



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

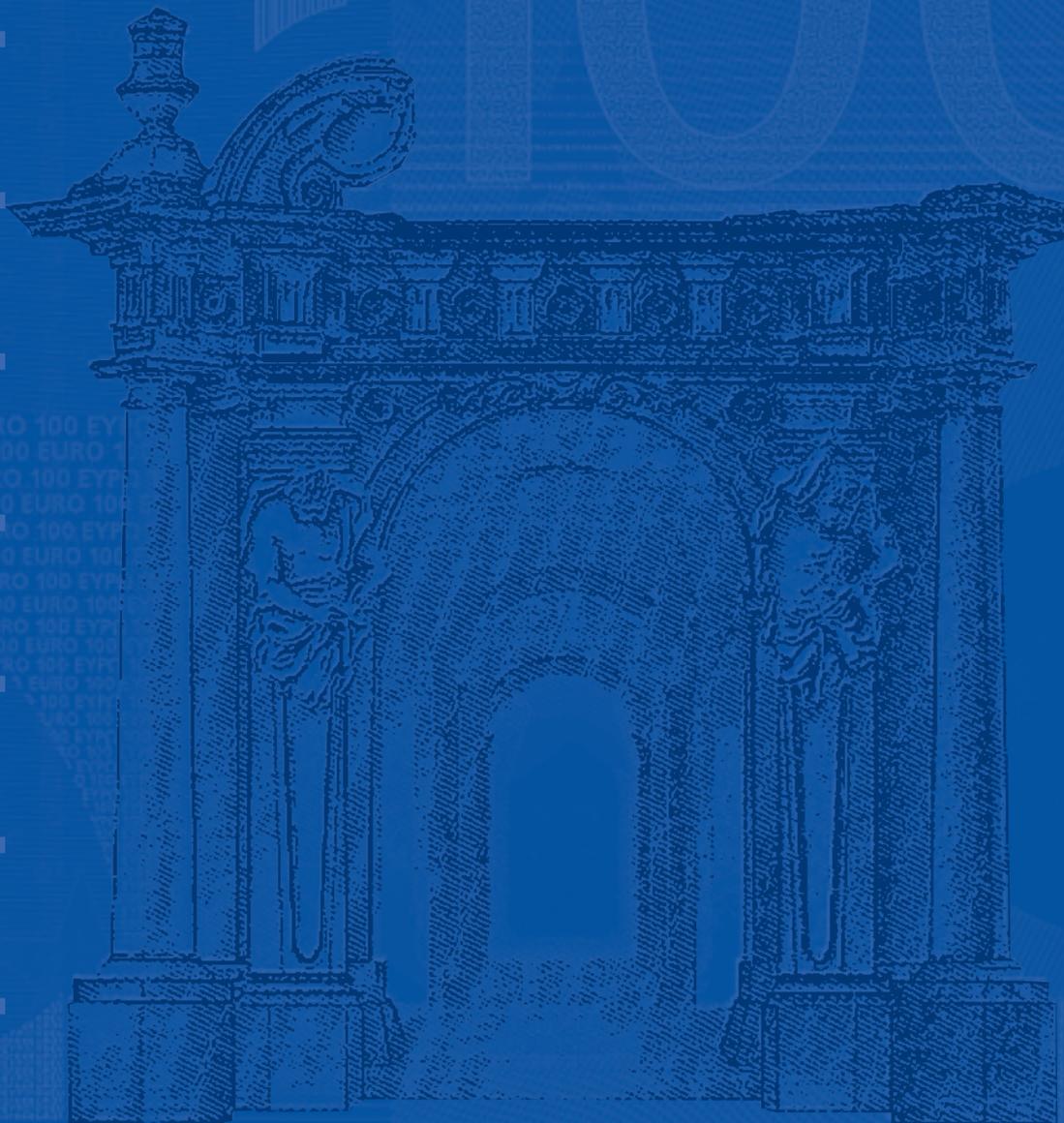
09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

MONATSBERICHT
MÄRZ





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT MÄRZ 2004

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

© Europäische Zentralbank, 2004

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 3. März 2004.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	9
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	16
Preise und Kosten	42
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	51
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	57
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	64
Kästen:	
1 Informationsgehalt der Gewinnerwartungen von Analysten am Aktienmarkt	37
2 Entwicklung der Rückstellungen von Banken für Verluste aus der Kreditgewährung in den vergangenen Jahren	39
3 Aktualisierung der HVPI-Gewichte und Erfassung der Konsumausgaben	44
4 Entwicklung der Rohstoffpreise ohne Energie und ihr Einfluss auf die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet	47
STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	V
Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2003	IX
GLOSSAR	XV

ABKÜRZUNGEN

LÄNDER

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

SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
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.



EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 4. März 2004 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Der Beschluss, die Leitzinsen der EZB auf ihrem niedrigen Stand zu belassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass die Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht nach wie vor günstig sind. Vor diesem Hintergrund ist der aktuelle geldpolitische Kurs weiterhin angemessen. Der geldpolitische Kurs stützt die wirtschaftliche Erholung im Euroraum. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Entwicklungen, die seine Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so erhöhte sich der ersten Schätzung von Eurostat zufolge das reale BIP im Euroraum im vierten Quartal 2003 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nach einem Anstieg von 0,4 % im dritten Quartal. Diese Daten bestätigen, dass im Eurogebiet in der zweiten Jahreshälfte 2003 eine allmähliche Konjunkturerholung einsetzte. Die jüngsten Indikatoren einschließlich der Ergebnisse aus Unternehmens- und Verbraucherumfragen lassen auch für Anfang 2004 auf ein leichtes Wirtschaftswachstum schließen. Sowohl binnen- als auch außenwirtschaftliche Faktoren geben Grund zu der Annahme, dass sich die Erholung im laufenden Jahr und darüber hinaus festigen wird.

Was das außenwirtschaftliche Umfeld angeht, so bestätigen alle aktuellen Hinweise, dass das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2004 robust ausfallen und sich breit fundiert auf verschiedene Weltregionen erstrecken wird. Dies dürfte die Exporte des Euroraums stützen; es wird erwartet, dass sie in diesem und im kommenden Jahr insgesamt deutlich zunehmen.

Aus binnenwirtschaftlicher Sicht sind die Bedingungen für eine Erholung der Nachfrage des privaten Sektors gegeben. In den letzten Monaten waren Anzeichen für eine Stabilisierung der Investitionstätigkeit vorhanden. Die Anlageinvestitionen sind im letzten Quartal 2003 wieder gewachsen, nachdem sie sich über einen längeren Zeitraum hinweg rückläufig entwickelt hatten. Die Ertragslage der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet hat sich nach langwierigen Umstrukturierungen der Unternehmensbilanzen in den letzten Jahren allgemein verbessert. Die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen im Eurogebiet sind derzeit sehr günstig. All diese Faktoren dürften zu einer weiteren Erholung der Investitionstätigkeit beitragen.

Darüber hinaus ist anzunehmen, dass sich das Wachstum des privaten Verbrauchs im Jahresverlauf allmählich erhöhen wird, nachdem es sich 2003 verhalten entwickelt hatte. Auf kurze Sicht wird die Zunahme der verfügbaren Realeinkommen von niedrigeren Importpreisen und weiteren Steuersenkungen gestützt. Später dürfte auch die schrittweise Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen zum Wachstum der Einkommen beitragen und das Vertrauen stärken. Die finanzielle Lage der privaten Haushalte im Eurogebiet ist – nicht zuletzt im Vergleich mit einer Reihe anderer Industrieländer – solide, und aus finanzieller Sicht gibt es keinen Grund, weshalb der private Verbrauch nicht ansteigen sollte.

Aus den genannten Gründen behält die Grundannahme, dass sich die allmähliche Konjunkturerholung in den Jahren 2004 und 2005 fortsetzen wird, ihre Gültigkeit. Diese Einschätzung wird durch die vorliegenden Prognosen und Projektionen bestätigt und spiegelt sich auch weitgehend in der Entwicklung an den Finanzmärkten wider. Die Risiken hinsichtlich dieses Szenarios werden als weitgehend ausgewogen betrachtet. Allerdings ergeben sich Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem privaten Verbrauch im Euroraum und den anhaltenden Ungleichgewichten in einigen Regionen der Welt und ihren potenziellen Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit des Weltwirtschaftswachstums.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so war der Vorausschätzung von Eurostat zufolge ein Rückgang der jährlichen Teuerungsrate nach dem HVPI von 1,9 % im Januar 2004 auf 1,6 % im Februar zu verzeichnen. Dieser Rückgang war im Wesentlichen auf Basiseffekte im Zusammenhang mit den Energiepreisen zurückzuführen, da ein drastischer Anstieg der Ölpreise zum Jahresbeginn 2003 aus der Berechnung der Jahresrate im Februar 2004 herausfiel. In den nächsten Monaten dürfte bei den jährlichen Inflationsraten eine gewisse Volatilität zu verzeichnen sein, vor allem aufgrund weiterer Basiseffekte, die von den Energiepreisen herrühren, und aufgrund von Erhöhungen der indirekten Steuern. In diesem Zusammenhang dürften sich die jährlichen Inflationsraten im zweiten Quartal 2004 vorübergehend wieder nach oben bewegen.

Abgesehen von kurzfristigen Schwankungen wird davon ausgegangen, dass die Inflationsrate mit Preisstabilität vereinbar bleibt. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt besteht wenig Aufwärtsdruck auf die Teuerung. Zwar sind die internationalen Rohstoffpreise in den letzten Monaten erheblich gestiegen, doch hat die vergangene Aufwertung des Euro die Auswirkungen dieses Anstiegs weitgehend ausgeglichen. Angesichts der erwarteten allmählichen Erholung der Konjunktur und der hohen Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet sollte die Lohnentwicklung moderat bleiben. Die jüngsten Angaben zur Lohnentwicklung stützen diese Erwartungen.

Zwar deckt sich die Einschätzung günstiger Inflationsaussichten mit den verfügbaren Prognosen und Projektionen, jedoch ist die bedingte Natur dieser Studien zu berücksichtigen. Daher werden alle Indikatoren genau beobachtet. Vor allem den Inflationserwartungen gebührt besondere Aufmerksamkeit.

Was die monetäre Analyse angeht, so hat sich das Wachstum der Geldmenge M3 in den letzten Monaten abgeschwächt. Offenbar schichten die Wirtschaftsakteure ihre Portfolios jedoch eher zögerlich zugunsten längerfristiger Anlagen

um. Das allgemein niedrige Zinsniveau stützt weiterhin die Nachfrage nach liquiden Anlageformen. Es trägt auch zum Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor bei, das seit Herbst 2003 allmählich angestiegen ist.

Im Euroraum ist weiterhin deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Diese hohe Liquidität muss mit Vorsicht beurteilt werden. Ihre mittelfristigen Auswirkungen auf die Inflation werden größtenteils davon abhängen, inwieweit und wie schnell die in der Vergangenheit vorgenommenen Portfolioumschichtungen wieder rückgängig gemacht werden und wie kräftig das Wirtschaftswachstum in Zukunft ausfallen wird. Sollte der Liquiditätsüberschuss bestehen bleiben, könnte er auf mittlere Sicht einen Inflationsdruck erzeugen.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Analyse nach wie vor darauf hin, dass die Grundannahme für die Preisentwicklung der kommenden Jahre mit Preisstabilität in Einklang steht. Auch die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse ändert vorläufig nichts an diesem Bild.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik nahm der EZB-Rat die in den Stabilitätsprogrammen der Länder vorgesehenen Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung zur Kenntnis. Dennoch besteht weiterhin Anlass zu Besorgnis. In einigen Ländern reichen die Anpassungsbemühungen noch nicht aus, um das Risiko übermäßiger Defizite auszuschließen. Zudem beabsichtigen mehrere Länder trotz günstiger Wachstumsaussichten nicht, bis zum Ende ihres Programmhorizonts solide Haushaltspositionen zu erreichen. Damit bestünde die Gefahr einer Wiederholung der politischen Fehlentscheidungen des letzten Konjunkturaufschwungs, als unzureichende Konsolidierungsbemühungen und Steuerensenkungen ohne eine angemessene Ausgabenzurückhaltung die Grundlage für die jüngsten finanzpolitischen Schwierigkeiten schufen.

Alle Länder könnten während des erwarteten Konjunkturaufschwungs von einer verstärkten

Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen profitieren, indem sie in den nächsten Jahren Haushaltsungleichgewichte beseitigen und übermäßige Defizite vermeiden oder baldmöglichst korrigieren. Ferner wird die entschlossene Umsetzung umfassender Strukturreformen sowohl auf der Ausgaben- als auch auf der Einnahmenseite mittelfristig weitere Vorteile in Form eines höheren Wirtschaftswachstums und einer nachhaltigeren Finanzlage mit sich bringen. Solche Konsolidierungs- und Reformstrategien sind erforderlich, um im Euro-Währungsgebiet ein solides gesamtwirtschaftliches Umfeld zu gewährleisten.

Im Euroraum sind außerdem weitere Strukturreformen an den Finanz-, Güter- und Arbeitsmärkten erforderlich. Die Vorgaben von Lissabon liefern den angemessenen Leitfaden für diesbezügliche Fortschritte. Der EZB-Rat begrüßt, dass sich der Europäische Rat für seine nächste Sitzung in diesem Frühjahr zum Ziel gesetzt hat, der Vereinbarung von Lissabon neue Impulse zu verleihen, das Reformtempo zu beschleunigen und die Effizienz der Entscheidungsfindungsprozesse zu erhöhen. Die Bevölkerung im Euro-Währungsgebiet wird erheblich von Strukturreformen profitieren. Diese Reformen sind für ein anhaltendes inflationsfreies Wachstum und die Beschäftigungsentwicklung von entscheidender Bedeutung.

Das Vertrauen in die Zukunft ist ausschlaggebend für eine stärkere konjunkturelle Erholung und ein nachhaltiges Wachstum im Euroraum. Der EZB-Rat ist sich darüber im Klaren, dass das noch immer niedrige Verbrauchervertrauen mit der herrschenden Ungewissheit zusammenhängt, zu der auch die Debatte über den geeigneten Weg für Strukturreformen in vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets beiträgt. Es ist zum Teil auch darauf zurückzuführen, dass unter den Verbrauchern des Euroraums nach wie vor der Eindruck verbreitet ist, dass die Inflation höher als die in den amtlichen Statistiken ausgewiesene Teuerung ist.

Der EZB-Rat stellt fest, dass sich die Inflationsrate auf einem stabilitätsgerechten Niveau

befindet. Die Bevölkerung Europas kann sich darauf verlassen, dass der EZB-Rat entschlossen ist, die Kaufkraft des Euro in den kommenden Jahren zu sichern und so seinen Beitrag zur Stärkung des Vertrauens in die Zukunft zu leisten. Stabile Preise, zusammen mit weiteren Fortschritten bei der Umsetzung der notwendigen Strukturreformen, sind ausschlaggebend für ein stärkeres Vertrauen und von wesentlicher Bedeutung für die Förderung des Wirtschaftswachstums und die Schaffung von Arbeitsplätzen.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Das Tempo der weltweiten konjunkturellen Erholung hat sich in den letzten Monaten beschleunigt. Die konjunkturelle Entwicklung wurde durch die weltweit anziehende Binnennachfrage und die Verbesserung des Verbraucher- und Unternehmervertrauens beflügelt. Infolgedessen weitete sich der Welthandel in den letzten Monaten rasch aus. Gleichzeitig sind die Preise für Öl und andere Rohstoffe weiter gestiegen.

I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Verschiedene Datenveröffentlichungen in den letzten Monaten bestätigen, dass sich die weltweite konjunkturelle Erholung verstärkt hat und nun breiter angelegt ist.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten hat sich die lebhafte wirtschaftliche Entwicklung weiter fortgesetzt. Vorläufige Daten für das letzte Quartal 2003 deuten darauf hin, dass das Wachstum des realen BIP mit 4,1 % (gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet) kräftig blieb, wenngleich es unter der ungewöhnlich hohen Rate von 8,2 % lag, die im Vorquartal zu verzeichnen war. Das Wachstum der US-Wirtschaft war recht breit fundiert. Dazu trugen im vierten Quartal insbesondere die privaten Konsumausgaben und die privaten Unternehmensinvestitionen in Betriebs- und Geschäftsausstattung und DV-Software bei, während der Außenhandel einen negativen Beitrag zum Wachstum des realen BIP leistete.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürften die privaten Unternehmensinvestitionen aufgrund günstiger Finanzierungsbedingungen, der wieder zufriedenen Ertragslage der Unternehmen und der verbesserten Unternehmensbilanzen kräftig bleiben. In den letzten Monaten stiegen die Aktienkurse deutlich, die Renditeabstände von Unternehmensanleihen blieben relativ niedrig, und die Daten über die Finanzierungsströme deuteten darauf hin, dass sich der Cashflow der Unternehmen deutlich verbessert hat. Außerdem liefern Umfrageergebnisse und Daten über die Auftragseingänge weiterhin überwiegend positive Hinweise für die zukünftigen Unternehmensausgaben.

Das Wachstum des privaten Verbrauchs dürfte sich verglichen mit den relativ hohen Raten, die in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 zu beobachten waren, verlangsamen. Während die konjunkturstimulierende Fiskalpolitik – vor dem Hintergrund eines gedämpfteren Lohnwachstums – weiterhin zum Wachstum des verfügbaren Einkommens beitrug, stellt die immer noch ungewisse Erholung am Arbeitsmarkt nach wie vor ein Abwärtsrisiko für die Nachhaltigkeit der allgemeinen Konjunkturerholung und insbesondere für das Wachstum des privaten Verbrauchs dar. Insbesondere könnte das starke Produktivitätswachstum weiterhin mit einem relativ geringen Beschäftigungszuwachs einhergehen. Außerdem könnten sich die nachlassenden Anreize für eine Umschuldung von Hypothekarkrediten und das recht gedämpfte Lohnwachstum im Zusammenhang mit den historisch niedrigen Sparquoten und einer relativ hohen Verschuldung der privaten Haushalte negativ auf das Wachstum des privaten Verbrauchs auswirken.

Die jährliche Teuerung gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) hat sich in den letzten Monaten stabilisiert und lag im Januar 2004 – unverändert gegenüber Dezember 2003 – bei 1,9 %. Auch die VPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie, bei der seit Ende 2001 ein Abwärtstrend zu verzeichnen war, hat sich in jüngster Zeit stabilisiert und lag im Januar bei 1,1 %. Aus den verfügbaren Prognosen geht hervor, dass der Inflationsdruck auf mittlere Sicht gedämpft bleiben dürfte, während die Belebung der Konjunkturerholung das Risiko eines weiteren Inflationsrückgangs erheblich verringert hat.

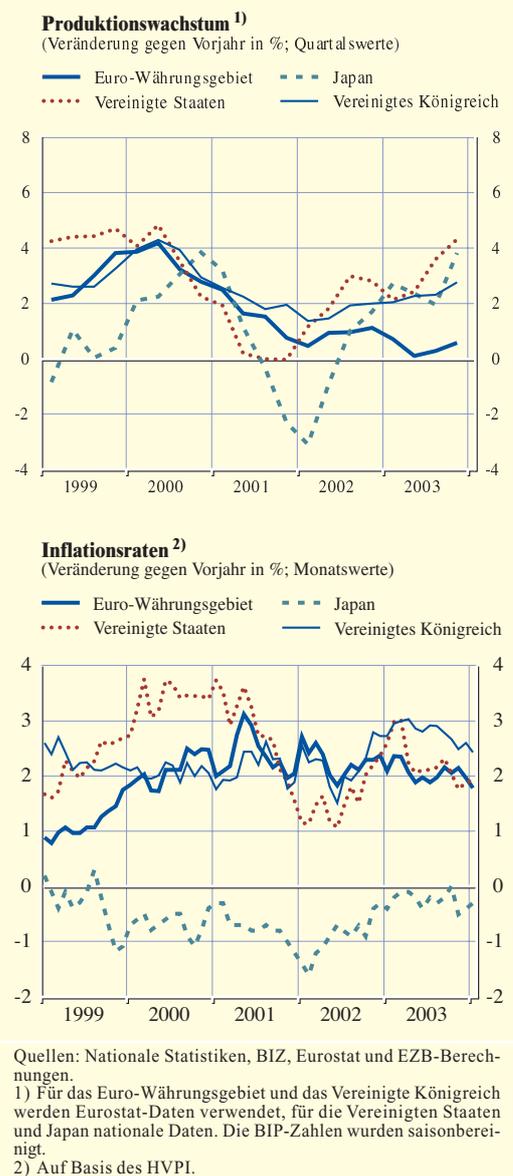
Im Februar 2004 wurde der Haushaltsentwurf der US-Regierung für das Haushaltsjahr 2005 veröffentlicht. Damit soll das Defizit im Bundeshaushalt durch eine Begrenzung der Ausgaben außerhalb der Bereiche Verteidigung und nationale Sicherheit verringert werden.

Was die Geldpolitik betrifft, so beschloss der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank auf seiner Sitzung am 27. und 28. Januar 2004, den Zielzinssatz für Tagesgeld bei 1 % zu belassen. In einer hierzu abgegebenen Erklärung bekräftigte der Ausschuss seine frühere Einschätzung, dass die Risiken für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und die Inflation als ausgewogen betrachtet werden können. Ferner erklärte er, dass mit einer Abkehr von der bisherigen akkommodierenden Geldpolitik noch gewartet werden könne. Die Terminkontrakte auf Tagesgeld von Anfang März 2004 deuteten darauf hin, dass die Märkte für August 2004 eine Erhöhung des Zielzinssatzes für Tagesgeld um 25 Basispunkte erwarteten.

JAPAN

In Japan setzte sich die Konjunkturerholung fort. Im vierten Quartal 2003 stieg das Wachstum des realen BIP im Vergleich zum Vorquartal auf 1,7 % und damit auf die höchste Rate seit 1990. Die Zunahme war zum größten Teil auf die inländische Nachfrage zurückzuführen, die durch Impulse, die von der starken Auslandsnachfrage ausgehen, positiv beeinflusst wurde. Trotz der Aufwertung des japanischen Yen stieg das Exportwachstum auf 4,2 %; diese Entwicklung ist insbesondere auf die umfangreichen Exporte nach China und in die übrigen asiatischen Länder zurückzuführen. Die drei wichtigsten Exportbranchen – Elektrogeräte, Maschinen und Fahrzeuge – trugen erheblich zu der kräftigen Zunahme der Industrieproduktion im vierten Quartal bei. Die BIP-Daten für dieses Quartal deuten darauf hin, dass sich die robuste Exportdynamik immer stärker auf die Binnenkonjunktur auswirkt. Die Investitionen (ohne Wohnungsbau) expandierten kräftig; dazu trugen auch die günstige Ertragsentwicklung und die abnehmenden Überkapazitäten bei. Die privaten Konsumausgaben verzeichneten trotz der anhaltenden Schwäche am Arbeitsmarkt und der Einkommenssituation ebenfalls ein robustes Wachstum. Der Rückgang der öffentlichen Investitionen verlangsamte sich deutlich auf eine Rate von -0,2 % im Vergleich zum Vorquartal, nachdem in den vorhergehenden drei Quartalen eine Rate von mindestens -3,0 % zu verzeichnen war.

Abbildung I Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



Die konjunkturelle Erholung in Japan dürfte sich vor dem Hintergrund einer weiteren weltweiten Belebung fortsetzen. Es wird erwartet, dass vom Exportwachstum ausgehende Spillover-Effekte die Nachfrage des privaten Sektors ankurbeln werden. Insbesondere die Lage auf dem Arbeitsmarkt dürfte sich allmählich verbessern und schließlich zu einer Erholung der privaten Konsumausgaben führen. Die privaten Investitionsausgaben werden den Prognosen zufolge relativ kräftig bleiben; dies legt das solide Wachstum sowohl bei den Auftragseingängen im Maschinenbau als auch bei den Unternehmensgewinnen nahe. Allerdings könnten sich die trotz einiger Verbesserungen bei den Unternehmensbilanzen weiterhin bestehenden strukturellen Probleme wachstumshemmend auswirken, während die Notwendigkeit einer Haushaltskonsolidierung den Anstieg der öffentlichen Ausgaben bremsen dürfte.

Was die Preisentwicklung angeht, so lässt der Deflationsdruck allmählich nach. Die Jahresänderungsraten des VPI und des VPI ohne frische Nahrungsmittel beliefen sich im Januar 2004 auf -0,3 % bzw. -0,1 %. Vorübergehende Preissteigerungen bei Nahrungsmitteln, Tabakwaren und medizinischer Versorgung üben zurzeit allerdings einen Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Der BIP-Deflator, der im Schlussquartal 2003 im Vorjahrsvergleich um 2,6 % zurückging, signalisierte einen stärkeren Deflationsdruck.

Aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Wechselkursentwicklung intervenierten die japanischen Währungsbehörden im Januar 2004 an den Devisenmärkten. Außerdem beschloss die Bank von Japan auf ihrer geldpolitischen Sitzung am 20. Januar 2004 eine weitere Lockerung der Geldpolitik und erhöhte den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken von 27 Billionen JPY bis 32 Billionen JPY auf 30 Billionen JPY bis 35 Billionen JPY.

VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich hielt die Konjunkturerholung im vierten Quartal 2003 an; das Wachstum des realen BIP erhöhte sich auf eine Quartalsrate von 0,9 %, und die Jahreswachstumsrate stieg damit auf 2,8 %. Wie in den Vorquartalen waren die privaten Konsumausgaben mit einer Quartalsrate von 1,1 % im vierten Vierteljahr die wichtigste Triebfeder für das Wachstum. Die Bruttoanlageinvestitionen erholten sich im Verlauf des vierten Quartals und erhöhten sich – gestützt durch eine Belebung der Unternehmensinvestitionen sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor – auf eine Quartalsrate von 1,6 %. Die Exporte stiegen aufgrund der Entwicklung des Warenhandels auf eine Quartalsrate von 1,8 %. Was die Zukunft betrifft, so dürfte das reale BIP weiterhin kräftig wachsen. Das Gesamtbild ist geprägt von einer stetigen Zunahme der privaten Konsumausgaben, einem kräftigen Anstieg der öffentlichen Ausgaben, einer Verbesserung des Außenbeitrags und einer Belebung der privaten Investitionsausgaben.

Im Januar 2004 betrug die Teuerung nach dem HVPI 1,4 % und lag damit 0,1 Prozentpunkte über der Durchschnittsrate im Schlussquartal 2003. Trotz einer allmählichen Anspannung am Arbeitsmarkt blieb das Einkommenswachstum weitgehend stabil. Im Dezember 2003 stieg das Durchschnittsentgelt gegenüber dem Vorjahr um 3,4 %. Im dritten Quartal 2003 legten die Lohnstückkosten im Vorjahrsvergleich um 2,5 % zu. Trotz der Abwertung des Pfund Sterling in der ersten Jahreshälfte 2003 blieb der Anstieg der Importpreise gemäßigt.

Am 5. Februar 2004 erhöhte der geldpolitische Ausschuss der Bank of England seinen Reposatz um 0,25 Prozentpunkte auf 4,0 %. In seiner Erläuterung dieser Entscheidung verwies er auf die zunehmende Stärke der wirtschaftlichen Erholung weltweit und im Vereinigten Königreich, wo das Produktionswachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 über dem Trend lag und mit einer weiteren Belebung zu rechnen ist. Außerdem waren die Ausgaben und die Kreditaufnahme der

privaten Haushalte robust, und auch die Lage am Immobilienmarkt blieb günstig. Der Ausschuss geht davon aus, dass das kräftige Produktionswachstum den Inflationsdruck in den kommenden Jahren allmählich verstärken wird. Vor diesem Hintergrund hält er eine Erhöhung des Reposatzes für erforderlich, um die Inflation im Zaum zu halten und das Ziel von 2 % mittelfristig einzuhalten.

ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In Dänemark stieg das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal im Vergleich zum Vorquartal auf 0,3 % an, verglichen mit -0,1 % im dritten Jahresviertel. Der Aufschwung war hauptsächlich auf das kräftige Wachstum der privaten Konsumausgaben zurückzuführen, das von Ausgaben für Gebrauchsgüter und Fahrzeuge getragen wurde. Auch künftig dürfte das reale BIP aufgrund der Zunahme der Investitionen und der privaten Konsumausgaben weiter wachsen. Die Jahresrate der Teuerung nach dem HVPI ging im Januar 2004 auf 1,0 % zurück gegenüber 1,3 % im vierten Quartal 2003.

In Schweden wuchs das reale BIP im dritten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorquartal um 0,5 % gegenüber 0,3 % im zweiten Quartal (und im Vergleich zum Vorjahr um 2,0 %). Der Konsum der privaten Haushalte und der Außenbeitrag waren die wichtigsten Triebkräfte für das Produktionswachstum, während von den Investitionen und den Vorratsveränderungen hemmende Einflüsse ausgingen. Im Januar 2004 betrug die jährliche HVPI-Teuerungsrate 1,3 % gegenüber einer durchschnittlichen Rate von 1,9 % im vierten Quartal 2003. Dieser Rückgang war im Wesentlichen auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der von den höheren Energiepreisen Anfang 2003 ausging. Auf ihrer Sitzung am 5. Februar 2004 beschloss die Riksbank, den Reposatz von 2,75 % auf 2,50 % zu senken, da neue Daten nahelegten, dass sowohl der inländische als auch der internationale Kostendruck und infolgedessen auch die Inflation im Prognosezeitraum etwas niedriger ausfallen würden. Für die Zukunft ist zu erwarten, dass sich das Wachstum des realen BIP aufgrund einer Erholung der Investitionen – infolge niedriger Zinsen, einer höheren Kapazitätsauslastung und zunehmenden Wirtschaftsvertrauens – verstärken wird.

In der Schweiz ließen die jüngsten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ein positives BIP-Wachstum im dritten Quartal 2003 erkennen, nachdem die Wirtschaftstätigkeit in den drei Vorquartalen rückläufig gewesen war. Den jüngsten Umfragen zufolge hat sich die konjunkturelle Entwicklung im vierten Quartal weiter beschleunigt. Im Januar 2004 ging die Arbeitslosigkeit (auf saisonbereinigter Basis) im dritten Monat in Folge zurück, was zusammen mit einem moderaten Anstieg des Index des Verbrauchervertrauens das bislang geringe Wachstum des privaten Konsums stützen dürfte. Insgesamt deuten die verfügbaren Informationen auf eine weitere Verbesserung der wirtschaftlichen Lage hin. Was die Preisentwicklung angeht, so lag die Teuerung nach dem VPI im Vergleich zum Vorjahr bei 0,2 % gegenüber 0,6 % im Dezember.

In den der EU beitretenden Staaten bestätigen jüngst veröffentlichte Daten, dass das wirtschaftliche Umfeld positiv ist. Die Triebkräfte für das Wachstum unterscheiden sich allerdings in den einzelnen Ländern. In vielen beitretenden Staaten wird das Wachstum hauptsächlich von der Inlandsnachfrage getragen, während in anderen der Außenbeitrag der wichtigste Motor ist. Für die Zukunft wird erwartet, dass der Aufschwung in den beitretenden Staaten – gestützt durch die Erholung im Euro-Währungsgebiet – anhalten wird. Die Inflation, die in den meisten Ländern unter 5 % lag, stieg um die Jahreswende leicht an, was im Allgemeinen auf länderspezifische Faktoren, wie Erhöhungen der administrierten Preise oder der indirekten Steuern, zurückzuführen war.

Was die einzelnen Länder betrifft, so legte in der Tschechischen Republik das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorjahr auf 3,4 % zu. Es wurde von den Konsumausgaben und den Investitionen getragen, während sich der Außenbeitrag negativ auswirkte. Die Inflation zog allmählich an und lag im Januar 2004 im Vorjahrsvergleich bei 2,3 %. Dies war auf höhere Nahrungsmittel- und Immobilienpreise zurückzuführen, aber auch auf einen Anstieg der Mehrwertsteuer und der Verbrauchsabgaben sowie der regulierten Preise. In Ungarn erhöhte sich vorläufigen Angaben zufolge das jährliche Produktionswachstum im vierten Quartal 2003 auf 3,5 %. Die Konjunkturindikatoren legen nahe, dass die Hauptantriebskraft für dieses Wachstum der lebhaftere private Verbrauch war. Die Teuerung nach dem VPI lag im Januar 2004 im Vorjahrsvergleich bei 6,6 % gegenüber 5,4 % im vierten Quartal 2003. Diese Entwicklung war zum großen Teil auf Erhöhungen der Mehrwertsteuer und sonstiger indirekter Steuern im Januar 2004 zurückzuführen. In Polen setzte sich die Erholung des BIP-Wachstums ebenfalls fort. Nach den vorläufigen Daten legte das reale BIP im vierten Quartal 2003 – hauptsächlich aufgrund der günstigen Entwicklung im Exportsektor – um 4,7 % zu gegenüber 3,9 % im dritten Vierteljahr. Die kurzfristigen Indikatoren deuten auf eine weitere Kräftigung der Erholung Anfang 2004 hin. Die VPI-Inflation betrug im Januar 2004 im Vorjahrsvergleich 1,7 %, während der durchschnittliche Anstieg im vierten Quartal 2003 bei 1,5 % lag. Diese Beschleunigung war hauptsächlich auf eine Verteuerung der Nahrungsmittel zurückzuführen.

In Russland expandierte die Wirtschaft weiterhin kräftig. Das reale BIP stieg im dritten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorjahr um 5,7 %. Die Zunahme der Industrieproduktion, die sich im vierten Quartal 2003 auf 7,4 % gegenüber dem Vorjahr belief, signalisiert eine weitere Beschleunigung des realen BIP-Wachstums. Im Januar 2004 legten die Verbraucherpreise im Vorjahrsvergleich um 11,4 % zu, während sie im November und Dezember 2003 um 12,4 % bzw. 12,0 % gestiegen waren. Russland hatte 2003 einen erheblichen Außenhandelsüberschuss (60 Mrd USD) zu verzeichnen, der im Wesentlichen auf die hohen Ölpreise zurückzuführen war.

ASIEN (OHNE JAPAN)

In Asien (ohne Japan) bestätigten jüngst veröffentlichte Daten, dass die kräftige Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit anhält. Die Exporte aus den großen Volkswirtschaften Asiens, insbesondere China, Korea, Malaysia und Thailand, profitierten von der zunehmenden Nachfrage in den Vereinigten Staaten und dem expandierenden innerasiatischen Handel und stiegen in der zweiten Jahreshälfte 2003 sprunghaft an. Gleichzeitig zog auch die Inlandsnachfrage in China, Indien, Singapur, Thailand und Indonesien deutlich an.

In China erreichte das jährliche BIP-Wachstum 9,1 % und verzeichnete damit 2003 die höchste Wachstumsrate seit sieben Jahren. Das Wachstum legte gegen Ende des Jahres zu. Dieser Trend setzte sich Anfang 2004 fort; die Industrieproduktion erhöhte sich im Januar im Vergleich zum Vorjahr saisonbereinigt um 19,1 %, hauptsächlich infolge eines Anstiegs der Anlageinvestitionen. Die VPI-Inflation lag im Januar 2004 wie im Vormonat bei 3,2 % und damit auf dem höchsten Stand seit sieben Jahren. Dazu trug neben dem Preisschub bei den Nahrungsmitteln auch die rasche Ausweitung der Industrieproduktion, die zu Stromknappheit und einem Anstieg der Rohstoffpreise führte, bei. Chinas Zentralbank hat die Absicht signalisiert, die geldpolitischen Zügel zu straffen, indem sie für 2004 eine Wachstumsrate der Geldmenge von rund 17 % gegenüber 19,6 % im Vorjahr anstrebt; außerdem verpflichtete sie sich, die Obergrenze für neue Inlandswährungskredite im Vergleich zu 2003 um 7,1 % zu senken.

In Südkorea expandierte die Wirtschaft weiter, und die Industrieproduktion stieg im vierten Quartal 2003 im Vorjahrsvergleich um 11,9 %. Die konjunkturelle Erholung ist allerdings noch nicht

breit fundiert. Während das Exportwachstum sehr kräftig war – hauptsächlich infolge der Belebung des weltweiten Wachstums und insbesondere, weil der Ersatzbeschaffungszyklus in der Informationstechnologie in Gang kam –, blieben die Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen gedämpft.

Die Konjunkturaussichten für Asien (ohne Japan) sind günstig. Die weltweite Nachfrage dürfte weiterhin wirtschaftsfördernd wirken und dazu beitragen, dass die Dynamik des Exportwachstums erhalten bleibt. Außerdem wird erwartet, dass sich die inländische Nachfrage infolge einer insgesamt stärkeren Erholung der Ausgaben der privaten Haushalte und der exportbezogenen Investitionstätigkeit weiter verbessern wird. Allerdings bestehen auch einige Abwärtsrisiken, die bei diesen positiven Perspektiven zu beachten sind. Auf kurze Sicht ist von Bedeutung, dass die andauernde Vogelgrippe-Epidemie auf zehn Volkswirtschaften in der Region übergegriffen hat; derzeit ist aber nicht zu erwarten, dass sie das Wirtschaftswachstum in der Region stärker beeinflussen wird. Risiken bestehen auch im Hinblick auf eine mögliche Überhitzung der chinesischen Volkswirtschaft und deren Folgen für das Wachstum in der Region.

LATEINAMERIKA

In Lateinamerika mehren sich die Anzeichen dafür, dass eine wirtschaftliche Erholung im Gang ist. Das reale BIP Mexikos wuchs im vierten Quartal 2003 im Vorjahrsvergleich um 2 %, nachdem das Wachstum im vorangegangenen Quartal im Vorjahrsvergleich nur 0,6 % betragen hatte. Das Exportwachstum, das von der wieder erstarkenden US-amerikanischen Wirtschaft gestützt wurde, leistete den Hauptbeitrag dazu. Das verarbeitende Gewerbe schrumpfte im vierten Quartal 2003 erneut, aber sehr viel langsamer als im früheren Verlauf des Jahres 2003. Die Wirtschaft Brasiliens schrumpfte im Schlussquartal 2003 im Vorjahrsvergleich um 0,1 % und verzeichnete damit im dritten Vierteljahr in Folge einen Rückgang. Während das Exportwachstum in der jüngsten Zeit recht kräftig war, blieb die Inlandsnachfrage infolge hoher, wenn auch zurückgehender Finanzierungskosten gedämpft. Argentinien hat nach dem starken Konjunkturunbruch in den letzten Jahren das stärkste Produktionswachstum in der Region zu verzeichnen. Der Anstieg der Industrieproduktion um 12 % im Januar 2004 im Vorjahrsvergleich war recht breit fundiert. Allerdings bleibt diese Erholung aufgrund der noch andauernden Verhandlungen mit privaten Gläubigern über die hohe Auslandsverschuldung des Landes mit Unsicherheit behaftet.

1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Im Februar 2004 zogen die Ölpreise an, nachdem die Organisation Erdöl exportierender Länder eine Begrenzung der Fördermengen beschlossen hatte, um dem erwarteten saisonbedingten Nachfragerückgang im zweiten Quartal 2004 zuvorzukommen. Die Ölpreise wurden auch durch die relativ starke Nachfrage in den Vereinigten Staaten und in Asien, die geringen kommerziellen Ölvorräte in den Vereinigten Staaten und Bedenken bezüglich der Sicherheit der Öllieferungen aus Venezuela gestützt. Der Preis für Rohöl der Marke Brent stieg am 3. März auf 33,3 USD (27,4 €). Die Marktteilnehmer erwarten, dass die Ölpreise im Jahresverlauf relativ hoch bleiben werden, wobei die Preise für Terminkontrakte bis Ende 2004 nur allmählich auf 29,8 USD sinken dürften.

Ferner hielt der relativ starke Anstieg der in US-Dollar gerechneten Preise für sonstige Rohstoffe, der seit Mitte 2003 zu beobachten war, auch Anfang 2004 an (siehe Abbildung 2). Die Dollarpreise für Rohstoffe ohne Energie lagen im Februar 2004 um 26,0 % über ihrem Vorjahrsstand. Der Anstieg dieser Preise hatte verschiedene Ursachen. Der Hauptfaktor war eine Erholung der Nachfrage nach Rohstoffen aufgrund der verbesserten weltweiten Wirtschaftslage, wobei sich das welt-

weite Angebot bei einigen Rohstoffen noch nicht an diesen Nachfrageschub angepasst hat. Außerdem trugen die Abschwächung des US-Dollar und Spekulationen bei einigen Rohstoffen zu den jüngsten Preisanstiegen bei (siehe Kasten 4).

1.3 AUSSICHTEN FÜR DIE AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Die weltwirtschaftlichen Aussichten haben sich in den letzten Monaten deutlich verbessert. Die Erholung der Weltkonjunktur und des Welthandels hat an Breite und Intensität zugenommen, was durch eine expansive Wirtschaftspolitik und günstige Finanzierungsbedingungen gefördert wurde. Weltweit ist eine Belebung der inländischen Nachfrage im Gang, während die geopolitischen Spannungen zwar noch keinesfalls verschwunden sind, aber doch abgenommen haben.

Die Risiken für die weltweiten Konjunkturperspektiven sind im Wesentlichen weiterhin ausgewogen. Der Wirtschaftsaufschwung könnte sogar stärker ausfallen als erwartet, wenn das Produktivitätswachstum seinen Aufwärtstrend fortsetzt. Abwärtsrisiken gehen vor allem von einer plötzlichen Korrektur der Ungleichgewichte und einem infolge des Anstiegs der Rohstoffpreise höher als erwartet ausfallenden Inflationsdruck aus.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Datastream und Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Das jährliche Wachstum von M3 verringerte sich im Januar 2004, womit sich der seit dem Sommer 2003 rückläufige Trend fortsetzte. Die Anleger im Euro-Währungsgebiet scheinen ihre Portfolios allmählich zugunsten von längerfristigen und risikoreicheren, nicht in M3 enthaltenen Finanzaktiva umzustrukturieren. Gleichzeitig wurde die Nachfrage nach monetären Anlageformen weiterhin durch das niedrige Zinsniveau angeregt. Vor diesem Hintergrund erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor allmählich, was in erster Linie auf die kräftige Nachfrage der privaten Haushalte zurückzuführen war. Das Interesse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften an Krediten der MFIs blieb dagegen verhalten. Trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums in jüngster Zeit ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist.

WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

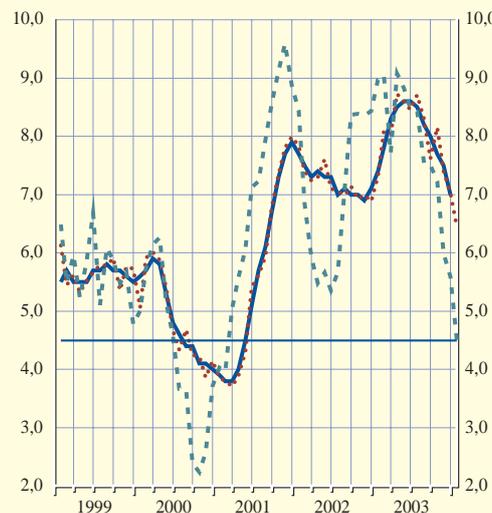
Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 ging im Januar 2004 auf 6,4 % zurück, verglichen mit 7,0 % im Dezember und einem Höchststand von 8,7 % im Juli 2003. Damit bestätigten sich frühere Hinweise darauf, dass sich das M3-Wachstum seit den Sommermonaten 2003 schrittweise verlangsamt hat (siehe Abbildung 3). Darüber hinaus lassen kürzerfristige Zuwachsraten darauf schließen, dass sich das M3-Wachstum immer stärker abschwächt. Die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 verringerte sich auf 4,5 % – einen Stand, der zuletzt Anfang 2001 verzeichnet worden war. Diese anhaltende Verlangsamung spiegelte vor allem den Umstand wider, dass die Wirtschaftsakteure im Euroraum ihre Portfolios allmählich umstrukturieren und sich dabei stärker auf längerfristige und risikoreichere Finanzaktiva konzentrieren, nachdem sich die Finanzmarktbedingungen seit dem Frühjahr 2003 deutlich verbessert haben. Insgesamt ging diese Umstrukturierung allerdings recht langsam vonstatten. Durch das niedrige Niveau der Zinsen und damit der Opportunitätskosten der Geldhaltung wurde auch insbesondere die Nachfrage nach den liquidesten, in M1 enthaltenen monetären Anlageformen weiter genährt. Überdies trug die gestiegene Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euroraum in jüngster Zeit zu einer vermehrten Geldschöpfung bei.

Trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums seit dem Sommer 2003 ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Dies wird durch die Entwicklung der nominalen und der realen Geldlücke veranschaulicht, die die kumulative Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert seit Jahresbeginn 1999 aufzei-

Abbildung 3 M3-Wachstum und der Referenzwert

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

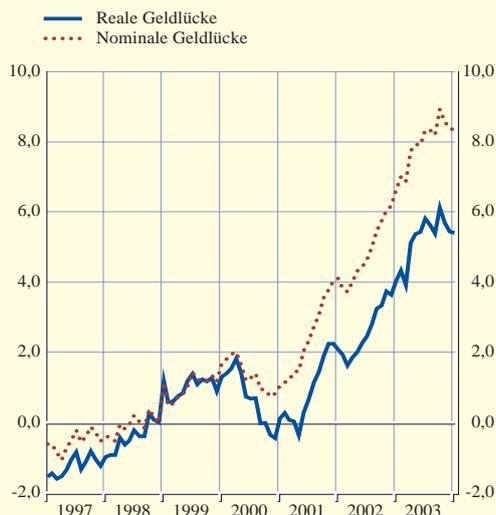
- M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate)
- M3 (Jahreswachstumsrate)
- - - M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)
- Referenzwert (4 1/2 %)



Quelle: EZB.

Abbildung 4 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Bestands; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



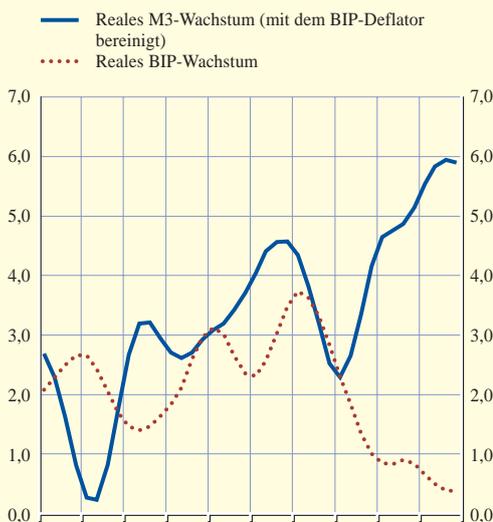
Quelle: EZB.
Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Fußnote 1.

gen.¹ Beide Messgrößen haben sich in den vergangenen Monaten auf einem hohen Niveau eingependelt (siehe Abbildung 4). Obwohl bei der Interpretation des genauen Niveaus dieser Messgrößen vor allem aufgrund der relativ willkürlichen Wahl des Basismonats Vorsicht geboten ist, dürfte dies nichts an der Schlussfolgerung ändern, dass derzeit im Eurogebiet eine hohe Überschussliquidität vorhanden ist.

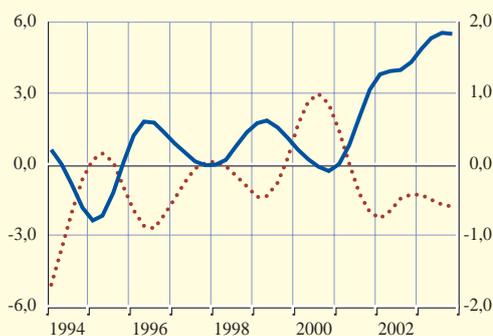
Ein Großteil dieser Überschussliquidität ist auf frühere Portfoliumschichtungen zurückzuführen, die größtenteils vor dem Hintergrund der hohen Aktienkursvolatilität und der kontinuierlich rückläufigen Aktienkurse zwischen Mitte 2001 und Anfang 2003 erfolgten. Der Einfluss von Sonderfaktoren auf M3 tritt auch zutage, wenn das Wachstum dieser Geldmenge mit der Entwicklung ihrer wichtigsten traditionellen Bestimmungsgrößen, nämlich dem realen BIP-Wachstum und den Veränderungen der Opportunitätskosten von M3, verglichen wird. Der in den vergangenen zwei Jahren gewachsene Abstand

Abbildung 5 Reales M3- und BIP-Wachstum und Opportunitätskosten von M3

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr)



— Reales M3-Wachstum abzüglich des realen BIP-Wachstums (linke Skala)¹⁾
 Veränderung der Opportunitätskosten von M3 (rechte Skala)²⁾



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Daten zu M3, zum BIP und zum BIP-Deflator sind saisonbereinigt.

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

1 Die nominale Geldlücke errechnet sich als Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (4½ % p. a.) entsprechenden konstanten M3-Wachstum seit Dezember 1998 (Basisperiode) ergeben hätte. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem deflationierten Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert (4½ % p. a.) entsprechenden konstanten nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm der EZB entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat.

zwischen M3-Wachstum und BIP-Wachstum lässt sich zum größten Teil nicht mit den rückläufigen Opportunitätskosten begründen (siehe Abbildung 5). Dies belegt, dass andere Faktoren wie Portfoliumschichtungen und Vorsichtssparen das Geldmengenwachstum in diesem Zeitraum anheizten.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Mit Ausnahme des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 haben alle Hauptkomponenten zum allmählichen Rückgang des jährlichen M3-Wachstums nach dem zweiten Quartal 2003 beigetragen (siehe Tabelle 1). Die Jahreswachstumsrate von M1 betrug im Januar 11,2 %, verglichen mit 11,3 % im zweiten Quartal 2003. Das anhaltend kräftige Wachstum hing unter anderem mit der robusten Nachfrage nach Euro-Banknoten innerhalb wie außerhalb des Euroraums zusammen. Die Bargeldbestände haben durch ihre anhaltend dynamische Ausweitung seit der Bargeldumstellung im Januar 2002 mittlerweile wieder Werte erreicht, die weitgehend mit ihrem langfristigen Trend vor der Einführung des Euro-Bargelds in Einklang stehen. Dennoch lässt diese Wiederaufstockung der Bargeldbestände bislang keine klaren Anzeichen für eine Verlangsamung erkennen. Auch die täglich fälligen Einlagen nahmen beträchtlich zu, da die Nachfrage nach diesen Einlagen durch die niedrigen Opportunitätskosten ihrer Haltung weiter angeheizt wurde.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) verringerte sich im Januar auf 3,7 %, verglichen mit 4,6 % im Dezember und 5,5 % im zweiten Quartal 2003. Darin spiegelte sich die Entwicklung der kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) und der kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) wider. Die Wirtschaftsteilnehmer im Euroraum reduzierten weiter ihre kurzfristigen Termineinlagen, was auf deren relativ niedrige Verzinsung im Vergleich zu liquideren Einlagenarten zurückzuführen war. Das jährliche Wachstum der kurzfristigen Spareinlagen ging ebenfalls weiter zurück, war aber nach wie vor recht hoch. Die schwächere Nachfrage nach diesen Einlagen könnte mit einem etwas geringeren Vorsorgespa-

Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % von M3 ¹⁾	Jahreswachstumsraten						
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2003 Dez.	2004 Jan.
M1	44,1	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	10,5	11,2
Bargeldumlauf	6,4	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0	25,0
Täglich fällige Einlagen	37,6	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	8,4	9,1
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	41,4	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	4,6	3,7
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	16,7	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-2,6	-3,7
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	24,6	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	10,2	9,4
M2	85,4	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,5	7,4
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,6	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	4,2	1,1
M3	100,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	7,0	6,4
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	169,3	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9	5,9
Kredite an öffentliche Haushalte	36,5	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,6	6,2
Buchkredite an öffentliche Haushalte	13,5	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,9	1,4
Kredite an den privaten Sektor	132,8	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8	5,8
Buchkredite an den privaten Sektor	115,6	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5	5,5
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	51,3	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	6,6	7,1

Quelle: EZB.

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

ren zusammenhängen, worin wiederum der leichte Anstieg des Verbrauchervertrauens im Euroraum zum Ausdruck kommen dürfte.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente ging im Januar weiter zurück auf 1,1 %, verglichen mit 4,2 % im Dezember und 9,8 % im zweiten Quartal 2003. Der seit dem zweiten Vierteljahr 2003 zu beobachtende Rückgang war unter anderem durch eine langsamere Ausweitung der Geldmarktfondsanteile (8,5 % im Januar gegenüber 17,5 % im zweiten Quartal 2003) bedingt. In den kürzerfristigen Wachstumsraten kommt der Rückgang noch stärker zum Ausdruck. Die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate der Geldmarktfondsanteile nahm im Anschluss an die Erholung der Aktienkurse und infolge der geringeren Volatilität an den Aktienmärkten seit Anfang 2003 sehr rasch ab (siehe Abbildung 6). Diese Entwicklung steht damit in Einklang, dass die Wirtschaftsakteure des Euroraums begonnen haben, frühere Portfolioumschichtungen rückgängig zu machen, da insbesondere diese Instrumente dazu genutzt worden waren, angesichts sinkender Aktienkurse und einer erhöhten Aktienmarktvolatilität zwischen Mitte 2001 und Anfang 2003 Geld in sicherer und liquider Form zu „parken“.

WICHTIGE GEGENPOSTEN ZU M3

Bei den wichtigsten Gegenposten zu M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors belief sich die jährliche Zuwachsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor im Januar auf 5,5 %, verglichen mit einem Tiefstand von 4,6 % im zweiten Quartal 2003 (siehe Tabelle 1). Die allmähliche Belebung der Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor war vermutlich durch die besseren Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die gleichzeitig immer noch niedrigen Kreditzinsen der Banken im Eurogebiet bedingt.

Die Jahreswachstumsraten der verschiedenen MFI-Kredite an den privaten Sektor stehen mit der Veröffentlichung der Daten für Januar 2004 nunmehr monatlich zur Verfügung. Diese Daten deuten darauf hin, dass sich die Vergabe von MFI-Krediten an die privaten Haushalte im Januar 2004 weiter rasch ausweitete (siehe Tabelle 2). Vor allem die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite setzte ihren Aufwärtstrend fort. In der nach wie vor kräftigen Expansion dieser Kredite spiegeln sich vermutlich die niedrigen Hypothekenzinsen im Euro-Währungsgebiet und die in einigen Euro-Ländern weiter steigenden Immobilienpreise wider. Auch das jährliche Wachstum der Konsumentenkredite erhöhte sich weiter, und zwar auf 4,1 % im Januar (nach einem Tiefstand von 2,3 % im dritten Quartal 2003). Obwohl dies zum Teil auf einen Basiseffekt zurückzuführen ist, könnte sich hierin auch die leichte Zunahme des Verbrauchervertrauens im Euroraum widerspiegeln. Die Jahresrate der sonstigen Kreditgewährung an private Haushalte sank abermals, und zwar auf 2,3 % im Januar, verglichen mit 2,7 % im dritten Vierteljahr 2003.

Abbildung 6 Geldmarktfondsanteile und Aktienkurse

(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate; Index: Dezember 1997 = 100)



Quellen: Reuters und EZB.
Anmerkung: Die Angaben für die Geldmarktfondsanteile sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt.

Tabelle 2 MFI-Kredite an den privaten Sektor

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2004 Jan.
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	42,8	3,4	3,7	3,6	3,6	3,5	3,1
Bis zu 1 Jahr	31,5	-2,6	-1,0	0,5	-0,8	-0,9	-3,3
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,4	6,3	5,8	2,4	4,5	3,7	5,5
Mehr als 5 Jahre	51,1	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3	6,7
Private Haushalte²⁾	49,5	5,8	5,8	5,5	5,8	6,4	6,5
Konsumentenkredite ³⁾	13,7	3,9	3,0	3,3	2,3	3,0	4,1
Wohnungsbaukredite ³⁾	67,2	7,7	7,6	7,3	7,5	7,9	8,3
Sonstige Kredite	19,1	1,2	2,4	1,2	2,7	3,7	2,3
Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	0,6	-11,1	7,2	4,7	10,4	14,2	2,3
Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute	7,0	5,9	1,9	3,8	6,0	11,0	13,4

Quelle: EZB.

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

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

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

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

Das Jahreswachstum der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb verhalten. Es verringerte sich im Januar 2004 auf 3,1 %, nachdem es sich eineinhalb Jahre lang zwischen 3½ % und 4 % bewegt hatte. Im Gegensatz dazu weiteten sich die MFI-Kredite an nichtmonetäre Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) nach wie vor kräftig aus. Ein Teil dieser Kredite könnte indirekt an die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weitergeleitet werden.

Die Jahreswachstumsrate der weiter gefassten Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor (wozu MFI-Kredite und MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors zählen) lag im Januar bei 5,8 %. Nach einem Tiefstand von 4,7 % im Schlussquartal 2002 war bei dieser Rate ein Aufwärtstrend zu beobachten. Die jährliche Zunahme der MFI-Kredite an die öffentlichen Haushalte verharrte im Januar des laufenden Jahres auf einem hohen Stand, nachdem sie im vierten Quartal 2003 weiter angestiegen war, worin vermutlich der gestiegene Kreditbedarf zum Ausdruck kam.

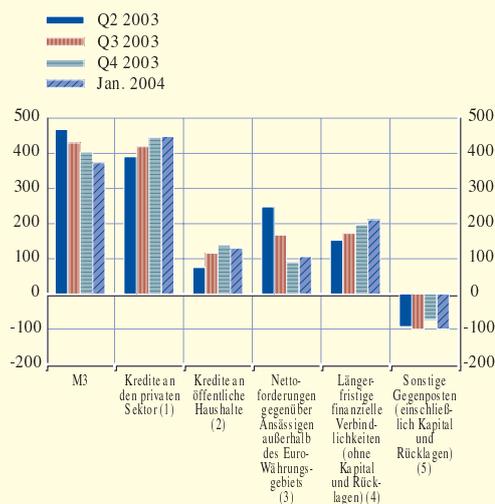
Was die übrigen Gegenposten zu M3 anbelangt, so nahm die jährliche Wachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Januar weiter zu. Damit setzte sich der seit dem Sommer 2003 zu beobachtende Aufwärtstrend fort. Diese Entwicklung spiegelte die steigende Nachfrage der Wirtschaftsakteure nach längerfristigen Einlagen und Bankschuldverschreibungen wider. Dies stützt die Annahme, dass die Anleger in größerem Umfang damit begonnen haben, ihren Anlageschwerpunkt auf längerfristige Finanzaktiva zu verlagern, was mit dem recht steilen Verlauf der Zinsstrukturkurve und der geringen Volatilität an den Anleihemärkten in Einklang steht.

Beim Jahreswachstum der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets war ein leichter Anstieg zu verzeichnen, der auf einen hohen monatlichen Zuwachs von 53 Mrd € im Januar zurückzuführen war. Damit wurde der rückläufige Trend

der letzten sechs Monate unterbrochen. Allerdings sollten monatliche Entwicklungen nicht überbewertet werden. Darüber hinaus blieb der jährliche Anstieg hinter dem Zuwachs zurück, der im Zwölfmonatszeitraum bis November 2003 beobachtet worden war. Veränderungen der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden sind vor allem auf Transaktionen zwischen Gebietsfremden und Nicht-MFIs im Euroraum zurückzuführen, die über den MFI-Sektor des Eurogebiets abgewickelt werden. Aus den Zahlungsbilanzdaten für den Euroraum (welche nur bis Dezember vorliegen) geht hervor, dass die seit Juli 2003 tendenziell rückläufige Jahreswachstumsrate dieser Forderungen hauptsächlich auf umfangreichere Kapitalabflüsse aus dem Eurogebiet zurückzuführen war. Letztere spiegelten wiederum die steigende Nachfrage gebietsansässiger Investoren nach ausländischen Anleihen und Dividendenwerten wider.

Abbildung 7 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



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

Fasst man die Entwicklungen der Gegenposten zu M3 zusammen, so lässt sich feststellen, dass die anhaltende Abschwächung des M3-Wachstums mit einer Wachstumsbeschleunigung bei den längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) und einem Rückgang des jährlichen Wachstums der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Gebietsfremde einherging (siehe Abbildung 7). Beide Faktoren stützen die Annahme, dass die Wirtschaftsteilnehmer des Euroraums mit einer Umstrukturierung ihrer Kapitalanlagen zugunsten von längerfristigen und risikoreicheren, nicht in M3 enthaltenen Finanzaktiva begonnen haben. Gleichzeitig wurde das M3-Wachstum weiterhin durch die starke Ausweitung der MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet angeheizt.

GESAMTBEURTEILUNG DER LIQUIDITÄTSBEDINGUNGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums seit dem Sommer 2003 ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Ob dieser Liquiditätsüberschuss auf mittlere bis lange Sicht zu inflationären Spannungen führen wird oder nicht, hängt vor allem davon ab, inwieweit und wie schnell die Portfolioumschichtungen in Zukunft wieder rückgängig gemacht werden und/oder wie kräftig das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet ausfallen wird. Im Falle einer nur sehr zögerlichen Anpassung der Portfoliostruktur seitens der Anleger im Euroraum und/oder einer rascheren Konjunkturerholung als derzeit erwartet könnte die Überschussliquidität mittelfristig zu inflationärem Druck führen. Es ist daher sehr wichtig, die künftige Entwicklung des Liquiditätsüberschusses sowie die verfügbaren Informationen über die Stärke der Konjunkturerholung im Euroraum genau zu beobachten.

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Vorjahrsrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen stieg im vierten Quartal 2003 leicht an. Die Begebung von Unternehmensschuldverschreibungen war nach wie vor lebhaft, worin sich günstige Emissionsbedingungen widerspiegeln. Dagegen war bei den von Gebietsansässigen begebenen börsennotierten Aktien weiterhin eine moderate Zunahme zu verzeichnen.

SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Jahreswachstumsrate der von Gebietsansässigen begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Schlussquartal 2003 leicht auf 7,1 % gegenüber 6,9 % im dritten Vierteljahr (siehe Abbildung 8). Dieser Entwicklung lagen eine Zunahme der Emission langfristiger Schuldverschreibungen und ein Rückgang der Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen zugrunde.

Eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2003 um 0,9 Prozentpunkte auf 5,6 % erhöhte (siehe Tabelle 3). Dies könnte zum Teil auf die trendmäßige Abnahme der Renditeabstände von Unternehmensanleihen bei Emissionen von Finanzinstituten zurückzuführen gewesen sein.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verlangsamte sich das jährliche Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen im Schlussquartal des letzten Jahres um 0,7 Prozentpunkte auf 18,1 %. Dies war hauptsächlich auf die rückläufige Wachstumsrate der Begebung von Schuldverschreibungen durch nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen. Dennoch war in diesem Sektor weiterhin eine äußerst rege Emissionstätigkeit zu verzeichnen, worin sich unter anderem die weit verbreitete Nutzung von „Finanzierungstöchtern“ seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zur Begebung von Schuldverschreibungen widerspiegelte. Das jährliche Wachstum der direkt von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen verringerte sich im vierten Quartal 2003 geringfügig auf eine Rate von 9,5 %. Trotz dieses Rückgangs war auch weiterhin eine rege direkte Emissionstätigkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu verzeichnen, worin sich neben anderen Faktoren die relativ niedrigen Kosten für Anleiheemissionen sowohl in absoluten Beträgen als auch im Vergleich zu anderen Quellen der Außenfinanzierung, vor allem Aktienemissionen, widerspiegeln könnten.

Abbildung 8 Aufgliederung der Emission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2003 Q4	Jahreswachstumsraten (Veränderung gegen Vorjahr in % ¹⁾)				
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4
Emission von Schuldverschreibungen:	8 692	6,9	6,7	6,9	6,9	7,1
MFIs	3 302	6,1	5,4	4,6	4,7	5,6
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	678	25,7	26,5	26,9	28,8	26,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	580	4,0	6,3	10,2	10,0	9,5
Öffentliche Haushalte	4 131	5,7	5,4	5,7	5,4	5,4
<i>Darunter:</i>						
Zentralstaaten	3 913	4,8	4,4	4,7	4,7	4,6
Sonstige öffentliche Haushalte	217	28,4	31,4	28,8	22,0	22,1
Emission börsennotierter Aktien:	3 647	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1
MFIs	569	0,8	0,6	0,7	1,0	1,4
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	348	0,5	0,3	2,0	2,1	2,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 729	1,1	0,8	1,1	1,0	0,9

Quelle: EZB.

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

Was den öffentlichen Sektor betrifft, so blieb die Vorjahrsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen im Schlussquartal 2003 mit 5,4 % unverändert gegenüber dem dritten Vierteljahr. Während die Jahreswachstumsrate der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im letzten Jahr mit rund 4,6 % relativ stabil blieb, war bei den sonstigen öffentlichen Haushalten (wie Ländern und Gemeinden) weiterhin eine sehr rege Emissionstätigkeit zu beobachten.

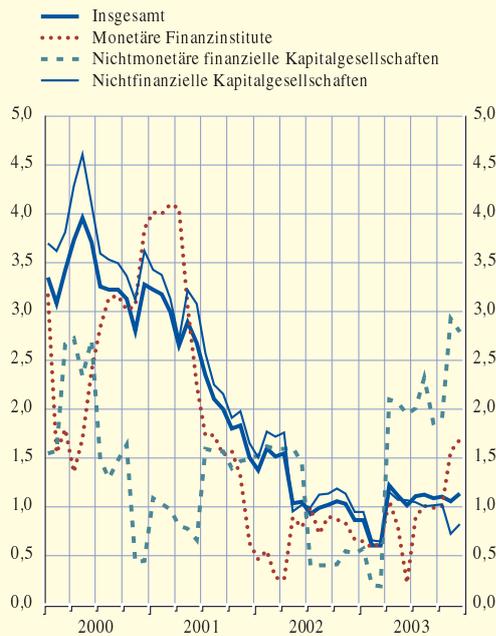
BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien belief sich im vierten Quartal 2003 auf 1,1 %. Sie hat sich seit dem zweiten Quartal letzten Jahres im Großen und Ganzen stabil auf diesem vergleichsweise niedrigen Niveau eingependelt (siehe Abbildung 9 und Tabelle 3).

Die Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate der von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien (die knapp drei Viertel des Gesamtumlaufs ausmachten) weitgehend unverändert blieb. Gleichzeitig nahm die Jahresrate der Emission börsennotierter Aktien durch MFIs und nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften leicht zu. Insgesamt blieb die Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten im Jahr 2003 verhalten. Das Volumen der Börseneinführungen an den Aktienmärkten des Euroraums war vor allem in der zweiten Jahreshälfte sehr gering, wohingegen sich das Volumen der Zweitmissionen leicht erhöhte. Die Angaben zu den geplanten Börseneinführungen geben jedoch gewisse Anhaltspunkte für eine mögliche Zunahme der Aktienemission im Jahr 2004.

Abbildung 9 Aufgliederung der Emission börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

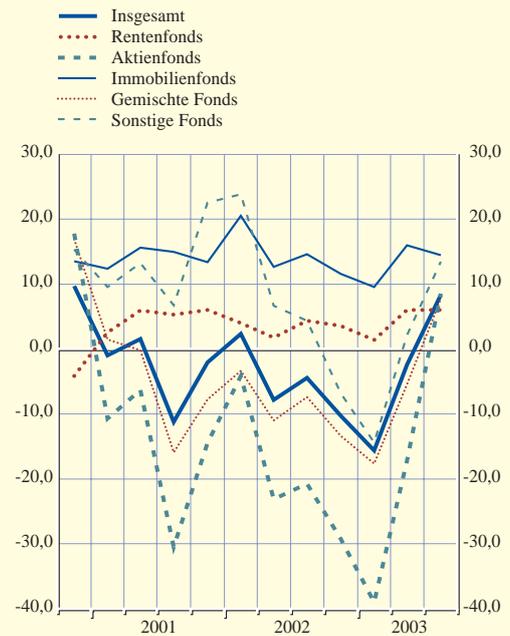
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Abbildung 10 Gesamtvermögen der Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

2.3 INSTITUTIONELLE ANLEGER

Die Jahresänderungsrate des Gesamtvermögens der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im dritten Quartal 2003 kräftig, was vor allem durch einen Anstieg der Aktienkurse bedingt war. Gleichzeitig war die Jahreswachstumsrate der Finanzierung und Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen weiterhin robust.

INVESTMENTFONDS

Die Jahresänderungsrate des Gesamtvermögens der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet stieg im dritten Quartal 2003 kräftig auf 8,3 % an, verglichen mit einem Rückgang um 2,5 % im Vorquartal (siehe Abbildung 10). Dies war zum großen Teil auf die Entwicklung der Preise für Finanzaktiva zurückzuführen. Vor allem der Wert des Gesamtvermögens der Aktienfonds, auf das ein Fünftel des Gesamtvermögens aller Investmentfonds entfielen, erhöhte sich im dritten Vierteljahr im Vorjahresvergleich deutlich auf 8,6 %, nach -17,2 % im Vorquartal. Zum Vergleich: Der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index stieg im dritten Quartal 2003 gegenüber dem Vorjahr um 11,8 %. Dagegen blieb das jährliche Wachstum der Bilanzsumme der Rentenfonds im Euroraum, auf die zwei Fünftel des Gesamtvermögens aller Investmentfonds entfielen, mit 6,0 % im dritten Vierteljahr gegenüber dem Vorquartal unverändert.

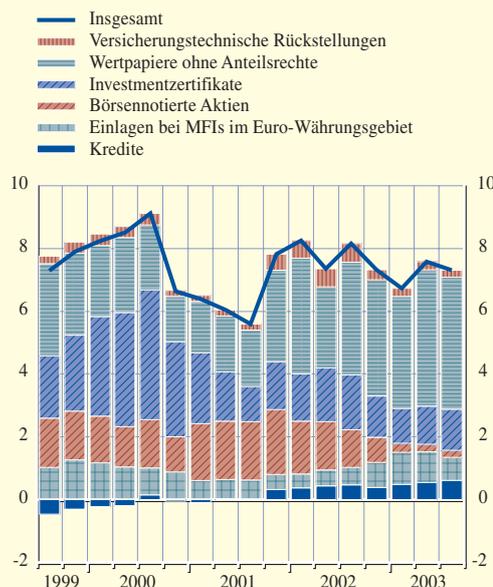
VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN UND PENSIONS-KASSEN

Die Jahreswachstumsrate der Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (VGPKs) im Euro-Währungsgebiet ging von 7,6 % im zweiten Quartal 2003 auf 7,3 % im dritten Quartal zurück (siehe Abbildung 11). Darin spiegelte sich ein Rückgang der jährlichen Wachstumsraten des Erwerbs von Schuldverschreibungen (von 12,0 % im zweiten auf 10,9 % im dritten Quartal) und der Einlagen bei MFIs im Euroraum (von 6,7 % auf 4,9 %) wider. Gleichzeitig erhöhten sich die Jahreswachstumsraten der meisten anderen Instrumente der Geldvermögensbildung von VGPKs, vor allem die des Erwerbs von Investmentzertifikaten.

Auf der Passivseite des VGPK-Sektors blieb die Jahreswachstumsrate der versicherungstechnischen Rückstellungen (die rund 95 % der Verbindlichkeiten dieses Sektors ausmachen und vor allem aus Investitionen von privaten Haushalten und Kapitalgesellschaften in Versicherungs- und Pensionsprodukte bestehen) weitgehend unverändert und belief sich im dritten Quartal 2003 auf 6,9 %.

Abbildung 11 Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

(Jahreswachstumsraten; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

2.4 FINANZIERUNG UND GELDVERMÖGENSBILDUNG DES NICHTFINANZIELLEN SEKTORS

Insgesamt bestätigte die Finanzierungsentwicklung im vierten Quartal 2003 einen allgemeinen Aufwärtstrend bei den privaten Haushalten, während sich die Finanzierung des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weiterhin verhalten entwickelte. Mit Blick auf die Geldvermögensbildung bestätigten die für das dritte Quartal vorliegenden Daten den Eindruck, dass vorsichtig Portfoliumschichtungen zugunsten längerfristiger Anlageformen vorgenommen wurden.

FINANZIERUNG DES NICHTFINANZIELLEN SEKTORS

Die Jahreswachstumsrate der Gesamtfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors (hierzu zählen private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und öffentliche Haushalte) war Schätzungen zufolge im vierten Quartal 2003 mit 5 % stabil, nachdem sie sich in den vorherigen Quartalen leicht erholt hatte (siehe Tabelle 4). Die Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Sektors nahm im vierten Quartal 2003 mit einer Jahresrate von 5 ¾ % weiter stetig zu, wobei die Wachstumsrate weitgehend der im Vorquartal verzeichneten Rate entsprach. Die Fremdfinanzierung wurde weiterhin von den niedrigen Finanzierungskosten, der dynamischen Entwicklung der Immobilienmärkte in einigen Euro-Ländern und dem Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte gestützt. Dies steht im Gegensatz zu der nach wie vor verhaltenen Emission börsennotierter Aktien im Schlussquartal 2003.

Tabelle 4 Finanzierung des nichtfinanziellen Sektors im Euro-Währungsgebiet

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % ¹⁾	Jahreswachstumsraten									
		2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4 ²⁾
Nichtfinanzieller Sektor	100	5,0	4,5	4,5	4,2	4,1	3,9	4,3	4,7	5,0	5
<i>Darunter:</i> Langfristige Finanzierung ³⁾	85,0	4,7	4,4	4,8	4,6	4,7	4,1	4,1	4,2	4,8	4 3/4
Fremdfinanzierung ⁴⁾	84,7	6,2	5,6	5,4	5,2	4,8	4,7	5,3	5,6	5,8	5 3/4
<i>Darunter:</i> Kurzfristige Fremdfinanzierung	15,0	7,0	5,4	2,6	1,6	0,8	2,1	5,2	7,1	6,5	5
<i>Darunter:</i> Langfristige Fremdfinanzierung	69,7	6,0	5,6	6,0	6,0	5,7	5,3	5,3	5,2	5,6	5 3/4
Private Haushalte^{4),5)}	23,2	5,8	5,7	5,7	6,2	6,4	6,6	6,6	6,3	7,0	7 1/4
<i>Darunter:</i> Kurzfristige Fremdfinanzierung	7,3	0,7	-0,7	-0,6	1,0	1,2	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 1/2
<i>Darunter:</i> Langfristige Fremdfinanzierung	92,7	6,3	6,3	6,3	6,7	6,9	7,0	7,1	7,0	7,7	8
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	43,4	6,2	5,1	4,3	3,5	2,9	2,5	2,9	3,3	3,5	3 1/4
<i>Darunter:</i> Langfristige Finanzierung	80,7	5,8	5,2	5,1	4,9	4,5	3,5	3,4	3,2	3,7	3 1/2
Fremdfinanzierung ⁴⁾	64,8	11,4	8,8	6,7	5,8	4,2	3,9	4,9	5,1	4,9	4 3/4
<i>Darunter:</i> Kurzfristige Fremdfinanzierung	19,3	8,6	4,7	0,6	-3,0	-3,6	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
<i>Darunter:</i> Langfristige Fremdfinanzierung	45,5	12,7	10,9	9,8	10,2	8,0	7,0	7,0	5,6	5,7	5 1/2
<i>Darunter:</i> Kredite	52,4	9,9	7,1	5,5	5,3	3,7	3,8	4,4	4,1	4,2	4
<i>Darunter:</i> Wertpapiere ohne Anteilsrechte	8,4	26,7	24,5	16,3	9,7	7,2	4,3	8,0	11,5	9,2	9 1/2
<i>Darunter:</i> Pensionsrückstellungen	3,9	5,1	4,6	4,7	4,7	4,9	5,2	5,1	5,1	5,1	5 1/2
Börsennotierte Aktien	35,2	1,7	1,5	1,7	0,9	1,2	0,7	0,4	0,8	1,0	3/4
Öffentliche Haushalte⁴⁾	33,4	2,3	2,8	4,1	4,0	4,3	4,1	4,8	5,5	5,7	5 1/4
<i>Darunter:</i> Kurzfristige Fremdfinanzierung	14,8	6,5	9,5	8,4	11,9	9,9	11,6	16,5	16,2	15,7	11 1/4
<i>Darunter:</i> Langfristige Fremdfinanzierung	85,2	1,6	1,8	3,5	2,8	3,4	2,9	3,0	3,7	4,0	4 1/4
<i>Darunter:</i> Kredite	16,0	-1,5	-0,5	0,4	-0,6	-0,8	-2,1	-2,2	-0,5	1,0	2 1/4
<i>Darunter:</i> Wertpapiere ohne Anteilsrechte	80,8	3,0	3,2	4,6	4,6	5,0	5,2	6,1	6,5	6,3	5 3/4
<i>Darunter:</i> Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,2	6,5	12,0	14,0	14,1	14,1	11,4	12,2	12,3	13,1	8 1/2

Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe auch Tabelle 3.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des dritten Quartals 2003. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung und Sektorfinanzierung an der Gesamtfinanzierung in %. Anteil der kurzfristigen und langfristigen (Fremd-)Finanzierung der Sektoren und der Finanzierungsinstrumente an der Gesamtsektorfinanzierung in %. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Die Angaben für das jüngste Quartal wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.

3) Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

4) Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige Fremdfinanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr) umfasst kurzfristige Kredite, begebene kurzfristige Schuldverschreibungen und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die langfristige Fremdfinanzierung entspricht der langfristigen Finanzierung ohne begebene börsennotierte Aktien.

5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Schätzungen zufolge erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung privater Haushalte im vierten Quartal 2003 auf 7 1/4 % gegenüber 7,0 % im dritten Quartal. Dies ist gänzlich auf einen weiteren Anstieg der Jahreswachstumsrate der langfristigen Fremdfinanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr) zurückzuführen, für den hauptsächlich die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten verantwortlich ist. Infolgedessen stieg die am BIP gemessene Verschul-

dung der privaten Haushalte Schätzungen zufolge im vierten Quartal geringfügig auf 5,3 % (siehe Abbildung 12). Trotz der trendmäßigen Zunahme der Verschuldung blieben die am BIP gemessenen Zinsausgaben der privaten Haushalte im Euroraum weitgehend mit der Mitte der Neunzigerjahre verzeichneten Quote vergleichbar, worin sich das niedrige Zinsniveau widerspiegelte. Dies könnte unter anderem als Anhaltspunkt für die Feststellung dienen, dass die Finanzlage der privaten Haushalte im Euroraum

im Durchschnitt robust geblieben ist, auch wenn zwischen den einzelnen Euro-Ländern Unterschiede bestehen.

Das Wachstum der gesamten Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften blieb im vierten Quartal 2003 mit 4¾ % weitgehend stabil. Die trotz der historisch niedrigen Fremdfinanzierungskosten relativ moderate Zunahme der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften scheint die nur allmähliche wirtschaftliche Erholung sowie möglicherweise eine verstärkte Innenfinanzierung in der Anfangsphase eines Konjunkturaufschwungs widerzuspiegeln. Darüber hinaus kann es sein, dass in einigen Wirtschaftszweigen noch Bilanzumstrukturierungen im Gange sind. Insgesamt dürfte die Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im vierten Quartal 2003 mit 63 % stabil geblieben sein.

Schätzungen zufolge war die Jahresrate der Fremdfinanzierung der öffentlichen Haushalte leicht rückläufig und belief sich im vierten Quartal auf 5¼ % gegenüber 5,7 % im dritten Quartal. Insbesondere bei der kurzfristigen Fremdfinanzierung war in den letzten Quartalen ein sehr nachhaltiges Wachstum zu verzeichnen. Aufgrund des steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve könnte sich die Präferenz des Staatssektors für kurzfristige Kredite verstärkt haben.

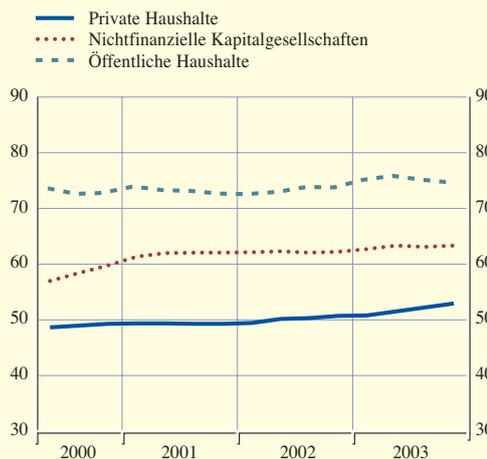
GELDVERMÖGENSBILDUNG DES NICHTFINANZIELLEN SEKTORS

Daten zur Geldvermögensbildung liegen nur bis zum dritten Quartal 2003 vor. Das jährliche Wachstum der Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors blieb im Berichtsquartal mit 5,1 % weitgehend stabil (siehe Tabelle 5). Hinter dem stabilen Wachstum der Geldvermögensbildung insgesamt verbargen sich jedoch zum einen eine Verlangsamung des jährlichen Wachstums der kurzfristigen Geldvermögensbildung (von 5,9 % im zweiten auf 5,4 % im dritten Quartal 2003) und zum anderen eine Beschleunigung des jährlichen Wachstums der langfristigen Geldvermögensbildung (von 4,1 % im zweiten auf 4,5 % im dritten Vierteljahr).

Die Daten zur Finanzierungs- und Geldvermögensrechnung bestätigen also die frühere Einschätzung auf der Grundlage monetärer Angaben, dass die Wirtschaftsakteure im Sommer 2003 damit begannen, ihre Portfolios vorsichtig von kurzfristigen in längerfristige und risikoreichere Anlageformen umzuschichten. Die Erholung der Nachfrage nach Investmentzertifikaten (ohne Geldmarktfondsanteile) stützt diese Annahme. Darüber hinaus blieb der direkte Erwerb von langfristigen Schuldverschreibungen durch den nichtfinanziellen Sektor verhalten, was mit den immer noch niedrigen, wenngleich steigenden, langfristigen Zinssätzen im dritten Quartal zusammenhängen könnte. Dies stand im Gegensatz zu den umfangreichen Investitionen von Versicherungsgesellschaften und Gebietsfremden in langfristige Schuldverschreibungen.

Abbildung 12 Schuldenquote des nichtfinanziellen Sektors

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 4. Die Schuldenquote auf der Grundlage der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen fällt etwas niedriger aus als anhand der jährlichen Berechnungen. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite von nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht erfasst werden. Die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte weicht aufgrund von Unterschieden bei der Bewertung, Erfassung und Behandlung aufgelaufener Zinsen leicht von der Abgrenzung des öffentlichen Schuldenstands im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit ab.

Tabelle 5 Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Euro-Währungsgebiet

	Bestand in % der Geld- vermögens- bildung ¹⁾	Jahreswachstumsraten									
		2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4
Geldvermögensbildung	100	5,7	4,6	4,7	4,5	4,8	4,4	4,5	5,0	5,1	.
<i>Darunter: Kurzfristige Geldvermögens- bildung²⁾</i>	43,1	5,6	5,8	4,8	4,9	5,3	5,3	5,3	5,9	5,4	.
<i>Darunter: Langfristige Geldvermögens- bildung³⁾</i>	55,7	6,0	4,3	4,6	4,5	4,6	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Bargeld und Einlagen	37,9	4,3	4,6	4,7	4,7	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	13,3	9,0	7,7	5,3	4,7	5,6	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
<i>Darunter: Kurzfristig</i>	1,4	15,9	3,6	-7,7	-12,0	1,3	2,4	-13,1	-7,0	-16,6	.
<i>Darunter: Langfristig</i>	11,8	8,0	8,3	7,7	7,3	6,2	4,4	2,9	0,1	0,3	.
Investmentzertifikate	12,2	6,3	5,6	5,3	5,6	5,8	4,3	5,3	6,8	6,7	.
<i>Darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile</i>	9,6	5,0	3,7	3,1	3,8	4,0	3,1	4,2	5,6	6,3	.
<i>Darunter: Geldmarktfondsanteile</i>	2,7	16,7	21,1	20,7	17,8	16,2	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Börsennotierte Aktien	12,2	4,1	-0,4	1,0	0,7	1,1	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	24,4	7,3	7,2	6,9	6,7	6,7	6,5	6,4	6,5	6,5	.
M3 ⁴⁾		6,8	8,0	7,2	7,1	7,1	6,9	8,0	8,5	7,6	7,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe auch Tabelle 3.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

1) Stand am Ende des dritten Quartals 2003. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

3) Die langfristige Geldvermögensbildung umfasst langfristige Schuldverschreibungen (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr), Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile, börsennotierte Aktien sowie Versicherungs- und Pensionsprodukte.

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

Abbildung 13 Jährliche Gewinne und Verluste aus Wertpapieranlagen des nichtfinanziellen Sektors

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Abbildung 14 Relation zwischen Verschuldung und Geldvermögen des nichtfinanziellen Sektors

(in %)



Quelle: EZB.

Infolge der Erholung am Aktienmarkt kehrten sich die Erträge aus Wertpapieranlagen des nichtfinanziellen Sektors auf Jahresbasis erstmals seit dem dritten Quartal 2000 ins Positive (siehe Abbildung 13). Der Anstieg der Aktienkurse führte dazu, dass sich der Quotient aus Verschuldung und Geldvermögen des nichtfinanziellen Sektors verringerte (siehe Abbildung 14) und lässt auf eine Verbesserung der Bilanzstruktur in diesem Sektor schließen.

2.5 GELDMARKTSÄTZE

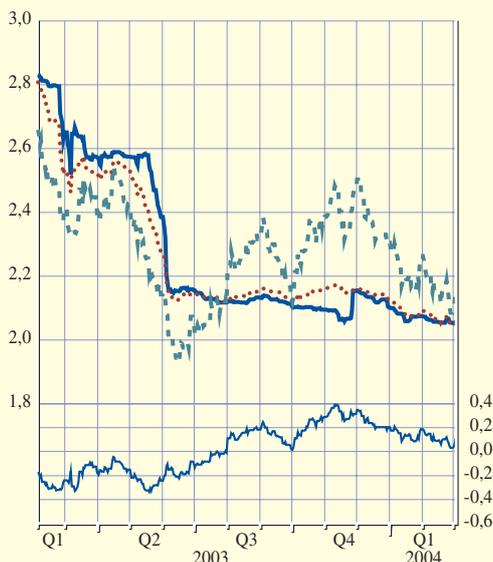
Nach dem allgemeinen Anstieg der längerfristigen Geldmarktzinsen in der zweiten Jahreshälfte 2003 sind diese Zinssätze seit Anfang Dezember 2003 wieder rückläufig. Infolgedessen flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt in den vergangenen drei Monaten ab.

Während die Zinssätze am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt in den letzten Monaten ebenso wie die EZB-Leitzinsen nahezu unverändert blieben (siehe Abbildung 15), gaben die Zinssätze am längeren Ende nach, nachdem sie Anfang Dezember 2003 einen Höchststand erreicht hatten. Der Zwölfmonats-EURIBOR lag am 3. März 2004 relativ nahe bei dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,0 %. Infolgedessen flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt ab. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR betrug am 3. März 2004 nur 11 Basispunkte, nach 35 Basispunkten am 1. Dezember 2003.

Abbildung 15 Geldmarktzinsen

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

- Einmonats-EURIBOR (linke Skala)
- ... Dreimonats-EURIBOR (linke Skala)
- - - Zwölfmonats-EURIBOR (linke Skala)
- Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR (rechte Skala)



Quelle: Reuters.

Abbildung 16 Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte

(in % p.a.; Tageswerte)

- Dreimonats-EURIBOR
- ... Zinssätze für Terminkontrakte am 3. März 2004
- - - Zinssätze für Terminkontrakte am 1. Dezember 2003



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

Abbildung 17 Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni 2004

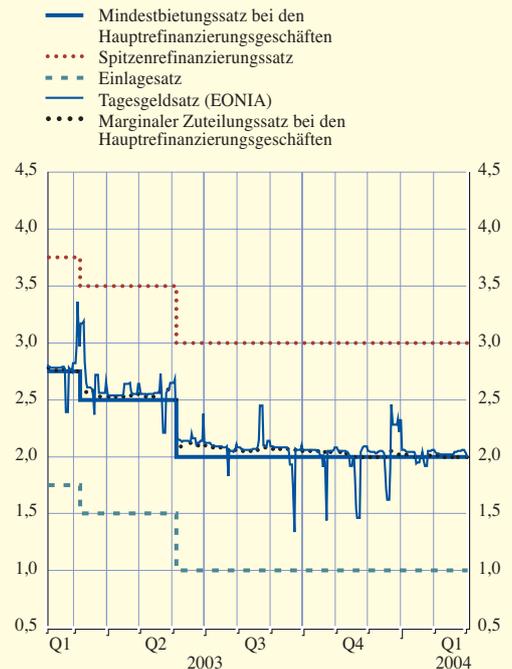
(in % p.a.; in Basispunkten; Tageswerte)



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

Abbildung 18 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Der Rückgang der längerfristigen Geldmarktsätze schlug sich allgemein in der Entwicklung der impliziten Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte nieder (siehe Abbildung 16). So fiel beispielsweise der implizite Zinssatz für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2004 von Anfang Dezember 2003 bis zum 3. März 2004 um rund 80 Basispunkte auf zuletzt 2,15 %. Der implizite Zinssatz für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni 2004 ging etwas weniger stark zurück und lag am 3. März dieses Jahres nur geringfügig über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,0 %. Die Entwicklung der impliziten Terminzinssätze in den vergangenen drei Monaten deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich eines Anstiegs der kurzfristigen Zinsen im Laufe des Jahres 2004 zurückgeschraubt haben.

Die implizite Volatilität der Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte (siehe Abbildung 17) vermittelt den Eindruck, dass unter den Marktteilnehmern relativ wenig Unsicherheit mit Blick auf die Entwicklung der Kurzfristzinsen in den kommenden Monaten herrscht. Die implizite Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die von Terminkontrakten mit Fälligkeit im Juni und September 2004 abgeleitet wird und bereits ein niedriges Niveau erreicht hatte, ging von Ende Dezember 2003 bis zum 3. März 2004 weiter zurück.

Die Liquiditätsbereitstellung im Rahmen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB verlief in den vergangenen drei Monaten reibungslos. Im Zeitraum von Anfang Dezember 2003 bis zum 3. März 2004 lag der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz meist knapp über dem für die Hauptre-

finanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,0 % (siehe Abbildung 18). Die Zuteilungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften lagen im Berichtszeitraum ebenfalls meist relativ nahe bei dem für diese Geschäfte geltenden Mindestbietungssatz. Bei den beiden im Januar und Februar 2004 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems lag der durchschnittliche Zuteilungssatz geringfügig unter dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und auch unter den entsprechenden Sätzen der Ende 2003 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

2.6 ANLEIHEMÄRKTE

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten waren in den letzten drei Monaten rückläufig. Veränderte geldpolitische Erwartungen seitens der Marktteilnehmer und etwas weniger optimistische Aussichten für das Wirtschaftswachstum spielten bei diesem Rückgang eine wichtige Rolle. Die implizite Volatilität am Anleihemarkt, ein Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen, verringerte sich ebenfalls.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten waren die Anleiherenditen seit Ende November 2003 insgesamt rückläufig. Darin spiegelte sich offensichtlich die Erwartung der Marktteilnehmer wider, dass die US-amerikanische Notenbank die Leitzinsen länger als ursprünglich angenommen auf dem derzeitigen niedrigen Niveau halten wird, sowie eine mögliche Abwärtskorrektur in der Einschätzung der Konjunkturaussichten durch die Marktteilnehmer. Zugleich trugen andere Marktfaktoren, vor allem der umfangreiche Erwerb von US-Staatsanleihen durch ausländische Käufer – vornehmlich ausländische Zentralbanken –, dazu bei, dass die langfristigen Anleiherenditen in den USA auf einem niedrigen Niveau verharren. In jüngster Zeit waren die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen rückläufig und fielen von Ende Januar bis zum 3. März um rund 10 Basispunkte auf einen Stand von 4,1 % (siehe Abbildung 19).

Die in den vergangenen drei Monaten veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten wurden – obgleich sie insgesamt immer noch einen positiven Ausblick für das Wirtschaftswachstum vermittelten – den Erwartungen der Marktteilnehmer offenbar nicht gänzlich gerecht. Dadurch dürften die Anleiherenditen unter Druck geraten sein. Insbesondere gilt dies für die realen US-Anleiherenditen, die insgesamt stärker als die nominalen Renditen zurückgingen. Zugleich nahmen die langfristigen Inflationserwartungen der Anleger während der Wintermonate geringfügig zu. Darauf deutet der Anstieg der zehnjährigen (aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und inflationsindexierten Staatsanleihen errechneten) Breakeven-Inflationsrate hin, die von Ende Januar bis zum 3. März um rund 25 Basispunkte zunahm.

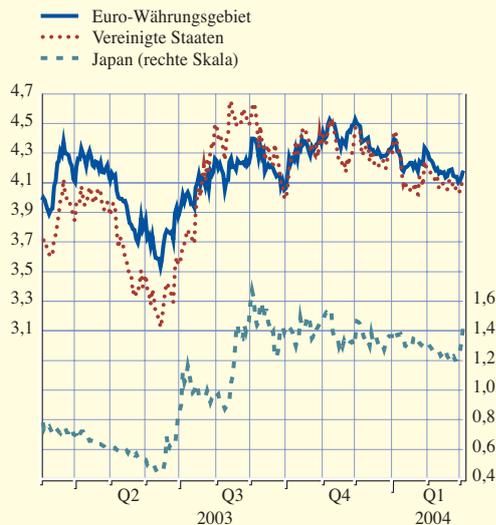
Die implizite Volatilität am Anleihemarkt ging in den Vereinigten Staaten über die vergangenen drei Monate insgesamt zurück und entsprach Ende Februar in etwa ihrem Durchschnittswert seit 1999 (siehe Abbildung 20).

JAPAN

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in Japan zogen während der letzten drei Monate insgesamt an, worin sich auch die Entwicklung Anfang März widerspiegelte. Offenbar verbargen sich hinter dieser Entwicklung insgesamt unterschiedliche Faktoren, die in entgegengesetzte Rich-

Abbildung 19 Renditen langfristiger Staatsanleihen

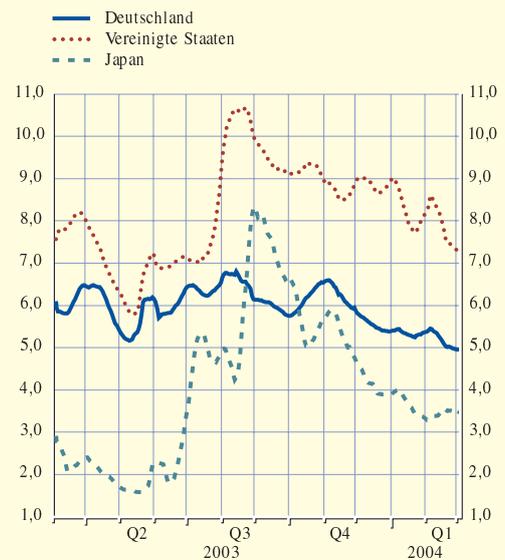
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 20 Implizite Volatilität an den Anleihemärkten

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



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

tungen wirkten. Dem Anschein nach wurden einerseits die Anleger allgemein optimistischer bezüglich der Wirtschaftsaussichten, was zum Teil auf die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten zurückzuführen war, die weitgehend das Szenario einer sich weiter belebenden Konjunktur in Japan stützten. Andererseits lasteten die weltweiten Trends an den Anleihemärkten und die Besorgnis der Marktteilnehmer wegen des noch verbleibenden Deflationsdrucks in der japanischen Wirtschaft auf den Renditen japanischer Anleihen. Von Ende Januar bis zum 3. März stiegen die Renditen langfristiger japanischer Anleihen um rund 10 Basispunkte auf 1,4 %.

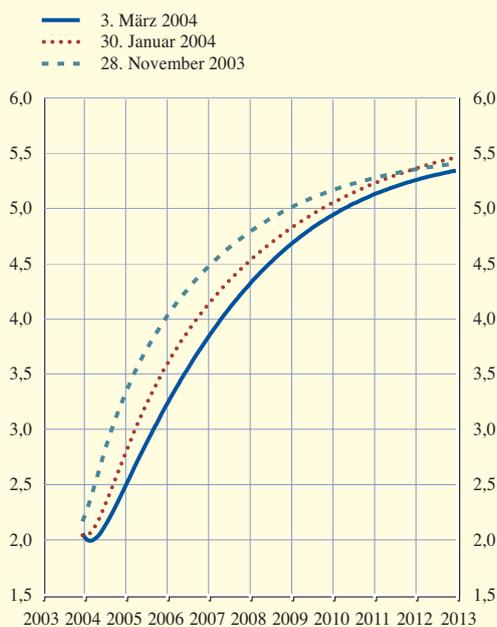
Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die zukünftige Entwicklung der Anleiherenditen war gemessen an der impliziten Volatilität am Anleihemarkt in den vergangenen drei Monaten insgesamt rückläufig und lag Anfang März 2004 geringfügig unter dem Durchschnitt der seit Januar 1999 verzeichneten impliziten Volatilität.

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euroraum sind die Renditen der Staatsanleihen in den vergangenen drei Monaten über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg zurückgegangen. In dieser Entwicklung spiegeln sich offenbar teilweise Erwartungen der Marktteilnehmer wider, wonach die Kurzfristzinsen im Eurogebiet länger als ursprünglich angenommen auf dem gegenwärtig niedrigen Niveau bleiben werden (siehe Abbildung 21). Die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten, von denen eine uneinheitliche Signalwirkung ausging, sowie die Besorgnis der Marktteilnehmer über die Folgen der Euro-Auf-

Abbildung 21 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

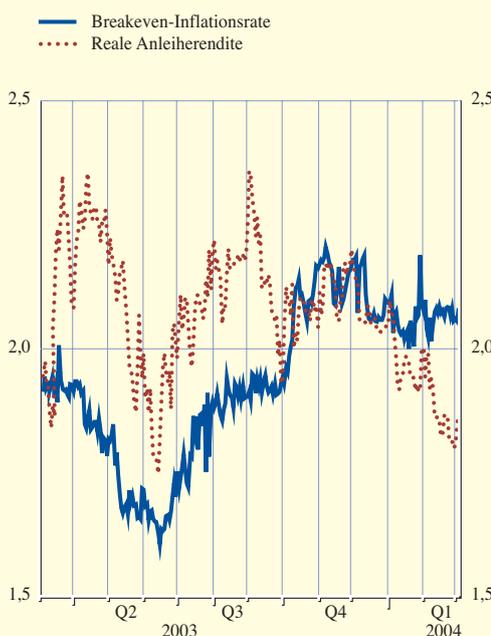
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 22 Reale Anleiherendite und Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

wertung für die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft im Euroraum trugen insgesamt zu dieser rückläufigen Renditeentwicklung bei.

Im selben Zeitraum fielen die realen Renditen zehnjähriger inflationsindexierter (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) Staatsanleihen. In jüngster Zeit sanken sie – von Ende Januar bis zum 3. März – um rund 15 Basispunkte auf 1,9 %. Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate (die sich aus der Renditedifferenz zwischen zehnjährigen nominalen und inflationsindexierten Staatsanleihen errechnet) blieb im selben Zeitraum weitgehend unverändert (siehe Abbildung 22).

Die Unsicherheit an den Anleihemärkten im Euroraum ließ (gemessen an der impliziten Volatilität am Anleihemarkt) in den letzten drei Monaten insgesamt nach und lag Anfang März 2004 leicht unter ihrem seit Januar 1999 verzeichneten Durchschnittsniveau.

Die Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen des Euro-Währungsgebiets waren in den letzten drei Monaten nach wie vor sehr günstig. Der Ausfall eines größeren Emittenten im Eurogebiet führte nicht zu vermehrten Befürchtungen am Markt und hatte recht begrenzte Auswirkungen auf die Renditespreads der Anleihen anderer Unternehmen (siehe Abbildung 23). In jüngster Zeit, zwischen Ende Januar und dem 3. März, gingen die Renditen der Anleihen von

Unternehmen mit einem BBB-Rating im Eurogebiet um rund 20 Basispunkte zurück. Der Renditespread zwischen solchen BBB-Anleihen und vergleichbaren Staatsanleihen im Euroraum verringerte sich im gleichen Zeitraum um 5 Basispunkte und belief sich am 3. März auf rund 90 Basispunkte.

2.7 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

Die kurzfristigen MFI-Zinssätze im Neugeschäft blieben zwischen Juni und Dezember 2003 zumeist unverändert, während die langfristigen MFI-Zinsen eine uneinheitliche Entwicklung aufwiesen.

Die meisten kurzfristigen MFI-Zinssätze veränderten sich im Dezember wie schon in den vorangegangenen fünf Monaten kaum, nachdem sie in der ersten Hälfte des Jahres 2003 nachgegeben hatten (siehe Abbildung 24). Die Zinsen für kurzfristige Spareinlagen von privaten Haushalten (d. h. mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) und für Tagesgelder nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften fielen von Januar bis Dezember 2003 um rund 30 Basispunkte, während der Zinssatz für kurzfristige Termineinlagen privater Haushalte (d. h. mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr) um 70 Basispunkte sank. Der Zinssatz für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von über 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr und der Zinssatz für Überziehungskredite der Banken an private Haushalte ging im gleichen Zeitraum um etwa 60 bzw. 20 Basispunkte zurück. Im Vergleich dazu fiel der Dreimonats-Geldmarktsatz während dieser Zeit um insgesamt rund 70 Basispunkte.

Bei den langfristigen MFI-Zinssätzen im Neugeschäft war im Dezember 2003 eine uneinheitliche Entwicklung zu beobachten (siehe Abbildung 25). Die Zinsen für langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhten sich in diesem Monat geringfügig, während die Zinsen für langfristige Termineinlagen privater Haushalte zurückgingen. Auch die Entwicklung der meisten Langfristzinsen war seit Juni 2003, als die Staatsanleiherenditen zu steigen begannen, recht uneinheitlich. Der Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von über fünf und bis zu zehn Jahren zog um rund 30 Basispunkte an, während der Zinssatz für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von über 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren um 15 Basispunkte zulegte. Der Zinssatz für Termineinlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren fiel im selben Zeitraum um 20 Basispunkte. Die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen stieg von Juni bis Dezember zum Vergleich um 80 Basispunkte.

Abbildung 23 Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)

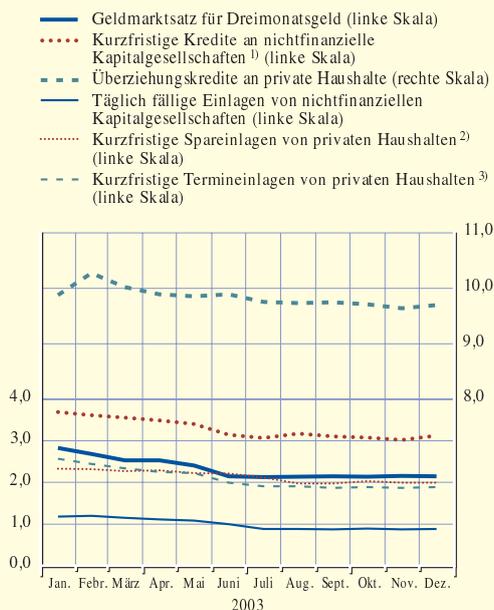


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

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

Abbildung 24 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

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



Quelle: EZB.

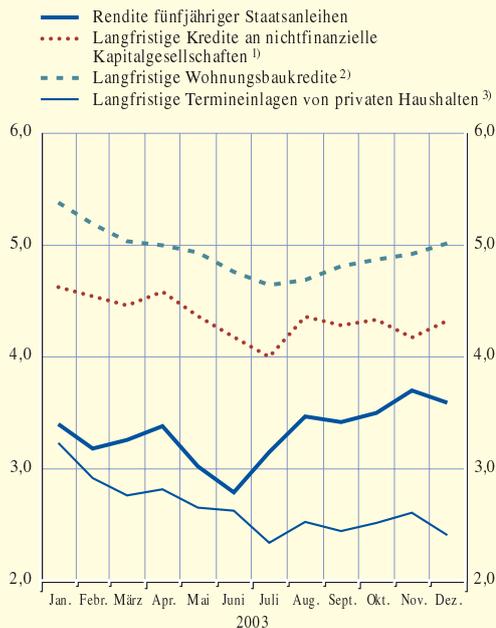
1) Hierzu zählen Kredite von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung und solche mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr.

2) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten.

3) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Abbildung 25 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

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



Quelle: EZB.

1) Hierzu zählen Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren.

2) Umfassen Kredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren.

3) Umfassen Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren.

2.8 AKTIENMÄRKTE

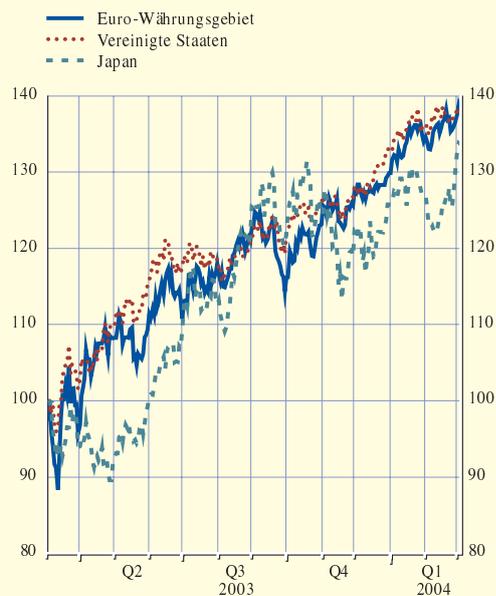
Insgesamt waren in den vergangenen drei Monaten weltweit steigende Aktienkurse zu beobachten. Darin hatten weitere Anzeichen für eine günstigere Ertragslage der Unternehmen, der Rückgang der langfristigen realen Zinsen und die nachlassende Unsicherheit am Aktienmarkt ihren Niederschlag gefunden.

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten stiegen die Aktienkurse in den letzten drei Monaten an (siehe Abbildung 26). Bis zu einem gewissen Grad spiegelten sich darin Hinweise auf eine Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen – so z. B. günstiger als erwartet ausgefallene Gewinnmeldungen für das vierte Quartal 2003 – wider (siehe auch Kasten 1 „Informationsgehalt der Gewinnerwartungen von Analysten am Aktienmarkt“). Der Rückgang der langfristigen Realzinsen beflügelte die Aktienkurse. Gleichermäßen wirkte sich die weiter nachlassende Unsicherheit am Aktienmarkt aus, die – gemessen an der aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – am 3. März bei 13 % und somit deutlich unter ihrem Durchschnitt seit 1999 lag (siehe Abbildung 27).

Abbildung 26 Aktienindizes

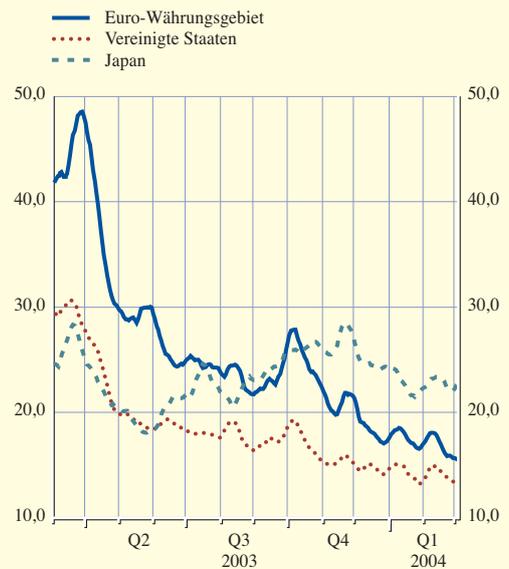
(Index: 1. März 2003 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 27 Implizite Aktienkursvolatilität

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



Quelle: Bloomberg.
Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Preisen von Optionen auf Aktienindizes zum Ausdruck kommt. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Möglicherweise ging zuletzt von der Veröffentlichung von ungünstiger als erwartet ausgefallenen gesamtwirtschaftlichen Daten zeitweise ein gegenläufiger Effekt aus, der für Abwärtsdruck auf die Aktienkurse sorgte. Am deutlichsten schlug sich dies bei den Technologieaktien nieder, deren Kurse gemessen am Nasdaq-Composite-Index von Ende Januar bis zum 3. März 2 % einbüßten. Im selben Zeitraum legte der Standard-&-Poor's-500-Index um rund 2 % zu.

JAPAN

In Japan sind die Aktienkurse in den letzten drei Monaten in einem recht volatilen Umfeld insgesamt angestiegen. Die Kursschwankungen bei den japanischen Aktien schienen zum Großteil mit der Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Yen-Wechselkurses, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, zusammenzuhängen. Offenbar unterlagen in diesem Umfeld die Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Gewinnaussichten vor allem der Exportwirtschaft einem ständigen Wechsel. Die Ursache für die insgesamt steigenden Aktienkurse lag anscheinend in einem wachsenden Optimismus der Marktteilnehmer mit Blick auf die japanischen Konjunkturperspektiven, der unlängst durch die Veröffentlichung von günstiger als erhofft ausgefallenen vorläufigen BIP-Zahlen für das vierte Quartal 2003 neue Nahrung erhielt. Zudem dürfte eine zurückgehende Unsicherheit am Aktienmarkt zu dem Anstieg der Aktienkurse in den letzten drei Monaten beigesteuert haben. Zuletzt, d. h. zwischen Ende Januar und dem 3. März, war die aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Volatilität – eine Messzahl für die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt – stabil. Sie lag am letztgenannten Datum mit 23 % (siehe Abbildung 27) etwas unter ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt.

Kasten 1

INFORMATIONSGEHALT DER GEWINNERWARTUNGEN VON ANALYSTEN AM AKTIENMARKT

Laut Theorie wird der Preis von Finanzanlagen durch den Barwert der von den Investoren erwarteten zukünftigen Erträge aus diesen Anlagen bestimmt. Wendet man dies auf die Bewertung von Aktien an, so sollte sich der Aktienkurs errechnen als Summe der erwarteten künftigen Dividendenzahlungen, abgezinst mit einem risikofreien Zinssatz und der Risikoprämie, die die Anleger für die Aktienhaltung verlangen. Unter der Annahme, dass ein bestimmter Gewinnanteil als Dividende ausgeschüttet wird, können die künftigen Dividendenzahlungen bei dieser Bewertung auch durch die Gewinnerwartungen ersetzt werden. Während die Erwartungen der Anleger nicht beobachtet werden können, sind die Gewinnerwartungen der Finanzmarktanalysten in der Regel verfügbar. Dies gilt insbesondere für Großunternehmen, die in den marktbreiten Aktienindizes enthalten sind. In diesem Kasten wird der Versuch unternommen, den Informationsgehalt dieser Erwartungen zu bewerten. Zu diesem Zweck werden die Gewinnerwartungen der Analysten mit der tatsächlichen Gewinnentwicklung bei den marktbreiten Börsenindizes im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten verglichen.

Eine der wichtigsten Datenquellen für die Gewinnerwartungen der Analysten ist I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) von Thomson Financial. Diese Datenbank enthält die Prognosen der Analysten zum Gewinn pro Aktie für mehr als 18 000 Unternehmen in 60 Ländern. Durch Aggregation der aus dieser Datenbank entnommenen Gewinnerwartungen für einzelne Unternehmen lassen sich Prognosen über die Gewinne aller bedeutenden internationalen Börsenindizes für verschiedene Zeiträume aufstellen.

Die Abbildungen A und B zeigen die Entwicklung der Gewinnerwartungen auf Jahresfrist sowie die tatsächliche Gewinnentwicklung im entsprechenden Zwölfmonatszeitraum für den marktbreiten Aktienindex für das Euro-Währungsgebiet, der von Morgan Stanley Capital International (MSCI) ermittelt wird, und für den Standard & Poor's 500. Die Entwicklung der Gewinnerwartungen wurde um zwölf Monate vorgezogen, um einen direkten Vergleich mit der tatsächlichen Gewinnentwicklung zu ermöglichen.

Abbildung A Erwartete und tatsächliche Gewinnentwicklung beim MSCI-Aktienindex für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

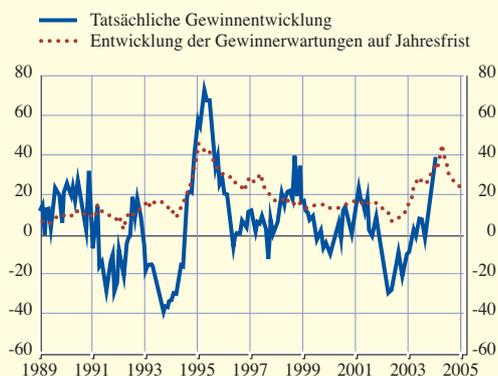
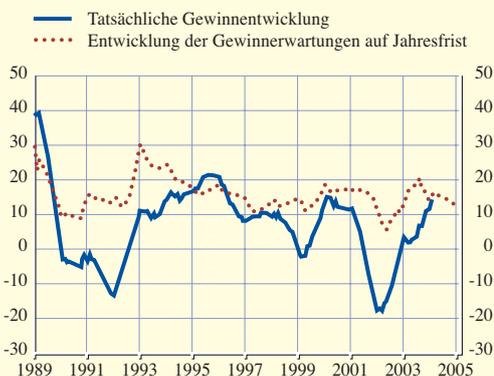


Abbildung B Erwartete und tatsächliche Gewinnentwicklung beim Standard & Poor's 500

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die tatsächliche Gewinnentwicklung wurde von Januar 1989 bis Februar 2004 und die Gewinnerwartungen von Januar 1989 bis Februar 2005 auf monatlicher Basis ermittelt.

Aus den Abbildungen lassen sich drei Schlussfolgerungen für den Berichtszeitraum von Januar 1989 bis Februar 2004 ziehen:

- Die tatsächliche Gewinnentwicklung verläuft tendenziell volatiler als die Entwicklung der Gewinnerwartungen der Analysten auf Jahresfrist.
- Die tatsächliche Gewinnentwicklung und die Gewinnerwartungen verlaufen weitgehend analog: Aufwärts- und Abwärtstrends bei den Erwartungen ziehen in der Regel eine ähnliche Entwicklung bei den tatsächlichen Gewinnen nach sich. Dies deutet darauf hin, dass die Analysten künftige Richtungsänderungen bei den Unternehmensgewinnen tendenziell korrekt vorausschätzen.
- Im Durchschnitt stiegen die Gewinnerwartungen etwas stärker als die tatsächlichen Gewinne. Daraus lässt sich schließen, dass die Analysten in den letzten 15 Jahren die Ertragsaussichten der Unternehmen im Schnitt etwas zu optimistisch bewerteten.

Beide Abbildungen zeigen ferner eine eindrucksvolle Erholung der tatsächlichen Gewinnentwicklung im Jahresverlauf 2003, nachdem diese über einen relativ langen Zeitraum hinweg negativ ausgefallen war. Zurzeit rechnen die Analysten mit einer Fortsetzung der günstigen Ertragsentwicklung. Dabei wird von Größenordnungen ausgegangen, die für den Euroraum im historischen Vergleich recht hoch sind.

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euroraum stiegen die Aktienkurse in den letzten drei Monaten an. Zuletzt (zwischen Ende Januar und dem 3. März) verbuchten sie gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index ein Plus von rund 3 %. Dieser Anstieg der vergangenen drei Monate könnte teilweise auf die anhaltende Verbesserung der tatsächlichen und der auf kurze Sicht erwarteten Gewinne der Unternehmen im Eurogebiet und den Rückgang der realen Langfristzinsen zurückzuführen sein. In den höheren tatsächlichen Unternehmensgewinnen kamen offensichtlich vor allem Kosteneinsparungsmaßnahmen zum Tragen, da die Umsätze weiterhin langsamer wuchsen als die Gewinne. Zum Anstieg der Aktienkurse trug daneben die geringere Unsicherheit an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet bei, worauf die Abnahme der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität schließen lässt (siehe Abbildung 27). Am 3. März befand sich die implizite Aktienkursvolatilität im Euroraum nahe ihrem niedrigsten Stand seit Beginn der dritten Stufe der WWU.

Eine Aufgliederung der jüngsten Entwicklung im Euro-Währungsgebiet nach Branchen zeigt, dass die Aktienkurse in allen zehn Wirtschaftssektoren des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index während der vergangenen drei Monate hinzugewonnen haben (siehe Tabelle 6). Die stärksten Zuwächse waren dabei im Gesundheits-, Technologie- und Telekommunikationssektor sowie bei den Versorgungsunternehmen zu verzeichnen. In den Kursgewinnen des Technologiesektors, dessen Aktien im Allgemeinen als riskantere Investitionen gelten, könnte sich eine höhere Risikofreudigkeit der Anleger widerspiegeln. Der Finanzsektor zeigte in den letzten drei Monaten gleichfalls eine positive Entwicklung, was zum Teil auf die relativ gesunde Finanzlage der Banken und auch auf die Erwartung einer weiteren Konsolidierung in diesem Wirtschaftszweig zurückzuführen ist (siehe auch Kasten 2 „Entwicklung der Rückstellungen von Banken für Verluste aus der Kreditgewährung in den vergangenen Jahren“).

Tabelle 6 Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes

(Kursveränderungen gegenüber dem Stand am Ende des Berichtszeitraums in %; historische Volatilität in % p.a.)

	Grund- stoffe	Konjunk- turabhän- gige Kon- sumgüter	Konjunk- turunab- hängige Konsum- güter	Energie	Finanz- sektor	Gesund- heits- wesen	Industrie	Techno- logie	Tele- kommuni- kation	Versor- gungs- unter- nehmen	Euro STOXX
Branchenanteil an der Marktkapitalisierung <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>	4,8	12,0	7,4	11,0	28,8	4,1	8,5	7,9	8,8	6,6	100,0
Kursveränderung <i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2002 Q4	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
2003 Q1	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-12,9
2003 Q2	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
2003 Q3	4,4	4,4	5,1	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
2003 Q4	15,5	13,7	2,1	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
Januar	0,5	2,7	1,2	-4,4	3,3	9,0	3,1	12,1	7,4	1,9	3,2
Februar	-0,8	1,7	6,2	4,3	0,5	-0,1	0,8	1,9	0,9	6,4	1,9
Ende November 2003 bis 3. März 2004	5,2	7,7	8,2	12,0	7,9	16,1	8,3	13,3	13,1	17,7	9,9
Volatilität <i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2002 Q4	33,1	38,8	20,2	32,0	44,2	30,7	28,7	59,5	36,7	29,2	35,0
2003 Q1	36,1	37,2	29,2	31,2	38,8	35,4	24,8	43,0	34,1	32,5	32,5
2003 Q2	24,8	28,0	19,8	22,8	26,8	25,4	18,0	35,3	21,5	20,8	23,0
2003 Q3	23,3	19,9	12,1	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
2003 Q4	17,5	17,5	11,6	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
Januar	11,4	13,8	10,2	17,1	12,6	18,6	10,8	28,3	15,8	12,0	10,1
Februar	11,8	13,8	9,7	13,2	11,0	13,3	11,8	18,7	16,1	10,0	10,5
Ende November 2003 bis 3. März 2004	11,9	12,7	9,0	14,1	10,7	14,0	10,9	21,6	14,1	10,4	9,5

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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

Kasten 2

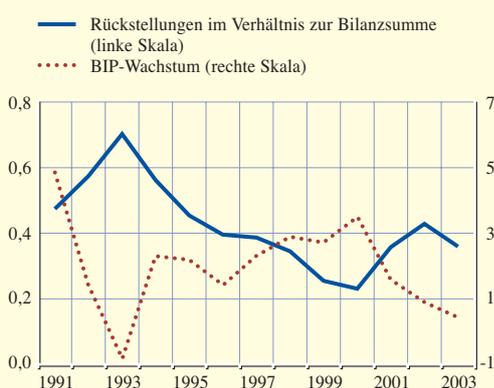
ENTWICKLUNG DER RÜCKSTELLUNGEN VON BANKEN FÜR VERLUSTE AUS DER KREDITGEWÄHRUNG IN DEN VERGANGENEN JAHREN

Im geldpolitischen Transmissionsprozess spielen Banken aufgrund ihrer zentralen Stellung im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets eine Schlüsselrolle. Daher können Veränderungen in ihrer Finanzausstattung gravierende Auswirkungen auf die geldpolitische Transmission haben und potenzielle Risiken für die Stabilität des Finanzsystems signalisieren.

Die Höhe der Rückstellungen für Kreditausfälle ist ein wichtiger quantitativer Indikator für die Beurteilung der Solidität des Bankensektors. Normalerweise sollten Banken Rückstellungen für Verluste aus der Kreditgewährung bilden, um der Wahrscheinlichkeit Rechnung zu tragen, dass einige Kredite nicht vollständig zurückgezahlt werden. In der Praxis werden in den meisten Euro-Ländern solche Rückstellungen in der Bilanz vorgenommen, sobald ein Kredit tatsächlich

Abbildung A Rückstellungen für Verluste aus der Kreditgewährung im Verhältnis zur Bilanzsumme der Banken und BIP-Wachstum

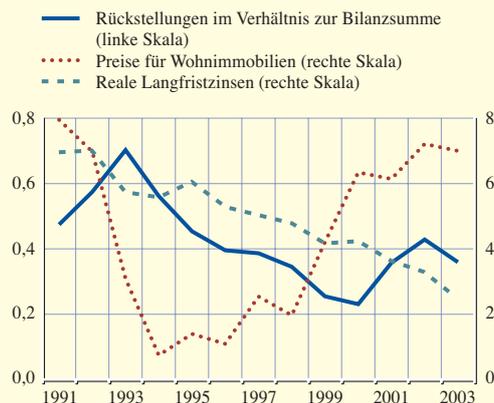
(in % der Bilanzsumme der Banken; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bankscope, Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Angaben zu den Rückstellungen für das Jahr 2003 wurden anhand des Entwicklungstrends bei den 50 größten Banken im ersten Halbjahr 2003 hochgerechnet.

Abbildung B Rückstellungen für Verluste aus der Kreditgewährung im Verhältnis zur Bilanzsumme der Banken, Preise für Wohnimmobilien und reale Langfristzinsen der Banken

(in % p.a.; in % der Bilanzsumme der Banken; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Bankscope, Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet wurden anhand nicht harmonisierter Daten berechnet. Die Schätzungen für 2003 beruhen auf den verfügbaren Zahlen für das erste Quartal 2003. Die realen Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken umfassen die Zinsen für Wohnungsbaukredite (zu denen die Daten bis September 2003 vorliegen) und wurden mit der jährlichen HVPI-Teuerungsrate deflationiert. Die Angaben zu den Rückstellungen für das Jahr 2003 wurden anhand des Entwicklungstrends bei den 50 größten Banken im ersten Halbjahr 2003 hochgerechnet.

notleidend geworden ist, also beispielsweise Zinszahlungen ausgeblieben sind. Infolgedessen werden Rückstellungen für die meisten notleidenden Kredite auf makroökonomischer Ebene in der Regel erst dann deutlich erhöht, wenn eine konjunkturelle Abschwächung bereits eingesetzt hat. Dies führt wiederum dazu, dass Rückstellungen häufig die Auswirkungen des Konjunkturverlaufs auf die Erträge und Kapitalausstattung der Banken verstärken.

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Rückstellungen für Verluste aus der Kreditgewährung im Euro-Währungsgebiet seit Anfang der Neunzigerjahre untersucht. Dabei sind die unterschiedlichen länderspezifischen Vorschriften und Gepflogenheiten im Zusammenhang mit der Bilanzierung dieser Rückstellungen zu beachten. Unter Berücksichtigung dessen wird aus Abbildung A ersichtlich, dass der Anteil der Rückstellungen an der Bilanzsumme der Banken nach dem Jahr 2000 vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abschwächung im Euroraum gestiegen ist.

Betrachtet man den jüngsten Anstieg jedoch in einem längerfristigen Zusammenhang, so sind die Rückstellungen für Kreditausfälle in den vergangenen Jahren deutlich unter den Anfang der Neunzigerjahre erreichten Höchstständen geblieben. Die jüngste konjunkturelle Abkühlung fiel gemäßiger aus als die vorangegangene Schwächephase Anfang der Neunzigerjahre. Dies hat wiederum dazu beigetragen, dass nur begrenzt Rückstellungen gebildet wurden. Hinzu kommt, dass sich der Sektor der privaten Haushalte gegenüber der jüngsten Abschwächung wesentlich robuster gezeigt hat als noch vor zehn Jahren, was unter anderem daran lag, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt nicht in dem Maße verschlechtert hat wie in der Rezession des Jahres 1993.

Der kräftige Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in den meisten Euro-Ländern trug ebenfalls zur Begrenzung der Rückstellungen bei (siehe Abbildung B). Die aktuelle Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euroraum steht im Gegensatz zur Entwicklung Anfang der Neunzigerjahre, als die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien geringer ausfielen. Die gestiegenen Immobilienpreise stützten die Bilanzen der privaten Haushalte im jüngsten Konjunkturabschwung, weil sich dadurch der Wert der Sicherheiten für Hypothekarkredite erhöhte.

Das niedrige Zinsniveau war ein weiterer Faktor, der sich dämpfend auf die Rückstellungen für Kreditausfälle auswirkte (siehe Abbildung B). Trotz der zunehmenden Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen in den vergangenen Jahren hielt sich die Zinsbelastung der Kreditnehmer aufgrund der niedrigen Zinssätze in Grenzen. Infolgedessen fiel ihnen der Schuldendienst leichter als Anfang der Neunzigerjahre, sodass der Risikovorsorgebedarf der Banken geringer war.

Schließlich scheinen auch verschiedene strukturelle Faktoren für die im Vergleich zur Konjunkturabschwächung Anfang der Neunzigerjahre etwas geringeren Rückstellungen verantwortlich gewesen zu sein. Hierzu zählen angemessenere Risikomanagementtechniken der Banken sowie bessere Möglichkeiten für die größten Banken, einen Teil ihrer Kreditrisiken mittels Verbriefung oder durch Nutzung von Kreditderivaten abzusichern.¹ Demzufolge ist die relativ geringe Zunahme der Rückstellungen, die in der jüngsten Abschwungsphase zu beobachten war, offenbar auf das Zusammentreffen struktureller Verbesserungen im Bankensektor und eine Kombination günstigerer konjunktureller Entwicklungen zurückzuführen.

¹ Siehe den Bericht „EU Banking Sector Stability“ des Ausschusses für Bankenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken, EZB, November 2003.

3 PREISE UND KOSTEN

Hinter dem Inflationsrückgang im Januar (der laut Vorausschätzung von Eurostat auch im Februar 2004 zu verzeichnen war) standen im Wesentlichen Basiseffekte bei den Energiepreisen. Abgesehen von diesen Basiseffekten verschleierte die Erhöhung administrierter Preise und der Tabaksteuern im Januar eine gewisse Entspannung bei anderen Preiskomponenten. Diese Entspannung ergab sich aus der gemäßigten Entwicklung der Erzeugerpreise, zu der es vor allem aufgrund von Wechselkursbewegungen kam, die den von den Rohstoffpreisen ohne Energie ausgehenden Aufwärtsdruck teilweise überwogen. Bei den Arbeitskostenindikatoren gab es ebenfalls Hinweise auf eine Fortsetzung der moderaten Entwicklung im Jahresverlauf 2003, obwohl das Wachstum der Lohnstückkosten aufgrund des niedrigen Produktivitätsanstiegs weiterhin relativ hoch war. Es kann zwar in den nächsten Monaten zu einigen vorübergehenden Aufwärtsbewegungen kommen, aber die Aussichten für die Inflationsentwicklung bleiben insgesamt günstig.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORAUSSCHÄTZUNG FÜR FEBRUAR 2004

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge ging die am HVPI gemessene Teuerungsrate des Euro-Währungsgebiets im Februar 2004 auf 1,6 % zurück (siehe Tabelle 7). Zwar liegen noch keine detaillierten Angaben vor, aber für den Rückgang könnte ein starker Basiseffekt bei der Energiekomponente aufgrund eines deutlichen Anstiegs der Ölpreise Anfang des vergangenen Jahres verantwortlich sein. Da die verfügbaren Angaben vorläufiger Natur sind, ist die Schätzung wie immer mit einer gewissen Unsicherheit behaftet.

HVPI-INFLATION IM JANUAR 2004

Die Inflation im Eurogebiet lag im Januar 2004 bei 1,9 % und war somit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Dezember 2003 (siehe Abbildung 28). Die Rate für Januar lag geringfügig unter der Anfang Februar von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung. Die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie verharrte bei 1,9 %. Der rückläufigen Entwicklung der Gesamtinflation lag ein von Basiseffekten bei den Energie- und, bis zu einem gewissen Grad, bei den Tabakpreisen im Januar 2003 ausgehender starker Abwärtsdruck zugrunde, der teilweise von Änderungen der administrierten Preise in Deutschland und Tabaksteuererhöhungen in Frankreich

Tabelle 7 Preisentwicklung

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

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

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

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

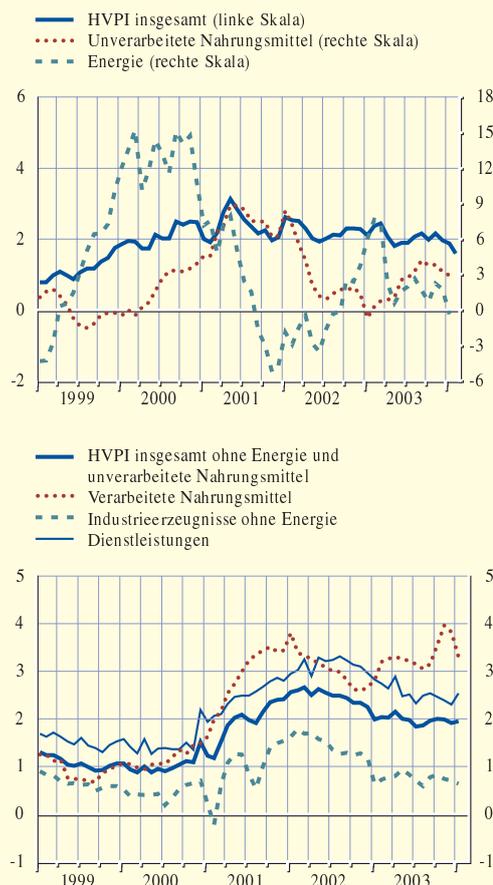
aufgewogen wurde. Lässt man diese Faktoren beiseite, so war auch eine gewisse allgemeine Beruhigung bei der Preisentwicklung festzustellen.

Die Jahresänderungsraten der beiden volatileren HVPI-Teilkomponenten (d. h. Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) waren im Januar 2004 rückläufig. Der starke Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiepreise war zur Gänze auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Entwicklung Anfang letzten Jahres zurückzuführen, denn diese Preise hatten sich im Januar 2004 aufgrund höherer internationaler Ölpreise erhöht. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel gab erneut nach, da sich die Auswirkungen der ungewöhnlich heißen und trockenen Witterung im Sommer 2003 weiter allmählich abschwächen. Die Jahressteigerungsraten der Preise für Obst und Gemüse ermäßigten sich im Januar 2004 auf 4,1 % bzw. 6,2 %, verglichen mit ihren im November 2003 verzeichneten Höchstständen von 6,6 % bzw. 8,6 %. Diese Raten liegen zwar immer noch über dem jeweiligen historischen Durchschnitt, aber falls nicht erneut ungünstige Witterungsverhältnisse eintreten, dürften sie weiter zurückgehen.

Die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie verharrte im Januar bei 1,9 %, wohinter sich allerdings gegensätzliche Entwicklungen bei den Teilkomponenten verbargen. Trotz eines Anstiegs der Tabaksteuern nahm die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel ab. Diese Entwicklung rührt von einem Basiseffekt aufgrund einer im Januar 2003 vorgenommenen stärkeren Tabaksteuererhöhung her. Eine erneute Erhöhung dieser Steuern ist für März 2004 geplant, die die Jahressteigerungsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel wieder in die Höhe treiben dürfte. Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise stieg zwar von 2,3 % im Dezember auf 2,5 % im Januar, worin sich die Auswirkungen der höheren administrierten Preise für Gesundheitsleistungen in Deutschland widerspiegeln. Ohne diesen Faktor wäre diese Rate weiter leicht gesunken und hätte den seit der zweiten Hälfte des Jahres 2002 beobachteten allgemeinen Abwärtstrend fortgesetzt. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie ging zwar im Januar leicht auf 0,6 % zurück, aber auch diese Komponente wurde von der Erhöhung der administrierten Preise für Gesundheitsleistungen in Deutschland beeinträchtigt. Ohne diesen Einfluss wäre es zu einem deutlicheren Absinken gekommen, vor allem aufgrund der Entwicklung der Preise für Bekleidung und Schuhe.

Abbildung 28 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Teilkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Kasten 3

AKTUALISIERUNG DER HVPI-GEWICHTE UND ERFASSUNG DER KONSUMAUSGABEN

Die Produkt- und Ländergewichte für den HVPI des Euro-Währungsgebiets werden alljährlich mit der Veröffentlichung des Januar-Index aktualisiert.¹ Die regelmäßige Überprüfung der Gewichte ist wichtig, um zu gewährleisten, dass der HVPI eine repräsentative Messgröße preislicher Veränderungen bei den Konsumausgaben darstellt.

Aktualisierung der Gewichte für 2004

Die Struktur des privaten Verbrauchs ändert sich im Zeitverlauf aus verschiedenen Gründen. Mit der Veränderung der relativen Preise ändern sich gleichzeitig auch die Ausgabenanteile. Die Verbraucher können jedoch auf diese Veränderung der Preisrelationen reagieren, indem sie Produkte, die sich relativ gesehen verteuert haben, durch andere Güter, deren Preis im Verhältnis gesunken ist, ersetzen. Die Ausgabenstruktur kann sich auch infolge veränderter Präferenzen der Verbraucher, etwa aufgrund steigender Einkommen, verschieben. Darüber hinaus kann sich der Marktanteil neuer Waren (z. B. Digitalkameras) oder Dienstleistungen erhöhen, während der Marktanteil von anderen Waren (z. B. Plattenspielern) oder Dienstleistungen sinkt. Ebenso werden die Ländergewichte aktualisiert, um der Entwicklung der privaten Konsumausgaben in den einzelnen Euro-Ländern Rechnung zu tragen.

Tabelle A Produktgewichte im HVPI für das Euro-Währungsgebiet

(in % des Gesamtindex)

	Ins- gesamt	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Verarbeitete Nahrungs- mittel ein- schließlich Alkohol und Tabak- waren	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Woh- nungs- dienst- leistungen	Verkehrs- dienst- leistungen	Nachrichten- übermittlungs- dienst- leistungen	Freizeit- dienstleis- tungen und Dienstleis- tungen aus dem persön- lichen Bereich	Sonstige Dienst- leistungen
2003	100,0	7,6	11,7	31,6	8,2	10,4	6,3	2,9	14,9	6,4
2004	100,0	7,7	11,8	31,0	8,1	10,4	6,4	2,9	15,0	6,6

Tabelle B Ländergewichte im HVPI für das Euro-Währungsgebiet

(Anteil am Gesamtergebnis für das Euro-Währungsgebiet in %)

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
2003	3,3	29,9	2,6	10,9	20,5	1,3	19,2	0,3	5,4	3,2	2,1	1,6
2004	3,3	29,3	2,7	11,1	20,7	1,3	19,3	0,3	5,3	3,1	2,1	1,6

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Aufgrund von Rundungen ergeben die Gewichte möglicherweise nicht 100.

In den beiden oben stehenden Tabellen sind die Produkt- und Ländergewichte für die Jahre 2003 und 2004 ausgewiesen. Da sich die aggregierten Gewichte in der Regel nur langsam verändern, halten sich die Änderungen der Gewichtung gegenüber dem Vorjahr in Grenzen. Sie dürften nur einen sehr geringen Einfluss auf die Wachstumsraten des Gesamt-HVPI im laufenden Jahr haben.

¹ Eine Erörterung der Vorschriften hinsichtlich der Aktualisierung von Produktgewichten und der aktuellen Praktiken in den Euro-Ländern ist Kasten 4 im Monatsbericht vom April 2003 zu entnehmen.

Erfassung der Konsumausgaben im HVPI

Der HVPI umfasst nicht nur die täglichen Ausgaben der privaten Haushalte (etwa für Brot), sondern auch Transaktionen mit geringerer Häufigkeit wie etwa Mietzahlungen, den Kauf von Gebrauchsgütern (z. B. Kraftfahrzeugen und Haushaltsgeräten) und den Erwerb von Versicherungsdienstleistungen. Da die täglichen Ausgaben nur etwa ein Drittel der gesamten Konsumausgaben ausmachen, ist für die Messung der Verbraucherpreissteigerung insgesamt nur der weit gefasste Waren- und Dienstleistungskorb geeignet. Die Inflationswahrnehmung der Verbraucher dürfte jedoch vorwiegend auf den Änderungen der Preise für täglich oder wöchentlich gekaufte Waren beruhen, ohne dass dabei Veränderungen in der Qualität angemessen berücksichtigt würden.² Die Tatsache, dass der HVPI sämtliche Konsumausgaben privater Haushalte umfasst und die Preise um Qualitätsverbesserungen bei den erworbenen Produkten bereinigt werden, kann bei der Erklärung von Abweichungen zwischen dem HVPI und der Inflationswahrnehmung der Verbraucher von Bedeutung sein.

Die Waren- und Dienstleistungskörbe und die entsprechenden Gewichtungen in den HVPIs spiegeln nahezu sämtliche Konsumausgaben der privaten Haushalte wider. Allerdings bleiben die Ausgaben für selbst genutztes Wohneigentum wegen der technischen und konzeptionellen Schwierigkeiten bei ihrer Ermittlung bislang im HVPI unberücksichtigt. Wohnungseigentümer wohnen natürlich nicht kostenfrei, und Preissteigerungen bei den von ihnen in Anspruch genommenen „Wohndienstleistungen“ sollten in einem Gesamtpreisindex wie dem HVPI ihren Niederschlag finden. Durch den Ausschluss dieser Ausgabenkomponente stellt sich auch das Problem der Vergleichbarkeit, da der Anteil von selbst genutztem Wohneigentum in den einzelnen Ländern des Euroraums erheblich voneinander abweicht; die Quote reicht von 41 % in Deutschland bis 84 % in Spanien. Umgekehrt sind in Deutschland die Gesamtausgaben für Wohnungsmieten – relativ gesehen – wesentlich höher als in Spanien, sodass die HVPI-Gewichte für Mieten entsprechend unterschiedlich ausfallen (11,1 % bzw. 2,3 %). Eurostat prüft derzeit die Aufnahme der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in den HVPI und wird voraussichtlich im Jahr 2007 endgültig darüber befinden.

2 Im HVPI werden die tatsächlich gezahlten Preise um Qualitätsveränderungen bereinigt. Wenn beispielsweise ein Fahrzeug-Zubehörteil, das zuvor nur auf Wunsch erhältlich war, nunmehr standardmäßig angeboten wird, ohne dass sich dadurch der Kaufpreis des Fahrzeugs erhöht, würde dies im HVPI als Preissenkung erfasst.

Wie in der Februarausgabe 2004 des Monatsberichts erläutert, nahmen die kurzfristigen Veränderungen im HVPI (die als Veränderungen während eines Dreimonatszeitraums unter Verwendung saisonbereinigter Werte berechnet werden) im Schlussquartal 2003 tendenziell ab (saisonbereinigte Vormonatsraten finden sich in Tabelle 5.1.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Für Januar 2004 wird die Interpretation dieser kurzfristigen Änderungsraten allerdings durch den Einfluss der Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern erschwert.

In den HVPI-Angaben für Januar 2004 ist die jährliche Aktualisierung der Produkt- und Ländergewichte enthalten, mit der gewährleistet werden soll, dass der HVPI nach wie vor das tatsächliche Ausgabeverhalten der Konsumenten abbildet (siehe Kasten 3).

3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Betrachtet man eine vorgelagerte Phase der Preiskette, so stellt sich der Preisdruck bei den Erzeugerpreisen weiterhin relativ gemäßigt dar (siehe Abbildung 29). Die Jahresänderungsrate des Erzeugerpreisindex ohne Baugewerbe fiel im Januar 2004 auf 0,3 % gegenüber 1,0 % im Vormonat. Dies spiegelt hauptsächlich einen starken Basiseffekt bei der Jahresrate der Energiekomponente wider, während die Jahressteigerungsrate des Erzeugerpreisindex ohne Energie sich weiterhin moderat entwickelte.

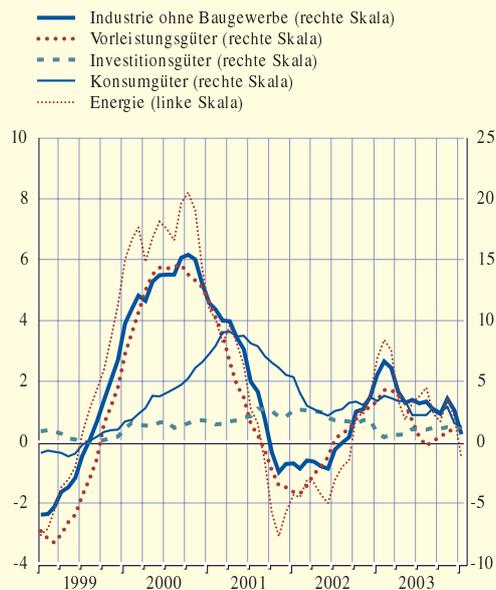
Die Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter haben in den vergangenen Monaten zwar leicht zugelegt, entwickelten sich aber insgesamt gesehen moderat, wobei Wechselkursänderungen einen Abwärtsdruck ausübten, während von den Rohstoffpreisen ohne Energie ein gewisser Aufwärtsdruck ausging (eine Analyse der jüngsten Entwicklungen der Rohstoffpreise und ihres Einflusses auf die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet findet sich in Kasten 4). Mit 0,5 % wiesen die Erzeugerpreise für Investitionsgüter im Januar 2004 weiterhin nur eine geringe Steigerungsrate auf, die sich seit Anfang 2003 um dieses Niveau herum bewegt.

Das Wachstum der Jahresrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter, die in der Preiskette dem HVPI am nächsten liegen, verlangsamte sich weiterhin leicht auf 0,5 % im Januar. Bei der Betrachtung der Entwicklung der Erzeugerpreise für Konsumgüter muss beachtet werden, dass in dieser Komponente Nahrungsmittel und Tabakwaren enthalten sind. Seit der zweiten Hälfte des Jahres 2003 wurde die Entwicklung der Erzeugerpreise für Konsumgüter weitgehend von den Nahrungsmittelpreisen sowie der Erhöhung der Tabaksteuern bestimmt. Die Jahressteigerungsrate der Konsumgüter ohne Nahrungsmittel lag demzufolge unter der Rate der Konsumgüter insgesamt.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte zwar von der Aufwertung des Euro weiterhin ein Abwärtsdruck auf die Erzeugerpreise im Eurogebiet ausgehen, aber es kommen auch einige gegenläufige Faktoren zum Tragen. Die Teilnehmer an der Einkaufsmanager-Umfrage nannten insbesondere den Anstieg der Rohstoffpreise ohne Energie als Ursache für den Kostendruck. Die genannte Umfrage dient der Berechnung des Index der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets. Im Februar stieg dieser Index erneut, und zwar auf 59,4 Punkte gegenüber 54,6 Punkten im Januar. Seit Oktober letzten Jahres liegt der Index oberhalb des „keine Veränderung“ anzeigenden Schwellenwerts (50 Punkte).

Abbildung 29 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Kasten 4

ENTWICKLUNG DER ROHSTOFFPREISE OHNE ENERGIE UND IHR EINFLUSS AUF DIE ERZEUGERPREISE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Der Anstieg der auf US-Dollar lautenden Rohstoffpreise ohne Energie in den letzten zwei Jahren wirft Fragen hinsichtlich des vergangenen und künftigen Einflusses solcher Entwicklungen auf die Preise im Euro-Währungsgebiet auf. In diesem Kasten werden zunächst die Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entwicklung der Rohstoffpreise ohne Energie und sodann der Einfluss dieser Entwicklung auf die Erzeugerpreise im Euroraum analysiert.

Deutlicher Anstieg der Rohstoffpreise ohne Energie seit Ende 2001

Bis Ende 2001 waren die in US-Dollar notierten Rohstoffpreise ohne Energie teilweise aufgrund des weltweiten Konjunkturabschwungs auf ihr seit Jahren niedrigstes Niveau gesunken. Einen Preisdruck nach unten übte daneben auch der Kursanstieg des US-Dollar gegenüber den Währungen der Länder, die die wichtigsten Rohstoffkonsumenten sind, aus, durch den sich die Rohstoffe in heimischer Währung gerechnet in der Regel verteuern, sodass die Nachfrage sinkt. Seitdem ist der Index der Rohstoffpreise ohne Energie (in Dollar) deutlich gestiegen und erreichte Anfang 2004 sein höchstes Niveau seit fast sieben Jahren. Im Februar 2004 übertraf er seinen Stand vom Vorjahr um 26,0 %. Im selben Zeitraum erhöhten sich die Preise für Nahrungsmittel, agrarische Rohstoffe (ohne Nahrungsmittel) und Metalle um 17,0 %, 15,8 % bzw. 42,9 %.

Zum Anstieg der Rohstoffpreise ohne Energie haben mehrere Faktoren beigetragen. Ausschlaggebend war die anziehende Rohstoffnachfrage im Zuge der sich aufhellenden weltweiten Konjunktur. Besonders kräftig war die Nachfrage nach einigen Rohstoffen in China. Das weltweite

Abbildung A Auf US-Dollar lautende Rohstoffpreise ohne Energie

(Index: 2000 = 100)

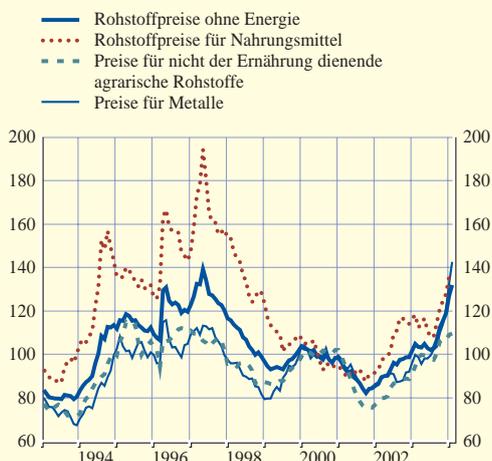
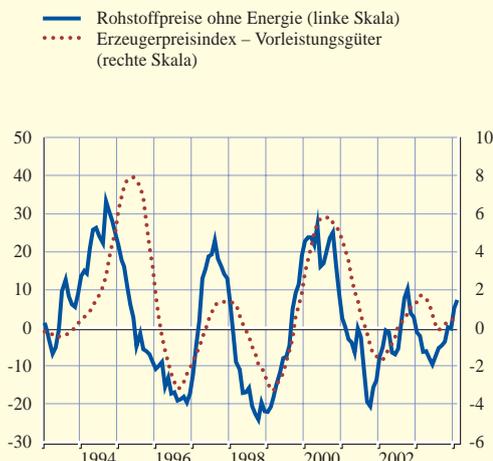


Abbildung B Auf Euro lautende Rohstoffpreise ohne Energie und Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA), Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Angebot an einigen Rohstoffen ohne Energie hat sich jedoch noch nicht dieser gestiegenen Nachfrage angepasst. Auch die US-Dollar-Abschwächung hat zum Anstieg der Rohstoffpreise ohne Energie beigetragen. Die Preissteigerungen wurden zudem durch ein spekulatives Interesse an einigen Rohstoffen unterstützt, da einige Investmentfonds Rohstoffe – die traditionell in den Anfangsphasen eines Wirtschaftsaufschwungs gut abschneiden – in ihre Portefeuilles aufgenommen haben.

Der Einfluss von Rohstoffpreisen ohne Energie auf die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

Veränderungen der Rohstoffpreise ohne Energie werden über Produktionskostensteigerungen auf die Preise im Euroraum übertragen, die anschließend auf die am HVPI gemessenen Verbraucherpreise abgewälzt werden können (siehe auch Kasten 4 im Monatsbericht vom September 2001). Die Auswirkungen des jüngsten Anstiegs der in US-Dollar fakturierten Rohstoffpreise ohne Energie wurden jedoch durch die Aufwertung des Euro weitgehend ausgeglichen. In Euro gerechnet lagen die Rohstoffpreise ohne Energie im Februar 2004 um 7,2 % über denen des Vorjahrs. Die Metallpreise stiegen im selben Zeitraum um 21,7 %, während die Nahrungsmittelpreise und die Preise für agrarische Rohstoffe ohne Nahrungsmittel um 0,4 % bzw. 1,4 % zurückgingen.

Im Eurogebiet wirken sich Veränderungen der Rohstoffpreise offenbar am stärksten auf die Preise für Vorleistungsgüter aus, die rund 30 % des Erzeugerpreisindex ausmachen. Da nur wenig Rohstoffe im Euro-Währungsgebiet erzeugt werden, können importierte Rohstoffe nur in begrenztem Umfang durch das heimische Angebot ersetzt werden. Dadurch steigt das den Vorleistungsgüterproduzenten aus starken Preisschwankungen bei importierten Rohstoffen erwachsende Risiko.

Abbildung B zeigt, dass ein hohes Maß an Korrelation zwischen den Preisen für Vorleistungsgüter im Eurogebiet und den Euro-Rohstoffpreisen ohne Energie besteht. Trotz der dämpfenden Wirkung der Euro-Aufwertung auf die Rohstoffpreise ohne Energie war in den vergangenen Monaten ein gewisser Preisauftrieb zu beobachten, was teilweise mit dem Anstieg der Euro-Preise für Rohstoffe ohne Energie zusammenhängen könnte. Insgesamt gesehen ist der von den Vorleistungsgüterpreisen ausgehende Preisdruck jedoch nach wie vor gering.

Wie aus der Abbildung außerdem ersichtlich ist, reagierten die Preise für Vorleistungsgüter im Euroraum in früheren Phasen steigender Rohstoffpreise ohne Energie tendenziell erst mit einer mehrmonatigen Verzögerung. Es ist also in den kommenden Monaten bei den Erzeugerpreisen mit einem weiteren Preisdruck nach oben zu rechnen. Darauf deutet auch der letzte Stand des Index der Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets hin, der im Rahmen der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex erstellt wird. Dieser Index ist in den letzten sieben Monaten gestiegen, wobei die höheren Euro-Preise für Rohstoffe ohne Energie von den Umfrageteilnehmern als Hauptgrund für die steigenden Vorleistungspreise genannt wurden.

Tabelle 8 Arbeitskostenindikatoren

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

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

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

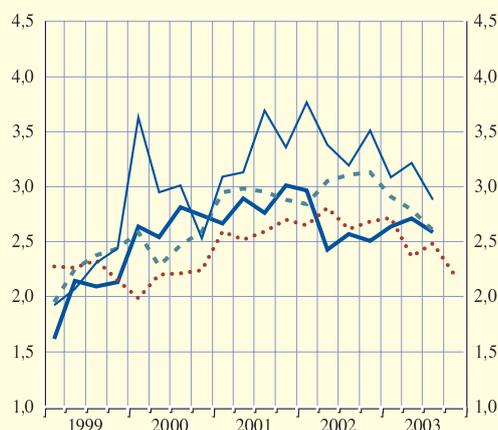
Die Angaben für das vierte Quartal 2003 liefern weitere Hinweise auf ein gemäßigtes Wachstum der Arbeitskosten im Verlauf des vergangenen Jahres. Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne lag im Schlussquartal 2003 bei 2,2 % nach 2,5 % im dritten Quartal (siehe Tabelle 8). Diese Abnahme spiegelt vor allem einen vorübergehenden Effekt in Deutschland wider, während die Jahresänderungsrate der Tarifverdienste in den meisten Ländern unverändert blieb. Betrachtet man 2003 insgesamt, so ging die durchschnittliche Vorjahrsrate der Tarifverdienste von 2,7 % im Jahr 2002 auf 2,4 % zurück.

Hinsichtlich der sonstigen Arbeitskostenindikatoren beziehen sich die aktuellsten verfügbaren Informationen immer noch auf das dritte Quartal 2003. Aus diesen Indikatoren geht hervor, dass sich die relativ moderate Entwicklung der Arbeitskosten zwar fortgesetzt hat, die Jahreswachstumsrate

Abbildung 30 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer
- Tarifverdienste
- - - Monatliche Bruttoverdienste
- Arbeitskosten pro Stunde

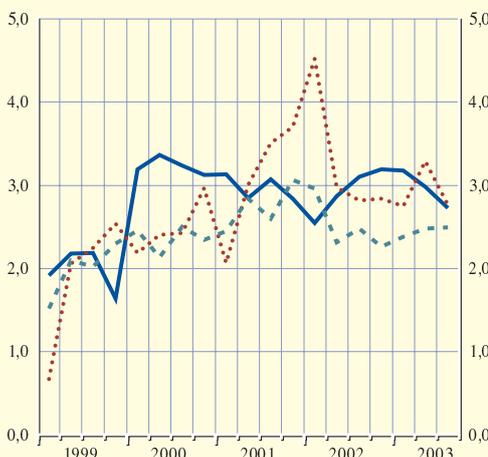


Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 31 Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Industrie ohne Baugewerbe
- Baugewerbe
- - - Dienstleistungen



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

der Arbeitskosten je Produkteinheit (Lohnstückkosten) aber auf recht hohem Niveau verharrte, was auf niedrige Produktivitätszuwachsrate zurückzuführen ist. Das jährliche Wachstum der Lohnstückkosten, das im dritten Quartal zwar nachgelassen hat, blieb mit 2,4 % allerdings relativ hoch. Die Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, der monatlichen Bruttoverdienste und der Arbeitskosten pro Stunde gingen im dritten Quartal ebenfalls zurück (siehe Abbildung 30).

In der sektoralen Aufschlüsselung der Entwicklung der Arbeitskosten weisen die Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im dritten Quartal des Vorjahrs eine jährliche Wachstumsrate von rund 2,5 % in allen Sektoren auf (siehe Abbildung 31). Im Vergleich zum zweiten Quartal 2003 ging die Jahreswachstumsrate in der Industrie und im Baugewerbe zurück, während sie im Dienstleistungssektor leicht anstieg. Die entsprechende Rate der marktbestimmten Dienstleistungen (nicht in der Abbildung enthalten) nahm im dritten Quartal allerdings ab.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Unter Berücksichtigung der jüngsten Informationen sind die Gesamtaussichten für die Preisentwicklung weiterhin günstig. Falls keine weiteren Preisschocks eintreten und unter Berücksichtigung der Wechselkursentwicklung dürfte die am HVPI gemessene Teuerung im Euro-Währungsraum im Jahresdurchschnitt 2004 bei unter 2 % liegen, wengleich im zweiten Quartal von starken Basiseffekten bei den Energiepreisen ein gewisser Aufwärtsdruck auf die statistisch gemessene Inflationsrate ausgehen dürfte.

Was die kurzfristige Entwicklung im Jahr 2004 betrifft, so dürfte der Aufwärtsdruck aufgrund der Veränderungen bei den administrierten Preisen und der Tabaksteuern die teilweise günstigere allgemeine Preisentwicklung überdecken. Die erwartete günstigere Entwicklung spiegelt das Durchwirken der Wechselkursentwicklung, ein etwas langsames Wachstum der Lohnstückkosten und eine allmähliche Belebung der Wirtschaftstätigkeit wider.

Zum jetzigen Zeitpunkt sind auch die mittelfristigen Aussichten günstig. Diese Einschätzung basiert auf der Annahme eines moderaten Anstiegs der Arbeitskosten. Es wird angenommen, dass das Wachstum der Lohnstückkosten deutlich zurückgehen wird, da die konjunkturelle Erholung eine Zunahme der Arbeitsproduktivität ermöglicht. Trotz der Erhöhung der Rohstoffpreise ohne Energie dürfte der außenwirtschaftliche Preisdruck ebenfalls moderat bleiben, was auf verzögerte Wechselkurseffekte zurückzuführen ist. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind über das Jahr 2004 hinaus kaum Informationen über geplante Änderungen der indirekten Steuern und administrierten Preise verfügbar.

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Aus der ersten detaillierten Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geht hervor, dass das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Währungsgebiet im Schlussquartal 2003 gestiegen ist, wenn auch mit einem etwas geringeren Tempo als im Vorquartal. Ausschlaggebend für diese Zunahme war der kräftige Anstieg der Vorratsbestände und der Bruttoanlageinvestitionen. Eine sektorale Aufgliederung zeigt, dass das Wachstum im letzten Vierteljahr 2003 in der Industrie ausgeprägt, im Dienstleistungssektor dagegen nur moderat war. Die Konjunkturindikatoren lassen nach wie vor auf insgesamt günstige Wirtschaftsaussichten schließen. Allerdings gehen von den Indikatoren für die privaten Konsumausgaben immer noch keine klaren Signale für eine Konsumbelebung aus. Gleichzeitig ist die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin gedämpft. Für die Zukunft geben außen- und binnenwirtschaftliche Faktoren Grund zu der Annahme, dass sich der Konjunkturaufschwung festigen wird.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

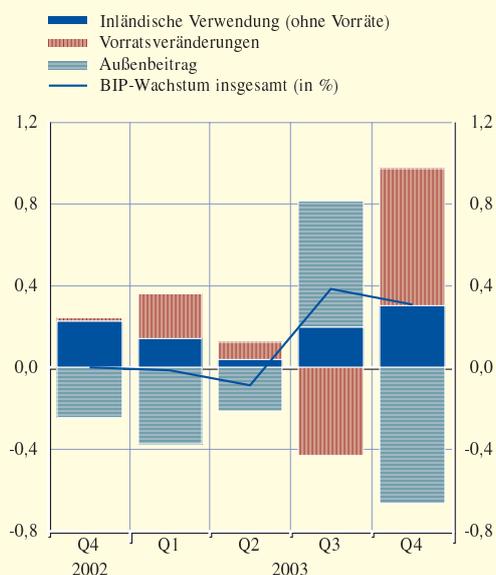
DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die Angaben zum realen BIP im Euro-Währungsgebiet für das Schlussquartal 2003 belegen eine Erholung im zweiten Halbjahr. Laut der ersten aufgeschlüsselten Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lag das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im letzten Vierteljahr 2003 bei 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Im dritten Quartal hatte es 0,4 % betragen (siehe Abbildung 32).

Hauptverantwortlich für das BIP-Wachstum im vierten Quartal war der Beitrag der inländischen Nachfrage (einschließlich Vorratsveränderungen), während der Außenhandel, der noch im Vierteljahr zuvor das Wachstum angekurbelt hatte, einen negativen Beitrag leistete. Der stärkere Wachs-

Abbildung 32 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 33 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



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

tumsimpuls der inländischen Nachfrage war in erster Linie auf die positiven Beiträge der Vorratsveränderungen und der Bruttoanlageinvestitionen zurückzuführen. Gleichzeitig blieb die Entwicklung der privaten Konsumausgaben verhalten, was möglicherweise mit dem nach wie vor schwachen Arbeitsmarkt zusammenhängt. Hinter dem negativen Beitrag des Außenhandels verbirgt sich eine schwächere Export- und stärkere Importdynamik, die der Euro-Aufwertung und der anziehenden inländischen Nachfrage zuzuschreiben sein dürfte.

SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Die Entwicklung im Schlussquartal 2003 verlief in den einzelnen Branchen unterschiedlich. Gemessen an der realen Wertschöpfung war die Industrie der wichtigste Wachstumsmotor. Dagegen trug der Dienstleistungssektor im Einklang mit der verhaltenen Entwicklung der privaten Konsumausgaben nur geringfügig zum BIP-Wachstum bei.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet wurde im vierten Quartal kräftig ausgeweitet. Dies war vor allem auf eine starke Zunahme im Oktober zurückzuführen. In den beiden Folgemonaten pendelte sich die Industrieproduktion dann weitgehend auf dem Oktoberniveau ein. Aufgrund positiver Entwicklungen bei der Energieerzeugung und der Produktion von Vorleistungs- und Konsumgütern erhöhte sie sich im Dezember geringfügig. Die Investitionsgütererzeugung blieb unverändert. In den vergangenen Monaten waren die Vorleistungs- und die Investitionsgüterindustrien jedoch die entscheidende Triebkraft hinter dem Wachstum der Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe und Energie) (siehe Abbildung 33). Die bis Dezember vorliegenden Angaben zum Auftragseingang deuten für Anfang 2004 auf eine Fortsetzung der Belegung in der Industrie hin.

UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Die bis Februar 2004 vorliegenden Ergebnisse von Umfragen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lassen nach wie vor auf insgesamt günstige Konjunkturaussichten schließen.

Was das verarbeitende Gewerbe angeht, so blieb der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie im Februar unverändert. Nach dem kräftigen Anstieg ab Mitte 2003 hat sich der Indikator seit November offenbar stabilisiert. Dies deutet darauf hin, dass sich das Wachstum der Industrieproduktion im Anschluss an die deutliche Ausweitung im Schlussquartal verstetigt hat. Hinter der im Februar insgesamt unveränderten Zuversicht der Industrie verbirgt sich eine Verbesserung der Produktionserwartungen, die von einer pessimistischeren Einschätzung der Auftragslage und der Fertigwarenlager aufgezehrt wurde. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass sich die Stimmung uneinheitlich entwickelte. Das Stimmungsbarometer stieg in der Vorleistungsgüterindustrie, sank in der Konsumgüterbranche und blieb im Investitionsgütersektor stabil.

In Übereinstimmung mit dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Industrie blieb auch der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Februar ungefähr auf dem Niveau vom November, nachdem in den Monaten davor ein kräftiger Anstieg zu beobachten gewesen war (siehe Abbildung 34). Das unveränderte EMI-Niveau im Februar rührte von gegenläufigen Bewegungen bei den einzelnen Indexkomponenten her. Während die Vorräte und die Lieferfristen positiver beurteilt wurden, verschlechterten sich die Umfrageergebnisse zu Produktion, Auftragseingang und Beschäftigung. Die jüngste Entwicklung des EMI deutet ebenfalls auf eine Wachstumsstabilisierung der Industrieproduktion zu Jahresbeginn hin.

Die Vertrauensindikatoren für den Dienstleistungssektor wiesen einen recht ähnlichen Verlauf wie die entsprechenden Indizes für das verarbeitende Gewerbe auf. Der von der Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor hat sich zwar im Februar verbessert, verharrt jedoch seit November mehr oder weniger unverändert auf einem relativ niedrigen Stand. Eine Aufschlüsselung nach Indexkomponenten zeigt, dass die Zunahme im Februar einem günstigeren Geschäftsklima und höheren Nachfrageerwartungen zuzuschreiben ist. Die Beurteilung der Nachfrage in den letzten Monaten fiel hingegen schlechter aus. Ferner ist der aus der Einkaufsmanagerbefragung abgeleitete Konjunkturindex für den Dienstleistungssektor trotz eines Rückgangs im Februar seit November weitgehend stabil geblieben. Im Gegensatz zum von der Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor liegt der Einkaufsmanagerindex für diesen Sektor jedoch auf einem recht hohen Niveau. Die im Februar am stärksten rückläufigen Indexkomponenten waren die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Geschäftsentwicklung und die Beurteilung des Neugeschäfts. Überdies büßte auch der Beschäftigungsindex leicht ein, und die Einschätzung des Auftragsbestands blieb unverändert. Alles in allem scheint sich das Wachstum zu Jahresbeginn auch im Dienstleistungssektor fortgesetzt zu haben.

INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Die Indikatoren der privaten Konsumausgaben deuten ebenso wie die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen darauf hin, dass der private Verbrauch im Schlussquartal 2003 schwach war. Des Weiteren gehen von den Konjunkturindikatoren noch keine klaren Signale für eine Konsumerholung zu Jahresbeginn 2004 aus.

Abbildung 34 Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



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

Abbildung 35 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

(Monatswerte)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und Eurostat.
1) Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt.
2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

Die Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet brachen im November letzten Jahres gegenüber dem Vormonat ein, und den verfügbaren nationalen Angaben zufolge dürfte sich diese Schwäche auch im Dezember fortgesetzt haben. Insgesamt scheint das Umsatzvolumen trotz einer deutlichen Zunahme im Oktober im vierten Quartal geschrumpft zu sein. Ferner sind die Pkw-Neuzulassungen in diesem Zeitraum wie auch im Januar zurückgegangen.

Der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für die Verbraucher ist im Februar gestiegen. Gleichzeitig wurden die Angaben für Januar nach oben korrigiert, da die französischen Ergebnisse, die im Januar aufgrund eines strukturellen Bruchs aus den Euroraum-Aggregaten herausgerechnet worden waren, wieder in die Datenreihe aufgenommen wurden. Daher sind die Angaben zum Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 nicht vollständig mit früheren Angaben vergleichbar. Unter Berücksichtigung des strukturellen Bruchs ist die Zuversicht der Verbraucher trotz der Zunahme im Februar weiterhin recht gering. Diese Zunahme war zwar breit angelegt, ging jedoch insbesondere von der optimistischeren Einschätzung der Konsumenten hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Aussichten aus. Das Stimmungsbarometer im Einzelhandel sank dagegen im Februar. Angesichts der erheblichen Volatilität dieses Indikators fügt sich diese Entwicklung jedoch weiterhin in das Gesamtbild der seit Anfang 2003 beobachteten Aufwärtsbewegung. Ausschlaggebend für die Vertrauenseinbußen im Februar waren pessimistischere Geschäftserwartungen. Die Beurteilung der gegenwärtigen Geschäftslage blieb unverändert, und der Lagerabbau, über den die Befragten berichteten, leistete einen positiven Beitrag zur Entwicklung des Gesamtindex.

4.2 ARBEITSMARKT

ARBEITSLOSIGKEIT

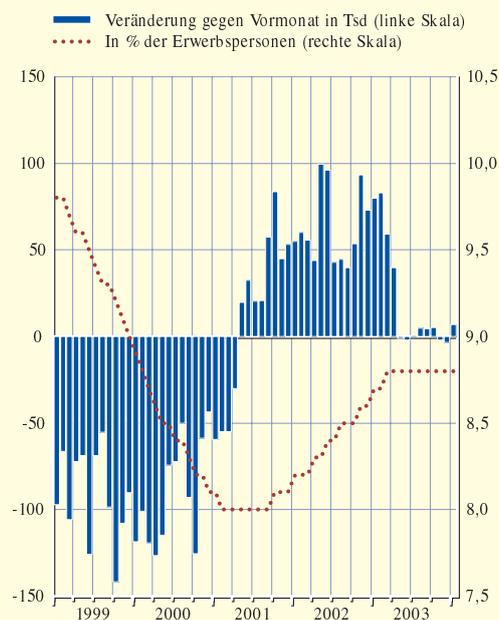
Die Lage am Arbeitsmarkt war im Januar 2004 unverändert. Somit liegt die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet seit nunmehr fast einem Jahr konstant bei 8,8 % (siehe Abbildung 36). Auch nach Geschlecht und Altersgruppen aufgeschlüsselt ergaben sich im Berichtsmonat keine Veränderungen der Arbeitslosenquote. Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich im Januar des laufenden Jahres um etwa 7 000 gegenüber dem Vormonat und lag damit um rund 200 000 über dem Stand vor Jahresfrist.

BESCHÄFTIGUNG

Bei der Beschäftigung insgesamt war im dritten Quartal 2003 ein Nullwachstum zu verzeichnen (siehe Tabelle 9). Die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) war jedoch weiter rückläufig, während sie im Dienstleistungssektor weiter zunahm. Die vergangene Konjunkturabschwächung scheint sich nicht sonderlich stark auf die Beschäftigung ausgewirkt zu haben, da es offenbar auch zu Anpassungen bei der Zahl der geleisteten Arbeitsstunden kam.

Abbildung 36 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 9 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

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

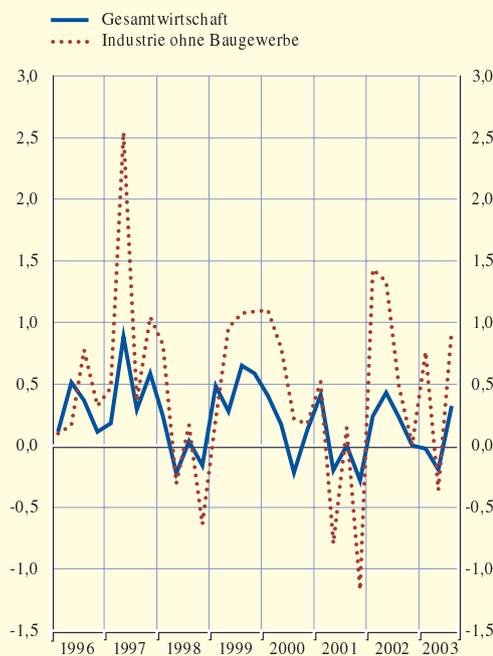
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Zuge der konjunkturellen Belebung und des weitgehend konstanten Beschäftigungsniveaus erhöhte sich die Arbeitsproduktivität im dritten Quartal 2003 sowohl in der Gesamtwirtschaft als auch in der Industrie ohne Baugewerbe (siehe Abbildung 37). Angesichts der anhaltenden Erholung im vierten Quartal und der schleppenden und zeitlich verzögerten Anpassung des Beschäftigungsstands dürfte die Arbeitsproduktivität auch gegen Ende des vergangenen Jahres weiter gestiegen sein.

Die Beschäftigungserwartungen deuten nach wie vor auf eine schwache Arbeitsmarktentwicklung hin (siehe Abbildung 38). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Beschäftigungserwartungen für das verarbeitende Gewerbe stieg im Februar dieses Jahres an, wohingegen der EMI-Teilindex für die Beschäftigung in diesem Sektor leicht rückläufig war. Auch im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen waren im Februar ein Anstieg des Indikators der Europäischen Kommission für die Beschäftigungserwartungen und ein Rückgang des EMI-Teilindex für die Beschäftigung zu verzeichnen. Insgesamt spiegelt der relativ niedrige Stand der Umfrageindikatoren trotz der seit Sommer 2003 allgemein zu beobachtenden leichten Verbesserung nach wie vor die gedämpfte Arbeitsmarktlage sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor wider.

Abbildung 37 Arbeitsproduktivität

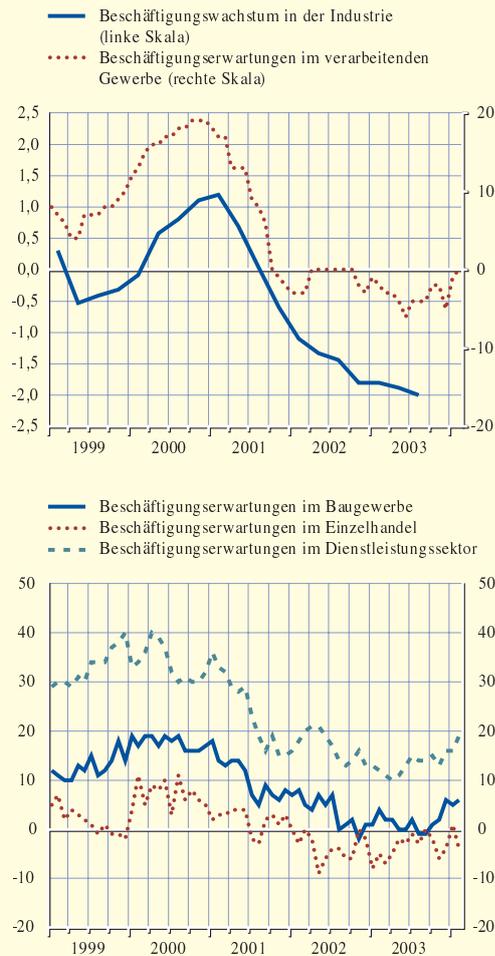
(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Abbildung 38 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die Angaben zum realen BIP im Euro-Währungsgebiet für das vierte Quartal 2003 bestätigen, dass sich die Belebung zum Jahresende fortgesetzt hat. Überdies stützen die Konjunkturindikatoren nach wie vor die insgesamt positiven Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung zu Beginn des laufenden Jahres. Im Jahresverlauf 2004 wird der Aufschwung den Erwartungen zufolge sowohl durch die inländische Nachfrage als auch durch die Exporte getragen werden. Die Investitionstätigkeit, die im vierten Quartal 2003 kräftig zunahm, dürfte auch weiterhin von dem niedrigen Zinsniveau, den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und der weltwirtschaftlichen Erholung profitieren und darüber hinaus durch die anhaltenden Anpassungsbemühungen der Unternehmen zur Steigerung der Rentabilität angekurbelt werden. Überdies wird erwartet, dass sich der Anstieg des verfügbaren Realeinkommens aufgrund günstiger Terms-of-Trade-Effekte und sich verbessernder Arbeitsmarktbedingungen positiv auf die Entwicklung der privaten Konsumausgaben auswirken wird. In außenwirtschaftlicher Hinsicht dürfte ungeachtet des durch die Euro-Aufwertung bedingten Rückgangs der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euro-raums eine kräftige Auslandsnachfrage dem Exportwachstum förderlich sein.

5 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

Nach der enttäuschenden Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Jahr 2003 sehen die aktualisierten Stabilitätsprogramme für den Prognosezeitraum bis 2006/07 deutliche Verbesserungen des durchschnittlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet vor. Die prognostizierte Verbesserung ergibt sich hauptsächlich aus Ausgabenbeschränkungen. Dennoch lässt sich die Gefahr neuer oder anhaltender übermäßiger Defizite in einer Reihe von Ländern nicht ausschließen, da die Konsolidierung zu langsam verläuft und mit gewissen Unsicherheitsfaktoren behaftet ist. Ferner geht aus den Haushaltsplänen hervor, dass einige Euro-Länder trotz günstiger Wachstumsaussichten gegen Ende des Prognosehorizonts Haushaltsungleichgewichte und hohe Schuldenquoten verzeichnen werden. Angesichts dieser zu erwartenden Entwicklung bedarf es in einer Reihe von Ländern ehrgeizigerer Ziele und besser geeigneter Strategien in Verbindung mit umfassenden Strukturreformprogrammen, um die Haushaltsrisiken abzumildern.

ENTWICKLUNG IM JAHR 2003

Den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten zufolge, die Ende 2003 bzw. Anfang 2004 vorgelegt wurden, verlief die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum im Jahr 2003 enttäuschend. So erhöhte sich das durchschnittliche Staatsdefizit deutlich von 2,2 % des BIP im Jahr 2002 auf 2,7 % im vergangenen Jahr (siehe Tabelle 10). Diese Schätzungen bestätigen weitgehend die Prognose der Kommission für den Euroraum vom Herbst 2003 (siehe Tabelle 12 im Monatsbericht vom Dezember 2003). Im Durchschnitt des Euroraums dürfte das Haushaltsdefizit gemessen am BIP knapp 1 Prozentpunkt über dem durchschnittlichen Defizitziel der vorhergehenden aktualisierten Stabilitätsprogramme liegen.

Die Entwicklungen im Euroraum insgesamt sind auf eine Verschlechterung der staatlichen Finanzierungssalden in den meisten Ländern zurückzuführen. Im Jahr 2003 kletterten die Defizitquoten Deutschlands und Frankreichs auf jeweils rund 4 %, während Portugal und Italien Defizite von knapp 3 % bzw. über 2 % des BIP verzeichneten. Vorläufigen Angaben des niederländischen Finanzministeriums zufolge betrug die Defizitquote der Niederlande 3 %.

Die 2003 beobachtete Verschlechterung der öffentlichen Finanzen im Euroraum insgesamt ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass das wirtschaftliche Umfeld schwächer als erwartet war und sich negativ auf die Haushaltsentwicklung auswirkte. Die automatischen fiskalischen Stabilisatoren wirkten wie geplant, da geringere Steuereinnahmen und höhere arbeitsmarktbedingte Aufwendungen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützten. Allerdings beruhten die finanzpolitischen Ziele zumeist auf zu optimistischen gesamtwirtschaftlichen Annahmen. Darüber hinaus nahmen die Mitgliedstaaten im Durchschnitt nur in sehr begrenztem Umfang Haushaltsanpassungen vor, wohingegen in den vorhergehenden Stabilitätsprogrammen eine gewisse Straffung der Finanzpolitik vorgesehen war.

Das geringere nominale Wachstum und höhere Defizite führten dazu, dass die durchschnittliche Schuldenquote im Eurogebiet von 69,0 % im Jahr 2002 auf 70,2 % im Jahr 2003 stieg und damit ihren seit 1998 zu beobachtenden allmählichen Abwärtstrend unterbrach. Mit Frankreich, dessen öffentliche Verschuldung im vergangenen Jahr erstmals die Marke von 60 % des BIP überschritt, hat sich die Zahl der Länder mit einer Schuldenquote oberhalb dieses Referenzwerts auf sechs erhöht.

HAUSHALTSPLÄNE FÜR 2004 BIS 2006/07

In den Stabilitätsprogrammen wird für das Jahr 2004 im Durchschnitt des Eurogebiets eine moderate Verbesserung der öffentlichen Finanzierungssalden prognostiziert, die sich aus einem stärkeren

Tabelle 10 Die aktualisierten Stabilitätsprogramme der Länder des Euro-Währungsgebiets

	Wachstumsrate des realen BIP (in %)					Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)					Schuldenstand (in % des BIP)				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Belgien															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	2,1	2,5	2,5			0,0	0,3	0,5			102,3	97,9	93,6		
Aktualisiertes Programm (Nov. 2003)	0,9	1,8	2,8	2,5	2,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	102,3	97,6	93,6	90,1	87,0
Deutschland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	1,5	2¼	2¼	2¼		-2,75	-1,5	-1,0	0,0		61,5	60,5	59,5	57,5	
Aktualisiertes Programm (Jan. 2004) ¹⁾	-0,1	1,7	2¼	2¼	2¼	-4,0	-3¼	-2½	-2	-1½	64	65	65½	65½	65
Griechenland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	3,8	4,0	3,7	3,6		-0,9	-0,4	0,2	0,6		100,2	96,1	92,1	87,9	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2003)	4,0	4,2	4,0	3,8		-1,4	-1,2	-0,5	0,0		101,7	98,5	94,6	90,5	
Spanien															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	3,0	3,0	3,0	3,0		0,0	0,0	0,1	0,2		53,1	51,0	49,0	46,9	
Aktualisiertes Programm (Jan. 2004)	2,3	3,0	3,0	3,0	3,0	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	51,8	49,6	47,7	45,7	43,8
Frankreich															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	2,5	2,5	2,5	2,5		-2,6	-2,1	-1,6	-1,0		59,1	58,9	58,3	57,0	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2003)	0,5	1,7	2,5	2,5	2,5	-4,0	-3,6	-2,9	-2,2	-1,5	61,4	62,8	63,2	62,8	61,8
Irland															
Aktualisiertes Programm (Dez. 2002)	3,5	4,1	5,0			-0,7	-1,2	-1,2			34,0	34,5	34,9		
Aktualisiertes Programm (Dez. 2003)	2,2	3,3	4,7	5,2		-0,4	-1,1	-1,4	-1,1		33,1	33,3	33,5	33,3	
Italien															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	2,3	2,9	3,0	3,0		-1,5	-0,6	-0,2	0,1		105,0	100,4	98,4	96,4	
Aktualisiertes Programm (Nov. 2003)	0,5	1,9	2,2	2,5	2,6	-2,5	-2,2	-1,5	-0,7	0,0	106,0	105,0	103,0	100,9	98,6
Luxemburg															
Aktualisiertes Programm (Jan. 2003)	1,2	2,4	3,1			-0,3	-0,7	-0,1			4,1	3,8	2,9		
Aktualisiertes Programm (Nov. 2003)	1,2	2,0	3,0	3,8		-0,6	-1,8	-2,3	-1,5		4,9	5,2	5,0	4,4	
Niederlande															
Aktualisiertes Programm (Juni 2003)	¾	½	2	2½	2½	-1,6	-1,7	-1,2	-0,8	-0,5	52,5	52,2	52,5	52,6	52,6
Aktualisiertes Programm (Okt. 2003)	0	1	2½	2½	2½	-2,3	-2,3	-1,6	-0,9	-0,6	54,0	54,5	53,7	53,0	52,2
Österreich															
Aktualisiertes Programm (März 2003)	1,4	2,0	2,5	2,5		-1,3	-0,7	-1,5	-1,1		67,0	65,1	63,8	62,1	
Aktualisiertes Programm (Nov. 2003)	0,9	1,9	2,5	2,5	2,4	-1,3	-0,7	-1,5	-1,1	-0,4	66,4	65,8	64,1	62,3	59,9
Portugal															
Aktualisiertes Programm (Jan. 2003)	1,3	2,7	3,1	3,5		-2,4	-1,9	-1,1	-0,5		58,7	57,5	55,3	52,7	
Aktualisiertes Programm (Dez. 2003)	-0,8	1,0	2,5	2,8	3,0	-2,9	-2,8	-2,2	-1,6	-1,1	59,5	60,0	59,7	58,6	57,0
Finnland															
Aktualisiertes Programm (Nov. 2002)	2,8	2,6	2,5	2,4		2,7	2,1	2,6	2,8		41,9	41,9	41,4	40,7	
Aktualisiertes Programm (Nov. 2003)	1,4	2,7	2,5	2,4	2,4	2,3	1,7	2,1	2,1	2,2	45,1	44,7	44,9	45,0	44,6
Euro-Währungsgebiet²⁾															
Aktualisierte Programme 2002/03	2,1	2,5	2,6	2,6		-1,8	-1,1	-0,8	-0,2		68,7	67,0	65,7	63,7	
Aktualisierte Programme 2003/04	0,6	1,9	2,5	2,6	2,5	-2,7	-2,4	-1,8	-1,3	-0,8	70,2	70,1	69,5	68,5	67,6

Quellen: Aktualisierte Stabilitätsprogramme 2002/03 und 2003/04, EZB-Berechnungen.

1) Das aktualisierte Stabilitätsprogramm wurde im Dezember 2003 vorgelegt und im Januar 2004 nochmals aktualisiert.

2) Der Gesamtwert für das Euro-Währungsgebiet errechnet sich als gewichteter Durchschnitt der verfügbaren Angaben zu den einzelnen Ländern.

ren Wirtschaftswachstum und neuerlichen Konsolidierungsanstrengungen ergeben soll. Im gleichen Jahr soll sich die Defizitquote im Euroraum um 0,3 Prozentpunkte auf 2,4 % verringern und die Schuldenquote bei 70,1 % stabilisieren.

Werden die Haushaltspläne vollständig umgesetzt, bedeutet dies für das laufende Jahr eine leicht restriktive Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum, während sich der Konjunkturzyklus nur begrenzt auf die Entwicklung der Haushaltssalden auswirken wird. Allerdings unterscheiden sich die Konsolidierungspläne von Land zu Land erheblich; im Gesamtergebnis schlagen sich in erster Linie die Bemühungen der großen Staaten mit einem übermäßigen Defizit nieder.

Die für 2004 prognostizierte Haushaltskonsolidierung wird großenteils auf der Ausgabenseite stattfinden. So planen die meisten Staaten, den Anstieg der laufenden Primärausgaben einzudämmen. Die Einsparungen konzentrieren sich vor allem auf die Personalausgaben im öffentlichen Dienst und die Aufwendungen für Gesundheitswesen und Altersversorgung und zielen auch darauf ab, eine wachstumsfreundliche und tragfähige Finanzlage der öffentlichen Haushalte zu fördern. In einigen Ländern dürfte die durch Ausgabenzurückhaltung erzielte Konsolidierung teilweise durch weitere Steuersenkungen und die verzögerte Auswirkung bereits durchgeführter Steuerreformen aufgezehrt werden. Auch planen einige Staaten, ihre vermögenswirksamen Ausgaben zu erhöhen.

Trotz dieser angestrebten Verbesserungen dürften im Jahr 2004 sowohl auf Länderebene als auch im Eurogebiet insgesamt erhebliche Haushaltsungleichgewichte bestehen bleiben. Für Frankreich und Deutschland werden Defizite von über 3 % des BIP erwartet, und auch Italien, die Niederlande und Portugal werden erhebliche Haushaltsfehlbeträge ausweisen. Portugal könnte dann zu den Ländern zählen, die eine Schuldenquote von 60 % und mehr verzeichnen, während die Schuldenquoten Belgiens und Griechenlands – zwei der sehr hoch verschuldeten Staaten des Euroraums – auf unter 100 % sinken dürften.

Für den Zeitraum nach 2004 wird in den Programmen ein weiterer moderater Fortschritt bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen ins Auge gefasst. Die Straffung der finanzpolitischen Zügel dürfte insbesondere in Ländern mit großen Haushaltsungleichgewichten in Form von Ausgabenbeschränkungen fortgeführt werden. Auch ein recht kräftiges Wirtschaftswachstum wird zur Verringerung der öffentlichen Defizite beitragen. Die Defizitquote für das Eurogebiet wird den Erwartungen zufolge im Prognosezeitraum der Stabilitätsprogramme durchschnittlich um $\frac{1}{2}$ % pro Jahr sinken. In den Jahren 2006/07 wird sie jedoch im Durchschnitt des Euroraums trotz positiver Wachstumserwartungen noch knapp 1 % betragen, da einige Länder weiterhin mit deutlichen nominalen Ungleichgewichten rechnen. Die Schuldenquote wird im Jahr 2005 wieder – wenngleich nur sehr langsam – sinken.

BEURTEILUNG DER MITTELFRISTIGEN PLÄNE

Die Stabilitätsprogramme müssen anhand der Anforderungen des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts beurteilt werden. Wichtigstes Ziel ist die Vermeidung – bzw. zeitnahe Korrektur – übermäßiger Defizite von mehr als 3 % des BIP. Ferner verlangt der Stabilitäts- und Wachstumspakt, dass die Länder mittelfristig einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt erzielen, um Spielraum für das sichere Wirken automatischer fiskalischer Stabilisatoren zu schaffen. Durch diese institutionellen Beschränkungen der Defizite soll das Vertrauen in die Solidität der Finanzpolitik und damit die gesamtwirtschaftliche Stabilität gewährleistet werden.

Um die Umsetzung des finanzpolitischen Regelwerks der EU zu konkretisieren, kam die Eurogruppe im Oktober 2002 überein, dass Staaten, die zwar kein übermäßiges Defizit aufweisen, aber vom Ziel solider öffentlicher Finanzierungssalden abweichen, Konsolidierungsanstrengungen in einer Größenordnung von mindestens 0,5 % des BIP pro Jahr unternehmen müssen. Der ECOFIN-Rat bestätigte diese Regelung im März 2003. Ferner müssen die Haushaltspläne auf realistischen gesamtwirtschaftlichen Annahmen beruhen und konkrete Maßnahmen aufzeigen. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik für den Zeitraum 2003/05 verlangen Fortschritte bei der Durchführung von Strukturreformen zur Erzielung tragfähigerer und wachstumsfreundlicherer öffentlicher Finanzen.

An diesen Erfordernissen gemessen sind in den jüngsten aktualisierten Stabilitätsprogrammen Verbesserungen erkennbar, doch gibt es nach wie vor Anlass zu Besorgnis. Zwar werden die Konsolidierungsanstrengungen sowie ein günstiges wirtschaftliches Umfeld im Zeitraum von 2004 bis 2007 zu einer Reduzierung des durchschnittlichen Defizits im Euroraum führen. Allerdings wird das Eurogebiet trotz eines drei Jahre anhaltenden starken Wirtschaftswachstums am Ende des ProgrammhORIZONTS insgesamt keinen ausgeglichenen Haushalt erreicht haben. Auch wird nur mit einer geringfügigen Rückführung der öffentlichen Schuldenquote gerechnet. Daher besteht die Gefahr, dass die zu erwartende günstige Konjunkturphase von den Staaten nicht hinreichend dazu genutzt wird, ihren Haushalt in Ordnung zu bringen, und sie damit möglicherweise die Fehler der letzten Aufschwungsphase wiederholen.

Hinter den Zahlen für das Eurogebiet insgesamt verbergen sich deutlich divergierende Entwicklungen der öffentlichen Finanzen in den einzelnen Ländern (Tabelle 11 enthält Länderbeurteilungen, die auf den Stellungnahmen des ECOFIN-Rates zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen beruhen). In einigen Ländern wird mit einer anhaltend soliden Haushaltslage gerechnet. In einer Reihe anderer Länder ist die zugrunde liegende finanzpolitische Strategie nicht ehrgeizig genug und die Umsetzung der Haushaltspläne mit erheblichen Risiken behaftet. Einige Pläne beruhen auf optimistischen Wachstumserwartungen, und viele Staaten haben die geplanten Maßnahmen zur Ausgabeneindämmung noch nicht genau benannt. Die Länder, die bisher in großem Umfang auf haushaltspolitische Maßnahmen mit einmaliger Wirkung gesetzt haben, haben noch nicht konkret dargelegt, wie sie ihre Haushalte konsolidieren wollen. Daher bleiben die Bedenken hinsichtlich anhaltender gravierender Ungleichgewichte bestehen, und in einigen Mitgliedstaaten sind die mittelfristigen Aussichten nach wie vor Besorgnis erregend, wodurch auch die Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Regelwerks beeinträchtigt werden könnte.

LÄNDERSTRATEGIEN UND RISIKEN

Die aktualisierten Stabilitätsprogramme der drei Länder, bei denen 2003 ein übermäßiges Defizit vorlag, geben Anlass zu Besorgnis. Positiv zu bewerten ist, dass sie eine rechtzeitige Korrektur des übermäßigen Defizits vorsehen – allerdings nachdem die Frist für Deutschland und Frankreich verlängert wurde. Auch sind in diesen beiden Staaten die zugrunde liegenden Konsolidierungsanstrengungen bestenfalls als das Mindestmaß des Akzeptablen zu bezeichnen. Nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushalte werden bis zum Ende des ProgrammhORIZONTS nicht erreicht. Dies deutet darauf hin, dass die in der vorangegangenen Aktualisierung der Stabilitätsprogramme festgelegte Frist erneut verlängert wird. Portugal scheint sich sehr stark auf temporäre Maßnahmen zur Korrektur seines übermäßigen Defizits zu verlassen und wird 2006 und 2007 die Übereinkunft der Eurogruppe nicht einhalten.

Ferner besteht in den drei genannten Staaten die große Gefahr, dass weiterhin übermäßige Defizite verzeichnet werden oder neu entstehen. Ausschlaggebend hierfür sind neben mangelndem Ehrgeiz erhebliche Risiken auf der Ausgabenseite der Budgets, da Maßnahmen nicht konkretisiert wurden und es in den letzten Jahren zu Überschreitungen der Ausgabenziele kam. Auch könnten sich die Wachstumsannahmen in einigen Fällen als zu optimistisch erweisen. Daher kam der ECOFIN-Rat in seinen Stellungnahmen vom 10. Februar und 9. März 2004 zu dem Schluss, dass die Gefahr besteht, dass das Defizit in Frankreich und Deutschland im Jahr 2005 immer noch mehr als 3 % des BIP betragen und Portugal seine Haushaltsziele verfehlen und damit erneut die Defizitobergrenze verletzen könnte. Diese Länder müssen alles daran setzen, ihrer Verpflichtung zur Vermeidung übermäßiger Defizite nachzukommen. Ferner müssen etwaige Mehreinnahmen infolge höheren Wachstums oder sonstiger günstiger Entwicklungen für eine raschere Rückführung der Defizite eingesetzt werden.

Die Staaten mit moderaten bis beträchtlichen Defiziten (Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg und die Niederlande) verfolgen im Prognosezeitraum sehr unterschiedliche Strategien. So planen die Niederlande zur Beseitigung ihrer Ungleichgewichte umfangreiche Anpassungsmaßnahmen auf der Ausgabenseite, obwohl dies die Gefahr eines übermäßigen Defizits infolge ungünstiger wirtschaftlicher Entwicklungen nicht bannen kann. In den übrigen vier Ländern halten sich die Konsolidierungsanstrengungen dagegen in Grenzen und finden zu spät statt. Eindeutige Risiken ergeben sich aus unzureichend konkretisierten Maßnahmen zur Ausgabenreduzierung. In Italien ist immer noch ungewiss, ob die Einmalmaßnahmen durch eine dauerhafte Konsolidierung ersetzt werden. In Italien und Luxemburg könnte eine ungünstige wirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2004 oder 2005 eine Verletzung der 3 %-Defizitobergrenze nach sich ziehen. Griechenland und Irland werden trotz des erwarteten starken Wirtschaftswachstums ihre Haushaltsungleichgewichte kaum beseitigen können. Des Weiteren gibt es in diesen beiden Ländern nach wie vor Unsicherheitsfaktoren im Zusammenhang mit der Entwicklung des Wirtschaftswachstums und der Staatsausgaben. Insgesamt bedarf es in den Ländern mit moderaten bis beträchtlichen Defiziten einer ehrgeizigen Konsolidierungsstrategie, die auch ein sicheres und symmetrisches Wirken der automatischen Stabilisatoren ermöglicht.

Für die übrigen Länder, die im laufenden Jahr wohl solide Haushaltssalden verzeichnen werden, wird prognostiziert, dass dies – abgesehen von einer vorübergehenden Verschlechterung in einem Staat – auch bis zum Ende des Prognosezeitraums so bleiben wird. In diesen Staaten kann die wirtschaftliche Stabilität durch das sichere Wirken automatischer fiskalischer Stabilisatoren gestützt werden. Allerdings würden Steuersenkungen, die nicht mit einer hinreichenden Eindämmung der Staatsausgaben einhergehen, die Erreichung der Haushaltsziele gefährden. Die negativen Erfahrungen, die in den letzten Jahren mit nicht gegenfinanzierten Steuersenkungen gemacht wurden, legen die Forderung nahe, dass keine neuen Ungleichgewichte im Zusammenhang mit der Nachfragesteuerung oder mit Strukturreformen entstehen dürfen.

Schließlich sind gewisse Fortschritte bei der Effizienz der Staatsausgaben, der Beschäftigungsfreundlichkeit der Steuer- und Sozialleistungssysteme sowie der Tragfähigkeit der Sozialversicherungssysteme zu verzeichnen. Die Reform der Alterssicherungs- und Gesundheitssysteme steht in vielen Ländern noch auf der Tagesordnung. Allerdings sind die Ausgaben- und Einnahmenquoten sowie die öffentliche Verschuldung und die sich aus der Alterung der Gesellschaft ergebenden Eventualverbindlichkeiten in zahlreichen Euro-Ländern nach wie vor hoch. Es sind daher erheblich größere Fortschritte vonnöten, um das Wachstumspotenzial im Eurogebiet zu steigern und im Einklang mit den strategischen Zielen von Lissabon und den Grundzügen der Wirtschaftspolitik Vorkehrungen für die Auswirkungen der demographischen Veränderungen auf die öffentlichen Finanzen zu treffen.

Tabelle 11 Stellungnahmen des Rates zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Länder des Euro-Währungsgebiets¹⁾

	Übermäßiges Defizit	Nahezu ausgeglichener Haushalt	Gesamtwirtschaftliche Annahmen	Im Einklang mit Grundzügen der Wirtschaftspolitik und Übereinkunft der Eurogruppe	Gefahr der Überschreitung der 3 %-Defizitobergrenze 2004 oder danach	Langfristige Haushaltsrisiken
Belgien	Nein	Ja, in allen Jahren	Erscheinen realistisch, wengleich für 2005 möglicherweise optimistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: teilweise	Nein, bei normalen Konjunkturschwankungen	Gewisse Gefahr langfristiger Ungleichgewichte
Deutschland	Korrektur im Jahr 2005, d. h. innerhalb der in den Schlussfolgerungen des Rates vom 25. Nov. 2003 gesetzten Frist, angestrebt	Nicht bis 2007 (Ende des Prognosehorizonts)	Erscheinen für 2004 realistisch; danach optimistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: teilweise; Konsolidierung 2006 und 2007 eher etwas geringer als 0,5 % des BIP p. a.	Anpassungspfad möglicherweise unzureichend für Korrektur des übermäßigen Defizits im Jahr 2005, unter Zugrundelegung ungünstigerer Annahmen zur Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Haushaltslage	Gefahr langfristiger Ungleichgewichte lässt sich nicht ausschließen
Griechenland	Nein	Nicht bis 2006 (Ende des Prognosehorizonts)	Erscheinen optimistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik und Forderung nach Verringerung des konjunkturbereinigten Finanzierungssaldos um mindestens 0,5 % des BIP p.a.: nicht vollständig	Nein, bei normalen Konjunkturschwankungen	Ja, Gefahr erheblicher Haushaltsungleichgewichte
Spanien	Nein	Ja, in allen Jahren	Erscheinen realistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja	Nein	Derzeitige Politik muss durch Maßnahmen ergänzt werden, die das Entstehen untragbarer Trends verhindern
Frankreich	Korrektur im Jahr 2005, d. h. innerhalb der in den Schlussfolgerungen des Rates vom 25. Nov. 2003 gesetzten Frist, angestrebt	Nicht bis 2007 (Ende des Prognosehorizonts)	2004 und das „vorsichtige“ Szenario 2005/07 erscheinen plausibel	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: teilweise	Unter Zugrundelegung plausibler Annahmen zur Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Haushaltslage erscheint Anpassung für Beseitigung des übermäßigen Defizits im Jahr 2005 unzureichend	Ja, Risiken lassen sich nicht ausschließen

1) Stellungnahmen des ECOFIN-Rates vom 20. Januar, 10. Februar und 9. März 2004 zu den von den Ländern Ende 2003/Anfang 2004 vorgelegten Programmen.

Noch Tabelle 11 Stellungnahmen des Rates zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Länder des Euro-Währungsgebiets ¹⁾

	Übermäßiges Defizit	Nahezu ausgeglichener Haushalt	Gesamtwirtschaftliche Annahmen	Im Einklang mit Grundzügen der Wirtschaftspolitik und Übereinkunft der Eurogruppe	Gefahr der Überschreitung der 3 %-Defizitobergrenze 2004 oder danach	Langfristige Haushaltsrisiken
Irland	Nein	Ja, für 2006 (Ende des Prognosehorizonts) angestrebt	Erscheinen realistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja	Nein, bei normalen Konjunkturschwankungen	Aktuelle Politik könnte zur Entstehung von Risiken führen
Italien	Nein	Ja, 2006 und 2007	Erscheinen zu günstig	Grundzüge der Wirtschaftspolitik und Forderung nach Verringerung des konjunkturbereinigten Finanzierungssaldos um mindestens 0,5 % des BIP p. a.: teilweise	Bei normalen gesamtwirtschaftlichen Schwankungen erscheinen Sicherheitsmargen unzureichend	Ja, aktuelle Politik lässt Risiken nicht ausschließen
Luxemburg	Nein	Ja, in allen Jahren	Für 2004 und 2005 plausibel. Für 2006 möglicherweise zu günstig.	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja	Insbesondere 2005, unter Zugrundelegung ungünstiger wirtschaftlicher Entwicklungen	Nein
Niederlande	Nein	Ja, ab 2005	Prognose für 2004 mit gewissen Abwärtsrisiken behaftet	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja	Gefahr der Verletzung der 3 %-Grenze unter Zugrundelegung ungünstigerer wirtschaftlicher Entwicklungen	Gewisse Gefahr künftiger Haushaltsungleichgewichte nicht auszuschließen
Österreich	Nein	Ja, 2004 und 2007	Erscheinen realistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: nicht vollständig	Nein	Verringert, aber von der tatsächlichen Entwicklung abhängig
Portugal	Nein	Nicht bis 2007 (Ende des Prognosehorizonts)	Erscheinen realistisch	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja, aber 2006 und 2007 Anpassung geringer als 0,5 % des BIP p. a.	Haushaltsziele mit erheblichen Risiken behaftet	Aktuelle Politik lässt Risiko langfristiger Ungleichgewichte nicht ausschließen
Finnland	Nein	Ja, in allen Jahren	Im späteren Prognosezeitraum vorsichtig	Grundzüge der Wirtschaftspolitik: weitgehend ja	Nein, bei normalen Konjunkturschwankungen	Nein

6 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ-ENTWICKLUNG

6.1 WECHSELKURSE

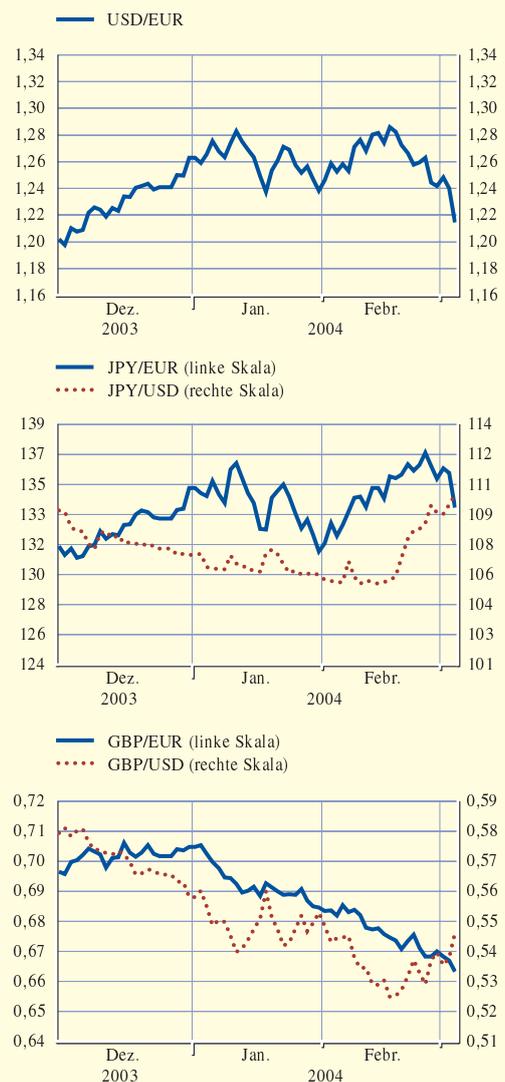
Im Februar 2004 stand die Entwicklung an den Devisenmärkten vor allem im Zeichen einer recht breit fundierten Abschwächung des japanischen Yen und eines Kursanstiegs des Pfund Sterling gegenüber dem Euro und anderen wichtigen Weltwährungen. In diesem Zeitraum blieb der US-Dollar trotz gewisser Schwankungen insgesamt zum Euro unverändert. Anfang März 2004 stieg der US-Dollar aber gegenüber allen wichtigen Währungen. Aufgrund dieser Entwicklung der wichtigsten bilateralen Wechselkurse des Euro lag der nominale effektive Euro-Wechselkurs Anfang März geringfügig unter seinem Niveau von Ende Januar.

US-DOLLAR/EURO

In den ersten beiden Wochen im Februar 2004 gewann der Euro gegenüber dem US-Dollar an Boden, büßte diese Kursgewinne bis zum Monatsende aber wieder ein (siehe Abbildung 39). Die Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses in diesem Zeitraum stand offenbar unter dem Einfluss mehrerer in verschiedene Richtungen wirkender Faktoren. Dazu gehörten etwa die Marktreaktionen auf das Kommuniqué der Siebenergruppe (G 7) zu Wechselkursschwankungen Anfang Februar und der Bericht des Vorsitzenden des Gouverneursrats der US-Notenbank am 11. Februar. Hinzu kam, dass sich aus den im Februar veröffentlichten US-Daten zur Entwicklung der US-Leistungsbilanz und ihrer Finanzierung ein recht gemischtes Bild ergab. Einerseits zeigten die Zahlen zur US-Handelsbilanz im Dezember 2003, dass das Defizit stärker als erwartet gestiegen war, was unter den Marktanalysten Zweifel an der bisherigen Wirkung der US-Dollar-Abschwächung auf den US-Außenhandel aufkommen ließ. Andererseits dürften die im Dezember 2003 – im zweiten Monat in Folge – registrierten kräftigen Nettokapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr der Vereinigten Staaten die Bedenken wegen möglicher Finanzierungsschwierigkeiten weiter zerstreut haben. Insgesamt erwiesen sich die günstigen Konjunkturaussichten in den USA wie bisher schon als Stütze für den US-Dollar, wie etwa die Vorausschätzung eines robusten BIP-Wachstums in den Vereinigten Staaten im Schlussquartal 2003 belegt. Anfang März erhielt die US-Währung Auftrieb durch die Veröffentlichung einer Umfrage, deren Ergebnisse vom Markt als Anzeichen für eine Besserung der Lage am US-Arbeitsmarkt ge-

Abbildung 39 Wechselkursentwicklung

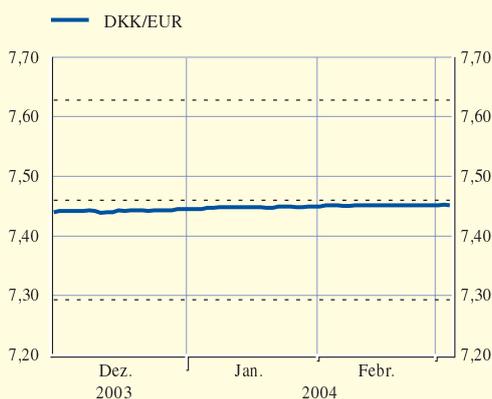
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 40 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.

wertet wurden. Am 3. März notierte der Euro bei 1,21 USD, das heißt 1,9 % schwächer als Ende Januar 2004 und 7,3 % über seinem Jahresdurchschnitt 2003.

JAPANISCHER YEN/EURO

Nach einem Kursrückgang im Januar befestigte sich der Euro im Februar in Relation zum japanischen Yen merklich (siehe Abbildung 39). Hierin spiegelte sich vor allem die allgemeine Schwächeneigung des japanischen Yen in diesem Zeitraum gegenüber allen wichtigen Währungen wider, trotz der bisher deutlichsten Hinweise darauf, dass die japanische Wirtschaft die Phase eines anhaltend schwachen Wirtschaftswachstums offenbar überwunden hat. Nach den zuletzt veröffentlichten Daten expandierte das BIP in Japan im vierten Quartal 2003 mit einer Jahresrate von 7 %. Vor diesem Hintergrund dürften Marktspekulationen über Devisen-

marktinterventionen der japanischen Notenbank den Yen im Februar belastet haben. Anfang März zog die japanische Währung aber kräftig gegenüber dem Euro an und konnte die zuvor erlittenen Verluste teilweise wieder wettmachen. Am 3. März lag der Euro bei 133,8 JPY und damit gut 2 % über seinem Niveau von Ende Januar 2004 und seinem Vorjahrsdurchschnitt.

PFUND STERLING/EURO

Nach Kursverlusten im Januar ging der Euro im Februar und Anfang März zum Pfund Sterling weiter zurück (siehe Abbildung 39). Die Kursgewinne, die die britische Währung auf breiter Front verzeichnen konnte, waren von weiteren Hinweisen auf ein robustes Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich begleitet. Am 5. Februar erhöhte der geldpolitische Ausschuss der Bank of England seinen Leitzins um 0,25 % auf 4 % und verwies dabei gleichzeitig auf das anhaltend kräftige Wachstum der Ausgaben und der Kreditaufnahme der privaten Haushalte sowie die Stärke des Wohnungsmarkts. Am 3. März wurde der Euro mit 0,66 GBP gehandelt, d. h. 3,1 % niedriger als Ende Januar und 4,1 % unter seinem Durchschnitt im Jahr 2003.

ANDERE EUROPÄISCHE WÄHRUNGEN

Die dänische Krone schwankte im WKM II weiter in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 40). Was andere europäische Währungen betrifft, so legte der Euro im Vergleich zu dem Niveau von Ende Januar 2004 im Verhältnis zur schwedischen Krone und zum Schweizer Franken leicht zu, während er gegenüber der norwegischen Krone insgesamt unverändert blieb.

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 3. März lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, 1 % unter seinem Stand von Ende Januar, aber 2,5 % über seinem durchschnittlichen Wert im vergangenen Jahr. Der Rückgang des effektiven Wechselkurses des Euro in diesem Zeitraum war hauptsächlich auf die Kursverluste gegenüber dem Pfund Sterling und dem US-Dollar zurückzuführen, die nur zum Teil durch die Aufwertung gegenüber dem japanischen Yen aufgewogen wurden (siehe Abbildung 41).

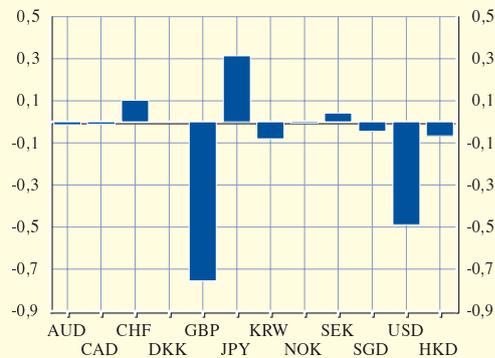
Abbildung 41 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung ¹⁾

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses ²⁾

30. Jan. bis 3. März 2004
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

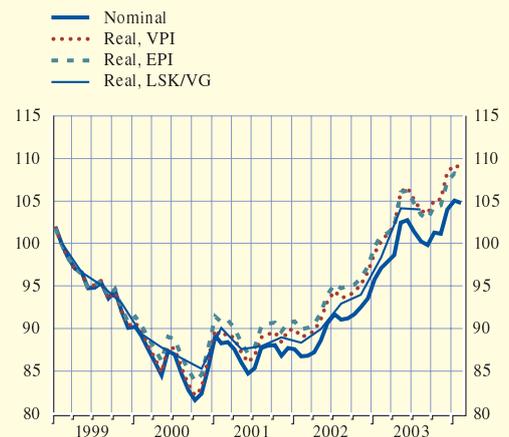
1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen von zwölf wichtigen Handelspartnern.

2) Die Veränderungen werden handelsgewichtet gegenüber den Währungen von zwölf wichtigen Handelspartnern berechnet.

Längerfristig betrachtet folgte der reale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an der Entwicklung des Verbraucherpreisindex, des Erzeugerpreisindex und des Index der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe – in den letzten fünf Jahren weitgehend der Entwicklung des nominalen Index (siehe Abbildung 42). Nach den jüngsten Angaben liegen die realen Indizes geringfügig über dem nominalen Index, was den Deflationsdruck in einigen asiatischen Partnerländern und die gedämpfte Inflation in mehreren anderen Industrieländern in diesem Zeitraum widerspiegelt. Im Februar 2004 übertraf der reale effektive Wechselkurs des Euro sein Durchschnittsniveau vom Vorjahr gemessen an der Verbraucherpreisentwicklung um 4,9 %, gemessen an der Erzeugerpreisentwicklung dagegen um 4,1 %.

Abbildung 42 Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro ¹⁾

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



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf Februar 2004. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2003 und sind teilweise geschätzt.

6.2 ZAHLUNGSBILANZ

Im vierten Quartal 2003 setzte sich der Anstieg der Warenausfuhren des Euro-Währungsgebiets, der vorwiegend von der lebhaften Auslandsnachfrage getragen wurde, im zweiten Vierteljahr in Folge fort. Allerdings fielen die Warenausfuhren im Gesamtjahr 2003 aufgrund des Rückgangs in der ersten Jahreshälfte um gut 2 % geringer aus als im Jahr zuvor. Da die Einfuhren im gleichen Zeitraum nur geringfügig abnahmen, verringerte sich der Warenhandelsüberschuss im Jahr 2003. Diese Entwicklung trug in Verbindung mit einem Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen zum Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses von 0,9 % des BIP im Jahr 2002 auf 0,4 % im Jahr 2003 bei. In der Kapitalbilanz waren bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im vergangenen Jahr leichte Nettokapitalabflüsse zu verzeichnen, nach Nettokapitalzuflüssen im Jahr davor. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem niedrigere Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen.

LEISTUNGSBILANZ UND WARENHANDEL

Die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Dezember 2003 einen Überschuss in Höhe von 2,5 Mrd € auf. Dies war auf Überschüsse sowohl beim Warenhandel als auch bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen teilweise ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 12). Verglichen mit den revidierten Angaben für November 2003 erhöhte sich der saisonbereinigte Überschuss der Leistungsbilanz im Dezember um 0,4 Mrd €. Dieser Anstieg resultierte aus einer Verringerung des Defizits bei den laufenden Übertragungen und einer Zunahme des Überschusses im Warenhandel, die durch einen Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen nur teilweise kompensiert wurden. Der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz blieb gegenüber November unverändert.

Tabelle 12 Hauptposten der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; saisonbereinigt, soweit nicht anders angegeben)

	2002	2003	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2003 Nov.	2003 Dez.
Saldo der Leistungsbilanz	67,1	28,1	4,2	2,1	9,3	12,5	2,1	2,5
Saldo des Warenhandels	130,9	110,3	25,0	25,2	33,2	26,9	7,5	8,2
Ausfuhr	1 059,2	1 036,2	258,2	256,1	259,0	262,9	86,7	88,1
Einfuhr	928,3	925,9	233,3	230,9	225,8	236,0	79,1	79,8
Saldo der Dienstleistungen	11,1	17,7	5,7	2,6	3,1	6,3	1,7	1,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-27,8	-43,8	-13,9	-10,5	-9,5	-9,9	-1,4	-4,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-47,1	-56,1	-12,5	-15,3	-17,6	-10,8	-5,8	-3,4
Saldo der Kapitalbilanz¹⁾	-97,2	-72,2	-25,1	-33,0	-8,8	-5,3	-3,5	2,6
Netto-Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen	61,9	-9,3	6,2	60,9	-80,8	4,3	-1,4	-10,4
Direktinvestitionen	-41,5	-21,2	-0,9	3,5	-12,4	-11,5	0,9	-1,8
Wertpapieranlagen	103,4	11,9	7,0	57,4	-68,4	15,8	-2,3	-8,6
Dividendenwerte	50,6	39,3	14,5	-3,6	-2,2	30,6	8,9	8,4
Schuldverschreibungen	52,9	-27,4	-7,5	61,0	-66,2	-14,8	-11,3	-16,9

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Nettozufluss und ein negatives Vorzeichen einen Nettoabfluss an. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzdaten des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB.

1) Nicht saisonbereinigt.

Betrachtet man die vierteljährlichen Angaben, so hat sich die im dritten Quartal 2003 einsetzende Erholung der Warenausfuhren des Eurogebiets in Drittländer im vierten Quartal fortgesetzt. Unterstützt vor allem durch die kräftigere Auslandsnachfrage stiegen die Warenexporte dem Wert nach um rund 1,5 % gegenüber dem dritten Quartal. Da die Importe im gleichen Zeitraum stärker zunahmen als die Exporte, fiel der Überschuss im Warenhandel niedriger aus (siehe Tabelle 12). Der Anstieg des Werts der Einfuhren im vierten Quartal 2003 dürfte zum Teil mit der verzögerten Auswirkung der Euro-Aufwertung im Zusammenhang gestanden haben, doch hat anscheinend auch eine Belebung der Nachfrage im Eurogebiet zu dieser Entwicklung beigetragen. Trotz des beobachteten Rückgangs des Warenhandelsüberschusses hat sich der Überschuss in der Leistungsbilanz aufgrund des überkompensierenden Effekts, der sich aus dem geringeren Defizit bei den laufenden Übertragungen und dem höheren Überschuss bei den Dienstleistungen ergab, im vierten Quartal erhöht.

Im Gesamtjahr 2003 sank der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets auf 28,1 Mrd € (rund 0,4 % des BIP), nachdem er sich im Jahr 2002 auf 67,1 Mrd € (0,9 % des BIP) belaufen hatte. Hierfür waren eine Abnahme des Warenhandelsüberschusses (um 20,6 Mrd €) sowie ein Anstieg der Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen (um 16,0 Mrd € bzw. 9 Mrd €) verantwortlich. Diese Entwicklungen wurden durch die Zunahme des Überschusses bei den Dienstleistungen um 6,6 Mrd € nur zum Teil ausgeglichen. Angesichts weitgehend unveränderter Wareneinfuhren war der Rückgang im Wert der Exporte der Hauptfaktor hinter dem niedrigeren Warenhandelsüberschuss im Jahr 2003 (siehe Tabelle 12). Der Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen war auf geringere Einnahmen in diesem Bereich zurückzuführen. Diese Entwicklung erklärt sich größtenteils durch die Aufwertung des Euro im vergangenen Jahr, da der Wert der in Fremdwährung erhaltenen Einnahmen geringer ist, wenn er in Euro ausgedrückt wird.

Die bis Dezember 2003 vorliegenden Angaben aus den Außenhandelsstatistiken deuten darauf hin, dass der Rückgang der Warenausfuhr des Eurogebiets im Jahr 2003 überwiegend – besonders in der ersten Jahreshälfte – geringere Exporte in die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich widerspiegelt. Die Abnahme der Exporte des Eurogebiets in die Vereinigten Staaten in diesem Zeitraum kann vor allem der relativ verhaltenen Inlandsnachfrage in den USA zugeschrieben werden. Hinzu kam die deutliche Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro, die wahrscheinlich der Auslöser dafür war, dass US-Einfuhren aus dem Eurogebiet durch den Import von Waren anderer Handelspartner der Vereinigten Staaten ersetzt wurden.

Der im ersten Halbjahr 2003 beobachtete Rückgang der Exporte des Eurogebiets in das Vereinigte Königreich scheint teilweise mit der allgemeinen Schwäche des britischen Importgeschäfts zusammenzuhängen, die wiederum auf die verhaltene Entwicklung einiger importintensiver Ausgabenkategorien, wie etwa der Unternehmensinvestitionen, zurückzuführen ist. Darüber hinaus dürfte auch die Wechselkursentwicklung beim Rückgang der Warenausfuhren des Eurogebiets in das Vereinigte Königreich eine Rolle gespielt haben. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres allerdings nahmen diese Ausfuhren angesichts der Hinweise auf ein robustes Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich wieder zu.

Die Ausfuhren des Eurogebiets in mittel- und osteuropäische Länder, die im Jahr 2002 nahezu 14 % der gesamten Warenexporte des Euroraums ausmachten, übertrafen im Jahr 2003 ihren Vorjahrsstand um mehr als 6 %, während die Ausfuhren nach Asien im gleichen Zeitraum leicht abnahmen. Darin spiegeln sich ein Rückgang der Warenausfuhren des Eurogebiets nach Japan sowie ein kräftiger Anstieg der Exporte nach China wider. Dieser Anstieg reichte allerdings angesichts des gerin-

gen Anteils dieser Exporte an den gesamten Warenausfuhren des Eurogebiets (weniger als 3 % im Jahr 2002) nicht aus, um den Rückgang der Exporte in andere asiatische Länder zu kompensieren.

KAPITALBILANZ

In der Kapitalbilanz war im Dezember 2003 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen per saldo ein Mittelabfluss von 10,4 Mrd € zu verzeichnen, der Nettokapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen (8,6 Mrd €) und, in geringerem Maße, bei den Direktinvestitionen (1,8 Mrd €) widerspiegelt.

Die Entwicklung im Bereich der Wertpapieranlagen war hauptsächlich auf Nettokapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen (16,9 Mrd €) zurückzuführen, die durch Nettokapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten (8,4 Mrd €) nur teilweise ausgeglichen wurden. Die bei den Schuldverschreibungen beobachteten Nettokapitalabflüsse waren überwiegend den Nettoverkäufen von Geldmarktpapieren des Euroraums durch Gebietsfremde sowie den Nettokäufen von Geldmarktpapieren im Ausland durch Gebietsansässige zuzuschreiben. Dagegen kam es bei den Anleihen zu Nettokapitalzuflüssen, die allerdings nicht einmal halb so hoch waren wie die Nettokapitalabflüsse bei den Geldmarktpapieren.

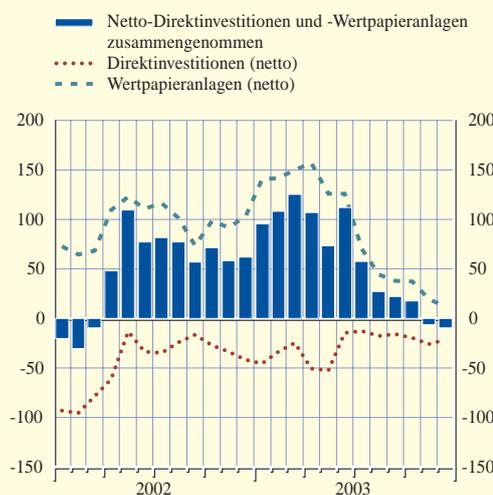
Im Dezember wurden die Investitionsentscheidungen zugunsten von Dividendenwerten offenbar durch eine günstigere Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Gewinnaussichten und eine Abnahme der Unsicherheit – wie der erhebliche Rückgang der aus Optionskontrakten auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität belegt (siehe Abbildung 27 in Abschnitt 2) – beeinflusst. Darüber hinaus dürften – wie schon in den vergangenen Monaten – auch Markterwartungen hinsichtlich einer Aufwertung des Euro eine Rolle gespielt haben.

Im Gesamtjahr 2003 wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Nettokapitalabflüsse in Höhe von 9,3 Mrd € auf, verglichen mit Nettokapitalzuflüssen von 61,9 Mrd € im Jahr 2002. Grund für diese Entwicklung waren vor allem geringere Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen, die nur zum Teil durch rückläufige Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im gleichen Zeitraum ausgeglichen wurden. Die Entwicklung der Wertpapieranlagen wurde maßgeblich von Transaktionen mit Schuldverschreibungen bestimmt.

Bei genauerer Betrachtung fällt auf, dass sich im Jahr 2003, nachdem es 2002 bei den Schuldverschreibungen zu einem Mittelzufluss von netto 52,8 Mrd € gekommen war, die Nettoinvestitionen mit Nettokapitalabflüssen von 27,4 Mrd € ins Negative umkehrten. Der Rückgang der Nettokapitalströme im Bereich der Wertpapieranlagen erfolgte allmählich, scheint sich aber in der zweiten Hälfte des vergangenen Jah-

Abbildung 43 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €, über 12 Monate kumulierte Daten)



Quelle: EZB.

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

res beschleunigt zu haben (siehe Abbildung 43). Darin spiegelt sich in erster Linie ein beträchtlicher Umschwung bei den Geldmarktpapieren von Nettokapitalzuflüssen hin zu Nettokapitalabflüssen – infolge des stark gesunkenen Erwerbs von Wertpapieren des Eurogebiets durch Gebietsfremde – wider, nachdem ausländische Investoren anscheinend – insbesondere seit Juni 2003 – ihre internationalen Portfolios zugunsten risikoreicherer Anlageformen umgeschichtet haben. Die Verbesserung der weltwirtschaftlichen Aussichten und ihre möglichen Auswirkungen auf die weltweit allmählich wieder ansteigenden grenzüberschreitenden Bruttokapitalströme bei den Dividendenwerten in diesem Zeitraum dürften diese Entwicklung maßgeblich bestimmt haben. Gleichzeitig gingen im abgelaufenen Jahr auch die Nettokapitalzuflüsse bei den Anleihen gegenüber dem Vorjahr leicht zurück. Allerdings war dieser Rückgang größtenteils darauf zurückzuführen, dass Gebietsfremde ihre Bestände an Anleihen des Eurogebiets in den Monaten Juli und August 2003 abgebaut hatten.