen gehören:

- Verfügbarkeit: Das Instrument arbeitet effizient und zeitnah, verfügt über ausreichend Kapazität, um eine akzeptable Leistung zu erbringen und ist nach Störungen rasch wieder einsatzbereit.
- Authentizität und Autorisierung: Das Instrument verfügt über geeignete Mittel, um die Identität und Berechtigung des Kunden, der den Dienst in Anspruch nimmt, zu verifizieren und um sicherzustellen, dass alle Transaktionen rechtmäßig sind.
- Integrität: Das Instrument verfügt über geeignete Mittel, um die Integrität der Daten im elektronischen Zahlungsverkehr zu schützen. Das bedeutet, dass weitergeleitete oder gespeicherte Informationen im Zusammenhang mit elektronischen Zahlungen ohne Autorisierung weder verändert noch gelöscht werden können.
- Nicht-Zurückweisung: Das Instrument wendet bei elektronischen Zahlungsvorgängen geeignete Mittel zur Authentifizierung der Transaktionen an, die eine Zurückweisung erschweren und die Rechenschaftspflicht für elektronische Zahlungen begründen. Es wird ein Nachweis für die Absendung und den Empfang einer Mitteilung erstellt: Dies schützt den Absender gegen eine fälschliche Behauptung im Hinblick auf den Empfang durch den Empfänger; umgekehrt schützt es den Empfänger gegen eine unwahre Behauptung des Absenders, dass die Daten versendet bzw. nicht versendet wurden.
- Vertraulichkeit: Das Instrument verfügt über geeignete Mittel, um die Vertraulichkeit der relevanten elektronischen Zahlungsverkehrsinformationen zu gewährleisten. Schlüsselinformationen sollten nicht in einer Weise offen gelegt werden, die zulässt, dass sie von Unberechtigten eingesehen oder verwendet werden können.

an einem Zahlungsvorgang beteiligten Parteien müssen klar zugeordnet und rechtsverbindlich festgeschrieben sein. Parteien, denen aus einer Verpflichtung (z. B. der Gewährleistung von Vertraulichkeit oder der Korrektur von Fehlzahlungen oder betrügerischen Zahlungen) Risiken und Kosten entstehen können, haben einen starken Anreiz, angemessene Sicherheitsmaßnahmen zu ergreifen.

Schließlich muss auch berücksichtigt werden, dass die Elektronisierung des Zahlungsverkehrs eine neue Informationsqualität mit sich

bringt. Aufgrund der Funktionen der Informationstechnologie werden bei elektronischen Zahlungen Informationen erzeugt, die über den Zahlungszweck hinausgehen (z. B. über das Verhaltensmuster der Zahlungspflichtigen und Zahlungsempfänger, die Umlaufgeschwindigkeit der Zahlungsmittel usw.). Aspekte des Datenschutzes und des Schutzes der Privatsphäre sowie die effiziente Verteilung und angemessene Nutzung der erzeugten wertvollen Informationen sind vielschichtige Themen, die erörtert und angegangen werden müssen.

3 Das Interesse der EZB am elektronischen Zahlungsverkehr

Die Aufgaben der EZB im Zahlungsverkehr umfassen die Förderung der Sicherheit und Effizienz der Zahlungssysteme und -instrumente, die Sicherung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie der Funktion des Geldes als Verrechnungseinheit und die Wahrung der Systemstabilität.

Im Herbst 2002 veröffentlichte die EZB ein Thesenpapier mit dem Titel „E-payments in Europe – the Eurosystem’s perspective“

(Elektronischer Zahlungsverkehr in Europa aus Sicht des Eurosystems) und organisierte eine Konferenz, um die Zukunft des elektronischen Zahlungsverkehrs sowie die Rolle des Eurosystems in diesem Bereich zu erörtern. Auf der Grundlage der in diesem Rahmen mit Marktteilnehmern geführten Diskussionen sieht die EZB für sich vor allem zwei Funktionen, nämlich eine Katalysator- und eine Überwachungsfunktion. Zur Gewährleistung der Effizienz und Sicherheit wird das Eurosystem

den Schwerpunkt zunächst auf die erstgenannte Funktion legen, solange sich der Markt noch in der Entwicklungsphase befindet.

Katalysator

Im Allgemeinen profitieren die Nutzer elektronischer Zahlungssysteme immer dann am meisten, wenn alle am Zahlungsprozess Beteiligten nahtlos zusammenarbeiten. In ihrer Funktion als Katalysator für Entwicklungen in diesem Bereich will die EZB ein Forum für die Zusammenarbeit der Interessengruppen schaffen und Analysen und Statistiken liefern, um zu einer stärkeren Integration beizutragen.

In diesem Jahr beschloss die EZB, den Betrieb von ePSO (electronic Payment Systems Observatory) fortzusetzen, das ursprünglich im Jahr 2000 von der Europäischen Kommission ins Leben gerufen wurde. Bei ePSO handelt es sich um eine offene Infrastruktur zum gegenseitigen Informationsaustausch über den elektronischen Zahlungsverkehr. Das Ziel von ePSO ist es, den Meinungs austausch zwischen den Marktteilnehmern zu fördern und als Informationsquelle zu dienen. Die ePSO-Website kann unter www.e-pso.info aufgerufen werden.

Angemessene Statistiken sind für Geschäftsentscheidungen von Unternehmen, die Zahlungsdienstleistungen anbieten, für deren Analysten und Geldgeber sowie die öffentlichen Stellen, die die entsprechende Politik gestalten, unentbehrlich. Die EZB hat im Jahr 2002 Anstrengungen unternommen, um die Qualität und Verfügbarkeit von aggregierten Statistiken zum Zahlungsverkehr für die EU, das Euro-Währungsgebiet und die Beitrittsländer zu verbessern. Die ersten Ergebnisse dieser Arbeit werden voraussichtlich im Laufe des nächsten Jahres zur Verfügung stehen.

Die EZB legt ein besonderes Augenmerk auf die grenzüberschreitende Interoperabilität von Standards. Es ist jedoch im Bereich des Zahlungsverkehrs aufgrund der verschiedenen nationalen und internationalen Akteure,

den Besonderheiten von Netzwerkütern und auch wegen der sich ändernden Kundenanforderungen sowie der Veränderungen bei der Zahlungsabwicklung schwierig, sich auf einheitliche Standards zu einigen.

Der Beitrag der EZB zur Einführung von Standards konzentriert sich auf verschiedene Teilbereiche des Zahlungsvorgangs: die Initiierung einer Zahlung, die Interbanken-Verrechnung und die Abstimmung. Für die Initiierung von Zahlungen und die Kommunikation zwischen dem Zahlungspflichtigen und seiner Bank oder dem Anbieter von Zahlungsdienstleistungen sind bereits einige internationale Standards vorhanden, wie zum Beispiel die International Bank Account Number (IBAN), der Bank Identifier Code (BIC) und der electronic Payment Initiator (ePI).² Die EZB unterstützt die Anwendung und Verbreitung dieser Standards im elektronischen Zahlungsverkehr.

Mit Blick auf die Interbanken-Komponente bei einem Zahlungsvorgang hat die EZB mehrere Analysen über Interbanken-Infrastrukturen für Massenzahlungen durchgeführt und Empfehlungen für Verbesserungen abgegeben.³ Zentralbanken sind oft Anbieter von Interbankzahlungsanwendungen und können deshalb bei der Anpassung der Systeme an die Anforderungen des Massenzahlungsverkehrs behilflich sein. Besondere Anforderungen bei der Entwicklung von Interbanken-Infrastrukturen zur Abwicklung und Verrechnung von Zahlungen, die sich aufgrund der Elektronisierung ergeben, werden noch genauer untersucht.

Die meisten der derzeitigen Initiativen im Zahlungsverkehr sehen keine Änderung der Interbanken-Verrechnung vor. Sie gehen davon aus, dass die Banken Zahlungen über Systeme für Interbankzahlungen abwickeln. Die Auswirkungen der vermehrten Nutzung

² Weitere Einzelheiten finden sich auf der Website des European Committee for Banking Standards (www.ecbs.org).

³ Siehe z. B. folgende Veröffentlichungen der EZB: „Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro“, November 2001, „Improving cross-border retail payment services – Progress report“, September 2000, und „Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem’s view“, September 1999.

innovativer Technologien auf die Zahlungsabwicklung zwischen Banken könnten jedoch einen Vorstoß in Richtung Echtzeit-Verfahren bewirken, da die Öffentlichkeit zunehmend Echtzeit-Zahlungen erwartet und die Kosten für Informationstechnologien und Telekommunikationsdienstleistungen bei gleichzeitig steigenden Kapazitäten und Leistungen sinken.

Für den letzten Teil des Zahlungsvorgangs zwischen dem Begünstigten und seiner Bank oder dem Anbieter von Zahlungsdienstleistungen, d. h. dem Abgleich der gestellten Rechnungen mit den auf den Konten des Rechnungsstellers eingegangenen Zahlungen („Abstimmung“), existieren keine weithin akzeptierten Standards auf europäischer Ebene. Bei Online-Geschäften, bei denen die Vorteile nur durch eine durchgängig automatisierte Zahlungsabwicklung voll ausgeschöpft werden, ist dies ein klarer Nachteil, der die Kosten des E-Commerce unnötig erhöht. Die EZB wird die Umsetzung bereits vorhandener Standards und die Entwicklung neuer Standards weiter verfolgen, um eine durchgängig automatisierte Abwicklung – also von der Einreichung einer Zahlung bis zur Abstimmung – zu ermöglichen.

Überwachungsorgan

Im Rahmen ihrer Überwachungstätigkeit ist die EZB mit der Sicherheit aller Zahlungsmittel und -instrumente befasst, die von der Öffentlichkeit genutzt werden. Ein empfunder oder tatsächlicher Sicherheitsmangel eines bestimmten Zahlungsinstrumentes oder -systems kann zu einem Vertrauensverlust im Hinblick auf dieses Instrument oder System führen und sich schlimmstenfalls negativ auf das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme auswirken, wenn zum Beispiel der Rückgriff auf andere Zahlungsmittel schwierig ist oder sich der Vertrauensschwund auf andere Instrumente überträgt. Das Gleiche gilt auch für die Sicherheit von Zahlungsmitteln. Diese wurde bisher dadurch gewährleistet, dass auf Einlagen basierende Zahlungsdienstleistungen nur von Kreditinstituten (ein-

schließlich E-Geld-Instituten) erbracht werden können, die der Bankenaufsicht unterliegen.

Die Sicherheit von elektronischen Zahlungsinstrumenten kann zwar durch strengere Sicherheitsvorschriften verbessert werden, aber diese können das System für die Verbraucher, Händler und Dienstleister auch verteuern und dadurch die Akzeptanz und Effizienz der Dienstleistung verringern. Aufgrund dieses möglichen Zielkonflikts zwischen Sicherheit und Effizienz muss ein angemessener Kompromiss zwischen den beiden Aspekten gefunden werden.

Das Eurosystem hat damit begonnen, die Sicherheit bestimmter Instrumente im Massenzahlungsverkehr zu prüfen. Der einheitliche Ansatz des Eurosystems im Hinblick auf E-Geld wurde im Bericht „Electronic Money System Security Objectives“ (Sicherheitsziele für E-Geld-Systeme) zur Konsultation veröffentlicht. Der Bericht enthält eine Liste mit konkreteren Zielen für die Sicherheit von E-Geld-Systemen, die die Zuverlässigkeit und technische Sicherheit der Systeme insgesamt gewährleisten und das öffentliche Vertrauen in diese stärken sollen. Ferner sollen mittels dieser Ziele die aufsichtlichen Regeln für die verschiedenen Systeme angeglichen werden.

Im Juli 2002 veröffentlichte das Eurosystem eine Liste von Überwachungsstandards für in Euro operierende Massenzahlungssysteme zur öffentlichen Konsultation.⁴ Es wird in Kürze die endgültige Liste der Standards veröffentlichten und gegebenenfalls vorgenommene Änderungen erläutern. Das Eurosystem hat diese Standards festgelegt, um das reibungslose Funktionieren von Massenzahlungssystemen, die für die Wirtschaft von großer Bedeutung sind, sowie Effizienz, Sicherheit und Wettbewerbsgleichheit für die Teilnehmer verschiedener Systeme zu gewährleisten und um letztendlich das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Euro zu stärken.

⁴ „Oversight standards for euro retail payment systems“, 8. Juli 2002.

4 Schlussbemerkungen

Der Trend zur Elektronisierung des Zahlungsverkehrs hält an. Die derzeitigen Entwicklungen konzentrieren sich auf den Schritt zwischen dem Begünstigten und dem Zahlungspflichtigen (Rechnungsstellung) und vor allem auf den Schritt zwischen dem Zahlungspflichtigen und dem Anbieter von Zahlungsdiensten. In den letzten Jahren sind eine Fülle neuer Zahlungsdienstleistungen entstanden, von denen viele bereits nicht mehr existieren. Bisher wurde für neue Zahlungsdienste im Internet oder über Mobilfunknetze in der Hauptsache auf traditionelle Zahlungsinstrumente zurückgegriffen, die für die elektronische Nutzung angepasst wurden.

Die EZB sieht sich in diesem Bereich in der Rolle des Katalysators und Überwachers. Beide Funktionen zielen auf die Gewährleistung

der Sicherheit und Effizienz elektronischer Zahlungssysteme und -instrumente ab. Die EZB ist bestrebt, die Marktkoordination zu stärken, Statistiken zur Unterstützung von Geschäftsentscheidungen und politischen Entscheidungen bereitzustellen, zu analysieren, welche Standards für eine durchgängige Automatisierung des Zahlungsvorgangs erforderlich sind, und die Schaffung eines soliden rechtlichen Rahmens für die Bereitstellung neuer Zahlungsdienste zu fördern. Die Arbeitsergebnisse werden der Öffentlichkeit vorgestellt. Zudem ist geplant, den Schwerpunkt der EZB im elektronischen Zahlungsverkehr mehr auf die Überwachungs- und weniger auf die Katalysatorfunktion zu legen, sobald die Nutzung des elektronischen Zahlungsverkehrs sich nicht mehr in der Anfangsphase befindet.

Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat

Um sicherzustellen, dass der EZB-Rat seine Entscheidungen auch nach einer zukünftigen umfassenden Erweiterung des Euro-Währungsgebiets effizient und rechtzeitig treffen kann, hat der EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs – gestützt auf eine Empfehlung der Europäischen Zentralbank – kürzlich einen Beschluss über die Anpassung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat gefasst. Im vorliegenden Artikel werden die zentralen Themen der Diskussion, die der EZB-Empfehlung für ein neues Abstimmungsverfahren vorausging, dargelegt und dessen wichtigste Merkmale und Funktionsweise erläutert. Abschließend wird das Verfahren beschrieben, das in der Verabschiedung des neuen Abstimmungssystems mündete, und es werden die von den verschiedenen europäischen Institutionen hierzu vertretenen Standpunkte kurz vorgestellt.

I Einleitung

Die Europäische Union bereitet sich darauf vor, im Rahmen einer umfassenden Erweiterung neue Mitgliedstaaten aus Mittel-, Ost- und Südeuropa aufzunehmen. Eine Aufstockung der EU-Mitgliedstaaten auf die gegenwärtig vorgesehenen 27 Länder wird tiefgreifende Auswirkungen auf die Arbeitsweise ihrer Institutionen und Organe, unter ihnen auch die Europäische Zentralbank, haben. Obgleich sich die Beitrittskandidaten mit dem Status eines „Mitgliedstaats, für den eine Ausnahmeregelung gilt“ der EU anschließen,

verpflichten sie sich, den Euro zu einem späteren Zeitpunkt einzuführen. Sobald sie unter Beweis gestellt haben, dass sie die Maastrichter Konvergenzkriterien dauerhaft erfüllen können, werden sie die Umstellung auf die gemeinsame Währung vollziehen. Aus diesem Grund muss sich auch der EZB-Rat auf eine möglicherweise deutlich höhere Zahl von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets und damit auf eine Erweiterung des EZB-Rates um die Präsidenten der betreffenden nationalen Zentralbanken (NZBen) einstellen.

2 „Ermächtigungsklausel“ für die EZB

Um der Herausforderung zu begegnen, dass der EZB-Rat auch nach einer signifikanten Erhöhung der Zahl seiner Mitglieder Beschlüsse effizient und zeitnah fassen kann, sieht der Vertrag von Nizza eine „Ermächtigungsklausel“ für die EZB vor. Sie ist in Form des neuen Artikels 10.6 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (im Folgenden „die Satzung“), der die Grundlage für eine Änderung der in Artikel 10.2 festgelegten Abstimmungsregeln im EZB-Rat bildet, in die Satzung eingegangen.

Gemäß Artikel 10.6 der Satzung kann Artikel 10.2 der Satzung vom EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs entweder auf Empfehlung der EZB nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Kommission oder auf Empfehlung der Kommission, dann nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB, einstimmig

geändert werden (siehe hierzu auch Kasten I). Artikel 10.6 schreibt darüber hinaus vor, dass für die Empfehlung der EZB ein einstimmiger Beschluss des EZB-Rates erforderlich ist. In einer der Abschlussakte der Regierungskonferenz zur Vorbereitung des Vertrags von Nizza beigefügten Erklärung verliehen die Regierungen der Mitgliedstaaten ihrer Erwartung Ausdruck, dass eine Empfehlung im Sinne des Artikels 10.6 so rasch wie möglich nach Inkrafttreten des Vertrags vorgelegt werde.

Nach dem Ende der Regierungskonferenz fanden im EZB-Rat eingehende Beratungen über die möglichen Alternativen zur Anpassung der Abstimmungsmodalitäten statt. Am 3. Februar 2003 nahm der EZB-Rat die Empfehlung der Europäischen Zentralbank für einen Beschluss des Rates über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der

Kasten I

Ausgewählte Rechtsvorschriften im Zusammenhang mit der Anpassung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat

Artikel 10 der Satzung (in der durch den Vertrag von Nizza geänderten Fassung)

Der EZB-Rat

10.1 Nach Artikel 112 Absatz 1 dieses Vertrags besteht der EZB-Rat aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken.

10.2 Vorbehaltlich des Artikels 10.3 sind nur die persönlich anwesenden Mitglieder des EZB-Rates stimmberechtigt. Abweichend von dieser Bestimmung kann in der in Artikel 12.3 genannten Geschäftsordnung vorgesehen werden, daß Mitglieder des EZB-Rates im Wege einer Telekonferenz an der Abstimmung teilnehmen können. In der Geschäftsordnung wird ferner vorgesehen, daß ein für längere Zeit an der Stimmabgabe verhindertes Mitglied einen Stellvertreter als Mitglied des EZB-Rates benennen kann.

Vorbehaltlich der Artikel 10.3 und 11.3 hat jedes Mitglied des EZB-Rates eine Stimme. Soweit in dieser Satzung nichts anderes bestimmt ist, beschließt der EZB-Rat mit einfacher Mehrheit. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag.

Der EZB-Rat ist beschlußfähig, wenn mindestens zwei Drittel seiner Mitglieder an der Abstimmung teilnehmen. Ist der EZB-Rat nicht beschlußfähig, so kann der Präsident eine außerordentliche Sitzung einberufen, bei der für die Beschlußfähigkeit die Mindestteilnahmequote nicht erforderlich ist.

10.3 Für alle Beschlüsse im Rahmen der Artikel 28, 29, 30, 32, 33 und 51 werden die Stimmen im EZB-Rat nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen. Die Stimmen der Mitglieder des Direktoriums werden mit Null gewogen. Ein Beschluß, der die qualifizierte Mehrheit der Stimmen erfordert, gilt als angenommen, wenn die abgegebenen Ja-Stimmen mindestens zwei Drittel des gezeichneten Kapitals der EZB und mindestens die Hälfte der Anteilseigner vertreten. Bei Verhinderung eines Präsidenten einer nationalen Zentralbank kann dieser einen Stellvertreter zur Abgabe seiner gewogenen Stimme benennen.

10.4 Die Aussprachen in den Ratssitzungen sind vertraulich. Der EZB-Rat kann beschließen, das Ergebnis seiner Beratungen zu veröffentlichen.

10.5 Der EZB-Rat tritt mindestens zehnmal im Jahr zusammen.

10.6 Artikel 10.2 kann vom Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs entweder auf Empfehlung der EZB nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Kommission oder auf Empfehlung der Kommission nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB einstimmig geändert werden. Der Rat empfiehlt den Mitgliedstaaten, diese Änderungen anzunehmen. Diese Änderungen treten in Kraft, nachdem sie von allen Mitgliedstaaten gemäß ihren verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert worden sind.

Für eine Empfehlung der EZB nach diesem Absatz ist ein einstimmiger Beschluss des EZB-Rates erforderlich.

Der Schlussakte der Konferenz beizufügende Erklärung zu Artikel 10.6 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank:

„Die Konferenz geht davon aus, dass so rasch wie möglich eine Empfehlung im Sinne des Artikels 10.6 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank vorgelegt wird.

Europäischen Zentralbank (EZB/2003/1) einstimmig an und leitete diese am selben Tag an den EU-Rat weiter. Dieser verabschiedete am 21. März 2003 in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs den Beschluss

über diese Änderung der Satzung, der nun noch von den Mitgliedstaaten gemäß ihren verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert werden muss.

3 Themen der Beratungen über ein neues Abstimmungsverfahren

Eine deutliche Zunahme der Zahl der Mitglieder im EZB-Rat wird sich nicht allein in dessen Beschlussfassungsverfahren niederschlagen. Sie wird sich vielmehr auch darauf auswirken, wie die Öffentlichkeit und die Märkte die Fähigkeit der EZB einschätzen, Entscheidungen effizient und zeitgerecht zu treffen. Daher war es von äußerster Wichtigkeit, dass der EZB-Rat einen Reformschlag vorgelegt hat, der die Effektivität der EZB-Entscheidungsstrukturen auch nach einer Erweiterung des Euro-Währungsgebiets gewährleisten kann.

Grenzen durch die „Ermächtigungsklausel“

Bei der Gestaltung eines geeigneten neuen Abstimmungs-systems war der EZB-Rat an die in der Ermächtigungsklausel enthaltenen Beschränkungen gebunden. Sie waren der Grund dafür, dass die Reform von vornherein auf eine Änderung der in Artikel 10.2 der Satzung niedergelegten Abstimmungsregeln begrenzt war. Demzufolge durfte eine derartige Anpassung nicht das Recht aller Mitglieder des EZB-Rates berühren, bei den Sitzungen des EZB-Rates anwesend zu sein (Artikel 10.1 der Satzung) und an den Beratungen teilzunehmen. Darüber hinaus durfte die Modifikation des Abstimmungsverfahrens keine Auswirkungen auf Abstimmungen über Beschlüsse im Rahmen der Artikel 28, 29, 30, 32, 33 und 51 der Satzung haben (Artikel 10.3 der Satzung). Grundlegendere Reformvorhaben, etwa eine Änderung der Zusammensetzung des EZB-Rates oder eine Umverteilung der Aufgabenbereiche zwischen Direktorium und EZB-Rat wie u. a. in den offiziellen Stellungnahmen des Europäischen Parlaments und der Kommission erwähnt (siehe Abschnitt 5),

waren dementsprechend nicht durch die Ermächtigungsklausel abgedeckt.

Fünf wesentliche Grundsätze

Um die Beschlussfähigkeit des EZB-Rates in einer erweiterten Währungsunion aufrechtzuerhalten, beschloss der EZB-Rat, dass die Zahl der stimmberechtigten Präsidenten der nationalen Zentralbanken geringer sein muss als die Gesamtzahl der dort vertretenen Zentralbankpräsidenten. Nach Ansicht des EZB-Rates stellt ein Rotationssystem ein gerechtes, effizientes und angemessenes Verfahren zur Verteilung von Stimmrechten unter den Präsidenten der NZBen im EZB-Rat dar.

Der EZB-Rat vertrat die Auffassung, dass die Mitglieder des Direktoriums ein dauerhaftes Stimmrecht behalten sollten, da sie als einzige Mitglieder, deren Ernennung auf europäischer Ebene aufgrund eines im Vertrag vorgesehenen Verfahrens erfolgt und die ausschließlich im Rahmen des Euro-Währungsgebiets und für die für das gesamte Euro-Währungsgebiet zuständige EZB tätig sind, eine Sonderstellung einnehmen. Außerdem ist bei Stimmgleichheit im EZB-Rat die Stimme des EZB-Präsidenten, der selbst Mitglied des Direktoriums ist, ausschlaggebend.

Bei der Ausgestaltung der einzelnen Merkmale des Rotationssystems beachtete der EZB-Rat die folgenden wesentlichen Grundsätze.

„Ein Mitglied – eine Stimme“

Der Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 5. Dezember 2000 zur Ermächtigungsklausel (CON/00/30) war bereits zu ent-

nehmen, dass der EZB-Rat den Grundsatz „ein Mitglied – eine Stimme“ als ein zentrales Beschlussfassungsprinzip erachtet. Obgleich ein Rotationssystem notwendigerweise impliziert, dass es ein dauerhaftes Stimmrecht für alle Mitglieder des EZB-Rates bei steigender Zahl der Zentralbankpräsidenten nicht mehr geben kann, sollte dieser Grundsatz dennoch beibehalten und auf die jeweils stimmberechtigten Mitglieder angewendet werden. Dies schließt sämtliche auf einer Stimmengewichtung basierenden Reformvorschläge aus. Weder ein System mit konkreter Stimmengewichtung, ähnlich etwa den Bestimmungen des Artikels 10.3 der Satzung, noch jegliche Form eines doppelten Mehrheitssystems mit einem Mechanismus zur Feststellung, ob eine einfache Mehrheit der Zentralbankpräsidenten dem vorgegebenen Prozentsatz eines bestimmten Indikators für das Euro-Währungsgebiet entspricht (wie beispielsweise vom Europäischen Parlament angeregt – siehe Abschnitt 5) wären mit der Beibehaltung des Grundsatzes „ein Mitglied – eine Stimme“ vereinbar.

„Teilnahme ad personam“

Alle Mitglieder des EZB-Rates nehmen auch weiterhin persönlich und in Unabhängigkeit an den Sitzungen des EZB-Rates teil, unabhängig davon, ob sie stimmberechtigt sind oder nicht. Daher wäre jedes neue Abstimmungsverfahren auf der Basis von Wahl- oder Ländergruppen, aus deren Mitte die Präsidenten einen Vertreter benennen würden, der im Auftrag seiner Länder- bzw. Wahlgruppe handelt und abstimmt, und jedes Verfahren, bei dem Stimmrechte im Rahmen eines Rotationssystems delegiert werden, mit diesem Grundsatz unvereinbar.

„Repräsentativität“

Die Einführung eines Verfahrens rotierender Stimmrechte könnte unter Umständen dazu führen, dass die stimmberechtigten Zentralbankpräsidenten aus Mitgliedstaaten stammen, die zusammen als nicht hinreichend

repräsentativ für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets insgesamt angesehen werden. Der neue Abstimmungsmodus sollte daher so gestaltet werden, dass derartige Konstellationen ausgeschlossen sind.

Soll der Grundsatz der Repräsentativität erfüllt werden, so ergibt sich daraus, dass nicht alle Zentralbankpräsidenten mit gleicher Häufigkeit von ihrem Stimmrecht Gebrauch machen können; vielmehr wäre den Zentralbankpräsidenten der „größeren“ Mitgliedstaaten ein häufigeres Stimmrecht vorbehalten als denen „kleinerer“ Mitgliedstaaten. Gleichzeitig sollte jeder Verweis auf das Herkunftsland der Zentralbankpräsidenten *ausschließlich* dazu dienen, die Häufigkeit zu bestimmen, mit der sie ihr Stimmrecht ausüben. Zwar bedeutet die Einführung des Grundsatzes der Repräsentativität eine Abkehr von den bisherigen Abstimmungsregeln im EZB-Rat, doch liegt dies allein darin begründet, dass den erweiterungsbedingten Auswirkungen auf den Entscheidungsprozess der EZB begegnet werden muss. Für alle Zentralbankpräsidenten, die ihr Stimmrecht zu einem gegebenen Zeitpunkt ausüben, sollte jedoch weiterhin der Grundsatz „ein Mitglied – eine Stimme“ gelten. Folglich dürfte diese Unterscheidung keinen Einfluss auf die inhaltliche Entscheidungsfindung nehmen, sondern lediglich der Festlegung dienen, welches Mitglied des EZB-Rates zu welcher Zeit stimmberechtigt ist.

„Automatismus“

Da nicht feststeht, in welcher Abfolge künftige Erweiterungen des Euro-Währungsgebiets vollzogen werden, sollte das neue Abstimmungsverfahren so beständig sein, dass es nicht bei jedem Beitritt eines neuen Mitgliedstaats zum Euro-Währungsgebiet geändert werden muss. Aus diesem Grunde sind die neuen Abstimmungsregeln so auszugestalten, dass sich das System im Zuge der Erweiterung des Euroraums bei der Aufnahme weiterer Zentralbankpräsidenten in den EZB-Rat jeweils automatisch anpasst. Darüber hinaus sollte das Rotationssystem sicherstellen, dass eine Erweiterung der Währungsunion auf bis

zu 27 Mitgliedstaaten, d. h. die gegenwärtigen EU-Mitgliedstaaten zuzüglich der zwölf Beitrittsländer, die in der dem Vertrag von Nizza beigefügten Erklärung über die Erweiterung der Europäischen Union genannt sind, in jeder erdenklichen Reihenfolge möglich ist. Der diesem Verfahren innewohnende Automatismus sollte zudem verhindern, dass die Zentralbankpräsidenten „kleinerer“ Mitgliedstaaten aufgrund der Wirkungsweise des Rotationsystems de facto häufiger stimmberechtigt sind als die „größerer“ Mitgliedstaaten.

4 Das neue Abstimmungssystem

Die Einhaltung aller fünf Grundsätze unter gleichzeitiger Beachtung der durch die Ermächtigungsklausel vorgegebenen Grenzen stellte eine besondere Herausforderung dar. Dennoch gelang es dem EZB-Rat, Einigkeit über ein neues Abstimmungssystem mit folgenden grundlegenden Merkmalen zu erzielen:

15 rotierende Stimmrechte für die Präsidenten der nationalen Zentralbanken und sechs dauerhafte Stimmrechte für die Mitglieder des Direktoriums

Dem neuen Abstimmungssystem zufolge wird die Anzahl der stimmberechtigten NZB-Präsidenten auf 15 begrenzt. Diese Zahl entspricht dem institutionellen Status quo. Laut EG-Vertrag bilden die Mitglieder des Direktoriums und die Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten den EZB-Rat. Da die Bestimmungen des Maastricht-Vertrags zum Zeitpunkt der Erweiterung im Jahr 1995 (als die EU auf 15 Mitgliedstaaten anwuchs) nicht angepasst wurden, leiten sich daraus 15 Stimmrechte für die Präsidenten der NZBen ab. Die sechs Mitglieder des Direktoriums behalten jeweils ein dauerhaftes Stimmrecht.

NZB-Präsidenten unterschiedlich häufig stimmberechtigt

Im Einklang mit dem Grundsatz der Repräsentativität üben die Präsidenten der nationalen Zentralbanken ihr Stimmrecht unterschied-

„Transparenz“

Das neue Abstimmungsverfahren sollte auch transparent sein, damit dessen wesentliche Merkmale und Funktionsweise problemlos vermittelt werden können. Dementsprechend muss der Wortlaut des geänderten Artikels 10.2 der Satzung hinreichend verständlich sein und den Anforderungen des primären Gemeinschaftsrechts entsprechen.

lich häufig aus, und zwar abhängig von einem Indikator der relativen Größe der Volkswirtschaft und des Finanzsektors des jeweiligen Mitgliedstaats im Euro-Währungsgebiet. Ein auf Gruppen basierendes Rotationssystem garantiert, dass diese Differenzierung zwischen den Präsidenten im Hinblick darauf, ob sie zur Ausübung eines Stimmrechts befugt sind, nach genau festgelegten transparenten Regeln erfolgt.

Einteilung der Präsidenten in Gruppen nach der Position der Länder

Die Gruppeneinteilung erfolgt aufgrund der Position der jeweiligen Mitgliedstaaten der Präsidenten. Diese ergibt sich aus ihrem Anteil am Euro-Währungsgebiet insgesamt gemäß einem vorgegebenen Indikator der „Repräsentativität“. Die Einteilung bestimmt, wie oft ein Präsident über ein Stimmrecht verfügt.

Zusammengesetzter Indikator zur Bestimmung der Position der Länder

Die Position der Länder sollte auf einem zusammengesetzten Indikator beruhen, der aus zwei Komponenten besteht:

– *BIP MP*: Die erste Komponente ist der Anteil eines Mitgliedstaats am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen

(„BIP MP“) der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben. Die wirtschaftliche Bedeutung eines Mitgliedstaats, die sich in seinem BIP MP widerspiegelt, ist eine angemessene Komponente, da die Auswirkungen von Zentralbankentscheidungen in Mitgliedstaaten mit größeren Volkswirtschaften größer sind als in Mitgliedstaaten mit kleineren Volkswirtschaften.

- **GAB MFI:** Gleichzeitig ist auch die Größe des Finanzsektors eines Mitgliedstaats von besonderer Bedeutung für Zentralbankentscheidungen, da die Geschäftspartner von Zentralbankgeschäften zu diesem Sektor gehören. Daher kommt eine zweite Komponente hinzu, nämlich der Anteil eines Mitgliedstaats an der gesamten aggregierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute („GAB MFI“) der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.

Bei der relativen Gewichtung der beiden Komponenten des zusammengesetzten Indikators erscheint ein Gewicht von $\frac{5}{6}$ für die Komponente BIP MP und $\frac{1}{6}$ für die Komponente GAB MFI angemessen, um zu gewährleisten, dass der Finanzsektor hinreichend und seiner Bedeutung entsprechend repräsentiert ist.

Einführung des Rotationssystems in zwei Stufen

Um eine reibungslose Einführung des Rotationssystems zu gewährleisten, erfolgt diese in zwei Stufen. Grundsätzlich tritt das System

rotierender Stimmrechte in Kraft, sobald der 16. Mitgliedstaat dem Eurogebiet beigetreten ist, und zwar zunächst auf Basis von zwei Gruppen. Sobald die Zahl der Euro-Länder auf mehr als 21 angestiegen ist, wird eine Einteilung in drei Gruppen vorgenommen.

Regeln für die Verteilung der Zentralbankpräsidenten und Stimmrechte auf die verschiedenen Gruppen

In der ersten Stufe werden die Präsidenten der NZBen nach folgenden Regeln in zwei Gruppen eingeteilt:

- Die erste Gruppe besteht aus den fünf Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder, die die obersten Positionen einnehmen. Dieser Gruppe werden vier Stimmrechte zugeteilt.
- Die zweite Gruppe setzt sich aus allen übrigen Zentralbankpräsidenten zusammen. Auf sie entfallen elf Stimmrechte.

Wie aus Tabelle I ersichtlich ist, kann sich die Aufteilung der Stimmrechte auf die beiden Gruppen ändern, wenn im EZB-Rat 16, 17 oder 18 NZB-Präsidenten vertreten sind. Diese vorübergehende Anpassung könnte erforderlich werden, um sicherzustellen, dass die NZB-Präsidenten der ersten Gruppe nicht weniger häufig stimmberechtigt sind als die der zweiten Gruppe, wie es der Grundsatz des Automatismus fordert. Demzufolge würde die Häufigkeit, mit der die Zentralbank-

Tabelle I
Rotationssystem mit zwei Gruppen (erste Stufe) – Häufigkeit des Stimmrechts der NZB-Präsidenten in jeder Gruppe

		Anzahl der NZB-Präsidenten im EZB-Rat						22 und mehr
		16	17	18	19	20	21	
Erste Gruppe	Anzahl der Stimmrechte/ Anzahl der NZB-Präsidenten	5/5	5/5	5/5	4/5	4/5	4/5	Zweite Stufe: Rotationssystem mit drei Gruppen (siehe Tabelle 2)
	Häufigkeit des Stimmrechts	100 %	100 %	100 %	80 %	80 %	80 %	
Zweite Gruppe	Anzahl der Stimmrechte/ Anzahl der NZB-Präsidenten	10/11	10/12	10/13	11/14	11/15	11/16	
	Häufigkeit des Stimmrechts	91 %	83 %	77 %	79 %	73 %	69 %	
Σ Stimmrechte		15	15	15	15	15	15	

Tabelle 2**Rotationssystem mit drei Gruppen (zweite Stufe) – Häufigkeit des Stimmrechts der NZB-Präsidenten in jeder Gruppe**

		Anzahl der NZB-Präsidenten im EZB-Rat						
		16 – 21	22	23	24	25	26	27
<i>Erste Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/ Anzahl der NZB-Präsidenten	<i>Erste Stufe: Rotations- system mit zwei Gruppen (siehe Tabelle 1)</i>	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5
	<i>Häufigkeit des Stimmrechts</i>		80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
<i>Zweite Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/ Anzahl der NZB-Präsidenten		8/11	8/12	8/12	8/13	8/13	8/14
	<i>Häufigkeit des Stimmrechts</i>		73 %	67 %	67 %	62 %	62 %	57 %
<i>Dritte Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/ Anzahl der NZB-Präsidenten		3/6	3/6	3/7	3/7	3/8	3/8
	<i>Häufigkeit des Stimmrechts</i>		50 %	50 %	43 %	43 %	38 %	38 %
Σ Stimmrechte		15	15	15	15	15	15	

präsidenten der ersten Gruppe abstimmen, vorübergehend 100 % betragen. Ob sich dieses Problem überhaupt stellt, hängt davon ab, wie sich die Erweiterung des Euro-Währungsgebiets in der Zukunft gestaltet, d. h. ob mehrere Länder gleichzeitig oder alle Staaten nacheinander dem Euroraum beitreten. Gänzlich vermeiden ließe sich eine solche Situation in jedem Falle durch einen mit einer Mehrheit von zwei Dritteln aller Mitglieder – d. h. sowohl der stimmberechtigten als auch der nicht stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rates – gefassten Beschluss, den Beginn des Rotationssystems bis zu dem Zeitpunkt zu verschieben, an dem die Zahl der NZB-Präsidenten 18 übersteigt.

Sobald der 22. Mitgliedstaat dem Euro-Währungsgebiet beigetreten ist, erfolgt eine Einteilung in drei Gruppen gemäß den folgenden Regeln:

- Die erste Gruppe besteht aus den fünf Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder, die die obersten Positionen einnehmen. Dieser Gruppe werden vier Stimmrechte zugeteilt.
- Die zweite Gruppe besteht aus der Hälfte aller Zentralbankpräsidenten, die aus den Ländern auf den nachfolgenden Positionen ausgewählt werden, wobei jeder Bruchteil auf die nächste ganze Zahl aufgerundet wird. Auf diese Gruppe entfallen acht Stimmrechte.

- Die dritte Gruppe setzt sich aus den übrigen Zentralbankpräsidenten zusammen, die insgesamt über drei Stimmrechte verfügen.

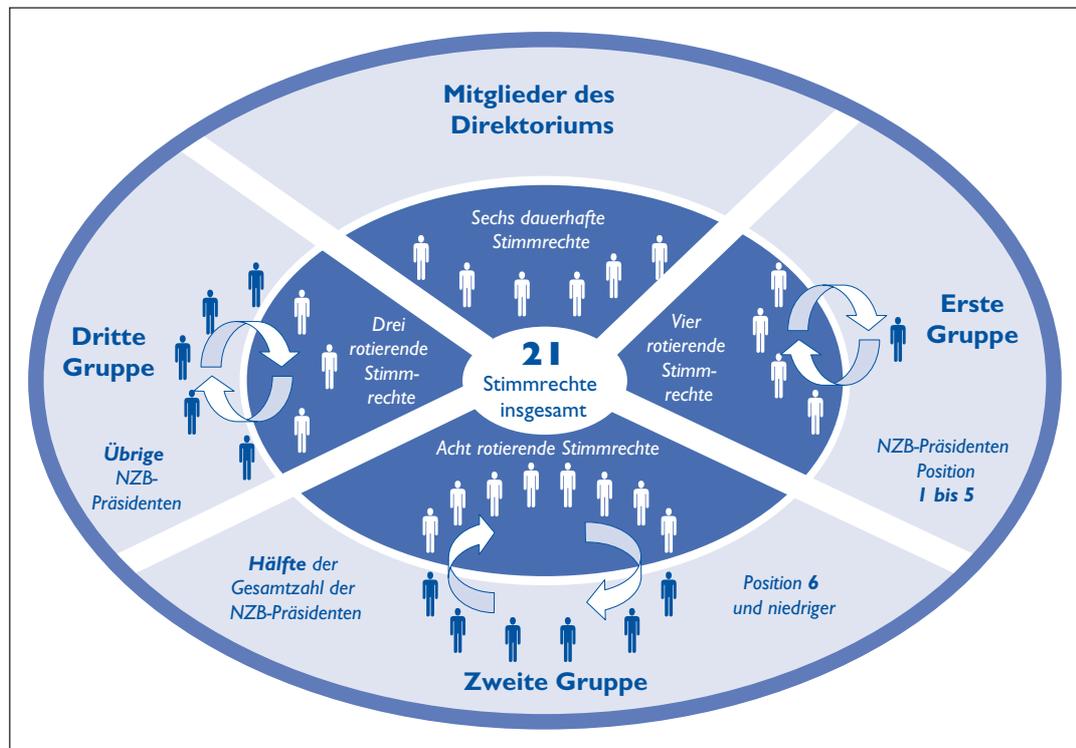
Aus diesen Regeln ergibt sich die in Tabelle 2 ausgewiesene Häufigkeit des Stimmrechts.

*Vom EZB-Rat zu beschließende
Durchführungsbestimmungen*

Die genauen Durchführungsbestimmungen für die Rotation der Stimmrechte in den einzelnen Gruppen (wie etwa der zeitliche Abstand zwischen den Rotationszyklen) werden vom EZB-Rat auf der Grundlage einer im geänderten Artikel 10.2 der Satzung enthaltenen Bestimmung beschlossen. Eine genaue Festlegung dieser eher technischen Parameter in der Satzung ist nicht notwendig, da sie keinen konstitutionellen Charakter besitzen und nur zur Umsetzung der aus der Gruppeneinteilung der NZB-Präsidenten abgeleiteten Stimmrechte dienen. Darüber hinaus erfordert die Unsicherheit über die konkrete Abfolge der künftigen Erweiterung des Euro-Währungsgebiets im Hinblick auf die genaue Umsetzung des Rotationssystems eine gewisse Flexibilität. Um den Wortlaut des neuen Artikels 10.2 der Satzung möglichst einfach zu halten, werden diese Fragen in späteren Durchführungsbeschlüssen geregelt. Diese Durchführungsbestimmungen werden mithilfe eines im geänderten Artikel 10.2 festzule-

Abbildung

Rotationssystem mit drei Gruppen im EZB-Rat (Szenario eines Euro-Währungsgebiets mit 27 Mitgliedstaaten)



genden speziellen Abstimmungsverfahren vom EZB-Rat beschlossen, und zwar mit einer Mehrheit von zwei Dritteln seiner stimmberechtigten und nicht stimmberechtigten Mitglieder.

Daten zur Ermittlung des zusammengesetzten Indikators

Die maßgeblichen Daten für die Berechnung des jeweiligen Anteils am BIP zu Marktpreisen werden von der Kommission gemäß den vom EU-Rat auf der Grundlage von Artikel 29.2 der Satzung zur Berechnung des Schlüssels für die Zeichnung des Kapitals der EZB beschlossenen Regeln zur Verfügung gestellt; die Daten für die Berechnung der Anteile an der GAB MFI liefert die EZB gemäß dem in der EU geltenden statistischen Berichtsrahmen.

Die Größe oder Zusammensetzung der Gruppen von NZB-Präsidenten wird immer dann

angepasst, wenn die Anteile der jeweiligen Mitgliedstaaten am aggregierten BIP MP und an der GAB MFI aller Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, gemäß Artikel 29.3 der Satzung (regelmäßige Anpassungen) oder bei Aufnahme eines neuen NZB-Präsidenten in den EZB-Rat (unregelmäßige Anpassungen) geändert werden. Die sich aus den regelmäßigen Anpassungen ergebende neue Größe oder Zusammensetzung der Gruppen gilt jeweils vom ersten Tag des folgenden Jahres an. Die aus unregelmäßigen Anpassungen resultierende neue Größe oder Zusammensetzung der Gruppen gilt ab dem Tag, an dem ein oder mehrere NZB-Präsident(en) Mitglied(er) des EZB-Rates wird bzw. werden. Diese technischen Einzelheiten sind Teil der Durchführungsbestimmungen, die der EZB-Rat mit einer Mehrheit von zwei Dritteln aller seiner Mitglieder – d. h. der stimmberechtigten und der nicht stimmberechtigten – zu verabschieden hat.

5 Beratungen in den EU-Institutionen

Mit der formellen Vorlage ihrer Empfehlung beim EU-Rat hat die EZB das Verfahren zur Änderung des Artikels 10.2 im Sinne der Ermächtigungsklausel in Gang gesetzt. Darüber hinaus haben EZB-Vertreter die Sitzungen der Eurogruppe, des ECOFIN-Rats und des Wirtschafts- und Finanzausschusses genutzt, um den Repräsentanten der Mitgliedstaaten und der Kommission das empfohlene neue Abstimmungssystem im Einzelnen vorzustellen und zu erläutern.

Anhörung der Europäischen Kommission

Die Kommission legte am 19. Februar 2003 entsprechend dem in Artikel 10.6 der Satzung vorgesehenen Verfahren ihre Stellungnahme vor. Darin stellte sie fest, dass das von der EZB empfohlene neue Abstimmungssystem „ein wichtiger Schritt für die Anpassung des Entscheidungsverfahrens [des EZB-Rates] mit Blick auf die Erweiterung“ sei. Vor dem Hintergrund dieser positiven Gesamtbewertung schlug die Kommission darüber hinaus mögliche Verbesserungen an dem Drei-Gruppen-Rotationssystem vor, unter anderem:

- eine niedrigere Zahl von NZB-Präsidenten mit Stimmrecht als die von der EZB empfohlenen 15, da dies die Geschwindigkeit und Effizienz des Entscheidungsprozesses weiter stärken würde
- die Aufnahme einer Messgröße der Bevölkerung in den Indikator der Länderposition (z. B. mithilfe des Schlüssels der EZB für die Kapitalzeichnung), um zu gewährleisten, dass die Zuweisung der NZB-Präsidenten zu den einzelnen Gruppen sowohl von den jetzigen als auch von den künftigen Mitgliedstaaten als neutral und unparteiisch angesehen werden kann
- eine genauere Spezifizierung der für das Inkrafttreten des Systems notwendigen Maßnahmen (z. B. Festlegung der Dauer zwischen den Rotationen usw.) und

- die Klärung des genauen Zeitpunkts, zu dem das Rotationssystem einsetzen soll.

Abschließend räumte die Kommission ein, dass die durch die Ermächtigungsklausel vorgegebenen Grenzen den Spielraum für Reformen eindeutig einschränken. In Anbetracht dessen wies sie darauf hin, dass mögliche umfassendere Anpassungen zum Beispiel der Entscheidungsprozesse im Bereich der Geldpolitik und der Rolle des Direktoriums in dieser Hinsicht im größeren Rahmen des Konvents über die Zukunft Europas und der anstehenden Regierungskonferenz vorgenommen werden müssten.

Anhörung des Europäischen Parlaments

Das Europäische Parlament verabschiedete auf seiner Plenarsitzung am 13. März 2003 auf der Grundlage eines Berichts des Ausschusses für Wirtschaft und Währung eine Entschließung über die EZB-Empfehlung. Darin lehnte das Europäische Parlament die Empfehlung ab, weil das vorgeschlagene Rotationsmodell als zu komplex kritisiert wurde, auch wenn die Schwierigkeit der Aufgabe im Rahmen der durch Artikel 10.6 der Satzung vorgegebenen Grenzen in Betracht gezogen wird.

Als Alternativvorschlag sprach sich das Europäische Parlament für ein Zwei-Stufen-Modell aus. Danach sollte der Status quo vorläufig beibehalten werden, sodass alle Mitglieder des EZB-Rates weiterhin mit vollem Stimmrecht am Beschlussfassungsverfahren teilnehmen und Beschlüsse weiterhin mit einfacher Mehrheit gefasst würden. Allerdings sollte der Konvent über die Zukunft Europas eine weiter reichende Reform anstreben und der nächsten Regierungskonferenz zur Annahme vorschlagen. Bei solch einer umfassenden Reform sollte nach Ansicht des Europäischen Parlaments zwischen operationellen Beschlüssen, die von einem erweiterten Direktorium zu fassen sind, dessen neun Mitglieder die Volkswirtschaft des Euroraums angemessen repräsentieren, sowie strategischen und all-

gemeinen geldpolitischen Beschlüssen, die vom EZB-Rat zu fassen sind, unterschieden werden. Für diese geldpolitischen Beschlüsse sollte der EZB-Rat nach Ansicht des Europäischen Parlaments ein doppeltes Mehrheitsystem anwenden, mit dem festgestellt werden kann, ob die einfache Mehrheit der NZB-Präsidenten für einen mehrheitlichen Teil „der Bevölkerung der Mitgliedstaaten, des Gesamtumfangs der Wirtschaft und des relativen Umfangs des Sektors der Finanzdienstleistungen innerhalb der Wirtschaft“ repräsentativ ist.

Verabschiedung durch den EU-Rat und weiteres Vorgehen

Am 21. März 2003 verabschiedete der EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs einstimmig den „Beschluss über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des EZB und der EZB“ hinsichtlich der Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat. Eine einheitliche Beschlussfassung war mög-

lich, nachdem zwei Mitgliedstaaten (Finnland und die Niederlande) ihre zuvor geäußerten Vorbehalte zurücknahmen. Sie bestanden jedoch darauf, dass die anstehende Regierungskonferenz die Frage der Entscheidungsstruktur der EZB nochmals zur Debatte stellen und die entsprechenden Stellungnahmen zu Protokoll nehmen sollte. Des Weiteren beschloss der EU-Rat auf Initiative der Niederlande, eine Erklärung in das Sitzungsprotokoll aufzunehmen, wonach das für den EZB-Rat vorgesehene Modell nicht als Muster für die künftige Zusammensetzung und den Entscheidungsprozess anderer Gemeinschaftsorgane angesehen werden sollte.

Der neue Artikel 10.2 der Satzung ist in Kasten 2 wiedergegeben. Nach der Verabschiedung des EU-Ratsbeschlusses muss die Änderung der Satzung von den Mitgliedstaaten gemäß ihren jeweiligen verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert werden. Allgemein wird davon ausgegangen, dass in keinem der Mitgliedstaaten ein Referendum abgehalten wird.

Kasten 2

Das neue Abstimmungssystem des EZB-Rates – Artikel 10.2 der Satzung in der durch den EU-Ratsbeschluss vom 21. März 2003 geänderten Fassung

10.2 Jedes Mitglied des EZB-Rates hat eine Stimme. Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Mitglieder des EZB-Rates 21 übersteigt, hat jedes Mitglied des Direktoriums eine Stimme und beträgt die Anzahl der stimmberechtigten Präsidenten der nationalen Zentralbanken 15. Die Verteilung und Rotation dieser Stimmrechte erfolgt wie im Folgenden dargelegt:

- Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 15 übersteigt, und bis zu dem Zeitpunkt, zu dem diese 22 beträgt, werden die Präsidenten der nationalen Zentralbanken aufgrund der Position des Mitgliedstaats ihrer jeweiligen nationalen Zentralbank, die sich aus der Größe des Anteils des Mitgliedstaats ihrer jeweiligen nationalen Zentralbank am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und an der gesamten aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, ergibt, in zwei Gruppen eingeteilt. Die Gewichtung der Anteile am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und an der gesamten aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute beträgt $\frac{5}{6}$ bzw. $\frac{1}{6}$. Die erste Gruppe besteht aus fünf Präsidenten der nationalen Zentralbanken und die zweite Gruppe aus den übrigen Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Die Präsidenten der nationalen Zentralbanken, die in die erste Gruppe eingeteilt werden, sind nicht weniger häufig stimmberechtigt als die Präsidenten der nationalen Zentralbanken der zweiten Gruppe. Vorbehaltlich des vorstehenden Satzes werden der ersten Gruppe vier Stimmrechte und der zweiten Gruppe elf Stimmrechte zugeteilt.
- Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 22 beträgt, werden die Präsidenten der nationalen Zentralbanken nach Maßgabe der sich aufgrund der oben genannten Kriterien erge-

benden Position in drei Gruppen eingeteilt. Die erste Gruppe, der vier Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus fünf Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Die zweite Gruppe, der acht Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus der Hälfte aller Präsidenten der nationalen Zentralbanken, wobei jeder Bruchteil auf die nächste ganze Zahl aufgerundet wird. Die dritte Gruppe, der drei Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus den übrigen Präsidenten der nationalen Zentralbanken.

- Innerhalb jeder Gruppe sind die Präsidenten der nationalen Zentralbanken für gleich lange Zeiträume stimmberechtigt.
- Artikel 29.2 gilt für die Berechnung der Anteile am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen. Die gesamte aggregierte Bilanz der monetären Finanzinstitute wird gemäß dem zum Zeitpunkt der Berechnung in der Europäischen Gemeinschaft geltenden statistischen Berichtsrahmen berechnet.
- Bei jeder Anpassung des aggregierten Bruttoinlandsprodukts zu Marktpreisen gemäß Artikel 29.3 oder bei jeder Erhöhung der Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken wird die Größe und/oder die Zusammensetzung der Gruppen nach den oben genannten Grundsätzen angepasst.
- Der EZB-Rat trifft mit einer Mehrheit von zwei Dritteln seiner stimmberechtigten und nicht stimmberechtigten Mitglieder alle zur Durchführung der oben genannten Grundsätze erforderlichen Maßnahmen und kann beschließen, den Beginn des Rotationssystems bis zu dem Zeitpunkt zu verschieben, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 18 übersteigt.

Das Stimmrecht wird persönlich ausgeübt. Abweichend von dieser Bestimmung kann in der in Artikel 12.3 genannten Geschäftsordnung vorgesehen werden, dass Mitglieder des EZB-Rates im Wege einer Telekonferenz an der Abstimmung teilnehmen können. In der Geschäftsordnung wird ferner vorgesehen, dass ein für längere Zeit an der Teilnahme an Sitzungen des EZB-Rates verhindertes Mitglied einen Stellvertreter als Mitglied des EZB-Rates benennen kann.

Die Stimmrechte aller stimmberechtigten und nicht stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rates gemäß den Artikeln 10.3, 10.6 und 41.2 bleiben von den Bestimmungen der vorstehenden Absätze unberührt.

Soweit in dieser Satzung nichts anderes bestimmt ist, beschließt der EZB-Rat mit einfacher Mehrheit seiner stimmberechtigten Mitglieder. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag.

Der EZB-Rat ist beschlussfähig, wenn mindestens zwei Drittel seiner stimmberechtigten Mitglieder an der Abstimmung teilnehmen. Ist der EZB-Rat nicht beschlussfähig, so kann der Präsident eine außerordentliche Sitzung einberufen, bei der für die Beschlussfähigkeit die Mindestteilnahmequote nicht erforderlich ist.

6 Schlussbemerkungen

Mit der Ratifizierung der Änderung von Artikel 10.2 der Satzung in der vom EU-Rat beschlossenen Fassung würde der EZB-Rat ein neues Abstimmungssystem erhalten, das eine rechtzeitige und effiziente Entscheidungsfindung auch in einem deutlich erweiterten Euro-Währungsgebiet garantiert. Im Hinblick auf die Stellungnahmen und Vorschläge der verschiedenen in das Verfahren eingebunde-

nen Institutionen sowie von dritter Seite ist auf Folgendes hinzuweisen:

Das neue Abstimmungssystem ist – wie jedes Rotationssystem – zwangsläufig durch eine gewisse Komplexität gekennzeichnet, die daraus resultiert, dass eine Reihe von Grundsätzen gleichzeitig erfüllt werden sollen. Dabei ist festzustellen, dass das neue Abstimmungs-

system dem vom Offenmarktausschuss in den Vereinigten Staaten angewandten System ähnlich ist. Dort werden die Präsidenten des Federal Reserve System ebenfalls in Gruppen eingeteilt und üben ihr Stimmrecht mit unterschiedlicher Häufigkeit aus. Zudem macht die Teilnahme *aller* NZB-Präsidenten an den Sitzungen des EZB-Rates zwar die Beratungen nicht unbedingt einfacher, die Entscheidungsfindung wird sich jedoch durch das neue Abstimmungssystem eindeutig effizienter gestalten. Und schließlich werden auch Aspekte der Repräsentativität eingeführt, die jedoch ausschließlich dazu dienen, zu bestimmen, wann stimmberechtigt ist. Der Grundsatz der Teilnahme der Präsidenten *ad personam* bleibt bestehen, und der Grundsatz „ein Mitglied –

eine Stimme“ gilt für alle Mitglieder, die ein Stimmrecht ausüben. All dies gewährleistet, dass auch in einem erweiterten EZB-Rat die Kraft der Argumente und nicht das Herkunftsland eines NZB-Präsidenten oder die Größe des betreffenden Landes bei den Beratungen den Ausschlag gibt.

Insgesamt gesehen bleiben mit dem neuen Abstimmungssystem die bewährten Elemente des geltenden institutionellen Rahmens des Eurosystems bestehen und gewährleisten somit, dass der EZB-Rat seine Beschlüsse auch nach der Erweiterung des Euroraums eindeutig im Sinne des gesamten Euro-Währungsgebiets fassen wird.