



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

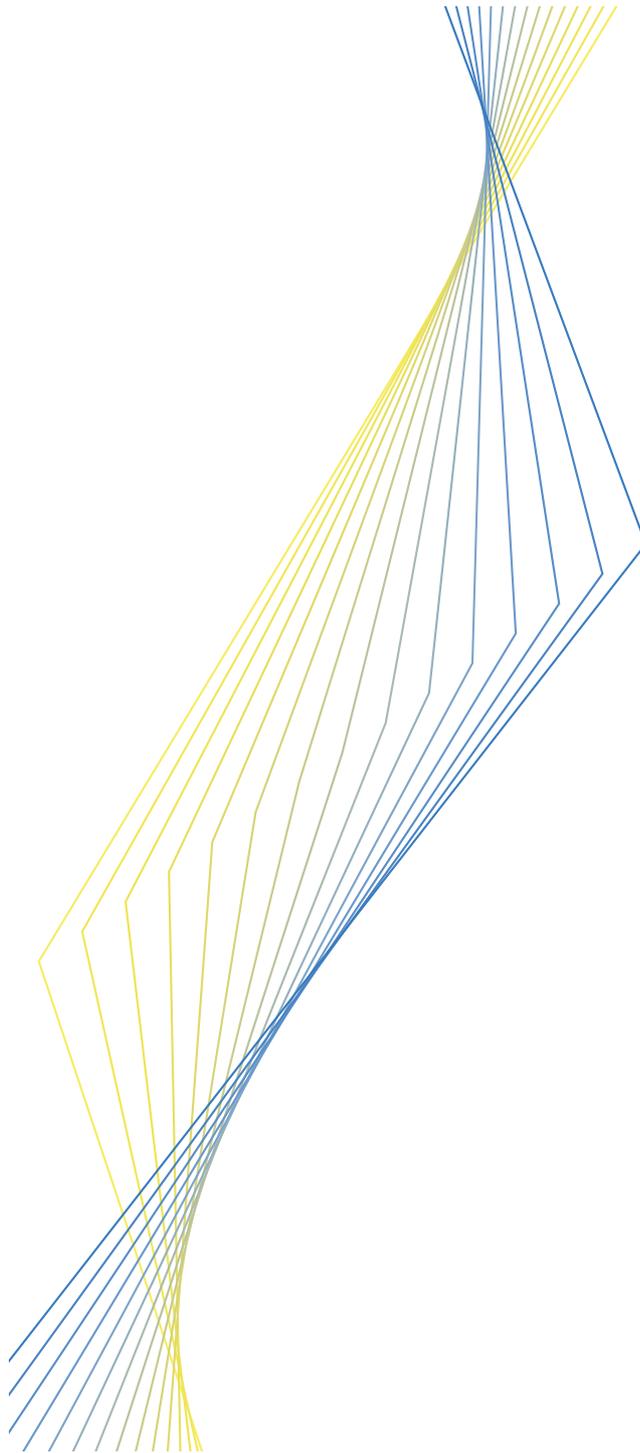
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Juni 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Juni 2003

© **Europäische Zentralbank, 2003**

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

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 4. Juni 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	40
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	50
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	61
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	68
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	74
Kästen	
1 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets	16
2 Auswirkungen finanzieller Faktoren auf das Investitionsverhalten der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet	24
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Mai 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	31
4 Vergleich der verfügbaren Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet: konzeptionelle Unterschiede und deren Verhalten im Zeitraum von 1999 bis 2002	45
5 Neue Schnellschätzungen zum vierteljährlichen realen BIP im Euro-Währungsgebiet	51
6 Beitrag der Vorratsveränderungen zu Schwankungen im Konjunkturzyklus	59
7 Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit	64
8 Eine solide Finanzpolitik für Stabilität und Wachstum im Euro-Währungsgebiet	67
9 Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2002	71
10 Prognosen anderer Institutionen	72
11 Die Entwicklung der effektiven Euro-Wechselkurse aus historischer Perspektive	82
Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie	87
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	101*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	105*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Auf seiner Sitzung am 5. Juni 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems um 50 Basispunkte auf 2,0 % zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 50 Basispunkte auf 3,0 % bzw. 1,0 % gesenkt.

Dieser Beschluss spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass sich die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht seit der letzten Zinssenkung im März dieses Jahres erheblich verbessert haben. Er steht in Einklang mit der geldpolitischen Strategie der EZB, die unter anderem darauf abzielt, die Teuerungsraten mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Gleichzeitig trägt die Zinssenkung auch Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum Rechnung. Der EZB-Rat machte deutlich, dass er alle für seine Beurteilung maßgeblichen Faktoren weiterhin sorgfältig überwachen werde.

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, die dieser Beurteilung zugrunde liegt, so bestätigen die zuletzt veröffentlichten Daten zum Wachstum des realen BIP, dass die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal dieses Jahres erhalten geblieben ist. Dieses Ergebnis spiegelt auch die negativen Auswirkungen der Irakkrise sowohl auf die Weltwirtschaft als auch auf den Euroraum wider. Allerdings weisen Umfrageergebnisse für April und Mai darauf hin, dass nach Beendigung dieses Konflikts nicht mit einer unmittelbaren Verbesserung zu rechnen sein wird. Dementsprechend ist davon auszugehen, dass das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2003 sehr schwach ausfällt, und die Erwartungen bezüglich des durchschnittlichen jährlichen Wirtschaftswachstums für dieses und das kommende Jahr mussten nach unten korrigiert werden.

Aus den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die in dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht werden, geht hervor, dass sich das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet 2003

zwischen 0,4 % und 1,0 % bewegen und sich 2004 auf 1,1 % bis 2,1 % erhöhen wird. Diese Projektionen hängen von einer Reihe technischer Annahmen ab, die aus Informationen abgeleitet wurden, die bis zum 22. Mai 2003 vorlagen. Wegen unterschiedlicher Annahmen sind die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen in der Regel nicht vollständig mit den Prognosen anderer Institutionen vergleichbar. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt allerdings scheinen alle verfügbaren Prognosen sowie die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten eine ähnliche Beurteilung der Aussichten für die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet widerzuspiegeln. Diesen Aussichten zufolge dürfte das Wachstum des realen BIP im Jahresverlauf 2003 und 2004, gestützt sowohl durch außen- als auch durch binnenwirtschaftliche Faktoren, allmählich anziehen.

Was die außenwirtschaftlichen Faktoren betrifft, so dürfte der erwartete Anstieg der Nachfrage aus Ländern außerhalb des Euroraums den dämpfenden Effekt der Aufwertung des Euro-Wechselkurses ausgleichen. Natürlich wird die deutliche und schnelle Aufwertung des Euro, die im Lauf der letzten Monate zu beobachten war, die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen. Allerdings liegen das augenblickliche Niveau des realen effektiven Euro-Wechselkurses und dadurch die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure aus dem Euroraum in Bezug auf Preise und Kosten sehr nahe an den längerfristigen Durchschnittswerten. Im größeren Zusammenhang betrachtet zeigt sich, dass das Niveau, auf dem sich der Euro-Wechselkurs momentan bewegt, mit wirtschaftlichen Fundamentaldaten und mit dem Interesse der EZB an einem starken und stabilen Euro in Einklang steht.

Betrachtet man die binnenwirtschaftlichen Faktoren, so ist damit zu rechnen, dass sich die Zunahme der privaten Konsumausgaben ab der zweiten Jahreshälfte 2003 erholen wird. Dies würde ein durch positive Terms-of-Trade-Effekte und niedrigere Inflationsraten gestütztes Wachstum des real verfügbaren Einkommens widerspiegeln. Außerdem

bestehen im Sektor der privaten Haushalte insgesamt keine nennenswerten Ungleichgewichte, die einer solchen Erholung im Wege stünden. Gleichzeitig dürfte sich der Beitrag der Investitionen zum Wachstum auch weiterhin in Grenzen halten, obwohl eine Verbesserung des weltweiten konjunkturellen Umfelds sowie das historisch niedrige Zinsniveau zu einem Aufschwung beitragen dürften.

Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum bestehen nach wie vor. Diese Risiken sind insbesondere darauf zurückzuführen, dass sich in der Vergangenheit außerhalb des Euro-raums gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte angehäuft haben, während noch immer Ungewissheit über die wirtschaftlichen Auswirkungen des SARS-Virus herrscht. Zudem besteht weiterhin eine gewisse Unsicherheit über das Maß an Anpassung, das zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität im Unternehmenssektor des Eurogebiets noch erforderlich ist, und auch darüber, wie sich diese Anpassung auf das Beschäftigungswachstum und somit auf die privaten Konsumausgaben auswirken könnte.

In Anbetracht dieses Umfelds sind die Aussichten für die Preisentwicklung günstiger geworden. Nach der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung der am HVPI gemessenen Teuerungsrate für Mai von 1,9 % dürften sich die jährlichen Teuerungsrate für den restlichen Jahresverlauf 2003 weitgehend um diesen Wert bewegen und 2004 deutlich zurückgehen. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen zufolge dürfte die durchschnittliche jährliche Inflationsrate nach dem HVPI von 2,3 % im Jahr 2002 auf 1,8 % bis 2,2 % im Jahr 2003 und auf 0,7 % bis 1,9 % im Jahr 2004 sinken. Diese Projektion basiert zum einen auf der Annahme eines günstigen Verlaufs der Importpreise, in der sich sowohl die Entwicklung der Ölpreise als auch der höhere Euro-Wechselkurs widerspiegeln; zum anderen basiert sie auf der Erwartung, dass im Umfeld einer verhaltenen konjunkturellen Erholung der inländische Preisdruck nachlässt. Insbesondere ist damit zu rechnen, dass das

weitgehend stabile Lohnwachstum in Verbindung mit den Produktivitätszuwächsen dazu führen wird, dass die Steigerungsrate bei den Lohnstückkosten mäßiger ausfällt.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so wurde weiterhin ein starkes Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 verzeichnet. Dies hatte zur Folge, dass der Liquiditätsaufbau in der Wirtschaft des Euro-raums nach wie vor deutlich über dem Wert liegt, der für die Erhaltung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist.

Die Bedenken, dass diese großzügige Liquiditätsausstattung auf mittlere Sicht zu inflationärem Druck führen könnte, werden allerdings durch einige Überlegungen entkräftet. Insbesondere wird die monetäre Entwicklung auch weiterhin durch Portfolioumschichtungen vorangetrieben, in denen sich eine anhaltende Präferenz der Anleger für liquide und sichere Anlageformen widerspiegelt. Dies lässt sich sowohl anhand der Komponenten als auch der Gegenposten der Geldmenge M3 belegen. So war bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor ein erheblich schwächeres Wachstum festzustellen als bei der Geldmenge M3. Ferner ging das höhere Geldmengenwachstum mit einem deutlich niedrigeren Nettoerwerb ausländischer Dividendenwerte durch im Eurogebiet ansässige Nicht-MFIs einher, was auch auf Portfolioumschichtungen weg von riskanteren Anlageformen hinweist. Man sollte davon ausgehen können, dass die Portfolioumschichtungen, die sich in den vergangenen zwei Jahren auf das Wachstum der Geldmenge M3 ausgewirkt haben, mit der Zeit zurückgehen werden. Darüber hinaus verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass der Liquiditätsüberschuss zu höheren Ausgaben führen wird, durch die Aussicht auf eine weiterhin mäßige Konjunkturerholung. Allerdings hat auch das niedrige Zinsniveau zur kräftigen Ausweitung der Geldmenge beigetragen. Deshalb ist es erforderlich, die Entwicklung der Geldmenge unter Berücksichtigung ihrer Auswirkungen auf die Preisstabilität auf mittlere bis lange Sicht genau zu beobachten.

Zusammenfassend ist Folgendes festzustellen: Die wirtschaftliche Analyse führt zu dem Ergebnis, dass infolge der jüngsten Entwicklungen des Euro-Wechselkurses und angesichts des gedämpften Wirtschaftswachstums im Eurogebiet auf mittlere Sicht mit einem Rückgang der Preissteigerungsraten auf unter 2 % zu rechnen ist. Der monetären Analyse zufolge dürften diese Aussichten durch die starke Ausweitung der Geldmenge M3 vorerst nicht beeinträchtigt werden. Daher kam der EZB-Rat nach der Gegenprüfung der im Rahmen der beiden Säulen gewonnenen Daten zu dem Schluss, dass die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht günstiger geworden sind.

In Zusammenhang mit den Diskussionen über ein hypothetisches Deflationsrisiko stellte der EZB-Rat fest, dass sich im Euroraum als Ganzem die Preissteigerungsrate nach dem HVPI insgesamt nun schon einige Zeit lang um die Marke von 2 % bewegt und dass derzeit keine Prognosen auf deflationäre Risiken hindeuten. Die Geldpolitik der EZB zielt auf Teuerungsraten unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht ab. In diesem Zusammenhang sollten die Inflationserwartungen ungeachtet kurzfristiger Preisentwicklungen fest auf diesem Niveau verankert bleiben. Auf regionaler Ebene betrachtet wird eine Phase, die sich durch verhältnismäßig geringe Preiszuwächse oder sogar Rückgänge des Preisniveaus auszeichnet, die Wettbewerbsfähigkeit einer Region innerhalb des Währungsgebiets verbessern. Innerhalb einer Währungsunion ist Deflation kein aussagekräftiger Begriff, wenn er auf einzelne Regionen angewandt wird.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es vielleicht besonders wichtig zu betonen, dass die Geldpolitik allein nicht in der Lage ist, die Probleme zu lösen, die der Entwicklung von Wachstum und Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet zugrunde liegen. Hierfür sind entsprechende strukturelle Maßnahmen erforderlich, die gegen grundlegende Schwächen eingesetzt und mit denen dringend erforderliche Anpassungen bewältigt werden können. In diesem Zusammenhang hat die Fiskalpoli-

tik ein großes Potenzial, Vertrauen zu fördern und dadurch – auch auf kurze Sicht – die Konjunktur zu stützen. Die Schaffung einer richtig konzipierten mittelfristigen Reformstrategie – einschließlich angemessener Konsolidierungsmaßnahmen in den Ländern, die gegenwärtig mit Haushaltsungleichgewichten zu kämpfen haben – wäre ein wichtiger Beitrag in diese Richtung. Dies würde umfassende und wachstumsfreundliche Maßnahmen beinhalten, insbesondere eine mutige Reform der Struktur sowie des Niveaus der öffentlichen Ausgaben. Durch eine Eindämmung des Ausgabenwachstums würde letztlich auch weiterer Spielraum geschaffen, um auf künftigen von der Alterung der Bevölkerung ausgehenden Druck reagieren und Steuersenkungen durchführen zu können. Was die Verfahrensweise anbelangt, so kommt es entscheidend darauf an, den haushaltspolitischen Rahmen durch eine entschlossene und konsequente Umsetzung der Regeln des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie durch strikte Beobachtung und Gruppendruck zwischen den Mitgliedstaaten zu untermauern.

Ähnlich würden entschlossene Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten nicht nur das Wachstumspotenzial des Eurogebiets erhöhen und seine Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Schocks stärken, sondern auch dazu beitragen, die Unsicherheit, die gegenwärtig die langfristige Planung und die langfristigen Perspektiven belastet, deutlich zu verringern. Dies würde sich wiederum auch auf kürzere Sicht positiv auswirken. Insbesondere würde neuer Schwung im Prozess der Strukturreformen das Vertrauen von Verbrauchern und Anlegern stärken und dadurch die Ausgaben- und Anlageentscheidungen im Euro-Währungsgebiet erheblich erleichtern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält einen Artikel, in dem das Ergebnis der vom EZB-Rat durchgeführten Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB, das am 8. Mai 2003 bekannt gegeben wurde, ausführlich dargestellt wird.

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

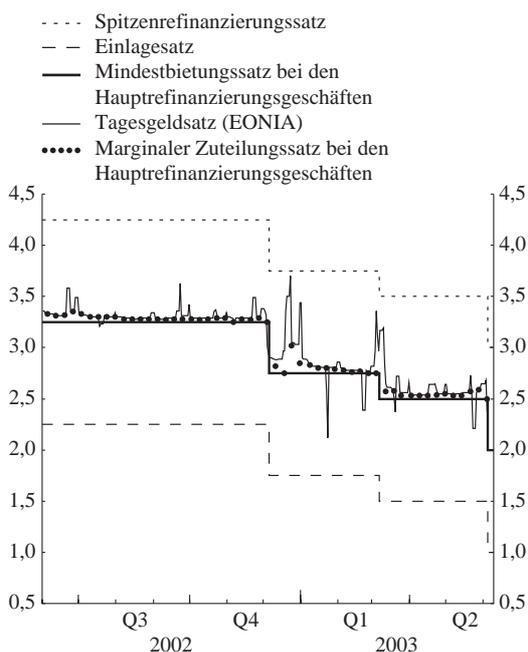
Auf seiner Sitzung am 5. Juni 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, um 50 Basispunkte auf 2,0 % zu senken; dies galt erstmals für das am 9. Juni 2003 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um 50 Basispunkte gesenkt und belaufen sich mit Wirkung vom 6. Juni 2003 auf 3,0 % bzw. 1,0 % (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum im April weiter gestiegen

Die jüngsten Daten deuten darauf hin, dass sich das in den vergangenen zwei Jahren zu beobachtende starke Geldmengenwachstum im Euro-Währungsgebiet weiter fortsetzt. Im April 2003 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate von M3 auf 8,7 %, verglichen mit 7,9 % im Vormonat. Der Dreimonats-durchschnitt der jährlichen Wachstumsraten

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

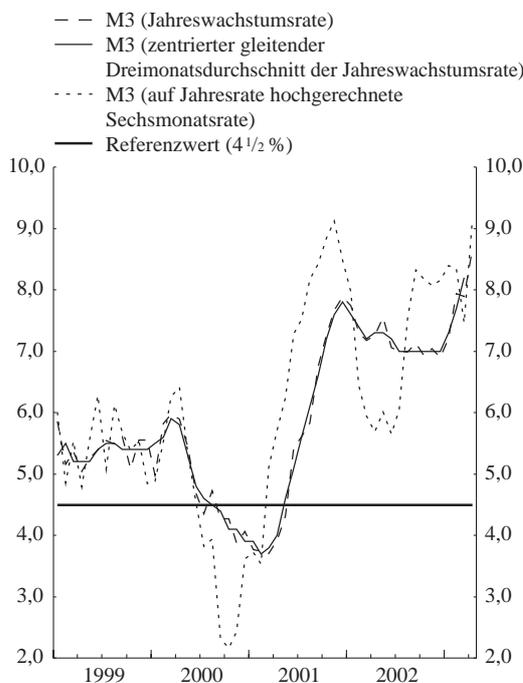


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

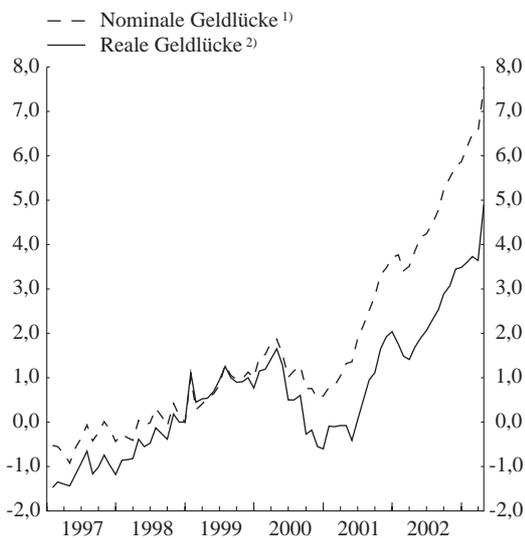
von M3 belief sich im Zeitraum von Februar bis April 2003 auf 8,2 % gegenüber 7,7 % in der Zeit von Januar bis März dieses Jahres (siehe Abbildung 2).

Das bis März zu verzeichnende anhaltend starke M3-Wachstum sollte im Zusammenhang mit der gestiegenen Präferenz der Anleger für kurzfristige liquide Geldanlagen aufgrund der hohen Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten sowie der geopolitischen Spannungen gesehen werden. Allerdings lassen die Daten für April – trotz der deutlichen Abnahme der Unsicherheit an den Aktienmärkten und der geopolitischen Spannungen – nicht darauf schließen, dass bereits eine Korrektur eingesetzt hat. Es dürfte noch zu früh sein, um einen dämpfenden Effekt auf die monetären Daten feststellen zu können, da es länger dauern dürfte, bis die Wirtschaftsakteure ihre Portfolios umschichten (insbesondere im Falle von Anlagen mit festen Laufzeiten). Darüber hinaus hat das

Abbildung 3

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



Quelle: EZB.

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

niedrige Niveau der langfristigen Anleiherenditen im April wohl ebenfalls dazu beigetragen, dass es zu Umschichtungen zulasten dieser Instrumente hin zu kurzfristigen liquiden Anlageformen gekommen ist. Schließlich dürften auch die niedrigen Kurzfristzinsen das Wachstum der liquidesten Komponenten von M3 und insbesondere M1 weiter positiv beeinflusst haben.

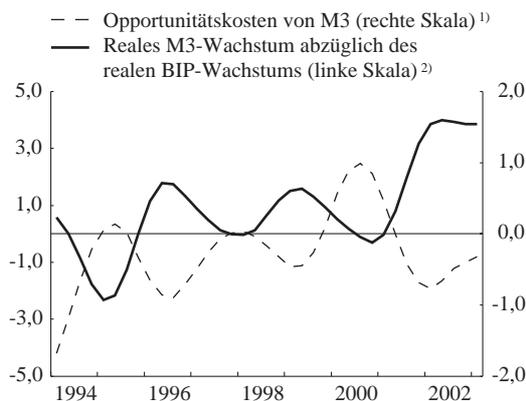
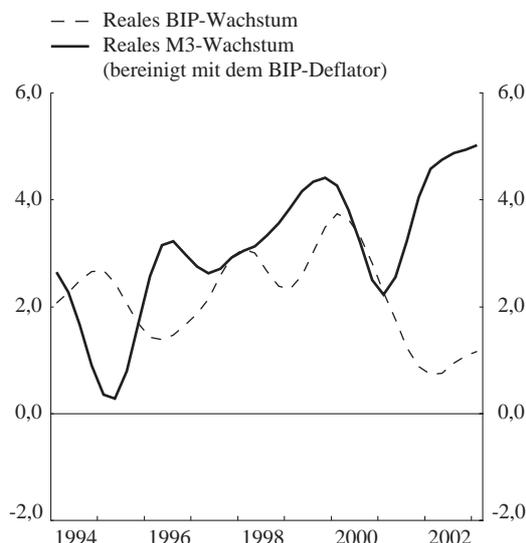
Die anhaltende Periode kräftigen Geldmengenwachstums hat zu einer reichlichen Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet geführt als zur Finanzierung eines nachhaltigen inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Die in Abbildung 3 dargestellte nominale Geldlücke beruht auf der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert (4½ % p. a.) entsprechenden monetären Wachstum seit Dezember 1998 ergeben hätte. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geld-

menge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer der Preisstabilitätsnorm entsprechenden Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte – wiederum mit Dezember 1998 als Basismonat. Die starke Zunahme des M3-Wachstums in den vergangenen Monaten hat zu einem erheblichen Aufbau von Überschussliquidität geführt, wobei sowohl die nominale

Abbildung 4

Reales M3- und BIP-Wachstum und Opportunitätskosten

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte der prozentualen Veränderung gegenüber dem Vorjahr; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Es wird unterstellt, dass die Jahreswachstumsraten des BIP und des BIP-Deflators im ersten Quartal 2003 gegenüber dem vierten Quartal 2002 unverändert waren.

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

als auch die reale Geldlücke ihren höchsten Stand seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion erreichten.

Die Ausweitung des M3-Wachstums im ersten Quartal 2003 lag weiterhin über dem Niveau, das mit den fundamentalen Bestimmungsgrößen von M3 vereinbar gewesen wäre. Dies lässt sich auch an der beträchtlichen Differenz zwischen dem realen M3-Wachstum und dem realen BIP-Wachstum ablesen (siehe Abbildung 4). Die untere Grafik in Abbildung 4 deutet darauf hin, dass die niedrigen Opportunitätskosten von M3 in den letzten Monaten das starke M3-Wachstum nur teilweise erklären. Die deutliche Diskrepanz zwischen dem hohen M3-Wachstum und dem Beitrag von dessen fundamentalen Bestimmungsfaktoren im ersten Quartal 2003 bestätigt, dass die Portfolioumschichtungen im Zusammenhang mit der großen Unsicherheit an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft sowie den geopolitischen Unwägbarkeiten erhebliche Auswirkungen hatten. Schätzungen zufolge haben die Portfolioumschichtungen von Aktien zu in M3 enthaltenen Anlageformen im ersten Quartal 2003 zu einer Erhöhung des jährlichen M3-Wachstums von 2½ bis 3 Prozentpunkten geführt (siehe den Kasten „Schätzungen zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge“ auf Seite 11 ff. im Monatsbericht von Mai 2003).

Besonders starkes Wachstum von M1 und der marktfähigen Finanzinstrumente

Das hohe M3-Wachstum in den letzten Monaten war überwiegend durch die Entwicklung der Geldmenge M1 und der marktfähigen Finanzinstrumente bedingt (siehe Tabelle 1). Die Jahreswachstumsrate von M1 stieg weiter an und lag im April bei 11,1 %, verglichen mit 10,1 % im ersten Vierteljahr dieses Jahres und 8,8 % im Schlussquartal 2002. Die zunehmende Beschleunigung des M1-Wachstums spiegelt offenbar die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung von Bargeld und täglich fälligen Einlagen wider. Zudem dürften die oben erwähnten Unsicherheitsfaktoren zu

einer stärkeren Nachfrage nach sehr liquiden Anlageformen geführt haben.

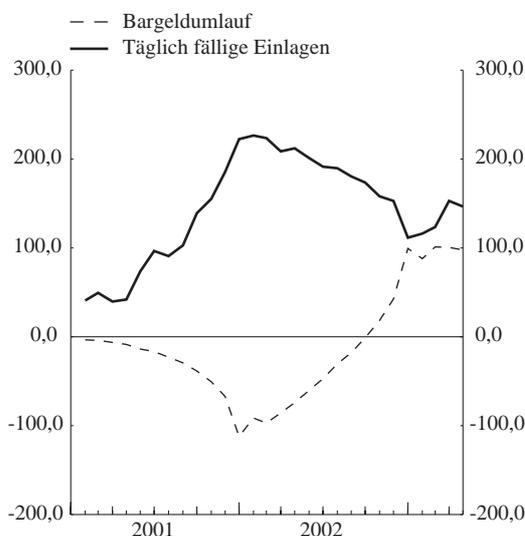
Innerhalb der Geldmenge M1 war die jährliche Wachstumsrate des Bargeldumschlufs weiterhin hoch (37,5 % im April). Das starke Wachstum des Bargeldumschlufs dürfte auf den anhaltenden Wiederaufbau von Bargeldbeständen sowie auf die stärkere Nachfrage nach Euro-Banknoten durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen sein.

Nachdem die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen im Zusammenhang mit dem Wiederaufbau von Bargeldbeständen im vergangenen Jahr zurückgegangen war, stieg sie in den letzten Monaten wieder an (siehe Abbildung 5). Im April belief sie sich auf 7,6 % gegenüber 5,8 % Ende 2002. Die starke Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen Anfang 2003 dürfte von den niedrigen Zinsen und der hohen Unsicherheit herrühren, die den dämpfenden Effekt des Wiederaufbaus von Bargeldbeständen ausglich.

Der seit Ende 2001 verzeichnete rückläufige Trend beim Wachstum der sonstigen kurzfristigen Einlagen scheint sich nicht weiter

Abbildung 5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB.

Tabelle I

Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 April
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>						
M1	6,2	6,6	7,6	8,8	10,1	11,1
darunter: Bargeldumlauf	-28,0	-20,0	-7,6	12,9	39,1	37,5
darunter: Täglich fällige Einlagen	13,0	11,7	10,3	8,1	6,4	7,6
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	6,8	6,4	5,5	4,9	4,3	5,1
M2	6,5	6,5	6,5	6,7	7,0	7,9
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,1	12,4	10,3	8,6	10,5	13,1
M3	7,5	7,3	7,0	7,0	7,5	8,7
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>						
Bargeldumlauf	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	39,1	37,4
Täglich fällige Einlagen	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1	7,3
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	3,6	2,9	1,4	1,3	0,5	-0,0
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	9,1	9,4	8,9	7,8	7,4	9,4
Repogeschäfte	4,6	2,3	2,9	2,3	8,4	6,3
Geldmarktfondsanteile	29,5	25,1	22,4	18,6	16,7	16,9
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren	-6,1	-3,1	-9,5	-8,8	-5,4	11,5

Quelle: EZB.

fortzusetzen. Die Jahreswachstumsrate dieser Anlageformen erhöhte sich im April auf 5,1 %, verglichen mit 4,3 % im ersten Quartal 2003 und 4,9 % im letzten Quartal 2002. Betrachtet man diese Anlagen im Einzelnen, so war bei den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren weiterhin ein gedämpftes jährliches Wachstum zu verzeichnen, wohingegen die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten nach wie vor hoch war. Diese gegenläufigen Entwicklungen dürften den in den letzten Monaten verringerten Abstand zwischen den Zinssätzen dieser Anlageformen im Kundengeschäft widerspiegeln; dies hatte zur Folge, dass Termineinlagen gegenüber Spareinlagen an Attraktivität verloren.

Die ausgeprägte Präferenz der Nicht-MFIs im Euroraum für sichere und liquide in M3 enthaltene Anlageformen lässt sich auch an dem erneut gestiegenen Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente ablesen. Nach einer Verlangsamung auf 8,6 % im vierten Quartal des vergangenen Jahres beschleunigte sich die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanz-

instrumente auf 10,5 % im ersten Quartal des laufenden Jahres und 13,1 % im April. Diese kräftige Zunahme ist weitgehend dem anhaltend starken Wachstum der Geldmarktfondsanteile zuzuschreiben, in denen – ebenso wie in täglich fälligen Einlagen – in Zeiten großer Unsicherheit häufig Gelder geparkt werden. Das spürbar gestiegene Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente im April war auch auf eine deutliche Erholung des Wachstums der von MFIs emittierten kurzfristigen Schuldverschreibungen zurückzuführen, die wohl aus der gestiegenen Nachfrage institutioneller Investoren nach diesen Instrumenten resultierte. Diese Nachfrage könnte durch Bedenken ausgelöst worden sein, dass die Anleihekurse möglicherweise fallen werden.

Stabilisierung des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Die jährliche Zuwachsrate der gesamten Kreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum stieg im April 2003 auf 4,7 %, nachdem sie seit dem dritten Quartal 2002 mit rund 4,2 % weitgehend unverändert geblie-

ben war (siehe Tabelle 2). Dieser Anstieg resultiert aus einer höheren Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe sowohl an die öffentlichen Haushalte als auch an den privaten Sektor.

Während die jährliche Zuwachsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte im vierten Quartal 2002 und im ersten Quartal 2003 bei rund 2 % verharrete, erhöhte sie sich im April auf 3,5 %. Aufgeschlüsselt nach Finanzinstrumenten war im April 2003 bei der Jahresänderungsrate der Buchkredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte ein geringfügig positiver Wert zu verzeichnen, nachdem sie seit März 2002 negativ gewesen war. Darüber hinaus setzte sich der seit dem dritten Quartal 2002 zu beobachtende Aufwärtstrend beim Wachstum der von MFIs gehaltenen Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte fort.

Die jüngsten Angaben zu den Buchkrediten an den privaten Sektor lassen darauf schließen, dass die Abschwächung ein Ende erreicht haben könnte, da sich die jährliche Zuwachsrate zu stabilisieren scheint (4,6 % im April und 4,9 % im ersten Quartal 2003). In realer

Betrachtung liegt die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor derzeit nur geringfügig unter ihrem langfristigen Durchschnittswert. Das Kreditwachstum ist daher im Vergleich zu anderen Zeiträumen mit geringem Wirtschaftswachstum nicht ungewöhnlich niedrig. Die anhaltende Zunahme der Buchkredite an den privaten Sektor in diesem Jahr spiegelt die positiven Auswirkungen der niedrigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet wider, die die negativen Effekte der schwachen Konjunktur und der hohen Unsicherheit aufgewogen haben.

Die sektorale Aufgliederung der Kredite an den privaten Sektor zeigt, dass sich das Jahreswachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im ersten Quartal dieses Jahres leicht erholt hat (siehe Tabelle 4). Diese Erholung war auf den spürbaren Anstieg der Jahresänderungsrate bei den kurzfristigen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, die sich im ersten Quartal 2003 ins Positive kehrte, nachdem sie in allen vier Quartalen des vergangenen Jahres negativ gewesen war. Da diese Kredite in der Regel stärker auf konjunk-

Tabelle 2

Gegenposten zu M3

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

	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 April
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	3,1	4,0	5,1	5,2	5,0	5,0
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	0,2	0,9	1,9	2,7	3,3	3,5
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-6,4	-8,9
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	6,5	7,7	8,8	8,1	7,0	7,1
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2	4,7
Kredite an öffentliche Haushalte	1,7	1,8	1,1	1,9	2,1	3,5
Wertpapiere ohne Aktien	3,5	3,8	2,5	4,1	4,3	5,8
Buchkredite	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-1,1	0,1
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	6,1	5,2	5,0	4,7	4,8	5,0
Wertpapiere ohne Aktien	22,3	14,8	7,5	6,8	8,5	13,8
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	2,1	-3,5	1,0	3,0	0,9	3,4
Buchkredite	5,7	5,6	5,2	4,8	4,9	4,6

Quelle: EZB.

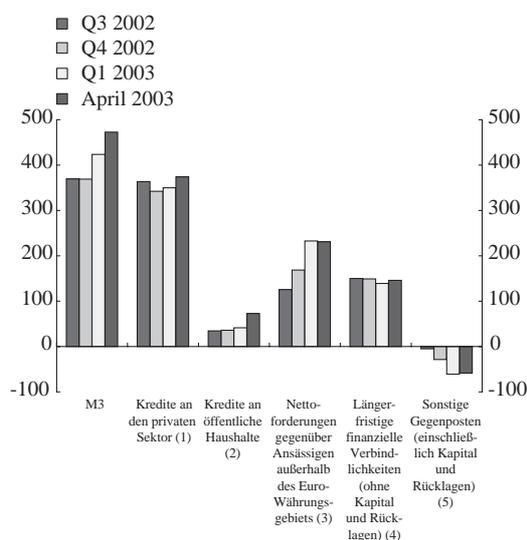
turelle Entwicklungen reagieren, könnte dies ein Zeichen für eine Verbesserung der Wirtschaftslage des Unternehmenssektors gegenüber dem Vorquartal sein. Die jährliche Zuwachsrate der Kredite an private Haushalte war im ersten Quartal dieses Jahres weitgehend unverändert und lag auf einem relativ stabilen Niveau. Die sektorale Entwicklung der Kreditvergabe wird nachstehend im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren insgesamt genauer analysiert.

Bei den sonstigen Gegenposten von M3 belief sich die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im April und im ersten Quartal 2003 auf 5,0 % und lag damit etwas unter dem Stand des Schlussquartals 2002. Bei diesem Gegenposten zu M3 beschleunigte sich das Wachstum der längerfristigen Einlagen weiterhin nur geringfügig; dies steht im Gegensatz zum kräftigen Wachstum der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren auch Bestände von Gebietsfremden umfassen. Der starke Zuwachs bei den von MFIs begebenen längerfristigen Schuldverschreibungen könnte daher auch mit Käufen durch Ansässige außerhalb des Euroraums zusammenhängen, was im Einklang mit Zahlungsbilanzdaten zum Erwerb von Schuldverschreibungen des Euroraums durch Gebietsfremde stünde.

Im Zwölfmonatszeitraum bis April erhöhten sich die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets um 231 Mrd €, verglichen mit einem Anstieg um 233 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis März. Der anhaltend hohe jährliche Zuwachs bei diesem Posten sowie Anhaltspunkte aus der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets, die erstmals in diesem Monatsbericht veröffentlicht wird (siehe Kasten 1), liefern weitere Hintergrundinformationen über die Portfolioumschichtungen, die sich hinter dem hohen M3-Wachs-

Abbildung 6 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

tum der vergangenen Monate verbergen. So verringerten Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal dieses Jahres ihre Anlagen in ausländischen Dividendenwerten, während Ansässige außerhalb des Euroraums ihre Bestände an Schuldverschreibungen des Eurogebiets offenbar erhöhten.

Reichlich Liquidität im Euro-Währungsgebiet vorhanden

Die Geldmenge M3 weitete sich im ersten Quartal 2003 und im April weiterhin rasch aus. Die lang anhaltende Phase starken M3-Wachstums hat dazu geführt, dass mehr Liquidität aufgebaut wurde, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums auf mittlere Sicht erforderlich wäre. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Geldmengenentwicklung weiterhin von Portfolioumschichtungen geprägt wird, die einer anhaltenden Präferenz der Investoren für liquide und sichere Anlagen zuzuschreiben sind. Dies zeigen auch die Angaben zur Entwicklung der Komponenten und Gegenposten von M3. Neben den Portfolioumschichtungen, die auf eine aus Vorsichtsgründen verstärkte Nachfrage nach

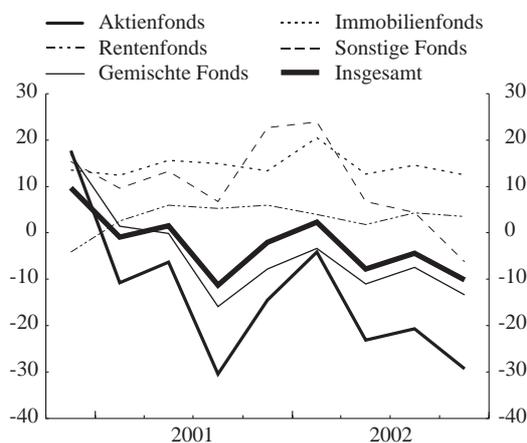
monetären Anlageformen zurückzuführen sind, hat auch das niedrige Zinsniveau zum kräftigen Geldmengenwachstum beigetragen. Vor diesem Hintergrund muss die monetäre Entwicklung mit Blick auf ihre Auswirkungen auf die mittel- bis langfristige Preisstabilität weiterhin genau beobachtet werden.

Wachstum des Vermögens von Investmentfonds im vierten Quartal 2002 rückläufig

Die Jahresrate des Vermögens von Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet belief sich Ende des vierten Quartals 2002 auf -10,2 %, verglichen mit +4,4 % am Ende des Vorquartals (siehe Abbildung 7). Dieser Rückgang des Gesamtvermögens der Investmentfonds war auf je nach Anlageschwerpunkt unterschiedliche Trends bei den Aktiva zurückzuführen. Diese Trends wurden wiederum zum großen Teil von der Entwicklung der Vermögenspreise bestimmt. Der Rückgang des Vermögens von Aktienfonds gegenüber dem Vorjahr belief sich Ende des vierten Quartals 2002 auf 29,3 %, während der Dow Jones Euro STOXX und der Standard & Poor's 500 im gleichen Zeitraum 34,5 % bzw.

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

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



Quelle: EZB.

24,3 % gegenüber dem Vorjahr einbüßten. Gleichzeitig betrug das jährliche Wachstum der Bilanzsumme der Rentenfonds im Euro-Raum 3,5 %, was teilweise auf steigende Anleihekurse zurückzuführen war.

Geringeres Wachstum der Finanzierung und Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im vierten Quartal 2002

Aus den Transaktionsdaten geht hervor, dass sowohl bei der Finanzierung als auch bei der Geldvermögensbildung der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen des Euro-Raums im vierten Quartal 2002 Wachstumseinbußen verzeichnet wurden. Was die Finanzierung dieses Sektors betrifft, so ging das jährliche Wachstum der versicherungstechnischen Rückstellungen – über die sich dieser Sektor zu 95 % finanzierte – von 7,9 % im dritten auf 7,1 % im vierten Quartal 2002 zurück. Die Wachstumsrate des von den privaten Haushalten in Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen investierten Vermögens war daher nach wie vor hoch.

Bei der Geldvermögensbildung dieses Sektors ging das jährliche Wachstum der wichtigsten Finanzierungsinstrumente von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen von 7,6 % im dritten Quartal auf 6,2 % im vierten Quartal 2002 zurück. Der Rückgang der Vorjahrsrate der Geldvermögensbildung spiegelte sich besonders in den niedrigeren Jahreswachstumsraten des Erwerbs börsennotierter Aktien und der Kreditgewährung wider (siehe Abbildung 8). Die Jahreswachstumsrate der von diesem Sektor vergebenen Kredite fiel im vierten Quartal auf 4,2 % gegenüber 6,3 % im Vorquartal. Auch die Vorjahrsrate der Investitionen in börsennotierte Aktien war rückläufig; sie fiel von 6,4 % im dritten Quartal auf 3,9 % im vierten Quartal. Dagegen beschleunigte sich das Jahreswachstum der Einlagen im gleichen Zeitraum von 3,8 % auf 5,5 %. Die Veränderung des Anlageportfolios dieses Sektors impliziert somit eine Verlagerung auf liquidere und risikoärmere Finanzanlagen Ende des Jahres 2002.

Kasten I

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

In diesem Monatsbericht wird erstmals eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets veröffentlicht (siehe Tabelle 8.7 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Auslandstransaktionen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs, die über gebietsansässige Banken abgewickelt werden, wirken sich unmittelbar auf die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors aus.¹ Erwerben beispielsweise im Euroraum ansässige Nicht-Banken eine Anleihe von einem Gebietsfremden, kann das zu einem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten einer im Eurogebiet ansässigen Bank führen, wenn der Verkäufer der Anleihe die Erlöse auf einem Konto dieser Bank hält. Infolgedessen hängen die daraus resultierenden Änderungen der Nettoforderungen des gesamten MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet mit den Auslandstransaktionen der gebietsansässigen Nicht-MFIs zusammen.

Die monetäre Darstellung zielt daher darauf ab, in der Zahlungsbilanz zwischen Auslandstransaktionen des MFI-Sektors und jenen des Nicht-MFI-Sektors zu unterscheiden. In der folgenden Tabelle wird dieser Ansatz dargestellt.

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

	Leistungsbilanz
+	Vermögensübertragungen
+	Saldo der Finanztransaktionen des Nicht-MFI-Sektors
+	Restposten
=	Zahlungsbilanz des Nicht-MFI-Sektors
=	– Zahlungsbilanz des MFI-Sektors ¹⁾
=	Änderung der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet

1) Der Umfang der Auslandsgeschäfte des MFI-Sektors, die in der Leistungsbilanz, den Vermögensübertragungen oder in den Restposten der Auslandsgeschäfte dieses Sektors ausgewiesen werden, kann relativ gering sein.

Darüber hinaus besteht zwischen dem Geldmengenaggregat M3 und seinen Gegenposten in der MFI-Bilanz ein saldenmechanischer Bilanzzusammenhang, wie im Folgenden gezeigt wird:

$M3 \equiv \text{Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet} + \text{Nettoforderungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet} - \text{längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten} + \text{sonstige Gegenposten.}$

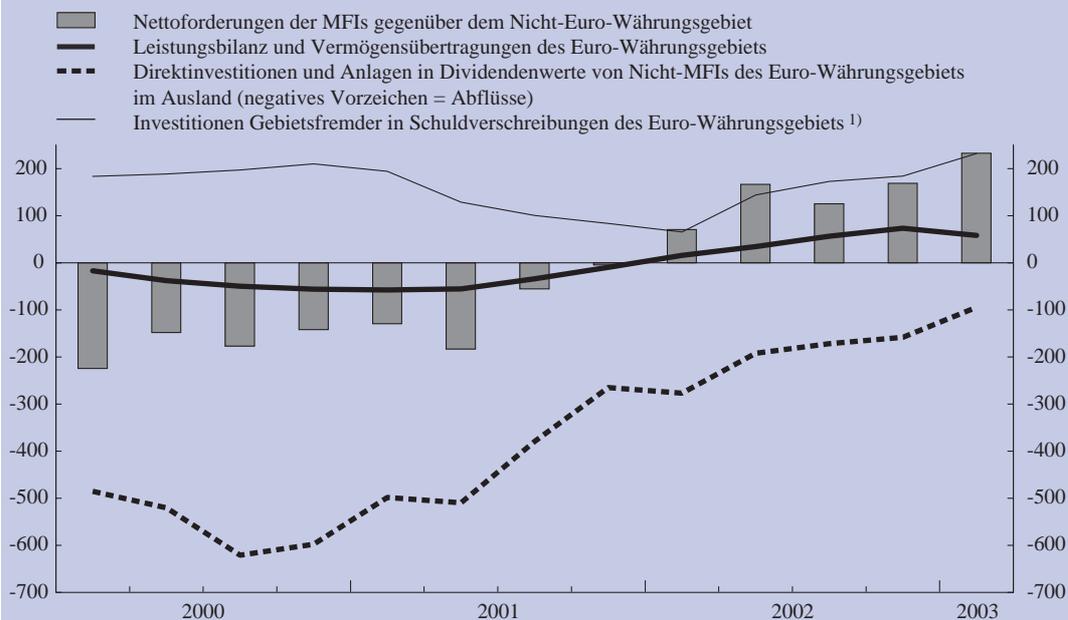
Daher trägt die Beobachtung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet – zusammen mit der Analyse der anderen inländischen Gegenposten – zu einem besseren Verständnis der monetären Entwicklungen bei. Die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz ist damit ein angemessenes Instrument, um die Ursachen für eine Veränderung des Auslandsgegenpostens von M3 zu ermitteln.

Aufgrund unterschiedlicher Datenerhebungssysteme und Methoden ist es in der Praxis möglich, dass sich die aus der Zahlungsbilanz und die entsprechenden aus der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelten Ströme nicht immer genau entsprechen. So werden etwa die Zahlungsbilanzdaten für den MFI-Sektor in einigen Ländern direkt bei den MFIs auf der Grundlage von *Stromgrößen* erhoben, während Transaktionen bei der monetären Statistik indirekt aus den Veränderungen der *Bestandsgrößen* durch eine Bereinigung um Umgruppierungen, Wechselkursänderungen und Neubewertungen ermittelt werden. Der methodische Rahmen der monetären Statistik und der Zahlungsbilanzstatistik unterscheidet sich auch hinsichtlich ihrer Abhängigkeit von den Rechnungslegungsgrund-

1) Siehe den Artikel „Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999“ im Monatsbericht von August 1999.

Wichtige Auslandsgeschäfte und ihr Einfluss auf die Nettoforderungen der MFIs gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr, Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne von MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

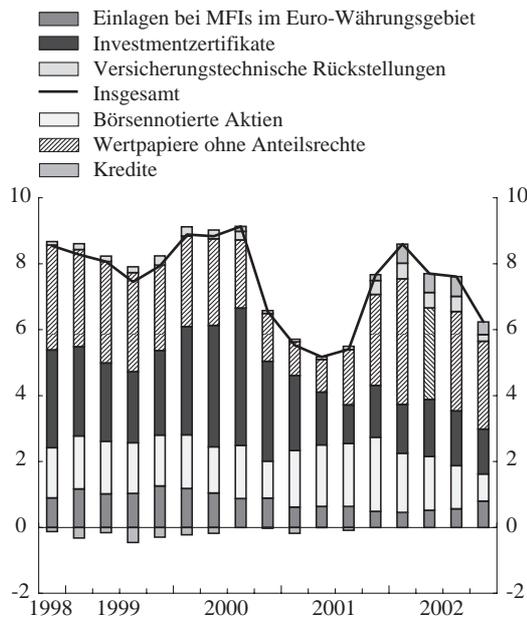
sätzen der Unternehmen. Darüber hinaus enthält der „Restposten“ einige nicht „nicht aufgliederbare“ Zahlungsbilanztransaktionen. Dennoch liefert die monetäre Darstellung nützliche Informationen, um die Veränderungen des Auslandsgegenpostens von M3 zu analysieren.

In den letzten Jahren spielten grenzüberschreitende Transaktionen eine wichtige Rolle bei der monetären Entwicklung im Euro-Währungsgebiet. Die spürbare Zunahme des M3-Wachstums seit dem zweiten Quartal 2001 hing mit dem beträchtlichen Anstieg der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet zusammen. Die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz zeigt, dass diese Entwicklung im Jahr 2001 vor allem auf den rückläufigen Nettoerwerb ausländischer Dividendenwerte durch Nicht-MFIs im Euroraum zurückzuführen war; in diesem Rückgang spiegeln sich die von Anlegern im Euroraum vorgenommenen Umschichtungen von ausländischen Dividendenwerten hin zu liquiden Anlageformen des Eurogebiets wider (siehe Abbildung).² Ferner wurde der Auslandsgegenposten von M3 seit dem zweiten Quartal 2002 durch den deutlich gestiegenen Erwerb von Schuldverschreibungen des Euroraums durch Gebietsfremde gestützt, welcher den Erwerb ausländischer Schuldverschreibungen durch Nicht-MFIs des Eurogebiets bei weitem übertraf. Auch haben sich die Leistungsbilanz sowie die Bilanz der Vermögensübertragungen verbessert, was einen weiteren aus Auslandsgeschäften resultierenden Anstieg der inländischen Liquidität mit sich gebracht haben dürfte.

2 Siehe auch den Kasten „Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge“ auf Seite 11 ff. im Monatsbericht von Mai 2003.

Abbildung 8
Geldvermögensbildung der Versicherungs- und Pensionsgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(Jahreswachstumsraten; Beitrag in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Leicht rückläufiges Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2003

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen sank im ersten Quartal 2003 geringfügig auf 6,8 %, verglichen mit 7,1 % im Schlussquartal 2002 (siehe Abbildung 9). Diesem Rückgang lagen eine Verringerung der durchschnittlichen Vorjahrsrate des Umlaufs langfristiger Schuldverschreibungen um 1 Prozentpunkt auf 5,7 % sowie eine kräftige Zunahme des jährlichen Wachstums des Umlaufs kurzfristiger Schuldverschreibungen um 6 Prozentpunkte auf 17,4 % zugrunde. Letztere war vor allem auf die rege Emissionstätigkeit des MFI-Sektors zurückzuführen.

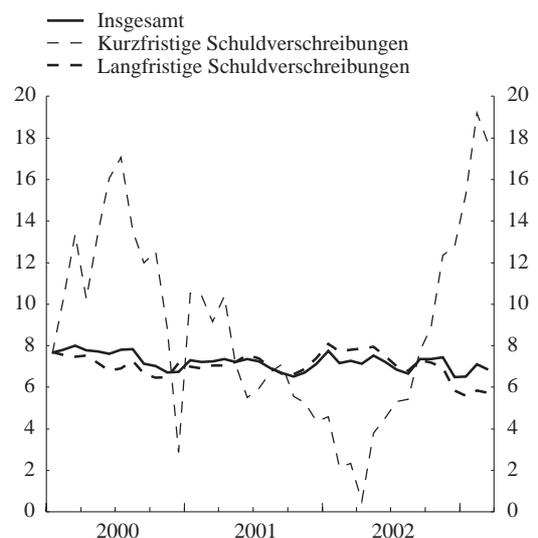
Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschrei-

bungen im ersten Quartal um 0,3 Prozentpunkte auf 6,3 % zurückging. Das jährliche Wachstum der von Ansässigen im Euroraum begebenen übrigen Schuldverschreibungen verringerte sich ebenfalls um 0,3 Prozentpunkte auf 12,3 %.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen von 5,0 % im vierten Quartal des vergangenen Jahres auf 4,5 % im ersten Quartal des laufenden Jahres verringerte (siehe Abbildung 10). Eine Analyse der zugrunde liegenden Entwicklung zeigt eine umfangreiche Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen, womit sich der Trend, der im dritten Quartal 2002 eingesetzt hatte, bestätigt. Die Begebung dieser Schuldverschreibungen spiegelt jedoch zum großen Teil eine Verschiebung der Mittelaufnahme innerhalb des MFI-Sektors und weniger eine Veränderung seiner Nettofinanzierung wider.

Abbildung 9
Jährliches Wachstum der Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung in %)



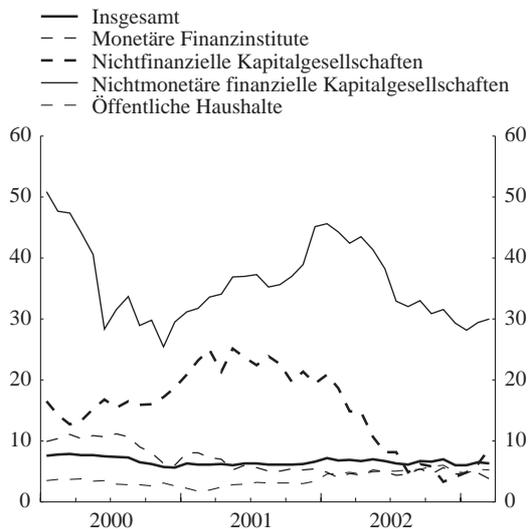
Quelle: EZB.

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

Abbildung 10

Jährliches Wachstum der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

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

Das durchschnittliche jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im ersten Quartal 2003 auf 6,6 %. Dies bedeutet einen Anstieg um 2,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal. Es ist noch zu früh, um sagen zu können, ob diese Entwicklung eine Umkehr des seit Ende 2001 rückläufigen Trends darstellt. Von der allgemeinen Wirtschaftslage, die von der Unsicherheit über den Krieg im Irak und einer lahrenden Konjunktur gekennzeichnet war, gingen im ersten Quartal 2003 kaum Wachstumsimpulse für die Emissionstätigkeit aus. Die im ersten Quartal beobachtete Verringerung der Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen dürfte allerdings die Kreditaufnahme in vielen Fällen attraktiver gemacht haben. Der Markt für Unternehmensschuldverschreibungen ist unter anderem durch den deutlichen Gegensatz zwischen einer hohen Emission langfristiger und einer geringen Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen gekennzeichnet. Viele Unter-

nehmen haben versucht, kurzfristige Verbindlichkeiten zu reduzieren, um sich vor finanziellen Turbulenzen zu schützen (siehe auch Kasten 2). Gleichzeitig war der Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen in der Regel für Kreditnehmer weniger leicht zugänglich. Wengleich sich die durchschnittlichen Jahreswachstumsraten des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen und des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen nach wie vor stark unterscheiden, hat sich ihr Abstand seit dem dritten Quartal 2002 verringert. Die durchschnittliche Vorjahrsrate des Umlaufs an von Kapitalgesellschaften begebenen langfristigen Schuldverschreibungen fiel von 10,8 % im vierten Quartal 2002 auf 9,4 % im ersten Quartal des laufenden Jahres. Gleichzeitig war die Jahresänderungsrate der umlaufenden kurzfristigen Schuldverschreibungen von Kapitalgesellschaften im ersten Vierteljahr zwar immer noch negativ (-3,3 %), doch war der Rückgang 12,5 Prozentpunkte geringer als im Vorquartal.

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen blieb hoch, wengleich zwischen dem vierten Quartal 2002 und dem ersten Quartal 2003 ein Rückgang von 30,6 % auf 29,2 % zu verzeichnen war. Die rege Emissionstätigkeit in diesem Sektor ist auch auf eine Verlagerung von Direktmissionen von Anleihen durch Kapitalgesellschaften auf indirekte Emissionen, z. B. durch Zweckgesellschaften, zurückzuführen. Einige Unternehmen im Automobil-, Energie-, Öl- und Telekommunikationssektor begaben im ersten Quartal des laufenden Jahres nahezu zwei Fünftel ihrer Schuldverschreibungen über ihre Finanztöchter, die dem nichtmonetären Finanzsektor zugerechnet werden.

Was die öffentlichen Haushalte angeht, so verringerte sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 4,8 % im vierten Quartal 2002 auf 4,2 % im ersten Quartal 2003. Die Zentralstaaten erhöhten ihre Mittelaufnahme über die Begebung kurzfristiger Schuldverschreibungen, de-

ren jährliche Wachstumsrate im ersten Vierteljahr deutlich auf 21,5 % anstieg. Gleichzeitig erhöhte sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen von 28,1 % im vierten Quartal 2002 auf 30,5 % im ersten Quartal 2003. Die Emissionstätigkeit dieses Sektors ist auf wenige Länder beschränkt, und die hohen Zuwachsraten sind auf einen Anstieg der Emissionstätigkeit dieser Länder zurückzuführen.

Wachstum der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Quartal 2003 gestiegen

Schätzungen zufolge beschleunigte sich das jährliche Wachstum der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren (d. h. der privaten Haushalte, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und öffentlichen Haushalte) im ersten Quartal des laufenden Jahres insgesamt geringfügig auf 5½ %, nachdem es sich im vierten Quartal 2002 stabilisiert hatte und im Jahr 2001 sowie über weite Strecken des Jahres 2002 erheblich zurückgegangen war (siehe Tabelle 3). Wenngleich eine Beurtei-

Tabelle 3
Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Anteil des Bestands an der (Sektor-) Finanzierung in % ¹⁾	Jahreswachstumsraten									
		2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1 ²⁾
Nichtfinanzielle Sektoren	100	6,4	6,5	6,6	5,9	5,2	4,7	4,2	4,0	3,8	.
darunter: langfristige Finanzierung ³⁾	85,0	5,7	5,6	5,9	5,5	5,0	5,0	4,6	4,6	4,1	.
Fremdfinanzierung ⁴⁾	84,6	7,2	7,4	7,2	6,7	6,1	5,5	5,2	4,8	4,8	5½
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	15,0	11,1	13,1	11,1	8,5	6,6	2,6	1,5	0,7	2,2	5¾
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	69,6	6,4	6,1	6,3	6,3	6,0	6,2	6,0	5,7	5,4	5½
Private Haushalte ^{4),5)}	23,0	7,4	7,1	7,0	6,4	6,3	5,9	6,2	6,3	6,6	7
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	8,1	6,3	5,5	4,0	2,5	1,0	-0,6	1,1	1,2	2,9	1½
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	91,9	7,5	7,2	7,3	6,8	6,8	6,5	6,7	6,8	7,0	7½
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	43,6	8,8	9,3	9,1	7,9	6,2	4,5	3,4	2,7	2,4	.
darunter: langfristige Finanzierung	80,6	6,9	7,4	7,8	7,3	6,1	5,3	4,8	4,2	3,4	.
Fremdfinanzierung ⁴⁾	64,6	14,5	15,6	14,1	12,4	9,8	6,8	5,7	4,2	4,2	5¼
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	19,4	20,3	21,3	16,8	10,9	6,9	0,7	-3,0	-3,6	-2,6	2½
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	45,3	11,9	12,9	12,8	13,2	11,3	9,9	10,2	8,1	7,3	6½
darunter: Kredite	53,1	15,1	15,1	13,1	11,3	8,5	5,8	5,4	3,8	4,1	4¾
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	7,8	16,1	25,9	27,8	25,3	23,1	15,2	8,6	6,7	4,0	8¾
darunter: Pensionsrückstellungen	3,7	4,9	5,0	5,1	5,2	4,8	4,8	4,9	5,1	5,4	5
Börsennotierte Aktien	35,4	4,1	4,5	5,1	3,9	2,8	1,9	0,9	0,7	0,2	.
Öffentliche Haushalte ⁴⁾	33,4	1,8	1,4	2,0	2,3	2,8	4,2	4,0	4,3	4,2	4½
darunter: kurzfristige Fremdfinanzierung	14,0	-2,6	1,5	3,4	6,2	8,4	8,1	11,6	9,8	11,7	13½
darunter: langfristige Fremdfinanzierung	86,0	2,4	1,4	1,7	1,7	2,0	3,6	2,9	3,4	3,0	3¼
darunter: Kredite	17,0	-1,5	-1,0	-2,2	-1,1	0,1	1,0	-0,1	-0,5	-1,6	-3¼
darunter: Wertpapiere ohne Anteilsrechte	79,4	2,5	1,9	2,8	2,9	3,2	4,6	4,6	5,0	5,2	6¼
darunter: Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	3,6	2,6	4,9	5,1	5,5	7,7	12,9	13,5	14,0	12,0	9

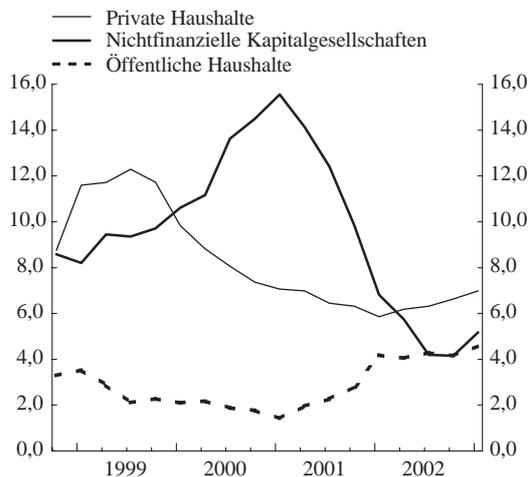
Quelle: EZB.

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

- Stand am Ende des vierten Quartals 2002. 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.
- Die Angaben für das jüngste Quartal wurden auf der Grundlage von in Geld- und Bankenstatistiken sowie Statistiken über Wertpapieremissionen ausgewiesenen Transaktionen geschätzt.
- Die langfristige Finanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr) umfasst langfristige Kredite, begebene langfristige Schuldverschreibungen, begebene börsennotierte Aktien und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.
- Die Fremdfinanzierung umfasst Kredite, begebene Schuldverschreibungen, Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen. Die kurzfristige Fremdfinanzierung (mit einer Ursprungslaufzeit 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.
- Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Abbildung 11 Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



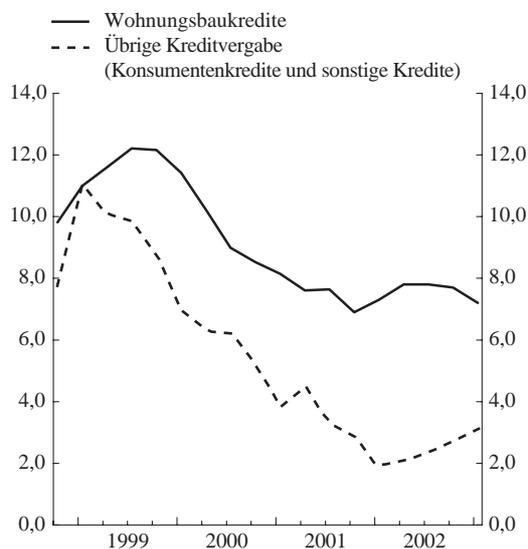
Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

lung zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwierig ist, könnte diese Entwicklung darauf hindeuten, dass der Abwärtstrend gebrochen ist. Zu der Zunahme trugen alle nichtfinanziellen Sektoren bei (siehe Abbildung 11).

Abbildung 12 Aufschlüsselung der Kreditvergabe an private Haushalte nach Verwendungszweck

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der privaten Haushalte ist im ersten Quartal 2003 Schätzungen zufolge weiterhin leicht gestiegen, und zwar auf rund 7 % gegenüber 6,6 % im Schlussquartal 2002. Während sich die jährliche Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite im ersten Quartal geringfügig auf 7,2 % verringerte (siehe Abbildung 12 und Tabelle 4), beschleunigte sich den Schätzungen zufolge das jährliche Wachstum der langfristigen Mittelaufnahme der privaten Haushalte (vor allem Wohnungsbaukredite), worin sich die Annahme einer anhaltenden Verbriefung von Wohnungsbaukrediten widerspiegelt. Die kräftige Zunahme der langfristigen Verschuldung der privaten Haushalte war vermutlich insbesondere durch die günstigen Konditionen für langfristige Hypothekarkredite im Euroraum bedingt. Zudem dürfte auch das stetige jährliche Wachstum der Immobilienpreise im Euroraum, das sich im Jahr 2002 bei etwa 6¾ % eingependelt hatte, zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Das jährliche Wachstum der Konsumentenkredite ging dagegen im ersten Quartal auf 2,9 % zurück, was mit der schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und dem geringen Verbrauchervertrauen in Einklang stand. Infolge der jüngsten Entwicklung der Finanzierung erhöhte sich die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am BIP weiter geringfügig auf 51 % im ersten Quartal 2003 (siehe Abbildung 13).

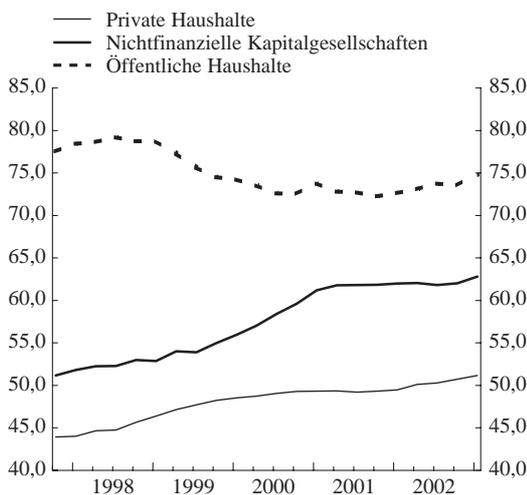
Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ist im ersten Quartal 2003 Schätzungen zufolge auf 5¼ % gestiegen (gegenüber 4,2 % im Schlussquartal 2002). Dies war sowohl einem Anstieg der Jahreswachstumsrate der Kredite als auch einer beträchtlichen Zunahme des jährlichen Wachstums der begebenen Schuldverschreibungen zuzuschreiben. Hinsichtlich der Laufzeiten ist festzustellen, dass sich die Jahresänderungsrate der kurzfristigen Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die in der Regel relativ empfindlich auf Konjunkturschwankungen reagiert, schätzungsweise auf 2½ % erhöhte (nach -2,6 % im Schlussquartal 2002). Gleichzeitig ging die Jahresrate der langfristigen

Tabelle 4**MFI-Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften***(Quartalsendstände; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)*

	Bestand in % des Gesamt- werts ¹⁾	Jahreswachstumsraten					
		2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1
Nichtfinanzielle							
Kapitalgesellschaften	47,2	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	4,0
Bis zu 1 Jahr	34,3	2,0	-1,6	-3,1	-2,6	-2,6	2,7
Mehr als 1 Jahr	65,7	8,6	8,8	8,8	6,9	6,9	4,7
<i>Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren</i>	16,7	12,7	12,3	12,2	8,9	6,4	3,6
<i>Mehr als 5 Jahre</i>	48,9	7,2	7,7	7,6	6,2	7,0	5,1
Private Haushalte²⁾	52,8	5,2	5,3	5,7	5,8	5,9	5,8
Konsumentenkredite ³⁾	14,7	3,0	3,7	3,0	3,2	3,8	2,9
Wohnungsbaukredite ³⁾	66,0	6,9	7,3	7,8	7,8	7,7	7,2
Sonstige Kredite	19,3	1,7	0,6	1,4	1,7	1,7	3,3

*Quelle: Geld- und Bankenstatistiken der EZB.**Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in den Fußnoten zu Tabelle 2.5 und im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.*

- 1) Stand am Ende des ersten Quartals 2003. Kreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Kredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
- 2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

Abbildung 13**Schuldenquote der nichtfinanziellen Sektoren***(in %)**Quelle: EZB.*

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3. Die Schuldenquote fällt auf der Grundlage der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen 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 Maastricht-Abgrenzung ab.

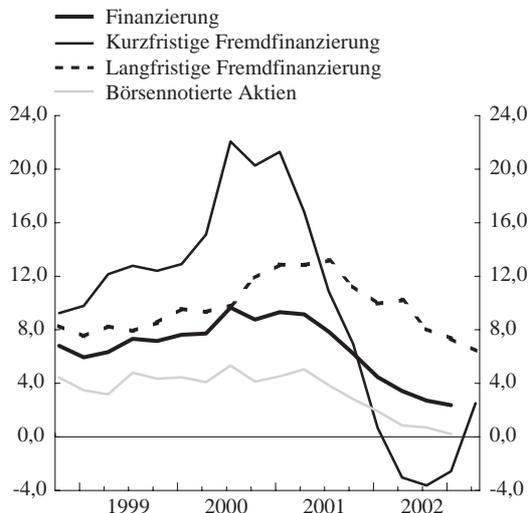
Fremdfinanzierung dieser Unternehmen im ersten Quartal vermutlich weiter auf 6½ % zurück (gegenüber 7,3 % im Vorquartal).

Der geschätzte Anstieg der Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erfolgte in einem Umfeld sehr niedriger Zinssätze. Zugleich wurden die positiven Auswirkungen des niedrigen Zinsniveaus jedoch durch eine geringe Nachfrage und die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit teilweise aufgezehrt (siehe Kasten 2). Infolge der jüngsten Entwicklung der Fremdfinanzierung erhöhte sich die Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Quartal 2003 auf 63 %, nachdem sie sich im Vorjahr stabilisiert hatte (siehe Abbildung 13).

Daten zur Eigenfinanzierung (und damit auch zur Gesamtfinanzierung) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften liegen lediglich bis zum vierten Quartal 2002 vor. Im Schlussquartal letzten Jahres war eine weitere Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Gesamtfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf 2,4 % zu beobachten (verglichen mit 2,7 % im dritten Quartal), da die Jahres-

Abbildung 14 Kurzfristige und langfristige Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Weitere Einzelheiten finden sich in Tabelle 3.

wachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien auf 0,2 % zurückging (nach 0,7 % im Vorquartal) (siehe Abbildung 14). Privaten Wirtschaftsinformationsdiensten zufolge nahmen die Zweitmissionen Anfang 2003 wieder etwas zu, wohingegen die Erstmissionen nach wie vor nicht sehr zahlreich waren. Die gemessen am niedrigen Zinsniveau relativ hohen Kosten der Aktienfinanzierung könnten ein Erklärungsfaktor für den jüngsten Anstieg des jährlichen Wachstums der Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sein.

Weiterhin deutliche Präferenz der Investoren für kurzfristige Anlageformen im vierten Quartal 2002

Für die Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren liegen nur bis zum vierten Quartal 2002 Daten aus der Finanzierungsrechnung vor. Damals ging die Jahreswachs-

Tabelle 5 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Bestand in % der Geldvermögensbildung ¹⁾	Jahreswachstumsraten									
		2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1
Geldvermögensbildung	100	6,3	8,0	7,7	7,0	5,6	4,9	4,7	4,9	4,6	.
darunter: Kurzfristige Geldvermögensbildung ²⁾	43,5	3,8	6,9	7,0	7,4	7,5	4,9	5,1	5,6	5,9	.
darunter: Langfristige Geldvermögensbildung ³⁾	55,5	7,7	8,6	8,1	7,0	4,9	4,9	4,7	4,5	3,8	.
Bargeld und Einlagen	38,3	3,2	5,7	6,5	6,5	6,6	4,8	4,9	4,9	5,3	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	14,1	9,1	15,2	12,1	8,9	7,6	5,2	4,8	5,1	4,7	.
darunter: Kurzfristig	1,7	32,0	53,8	30,1	14,5	4,2	-5,4	-9,7	2,7	5,6	.
darunter: Langfristig	12,4	6,3	10,3	9,8	8,1	8,1	7,0	6,9	5,4	4,6	.
Investmentzertifikate	11,6	6,2	5,9	5,3	6,2	5,6	5,5	5,7	5,9	4,9	.
darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile	9,5	7,0	6,1	4,8	5,0	3,7	3,3	3,9	4,2	3,6	.
darunter: Geldmarktfondsanteile	2,1	0,0	4,0	9,5	16,9	21,3	20,9	18,0	16,4	13,1	.
Börsennotierte Aktien	12,1	7,4	9,6	9,3	7,0	1,3	1,7	0,9	0,6	-0,3	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	23,9	8,7	7,7	7,6	7,3	7,2	7,4	7,1	7,1	6,8	.
M3 ⁴⁾		4,1	3,7	5,4	6,7	7,9	7,2	7,1	7,1	6,9	7,9

Quelle: EZB.

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

1) Stand am Ende des vierten Quartals 2002.

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

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

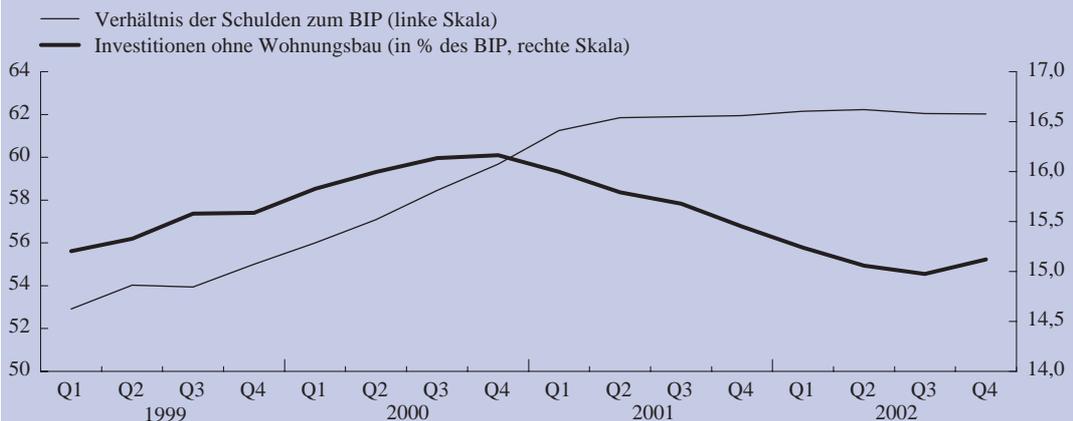
4) Quartalsendstand. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst monetäre Instrumente, die von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (d. h. vom nichtfinanziellen Sektor und von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Kasten 2

Auswirkungen finanzieller Faktoren auf das Investitionsverhalten der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

In den letzten beiden Jahren waren die Bruttoanlageinvestitionen im Euroraum verhalten. Diese Investitionsschwäche dürfte in erster Linie auf die Konjunkturabkühlung zurückzuführen sein (siehe Kasten 7 „Gründe für die Investitionsschwäche bei den einzelnen Gütergruppen“ auf Seite 49 ff. des Monatsberichts von März 2003). Trotz eines deutlichen Zinsrückgangs haben sich andere finanzielle Entwicklungen möglicherweise dämpfend auf die Unternehmensinvestitionen ausgewirkt. So ist zwar das Zinsniveau im historischen Vergleich relativ niedrig, doch sind die Gesamtinvestitionen im Euroraum in den letzten Jahren im Gefolge einer sich verschlechternden Finanzlage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung A) zurückgegangen. Gleichzeitig haben sich auch die Finanzierungsbedingungen ungünstig entwickelt. In diesem Kasten soll beurteilt werden, ob bestimmte finanzielle Faktoren, zum Beispiel die Finanzierungskosten, die Unternehmensbilanzen und/oder der eingeschränkte Zugang zu Finanzierungsquellen, zu der Investitionsschwäche der vergangenen Jahre beigetragen haben.

Abbildung A: Investitionen (ohne Wohnungsbau) in % des BIP und Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet gemessen am BIP



Quelle: EZB.

Die Unternehmensfinanzierungstheorie geht davon aus, dass sich die finanzielle Lage der Schuldner auf die Investitionsausgaben der Unternehmen auswirken kann. Ein Wertverlust des Geldvermögens der Schuldner, das als Sicherheit dienen kann, erhöht in der Regel die „Außenfinanzierungsprämie“, die die Gläubiger als Absicherung gegen Informationsasymmetrien verlangen. Somit führt ein Rückgang des Reinvermögens der Schuldner zu höheren Außenfinanzierungskosten. Ein bei einem Konjunkturabschwung sinkendes Reinvermögen kann den Konjunkturzyklus verstärken (dieser Effekt wird als finanzieller Akzelerator bezeichnet) und ein anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum zur Folge haben. Empirische Untersuchungen belegen, dass die Auswirkungen finanzieller Faktoren einen asymmetrischen und antizyklischen Verlauf aufweisen und besonders in Phasen einer konjunkturellen Abschwächung zum Tragen kommen. Überdies beeinflussen diese Faktoren das Kreditgewerbe und damit möglicherweise auch die Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe.

Finanzielle Lage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Die Finanzsituation der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gibt Aufschluss über ihre Kreditwürdigkeit und kann sich somit auf die Konditionengestaltung der Kreditgeber und die Höhe der bereitgestellten Mittel auswirken. Gleichzeitig können die Unternehmen selbst ein bestimmtes Niveau und eine bestimmte Zusammensetzung der Verschuldung anstreben.

In den Neunzigerjahren und bis zum Jahr 2000 führte die Ausweitung der Anlageinvestitionen wie auch der Fusionen und Übernahmen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet zu einer deutlichen Erhöhung ihres Schuldenstands. Diese Entwicklung war insbesondere in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre zu beobachten. Manche Wirtschaftszweige, wie etwa der Telekommunikationssektor, waren davon besonders betroffen. Aufgrund der bis zum Jahr 2000 anhaltenden Börsenhausse verschlechterten sich einige Verschuldungsindikatoren (zum Beispiel die Schulden im Verhältnis zum Geldvermögen und zum Gesamtvermögen) nicht unmittelbar, während andere Messgrößen, wie der Quotient aus den Schulden und dem Betriebsüberschuss oder dem BIP, die zunehmende Abhängigkeit von der Außenfinanzierung bereits viel früher signalisierten.

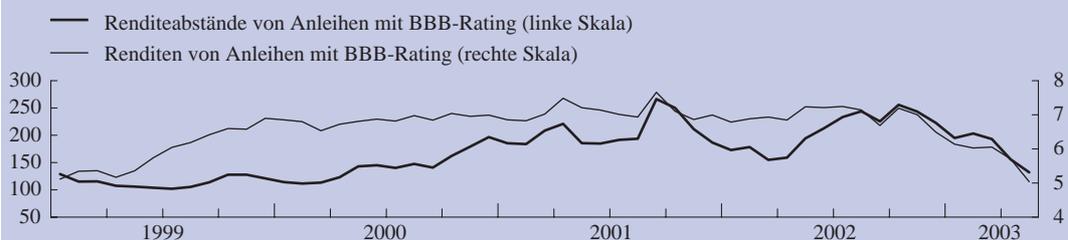
Mit der nach März 2000 einsetzenden Abwärtskorrektur der Aktienkurse führte die hohe Verschuldung vor dem Hintergrund sinkender Unternehmensgewinne und der schwächeren Konjunktur zu einer drastischen Verschlechterung aller Verschuldungsindikatoren. Diese Entwicklung ging einher mit einer Zunahme der Zinsbelastungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, der jedoch weit unter den Belastungen von Anfang der Neunzigerjahre blieb. Im Jahr 2002 trugen die Konsolidierungsbemühungen der Unternehmen und der spürbare Rückgang des Jahreswachstums der Fremdfinanzierung (siehe Abbildung D) dazu bei, dass sich die Schuldenquoten (gemessen am BIP) weitgehend stabilisierten, während sich der Quotient aus Schulden und Geldvermögen bedingt durch den weiteren Rückgang der Preise für Vermögenswerte erhöhte. Ferner scheinen sich die Zinsbelastungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im vergangenen Jahr wieder auf einem bestimmten Niveau eingependelt zu haben.

Fremdfinanzierungskonditionen

Der Rückgang der Zinsen auf das derzeit niedrige Niveau hat – ceteris paribus – die Fremdfinanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften insoweit verbessert, als die Fremdfinanzierung kostengünstiger geworden ist. Allerdings wurde der bis Anfang 2002 anhaltende Anstieg der Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (gemessen am BIP) von einer deutlichen Ausweitung der Zins- bzw. Renditedifferenz begleitet, die die Unternehmen für ihre Mittelaufnahme im Vergleich zu staatlichen Schuldnern bezahlen müssen. Diese Ausweitung war am Markt für Unternehmensanleihen am stärksten ausgeprägt. Dort erreichten die Renditeabstände bei recht hoher Volatilität Ende 2001 und im Sommer 2002 einen sehr hohen Stand (siehe Abbildung B). Gleichzeitig nahm auch der Abstand zwischen den Bankzinsen für kurzfristige Unternehmenskredite und dem Dreimonats-Interbankensatz zu (siehe Abbildung C).

Abbildung B: Renditen und Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating im Euro-Währungsgebiet

(Renditen in %, Renditeabstände in Basispunkten; Monatswerte)

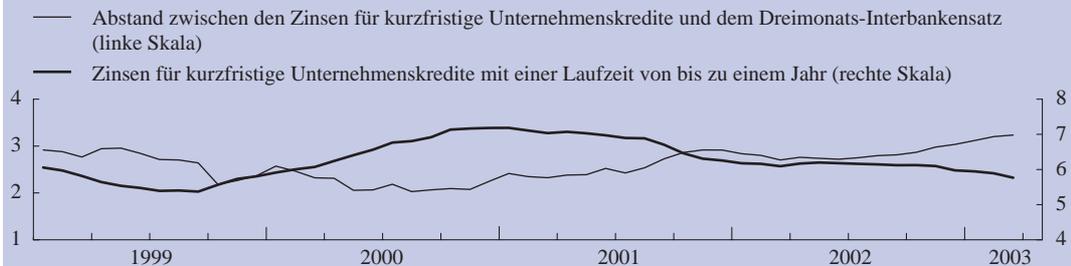


Quellen: Reuters, Bloomberg und Merrill Lynch.

Die Angaben zur jüngsten Entwicklung der Finanzierungskonditionen der Banken deuten darauf hin, dass das Kreditrisiko hier weiterhin eine große Rolle spielt (die Ergebnisse der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft finden sich in Kasten 2 auf Seite 17 ff. des Monatsberichts von Mai 2003). So weitete sich der Zinsabstand zwischen kurzfristigen Unternehmenskrediten (mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) und dem Dreimonatsgeld Anfang des laufenden Jahres weiter aus, was darauf schließen lässt, dass die Kreditgeber das Kreditrisiko nach wie vor als hoch einschätzen.

Abbildung C: Bankzinsen für kurzfristige Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr und Abstand zwischen den Bankzinsen für kurzfristige Unternehmenskredite und dem Dreimonats-Interbankensatz (EURIBOR)

(in Prozentpunkten, Monatswerte)



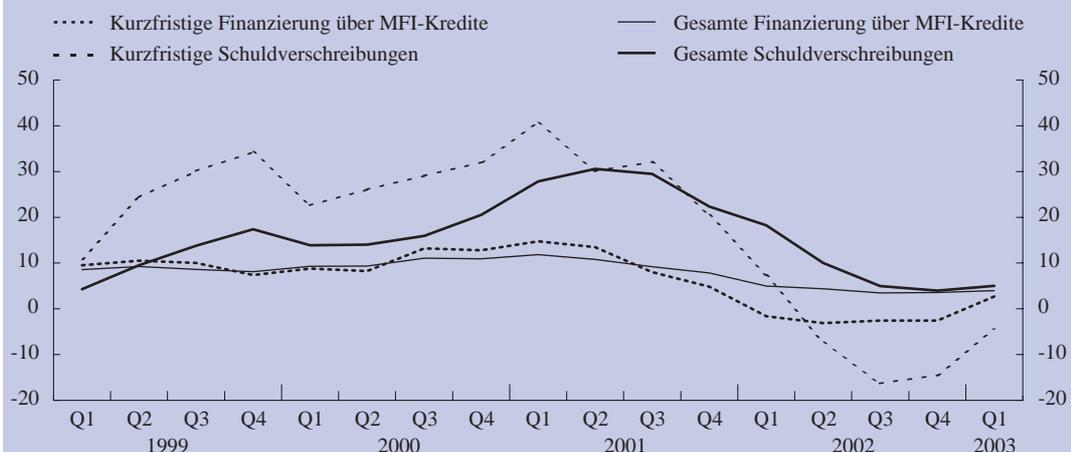
Quelle: EZB.

Dagegen haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den Anleihemärkten in den letzten Monaten erheblich verbessert, da sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating seit Oktober vergangenen Jahres um rund 130 Basispunkte verringerten. Diese Abnahme der Spreads könnte zum Teil der Einschätzung des Marktes in Bezug auf die Bilanzanierung in vielen Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zuzuschreiben sein. Sie spiegelt jedoch auch eine Korrektur der im Jahr 2002 verzeichneten außerordentlich hohen Renditeabstände wider sowie einige risikomindernde Portfolioumschichtungen institutioneller Anleger, die angesichts der Finanzmarktunsicherheit durchgeführt wurden, und andere eher technische Faktoren (siehe Kasten 2 auf Seite 20 f. des Monatsberichts von April 2003).

Das Kreditrisiko hat die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen bis zu einem gewissen Grad beeinflusst. Im vergangenen Jahr ist die kurzfristige Fremdfinanzierung erheblich zurückgegangen, unter anderem auch weil die Unternehmen die Laufzeit ihrer Schulden verlängerten. Die Wachstumsrate der Unternehmensverschuldung ist jedoch – teilweise aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus – verglichen mit früheren Phasen eines schwachen Wirtschaftswachstums nicht außergewöhnlich niedrig. Tatsächlich hat die Fremdfinanzierung der Unternehmen über weite Strecken des Jahres 2002 und Anfang 2003 im Vorjahresvergleich um 4 %-5 % zugenommen. Wenngleich die Konditionen in den einzelnen Ländern möglicherweise unterschiedlich waren, gibt es für den genannten Zeitraum kaum Hinweise auf eine allgemeine Einschränkung der Kreditvergabe im Euro-Währungsgebiet insgesamt.

Abbildung D: Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

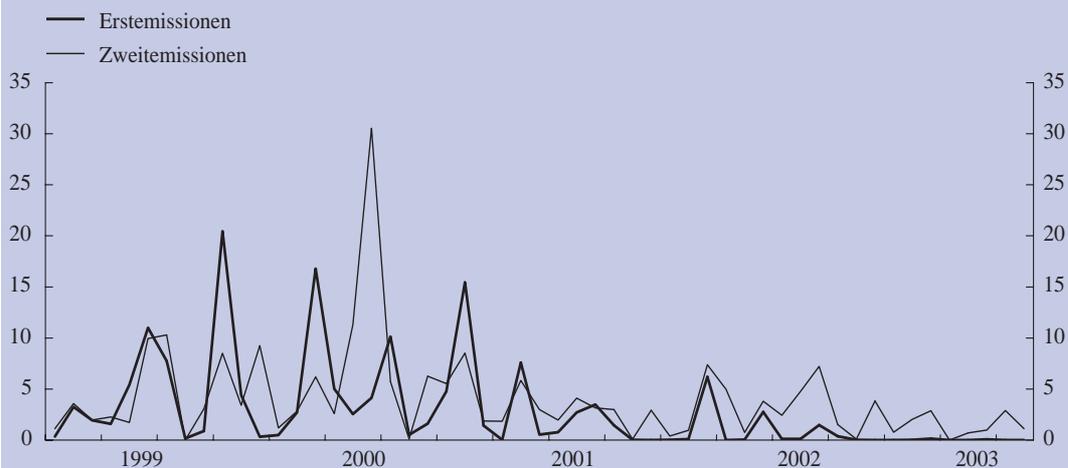
Finanzierungsbedingungen am Aktienmarkt

An den Aktienmärkten waren die Finanzierungsbedingungen allgemein ungünstig. Die Dividendenrendite, die definiert ist als die jährliche Dividende in Relation zum Aktienkurs und die als Näherungswert für die Kosten der Aktienfinanzierung herangezogen werden kann, ist gestiegen. Den Angaben von Datastream, einem privaten Wirtschaftsinformationsdienst, zufolge war dieser Anstieg im vergangenen Jahr und zu Anfang dieses Jahres, als die Aktienkurse stark rückläufig waren, recht ausgeprägt. Trotz der Erholung der Aktienkurse Ende März und Anfang April 2003 bewegt sich die Dividendenrendite derzeit auf dem höchsten Stand seit Beginn der Neunzigerjahre. Dies zeigt, dass die Aktienfinanzierung weiterhin sehr kostspielig ist. Des Weiteren dürfte die bis Mitte März an den Aktienmärkten herrschende erhebliche Volatilität die Wahl des richtigen Zeitpunkts für eine Emission sehr erschwert und damit den Zugang der Firmen zu Aktienkapital weiter eingeschränkt haben.

Folglich wurde die Finanzierung über den Aktienmarkt im Euroraum Ende 2002 und Anfang 2003 kaum in Anspruch genommen (siehe Abbildung E und Kasten 3 auf Seite 25 ff. des Monatsberichts von März 2003). In jüngster Zeit kam es zwar zu einigen Zweitmissionen, doch gab es in diesem Zeitraum praktisch keine Erstmissionen, was auf die derzeit hohen Kosten der Aktienfinanzierung zurückzuführen sein dürfte.

Abbildung E: Aktienemission im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €)



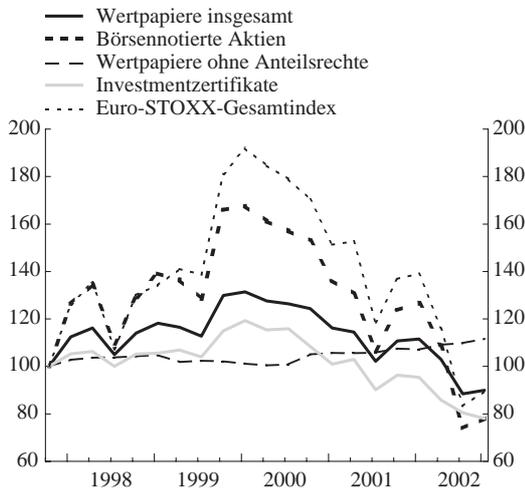
Quelle: Dealogic Bondware.

Schlussbemerkungen

Insgesamt lassen einige Indikatoren den Schluss zu, dass finanzielle Faktoren, die die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum betreffen, zu der jüngsten Schwäche der Unternehmensinvestitionen beigetragen haben könnten. Die allgemeine finanzielle und wirtschaftliche Unsicherheit, die im Jahr 2002 und Anfang 2003 zu beobachten war, dürfte die Bedeutung dieser finanziellen Faktoren verstärkt und dem Einfluss des insgesamt niedrigen Zinsniveaus teilweise entgegengewirkt haben. Die jüngste Normalisierung an den Finanzmärkten nach dem Ende des Irak-Kriegs hat jedoch zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen an den Anleihemärkten und wahrscheinlich auch an den Aktienmärkten beigetragen. Überdies sollten die Zinsen, die auf einem historischen Tiefstand liegen, dazu beitragen, die Investitionstätigkeit anzukurbeln. Gleichzeitig besteht jedoch weiterhin eine gewisse Unsicherheit mit Blick auf die im Euroraum noch erforderlichen Anpassungen zur Steigerung der Produktivität und Ertragskraft.

Abbildung 15
Gewinne und Verluste aus Wertpapier-
anlagen der nichtfinanziellen Sektoren

(1997 Q4 = 100)



Quelle: EZB.

tumsrate der Geldvermögensbildung leicht auf 4,6 % zurück gegenüber 4,9 % im dritten Quartal (siehe Tabelle 5). Bei der Geldvermögensbildung zogen die nichtfinanziellen Sektoren im Allgemeinen weiterhin kurzfristige Anlageformen den langfristigen vor und nutzten bevorzugt relativ sichere Finanzinstrumente anstelle von risikoreichen Instrumenten. Darin spiegelte sich die geringe Risikofreudigkeit der Investoren angesichts der hohen Volatilität an den Aktien- und Anleihemärkten im Euroraum im vierten Quartal 2002 wider. Die Risikoaversion könnte auch auf die deutlichen Bewertungsverluste der finanziellen Vermögensbestände seit dem ersten Quartal 2000 zurückzuführen sein (siehe Abbildung 15). Tatsächlich entsprach das Geldvermögen der nichtfinanziellen Sektoren in Relation zum BIP Ende 2002 nahezu dem Anfang 1998 verzeichneten Wert, obgleich sich die jährliche Netto-Geldvermögensbildung weiterhin auf etwa 10 % des BIP belief.

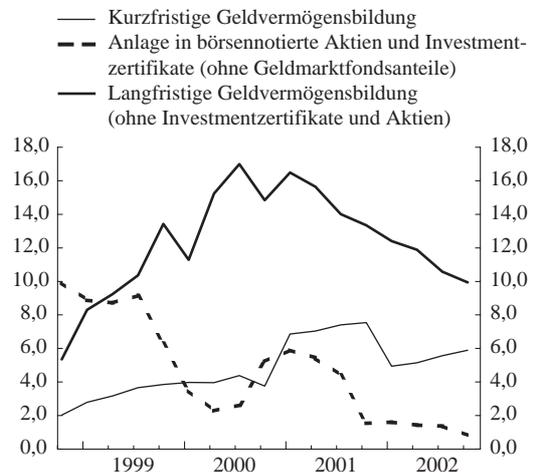
Im Einzelnen betrachtet war der Anstieg der Vorjahrsrate der kurzfristigen Geldvermögensbildung auf 5,9 % im vierten Quartal 2002 nach 5,6 % im Vorquartal (siehe Abbildung 16) sowohl auf eine Zunahme des jährlichen Wachstums der vom nichtfinanziellen Sektor gehaltenen Bargeld- und Einlagenbestände als

auch auf die anhaltende Erholung der Vorjahrsrate der Investitionen dieses Sektors in kurzfristige Schuldverschreibungen zurückzuführen. Darüber hinaus war eine weiterhin hohe Jahreswachstumsrate bei den Investitionen in Geldmarktfondsanteile zu verzeichnen. Diese Faktoren stützen die Einschätzung, dass Portfolioumschichtungen für die Entwicklung von M3 Ende 2002 maßgeblich waren.

Dagegen sank das jährliche Wachstum der langfristigen Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren nach 4,5 % im dritten Quartal weiter auf 3,8 % im vierten Quartal. Dies war auf einen Rückgang bei allen langfristigen Anlageformen zurückzuführen. Das sinkende jährliche Wachstum der Investitionen in langfristige Schuldverschreibungen von 5,4 % im dritten Quartal auf 4,6 % hing wahrscheinlich mit der erheblichen Unsicherheit an den Anleihemärkten sowie den relativ niedrigen langfristigen Zinsen im vierten Quartal 2002 zusammen. Das Jahreswachstum der Vermögensbildung in Form von Versicherungs- und Pensionsprodukten ging ebenfalls leicht zurück, blieb aber mit rund 7 % relativ robust. Dagegen nahmen die Anlagen der nichtfinanziellen Sektoren in börsennotierte Aktien im vierten Quartal ab.

Abbildung 16
Kurzfristige und langfristige
Geldvermögensbildung der
nichtfinanziellen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Definitionen finden sich in Tabelle 5.

Abbildung 17
Relation zwischen Verschuldung und
Finanzaktiva der nichtfinanziellen
Sektoren

(in %)



Quelle: EZB.

Relation zwischen Verschuldung und
Finanzaktiva der nichtfinanziellen
Sektoren stabilisierte sich im vierten
Quartal 2002 weitgehend

Im Schlussquartal des vergangenen Jahres stabilisierte sich die Relation zwischen Verschuldung und Finanzaktiva der nichtfinanziellen Sektoren weitgehend (siehe Abbildung 17). Diese Entwicklung folgte einer relativ langen Periode, in der der Wertrückgang der Finanzaktiva diese Quote hatte ansteigen lassen.

Der Quotient aus der Verschuldung und den Finanzaktiva lag Ende 2002 leicht über dem Niveau von Ende 1997, erscheint aber trotz eines erheblichen Anstiegs in den letzten Quartalen insgesamt nicht außergewöhnlich hoch.

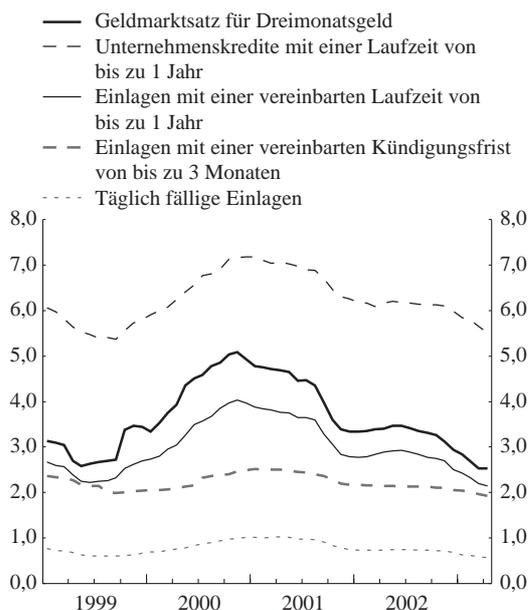
Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der
Banken im April leicht rückläufig

Die kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken sanken im April 2003 leicht (um rund 5 bis 15 Basispunkte) und setzten damit den seit Mai 2002 zu beobachtenden rückläufigen Trend fort. Der durchschnittliche Zins-

satz im Kundengeschäft der Banken für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel zwischen Mai 2002 und April 2003 um 80 Basispunkte. Im gleichen Zeitraum ging der durchschnittliche Zinssatz der Banken für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um etwa 70 Basispunkte auf ein Niveau zurück, das zuletzt in der zweiten Jahreshälfte 1999 verzeichnet wurde (siehe Abbildung 18). Dies stand weitgehend mit der in diesem Zeitraum verzeichneten Abnahme der Geldmarktsätze um rund 75 Basispunkte in Einklang. Bei anderen Kurzfristzinsen, wie dem Satz für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, fiel der Rückgang hingegen geringer aus. Letzterer sank zwischen Mai 2002 und April 2003 lediglich um rund 20 Basispunkte, worin sich die typischerweise schleppendere Anpassung dieses Zinssatzes an die Entwicklung der Marktzinsen widerspiegelt.

Abbildung 18
Kurzfristzinsen im Kundengeschäft
der Banken und vergleichbarer
Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



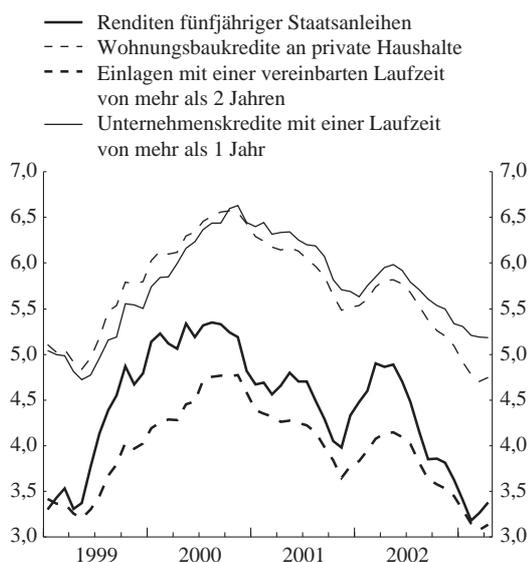
Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Vor dem Hintergrund einiger starker Schwankungen bei den langfristigen Anleiherenditen zwischen März und April 2003 blieben die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im April weitgehend unverändert, womit der seit Mai 2002 beobachtete Abwärtstrend vorübergehend zum Stillstand kam (siehe Abbildung 19). Im April 2003 lagen die Hypothekenzinsen für private Haushalte und die langfristigen Zinsen für Unternehmenskredite immer noch rund 110 bzw. 80 Basispunkte unter dem Stand von Mai 2002. Im gleichen Zeitraum ging die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um 150 Basispunkte zurück. Die jüngsten Entwicklungen deuten darauf hin, dass das Durchschlagen der Marktzinsen auf die meisten Kurz- und Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken in den letzten Monaten offenbar im längerfristigen Vergleich weitgehend mit bereits früher beobachteten Verlaufsmustern in Einklang stand.

Abbildung 19 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Geldmarktzinsen in den vergangenen Monaten gesunken

Nach einer vorübergehenden Stabilisierung im März und in der ersten Aprilhälfte setzten die längerfristigen Geldmarktsätze den seit Mitte Mai 2002 verzeichneten Abwärtstrend fort (siehe Abbildung 20). Dies war darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Kurzfristzinsen nach unten korrigierten. Da die kürzerfristigen Geldmarktsätze ebenfalls deutlich fielen, wies die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) einen weitgehend unveränderten, leicht negativen Verlauf auf.

Abgesehen von einigen temporären Ausnahmen vor allem am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz im April und Mai leicht über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,50 %. Bei den im Mai und Anfang Juni abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 4 bzw. 5 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz (siehe Kasten 3). Aufgrund der hohen Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität kurz vor Ende der Erfüllungsperiode am 23. Mai führte die EZB an diesem Tag eine liquiditätsabsorbierende Feinsteuerooperation durch, um wieder ausgeglichene Liquiditätsbedingungen zu schaffen. In dem am 4. Juni 2003 abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft des Eurosystems wurde eine geringfügige Unterbietung durch die Geschäftspartner verzeichnet, was darauf zurückgeführt werden kann, dass der Beschluss des EZB-Rats vom 5. Juni, die EZB-Leitzinsen zu senken, allgemein erwartet worden war.

Zwischen Ende April und dem 4. Juni gingen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR um 36 bzw. 34 Basispunkte auf zuletzt 2,21 % bzw. 2,19 % zurück. Die Zuteilungssätze bei den längerfristigen Refinan-

Kasten 3

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

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

Offenmarktgeschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz	Festzins-satz
HRG	29.04.2003	14.05.2003	106,01	38,0	2,79	270	2,50	2,55	2,55	-
HRG	06.06.2003	21.05.2003	120,8	76,0	1,59	255	2,50	2,53	2,54	-
HRG	06.06.2003	14.05.2003	67,4	53,0	1,27	124	2,50	2,53	2,54	-
HRG	14.05.2003	28.05.2003	126,9	97,0	1,50	264	2,50	2,53	2,54	-
HRG	21.05.2003	04.06.2003	157,0	96,0	1,64	274	2,50	2,57	2,58	-
LRG	29.04.2002	31.07.2002	35,1	15,0	2,34	164	-	2,50	2,51	-
Fein-steue-rung	23.05.2002	26.05.2002	3,9	3,9	1,00	12	-	-	-	2,50

Quelle: EZB.

Bei allen HRGs betrug die Differenz zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem gewichteten Durchschnittssatz entweder null oder einen Basispunkt. Am 6. Mai wurde eine Tender-Split-Operation durchgeführt, die aus zwei gleichzeitigen HRGs mit ein- bzw. zweiwöchiger Laufzeit bestand und darauf abzielte, die Volumi-

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

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

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	222,3	0,2	+ 222,1
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	177,1	-	+ 177,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,2	+0,2
Sonstige Geschäfte	0,1	-	-0,1
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren¹⁾	333,1	424,3	- 91,2
Banknotenumlauf	-	366,2	- 366,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	42,6	- 42,6
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	333,1	-	+ 333,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	15,5	- 15,5
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			130,9
(d) Mindestreserve-Soll			130,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 83,3 Mrd € und 102,5 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 2,8 Mrd €).

na der beiden ausstehenden HRGs wieder auszugleichen. Am 23. Mai 2003 wurde eine liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperation abgewickelt, um nach einer umfangreichen Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität an den zwei vorausgegangenen Tagen wieder ausgeglichene Liquiditätsbedingungen herzustellen. Die Feinsteuerungsoperation wurde mittels Hereinnahme von Termineinlagen zu einem festen Zinssatz von 2,50 % als Tagesgeld und mit einem Zuteilungsvolumen von 3,9 Mrd € durchgeführt.

Vom Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bis zum 19. Mai blieb der EONIA stabil zwischen 2,54 % und 2,56 %. Eine Ausnahme bildete Donnerstag, der 30. April, als der EONIA aufgrund der üblichen Kalendereffekte am Monatsende auf 2,64 % stieg. Nach der Zuteilung des letzten HRG der Erfüllungsperiode am 20. Mai erhöhte sich der Tagesgeldsatz, da die Marktakteure die Liquiditätslage als angespannt empfanden, und der EONIA stieg am 21. Mai auf 2,73 %. Am Morgen des 22. Mai, nachdem eine Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 9 Mrd € am Vortag von der EZB bekannt gegeben worden war, fiel der Tagesgeldsatz jedoch wieder. Der EONIA lag an diesem Tag bei 2,57 %. Am 23. Mai, dem letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, sank der EONIA weiter auf 2,20 %, da die Marktteilnehmer die Liquiditätsausstattung nach der Feinsteuerungsoperation weiterhin als reichlich empfanden. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete ausgeglichen mit einer geringfügigen Inanspruchnahme der Einlagefazilität von per saldo 0,6 Mrd €.

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

zierungsgeschäften des Eurosystems wurden wie üblich von der Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR beeinflusst. Bei dem am 29. Mai abgewickelten Geschäft betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 2,25 % bzw. 2,27 % und lagen damit rund 25 Basispunkte unter den Sätzen des am 30. April abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

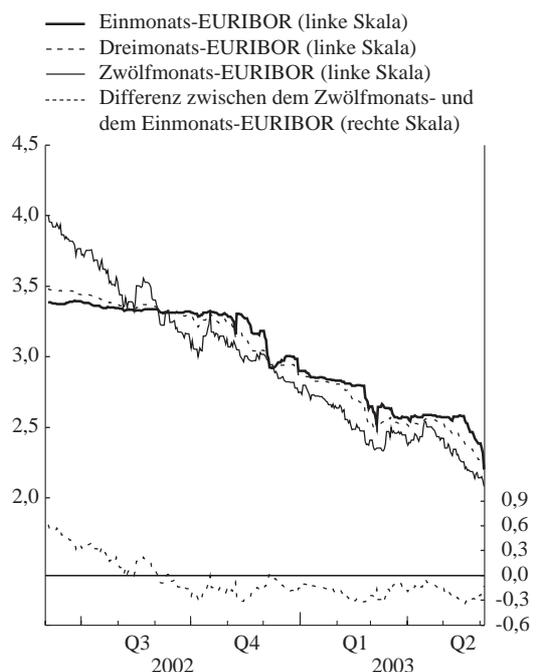
Wie bereits angemerkt verringerten sich die Zinssätze am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt in den letzten Monaten. Zwischen Ende April und dem 4. Juni gingen der Sechsmontats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 32 bzw. 34 Basispunkte auf 2,14 % bzw. 2,08 % zurück. Am 4. Juni war die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) mit -13 Basispunkten gegenüber Ende April weitgehend unverändert.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2003 und Anfang 2004 zum Ausdruck kommen, sind in den vergangenen Monaten zurückgegangen, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der

künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen nach unten korrigiert haben (siehe Abbildung 21). Zwischen Ende April und dem

Abbildung 20 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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

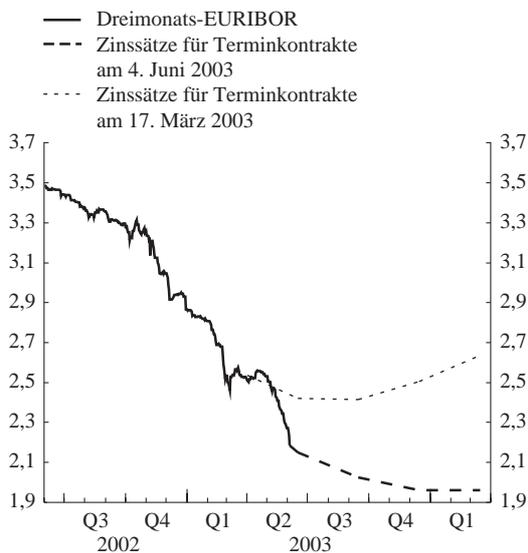


Quelle: Reuters.

Abbildung 21

Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

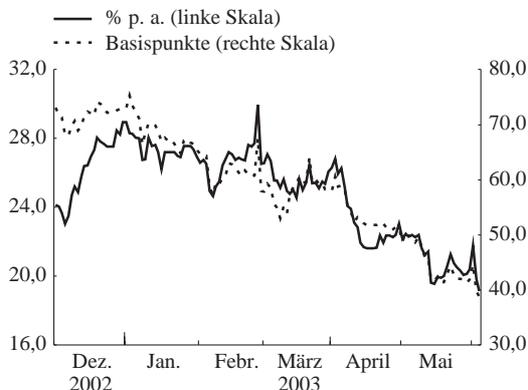
Anmerkung: Dreimonats-Terminkontrakte mit Fälligkeit am Ende des gegenwärtigen und der nächsten drei Quartale, wie an der LIFFE notiert.

4. Juni fielen die impliziten Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2003

Abbildung 22

Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2003

(in % p.a.; Basispunkte; 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).

sowie März 2004 zum Ausdruck kommen, um 19 bis 35 Basispunkte. Am 4. Juni lagen sie bei 2,15 %, 2,03 %, 1,96 % bzw. 1,96 %.

Die implizite Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die aus den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2003 abgeleitet wird und in der sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich des für Mitte September 2003 zu erwartenden Niveaus des Dreimonats-EURIBOR niederschlägt, ging in den letzten Monaten zurück und erreichte im Mai einen relativ niedrigen Stand (siehe Abbildung 22).

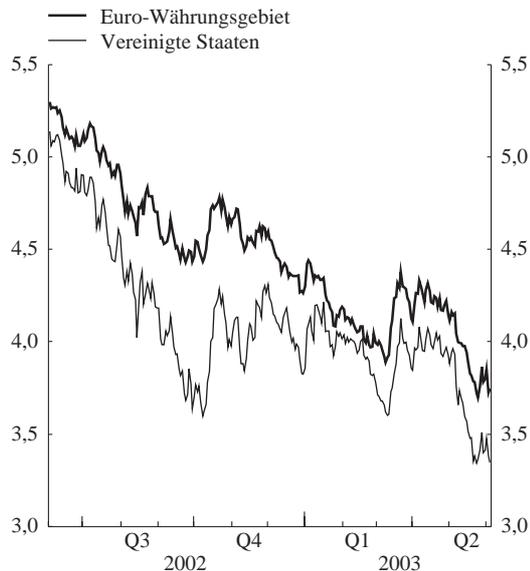
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Mai gesunken

Die Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten setzten in jüngster Zeit den im gesamten letzten Jahr und Anfang dieses Jahres vorherrschenden Abwärtstrend fort. Im Mai und Anfang Juni gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Einklang mit den Renditen von US-Staatsanleihen nach einer deutlichen Erholung Ende März und einer Stabilisierung im April merklich zurück. Im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende April und dem 4. Juni um 40 bzw. 60 Basispunkte auf einen im historischen Vergleich sehr niedrigen Stand von 3,7 % bzw. 3,3 % (siehe Abbildung 23). Die Renditen langfristiger Anleihen fielen damit auf beiden Seiten des Atlantiks unter die Mitte März erreichten Tiefstände, als die geopolitische Unsicherheit ihren Höhepunkt erreicht hatte und Risiken im Zusammenhang mit dem Krieg sich sowohl auf die Anleiherenditen als auch auf die Aktienkurse negativ ausgewirkt hatten. Aufgrund des stärkeren Rückgangs der langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten vergrößerte sich der negative Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum im Mai leicht und lag am 4. Juni bei -40 Basispunkten.

Abbildung 23

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Der im Mai verzeichnete Einbruch der Renditen von US-Staatsanleihen erfasste das gesamte Laufzeitenspektrum. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen fielen auf Stände, die zuletzt in den späten Fünfzigerjahren verzeichnet worden waren. Der allmähliche Rückgang der Anleiherenditen im Mai war offenbar auf die Erklärung des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 6. Mai zurückzuführen, die bei den Marktteilnehmern den Eindruck hinterließ, dass das Federal Reserve System die Kurzfristzinsen länger als zunächst erwartet auf einem sehr niedrigen Niveau halten wird.

Hinter den rückläufigen Renditen langfristiger Anleihen verbarg sich offenbar vor allem die pessimistischere Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen konjunkturellen Entwicklung und weniger die Erwartung niedrigerer Inflationsraten. Dies lässt sich aus der Tatsache ableiten, dass die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen zwischen Ende April und dem 4. Juni um rund 50 Basispunkte zurückging,

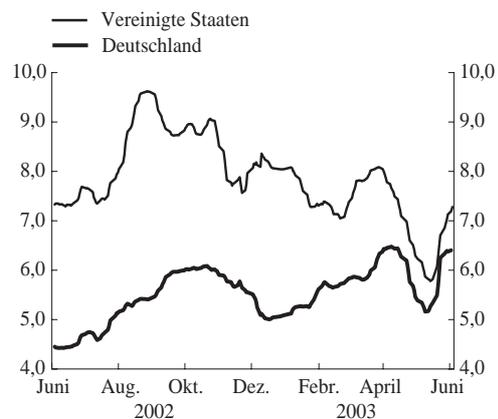
während sich die entsprechende zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen errechnet, im selben Zeitraum kaum veränderte. Die reale Rendite indexgebundener US-Staatsanleihen lag am 4. Juni mit 1,5 % deutlich unter den verfügbaren Umfrageergebnissen für die langfristigen Erwartungen hinsichtlich des realen BIP-Wachstums. Dies könnte wiederum darauf hinweisen, dass die immer noch hohe Präferenz der Marktteilnehmer für sicherere Anlageformen wie Staatsanleihen weiterhin maßgeblich zu den niedrigen nominalen und realen Renditen langfristiger Anleihen in den Vereinigten Staaten beitrug.

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten nahm zu, was möglicherweise mit dem niedrigen Niveau der Anleiherenditen zusammenhing. Die größere Unsicherheit der Investoren schlug sich in

Abbildung 24

Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

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

einem Anstieg des gleitenden Zehntagesdurchschnitts der von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität um 0,8 Prozentpunkte auf 7,1 % zwischen Ende April und dem 4. Juni nieder. Die implizite Volatilität lag jedoch immer noch geringfügig unter dem Durchschnittswert der letzten zwei Jahre (siehe Abbildung 24).

In Japan gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weiter nach und fielen von Ende April bis zum 4. Juni um rund 10 Basispunkte auf etwa 0,5 %. Damit sind sie seit Ende 2002 um insgesamt rund 40 Basispunkte zurückgegangen. Hauptverantwortlich für dieses neuerliche Rekordtief im Mai war offensichtlich ein stärkerer Pessimismus unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der kurz- und langfristigen Perspektiven für die japanische Wirtschaft, einschließlich der hartnäckig anhaltenden deflationären Tendenzen. Die nach Einschätzung der Marktteilnehmer weiter eingetrübten Wirtschaftsaussichten waren wohl auf das Konto der jüngsten Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar sowie der Besorgnis über die SARS-Epidemie und deren mögliche Auswirkungen auf die asiatischen Volkswirtschaften zu verbuchen.

Im Euro-Währungsgebiet waren die Staatsanleiherenditen im Mai über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg stark rückläufig und folgten damit weitgehend dem Renditetrend der Staatsanleihen am US-Markt. Während in den ersten drei Monaten des Jahres 2003 die Renditeentwicklung der Staatsanleihen im Euroraum von der Reaktion der Marktteilnehmer auf die Veränderungen des geopolitischen Umfelds (insbesondere das Geschehen im Irak) dominiert wurde, scheinen für die jüngsten Entwicklungen am Anleihemarkt des Eurogebiets die Bedenken der Anleger über die konjunkturelle Lage im Euro-Währungsgebiet und der Weltwirtschaft den Ausschlag gegeben zu haben.

Offensichtlich sprangen unter den Marktteilnehmern aufkommende Befürchtungen über eine lang anhaltende Konjunkturschwäche insbesondere in den Vereinigten

Staaten, aber auch allgemein mit Blick auf die Weltwirtschaft, teilweise auf den Anleihemarkt im Euroraum über und trugen zu den starken Renditerückgängen bei den zehnjährigen Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Mai bei. Die am Markt herrschenden Bedenken hinsichtlich der Wachstumsperspektiven im Euroraum wurden möglicherweise durch die Bekanntgabe uneinheitlicher Konjunkturdaten für das Eurogebiet sowie die insbesondere gegenüber dem US-Dollar anhaltende Euro-Aufwertung verstärkt. Die negative Stimmung am Anleihemarkt zeigt sich auch an der Tatsache, dass die reale Rendite der indexgebundenen (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen französischen Staatsanleihen von Ende April bis zum 4. Juni um rund 30 Basispunkte auf einen im historischen Vergleich recht niedrigen Stand von 1,9 % fiel (siehe Abbildung 25).

Gleichzeitig haben die Marktteilnehmer ihre Erwartungen für die langfristige Durchschnittsinflation im Euro-Währungsgebiet offenbar etwas nach unten angepasst. Dies kommt in der aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (an

Abbildung 25
Realzins und Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

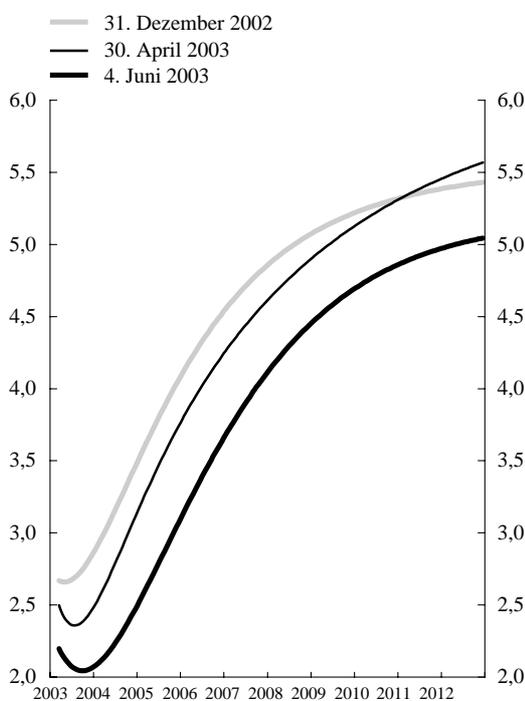
Anmerkung: Die Renditen realwertgesicherter Anleihen werden von den Börsenkursen französischer, an den HVPI des Euro-raums (ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012 abgeleitet. Das Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate wird auf Seite 18 ff. des Monatsberichts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

den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) Anleihen im Zehnjahresbereich abgeleiteten zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate zum Ausdruck, die zwischen Ende April und dem 4. Juni um 10 Basispunkte zurückging (siehe Abbildung 25).

Aus der Zinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets lässt sich ableiten, dass die Hauptursache für den allgemeinen Rückgang der Anleiherenditen offensichtlich die bei den Marktteilnehmern aufkommende Erwartung war, dass die Kurzfristzinsen im Eurogebiet länger als noch Ende April vorhergesehen auf ihrem niedrigen Niveau verharren würden. Darauf weist die deutliche Verschiebung der gesamten impliziten Terminzinsstrukturkurve des Euroraums für Tagesgeld nach unten hin (siehe Abbildung 26).

Abbildung 26
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

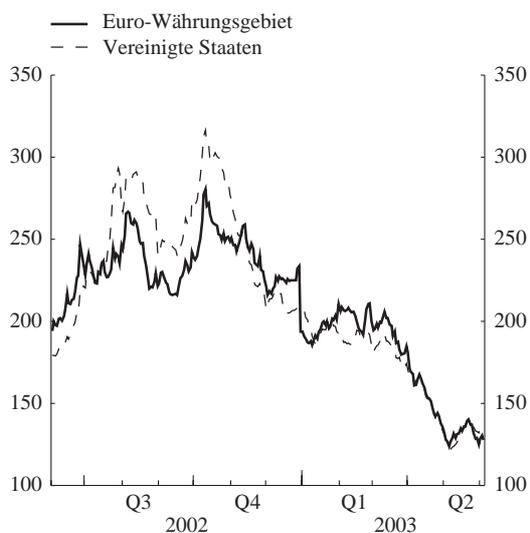
Anmerkung: Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Terminzinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht von Januar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

Ähnlich wie die Entwicklung am US-Markt nahm auch die Unsicherheit am Anleihemarkt des Euroraums, gemessen an der impliziten Volatilität der Optionen auf Terminkontrakte auf deutsche Bundesanleihen, im Mai recht deutlich zu. So stieg insbesondere der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität von Ende April bis zum 4. Juni um 0,9 Prozentpunkte auf einen im historischen Vergleich ziemlich hohen Stand von 6,4 %.

Analog zur Entwicklung am Markt für Staatsanleihen gaben auch die Renditen langfristiger Unternehmensanleihen im Mai kräftig nach und setzten damit den im Herbst 2002 begonnenen Trend fort. So gingen die Renditen der von Unternehmen mit BBB-Rating begebenen Anleihen von Ende April bis zum 4. Juni um 50 Basispunkte zurück und lagen damit 120 Basispunkte unter ihrem Stand von Ende 2002. Die relativen Kosten der Unternehmensfinanzierung durch Anleiheemissionen gemessen an der Differenz zu vergleichbaren Staatsanleihen stabilisierten sich im Lauf des Monats Mai, nachdem sie

Abbildung 27
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.

seit Herbst 2002 insbesondere in den Segmenten mit niedrigerem Rating deutlich zurückgegangen waren (siehe Abbildung 27). Am 4. Juni 2003 war die Renditedifferenz zwischen Anleihen von Unternehmen mit BBB-Rating und Staatsanleihen im Eurogebiet rund 70 Basispunkte geringer als Ende 2002. Ein Renditeabstand wie der derzeitige (von rund 130 Basispunkten) zwischen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und Staatsanleihen war zuletzt im Mai 2000 zu beobachten. Infolgedessen dürften sich am Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum einheimischen Firmen zurzeit recht günstige Finanzierungsbedingungen bieten (siehe auch Kasten 2 „Auswirkungen finanzieller Faktoren auf das Investitionsverhalten der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet“).

In den letzten Monaten verzeichneter Aufwärtstrend an den Aktienmärkten setzte sich im Mai weitgehend fort

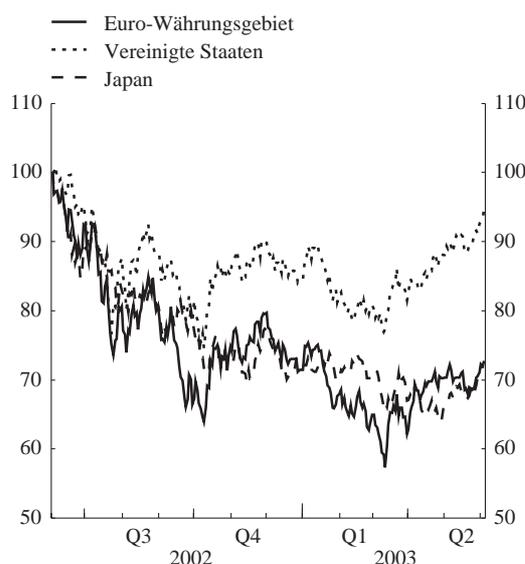
Die mit dem Ende des Krieges im Irak schwindende Unsicherheit trug zu einer weiteren Erholung der Aktienkursindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten bei. Diese legten seit Mitte März um mehr als 20 % zu und erreichten damit im Großen und Ganzen wieder ihr Niveau von Ende 2002. So war bis zum 4. Juni der Großteil der im ersten Quartal 2003 verzeichneten Verluste weitgehend wettgemacht worden. Nach dem Ende März und im April verzeichneten kräftigen Kursauftrieb an den Aktienmärkten schien sich im Mai eine gewisse Stabilisierung und der Beginn einer Normalisierungsphase einzustellen, was sich auch in einem deutlichen Rückgang der impliziten Volatilität auf einen Stand weit unter dem Niveau der ersten Monate des Jahres widerspiegelte. Darüber hinaus trugen offensichtlich auch allgemein besser als erhofft ausgefallene Gewinnmeldungen der Unternehmen für das erste Quartal 2003 zu der günstigen Entwicklung an den Aktienmärkten seit Ende März bei. Zudem dürfte auch der kräftige Rückgang der Anleiherenditen im Mai dem Anstieg der Aktienkurse in den letzten Wochen förderlich gewesen sein.

Insgesamt stiegen die Aktienkurse im Euroraum, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende April und dem 4. Juni um 4 % an. Die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten, gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index, gewannen 8 % hinzu, und der japanische Nikkei 225 erhöhte sich im selben Zeitraum um 10 %. Eine längerfristige Betrachtung ergibt, dass die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet am 4. Juni geringfügig (um 2 %) über ihrem Stand von Ende 2002 lagen. Die Kurse der US-Aktien legten im selben Zeitraum um 12 % zu, während die japanischen Aktienkurse weitgehend unverändert waren.

Die Kurse an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten setzten nach der Ende März sowie im April zu beobachtenden Hausse ihre Erholung im Mai weiter fort, wengleich in einem etwas verhalteneren Tempo. Den Ausschlag für diese Entwicklung gaben an erster Stelle die mit dem Ende der Militäroperationen im Irak weggefallene

Abbildung 28
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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



Quelle: Reuters.

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

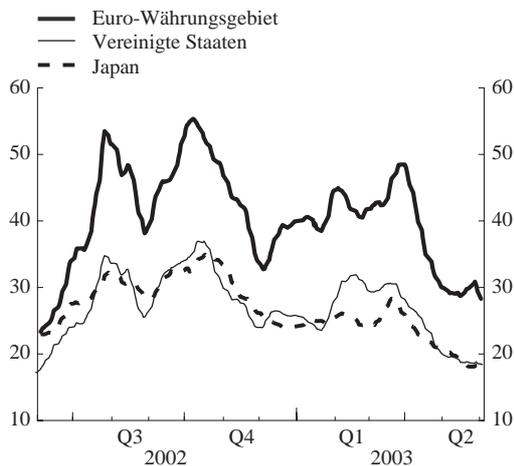
„Kriegsrisikoprämie“ und die Tatsache, dass die Unternehmensgewinnmeldungen für das erste Quartal 2003 die Erwartungen der Analysten übertrafen. Das Ende des Krieges sorgte für einen Rückgang der Unsicherheit (gemessen an der aus Optionen auf den Standard-&Poor's-500-Index abgeleiteten impliziten Volatilität), die in den ersten drei Monaten dieses Jahres äußerst groß gewesen war. So war der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am 4. Juni mit 19 % deutlich niedriger als Mitte März, als er mit rund 30 % einen Höchstwert erreichte, und lag 6 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

In den zurückliegenden Monaten wurden die Aktienmärkte in den USA offensichtlich in erster Linie durch Fundamentalfaktoren wie die Ertragsentwicklung der Unternehmen oder die Konjunkturaussichten beeinflusst. Was den ersten Punkt betrifft, so verlautbarte ein privater Wirtschaftsinformationsdienst (Thomson First Call, der 94 % der S-&P-500-Unternehmen abdeckt), dass die Unternehmenserträge im ersten Quartal um rund 12 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hätten. Mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wurden die von jüngsten Datenveröffentlichungen ausgehenden Signale weiterhin als relativ gemischt empfunden. Ende Mai verabschiedete der US-Kongress ein Konjunkturförderungsprogramm, das auch eine Senkung der Dividenden- und Vermögenszuwachssteuern beinhaltete. Dies dürfte den Aufwärtstrend der Aktienkurse weiter angeheizt haben. Besonders ausgeprägt war der Kursanstieg in den USA während der vergangenen Monate bei den technologieorientierten Unternehmen. Der Nasdaq-Composite-Index hatte bis zum 4. Juni gegenüber Ende April 12 % und gegenüber Jahresbeginn 22 % hinzugewonnen.

In Japan wiesen die Aktienkurse in den vergangenen Monaten ein von den anderen wichtigen Aktienmärkten abweichendes Verlaufsmuster auf. Während sich die allgemeine Konjunkturentwicklung recht uneinheitlich auf die Aktienkurse auswirkte, wurden die Kurse japanischer Exportunternehmen durch den sich seit Jahresbeginn

Abbildung 29 Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.

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

gegenüber dem US-Dollar aufwertenden japanischen Yen negativ beeinflusst. Allerdings stellte sich in den letzten beiden Maiwochen angesichts der Meldungen über solide Unternehmensgewinne und möglicher vom US-Aktienmarkt ausgehender Sogeffekte eine kräftige Erholung ein. Die Konjunkturaussichten indes blieben gedämpft, und die Besorgnis über die Auswirkungen der SARS-Epidemie hielt weiter an. Die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt war – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität – die ersten Monate des Jahres 2003 hindurch verhalten und lag Anfang Juni mit rund 18 % auf dem niedrigsten Stand der vergangenen zwei Jahre.

Die Entwicklung der Aktienkurse im Euroraum korrelierte in den vergangenen Monaten weiterhin stark mit dem Geschehen am US-Aktienmarkt. Allerdings hinkte die Kursentwicklung im Eurogebiet im Mai wie auch insgesamt im bisherigen Jahresverlauf der Ent-

wicklung in den USA hinterher. Insbesondere die Aufwertung des Euro, die bei den Exportunternehmen im Euroraum für schmalere Gewinne sorgen dürfte, könnte die Kursentwicklung im Euroraum etwas belastet haben. Darüber hinaus hatten jüngst veröffentlichte gesamtwirtschaftliche Daten eine uneinheitliche Signalwirkung auf die Marktteilnehmer. Wie in den Vereinigten Staaten setzte auch im Eurogebiet die Unsicherheit (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Volatilität) den Mitte März begonnenen Abwärtstrend fort. So belief sich die implizite Volatilität am 4. Juni 2003 auf 28 %, womit sie erheblich unter ihrem Februar- bzw. März-Wert von 50 % sowie rund 5 Prozentpunkte unter dem Zweijahresdurchschnitt lag.

Am Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet waren im Mai je nach Wirtschaftssektor unterschiedliche Entwicklungen zu verzeichnen (siehe Tabelle 6). Auf der Gewinnerseite standen die Aktien von Energieversorgern, deren Kurse steil anstiegen, nachdem die für das erste Quartal ausgewiesenen Unternehmensgewinne von den steigenden Ölpreisen profitiert hatten. Auf der Verliererseite befanden sich die Finanztitel, die sich infolge durchwachsender Ergebnisse für das erste Quartal verhaltener entwickelten, sowie der Technologie- und der Grundstoffsektor, die mit am stärksten durch die Euro-Aufwertung beeinträchtigt wurden. Die im bisherigen Jahresverlauf insgesamt günstigste Kursentwicklung wiesen im Euroraum die Aktien von Telekommunikationsunternehmen auf.

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.)

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Branchenanteil an der Marktkapitalisierung	4,8	11,9	7,6	12,1	27,9	4,5	5,9	9,4	9,5	6,4	100,0
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
Kursveränderung											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2002 Q1	8,5	2,1	1,6	10,4	4,1	-10,1	7,8	-3,2	-10,0	-0,4	1,6
2002 Q2	-6,4	-17,1	-7,6	-8,5	-13,8	-14,4	-11,4	-36,3	-33,9	-7,8	-16,5
2002 Q3	-28,8	-29,3	-18,0	-21,0	-36,7	-22,7	-27,8	-35,6	-11,7	-23,8	-28,2
2002 Q4	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
2003 Q1	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-11,8
April	16,2	13,8	8,1	0,7	18,9	12,0	10,8	19,3	12,4	11,5	13,0
Mai	-3,7	0,7	-2,2	5,4	0,3	2,9	1,5	0,2	2,0	3,3	1,1
Ende März bis 4. Juni 2003	15,7	16,5	7,2	10,3	22,9	19,1	14,2	22,4	15,5	17,0	17,0
Volatilität											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2002 Q1	13,0	20,7	10,3	18,3	18,8	20,2	14,1	38,7	26,7	12,8	17,6
2002 Q2	16,4	24,9	14,5	23,6	22,2	27,5	14,5	44,3	36,3	17,2	20,9
2002 Q3	38,4	46,0	32,2	46,5	51,2	49,5	28,0	59,7	48,0	39,7	43,4
2002 Q4	34,2	40,7	20,8	31,1	44,3	30,6	28,8	61,1	35,7	29,8	34,9
2003 Q1	37,2	37,8	29,3	32,1	40,3	36,5	25,6	44,9	35,0	33,3	33,8
April	31,8	38,5	23,1	27,7	27,4	26,9	18,8	41,4	26,5	27,3	26,2
Mai	23,8	23,5	12,9	18,2	26,1	21,9	17,8	32,2	21,2	17,4	20,5
Ende März bis 4. Juni 2003	27,6	30,7	18,2	22,8	26,7	23,9	18,2	36,5	23,5	22,2	23,2

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation Schätzungen zufolge im Mai 2003 weiter zurückgegangen

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge ging die am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet im Mai 2003 weiter zurück, und zwar von 2,1 % im April auf 1,9 % (siehe Tabelle 7). Für diese Schätzung liegen zwar keine detaillierten Angaben vor, aber der Rückgang ist wohl in erster Linie auf niedrigere Teuerungsraten bei den Energiepreisen und den Dienstleistungspreisen zurückzuführen, die im April zeitweilig gestiegen waren.

Die HVPI-Inflation für das Euro-Währungsgebiet verminderte sich im April 2003 auf 2,1 % gegenüber 2,4 % im März. Dieser Rückgang war das Ergebnis einer starken Abwärtsbewegung der Jahresänderungsrate der Ener-

giepreise. Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie erhöhte sich im April um 0,2 Prozentpunkte auf 2,2 %, was vor allem einen Anstieg der Teuerung bei den Dienstleistungspreisen widerspiegelte, der allerdings vorübergehender Natur sein dürfte.

Die Vorjahrsrate der Energiepreise ging im April deutlich zurück (auf 2,2 %), nachdem sie im März bei 7,5 % gelegen hatte (siehe Abbildung 30). Diese Entwicklung ist auf den seit Mitte März beobachteten Abwärtstrend bei den Ölpreisen sowie einen günstigen Basiseffekt zurückzuführen. Im April erhöhten sich die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel infolge eines ungünstigen Basiseffekts bei den Gemüsepreisen im Vorjahresvergleich um 1,0 %, verglichen mit 0,8 % im Vormonat.

Tabelle 7
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

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

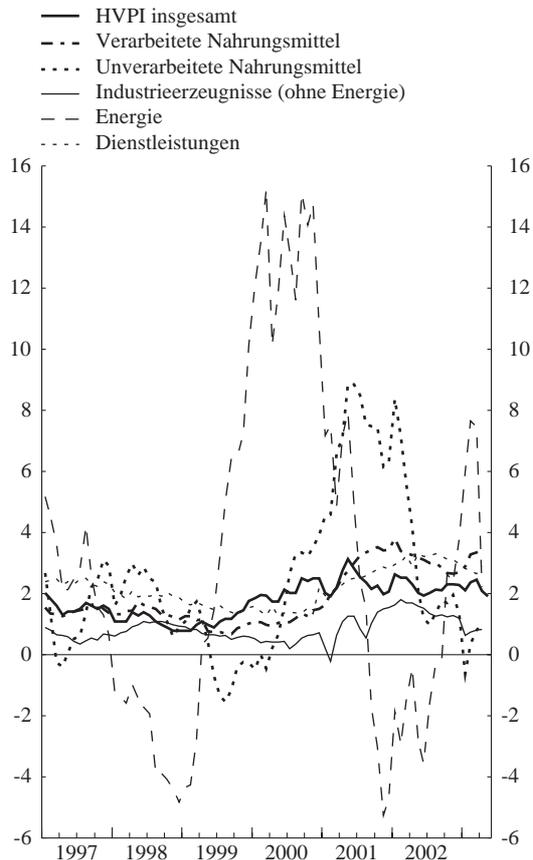
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

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

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

Abbildung 30
Teuerungsrate im Euro-
Währungsgebiet nach dem HVPI
und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

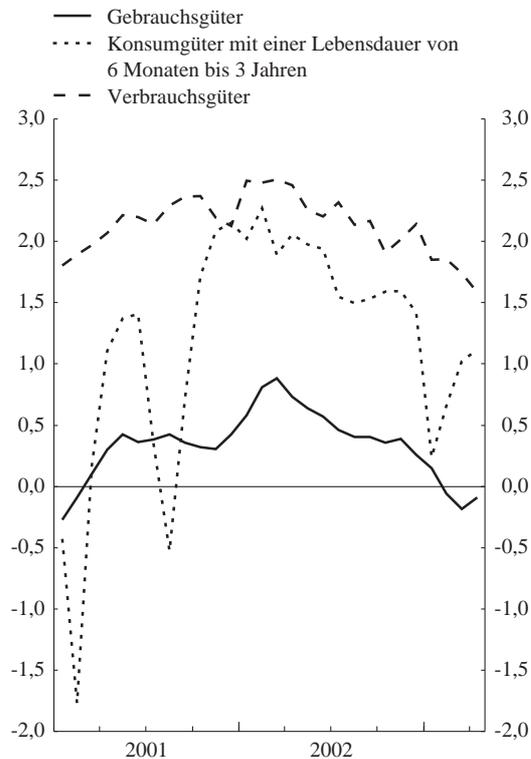
Der Anstieg der Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie stand im Gegensatz zu der seit Mitte 2002 verzeichneten allgemeinen Abwärtsbewegung. Diese Zunahme war im Wesentlichen auf die Erhöhung der Teuerung bei den Dienstleistungspreisen von 2,6 % im März auf 2,9 % im April zurückzuführen. Bei dieser Komponente wurde somit erstmals seit August 2002 wieder ein Anstieg verzeichnet. Dieser liegt vor allem in der Entwicklung der Preise für Pauschalreisen und – in geringerem Maße – der Preise im Reiseverkehr allgemein begründet, da die Osterferien in diesem Jahr sehr spät lagen. Aus diesem Grund signalisiert die Erhöhung im April nicht

unbedingt ein Ende des Abwärtstrends bei den Inflationsraten der Dienstleistungspreise. Insbesondere die niedrigeren Ölpreise und die Aufwertung des Euro dürften sich hier günstig auswirken, und zwar hauptsächlich durch ihren Effekt auf die Preise für Transportdienstleistungen.

Was die übrigen Komponenten betrifft, so legte die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel vor allem aufgrund des Anstiegs der Jahresrate der Preise für Tabakwaren leicht zu, und zwar von 3,3 % im März auf 3,4 % im April. Die Teuerungsrate der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie blieb im April unverändert bei 0,8 %, wohinter sich aber gegenläufige Effekte bei einigen Unterpositionen verbergen. Längerfristig betrachtet geht die Jahresänderungs-

Abbildung 31
Entwicklung der Preise für
Industrierzeugnisse (ohne Energie) im
Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

rate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie allerdings seit Anfang 2002 zurück. Dies spiegelt vor allem das Nachlassen der indirekten Effekte vorangegangener Importpreissteigerungen und den von der Aufwertung des Euro ausgelösten Abwärtsimpuls wider. Die Abwärtsbewegung war breit angelegt, wie aus der Aufschlüsselung dieser Komponente nach den Preisen von Gebrauchsgütern, Konsumgütern mit einer Lebensdauer von 6 Monaten bis 3 Jahren und Verbrauchsgütern hervorgeht (siehe Abbildung 31). Der Kursanstieg des Euro dürfte in naher Zukunft weiteren Abwärtsdruck auf diese Komponente ausüben. Es ist zu beachten, dass der starke Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie zwischen Dezember 2002 und Januar 2003 in engem Zusammenhang mit der gedämpften Binnennachfrage stand, die während des Winterschlussverkaufs zu einem aggressiven Preiskampf führte. Anfang 2003 wurden daher bei den Bekleidungspreisen stärkere Preisnachlässe angeboten als in den Jahren zuvor.

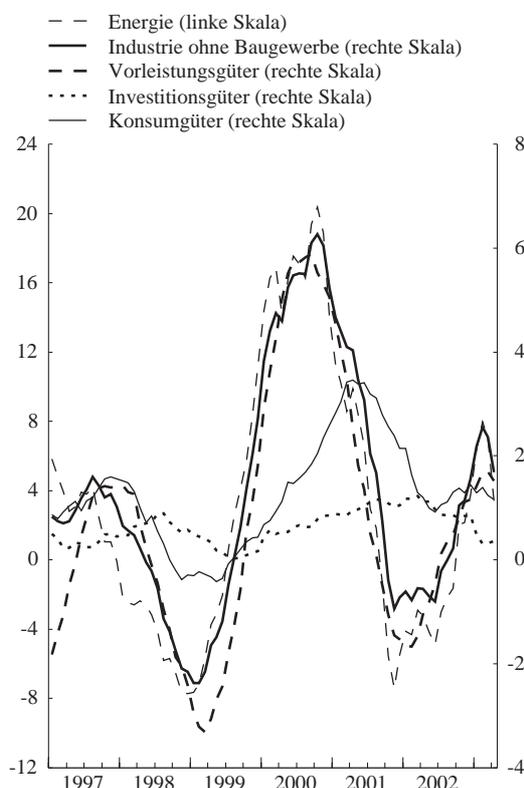
Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise im April weiter rückläufig

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet ging von 2,4 % im März auf 1,7 % im April zurück (siehe Abbildung 32). Diese Entwicklung wurde hauptsächlich von einer niedrigeren Steigerungsrate der Energiepreise getragen (3,4 % im April gegenüber 7,0 % im März), die auf den seit Mitte März zu verzeichnenden Rückgang der Ölpreise zurückzuführen ist. Die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise ohne Energie fiel nur geringfügig (um 0,1 Prozentpunkte) auf 1,1 %, und zwar aufgrund eines leicht verlangsamten Preisanstiegs bei den Vorleistungsgütern.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so deuten die aus Umfragen gewonnenen Indikato-

Abbildung 32 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

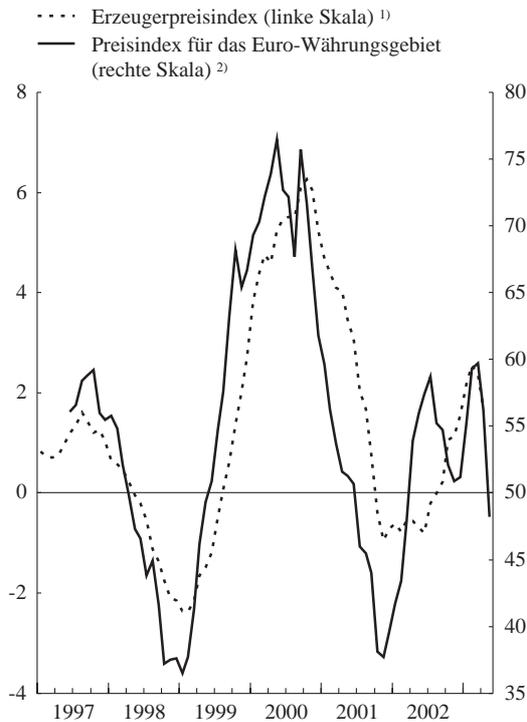


Quelle: Eurostat.

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

ren auf eine weitere Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Erzeugerpreise hin. Der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index fiel im Mai auf 48,2 Zähler, verglichen mit 56,2 Indexpunkten im April, und verzeichnete damit den ersten Rückgang seit März 2002 (siehe Abbildung 33). Diese Entwicklung dürfte im Wesentlichen auf die wegen der schwachen Nachfrage sinkenden Rohstoffpreise im verarbeitenden Gewerbe und die infolge der Euro-Aufwertung niedrigeren Öl- und Importpreise zurückzuführen sein.

Abbildung 33
Erzeugerpreise insgesamt und
Vorleistungspreise im verarbeitenden
Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet
 (Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

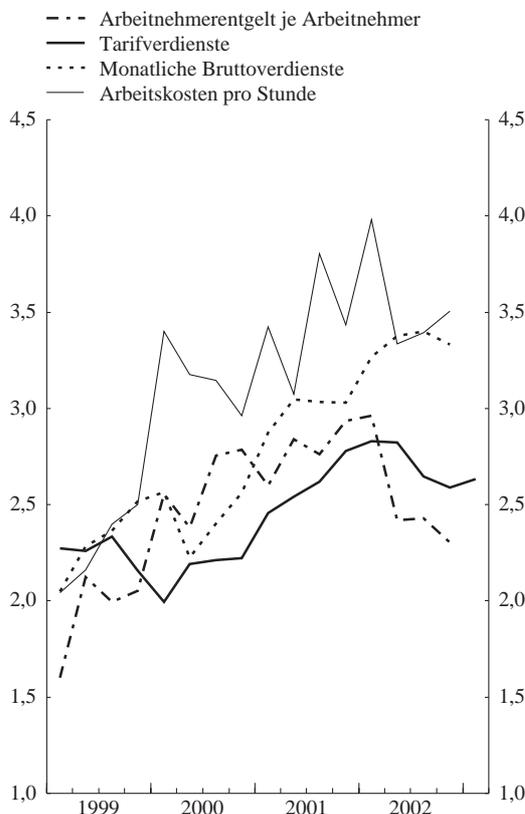
- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang. In den Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet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

Jahreswachstum des
Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer
im vierten Quartal 2002 leicht
vermindert

Die meisten Indikatoren für das Wachstum der Arbeitskosten wiesen im Verlauf des Jahres 2002 Anzeichen einer Stabilisierung auf. (Eine detailliertere Beschreibung dieser Indikatoren findet sich in Kasten 4 zur Entwicklung der Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum von 1999 bis 2002.) Auf der Grundlage der dritten Veröffentlichung der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das vierte Quartal 2002 wird die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je

Arbeitnehmer im letzten Quartal 2002 jetzt auf 2,3 % geschätzt, was gegenüber 2,4 % im dritten Quartal einen leichten Rückgang darstellt (siehe Abbildung 34). Aus den aktuellen Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren für das vierte Quartal 2002 geht hervor, dass die Abwärtsbewegung sektorübergreifend breit gestreut war (siehe Abbildung 35). Im Jahr 2002 insgesamt stieg das Entgelt der Arbeitnehmer, die in den Wirtschaftszweigen Landwirtschaft, Industrie ohne Baugewerbe und Baugewerbe beschäftigt sind, um 3,3 %, 3,0 % bzw. 3,3 %. Die Jahreswachstumsraten des Dienstleistungssektors lagen mit 2,2 % bis 2,4 % deutlich unter diesem Niveau. Damit betrug die Vorjahrsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2002 insgesamt 2,5 % gegenüber 2,8 % im Jahr 2001.

Abbildung 34
Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren
für das Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)

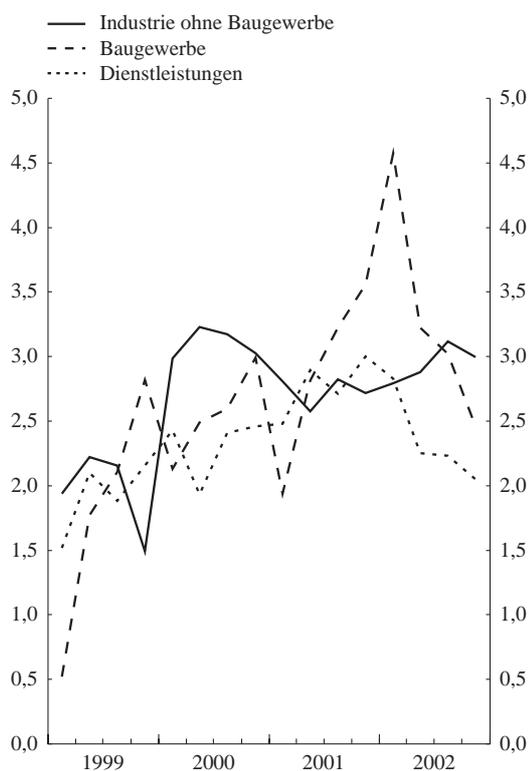


Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Die Jahresänderungsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nicht landwirtschaftlichen Gewerbe erhöhte sich im vierten Quartal weiterhin leicht (auf 3,5 %), nachdem sie zu Beginn des Jahres 2002 stark gefallen war. Im Gegensatz dazu – aber stärker im Einklang mit den jüngsten Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer – wies die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste im vierten Quartal eine leichte Abwärtsbewegung auf. Das Wachstum der Tarifverdienste blieb im vierten Quartal 2002 und im ersten Quartal 2003 weitgehend unverändert, nachdem es im dritten Quartal letzten Jahres gesunken war.

Abbildung 3 5 Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität erholte sich im Jahr 2002 hauptsächlich aufgrund der Entwicklung in der Industrie ohne Baugewerbe, die stärker den konjunkturellen Schwankungen unterliegt (siehe auch Abschnitt 3). Aufgrund dieser Erholung verlangsamte sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten im Vorjahresvergleich von 1,8 % im dritten Quartal auf 1,3 % im vierten Quartal. Für 2002 insgesamt verminderte sich die Zunahme der Lohnstückkosten auf 2,1 % (nach 2,7 % im Jahr 2001). Dieser Rückgang war sektorübergreifend breit gestreut. Eine Ausnahme bildet der Wirtschaftszweig Finanzierung und Unternehmensdienstleister, in dem das Wachstum der Lohnstückkosten 2002 etwas höher war als 2001.

Teuerung im Euroraum dürfte sich bald abschwächen

Nachdem die Teuerung im Mai auf 1,9 % geschätzt wurde, dürften sich die Teuerungsraten auf kurze Sicht wohl um diesen Wert herum bewegen. Für 2004 wird ein deutlicher Rückgang der Inflationsraten aufgrund günstiger Importpreistrends, die die Ölpreisentwicklung und die Euro-Wechselkurssteigerung widerspiegeln, erwartet, zumal sich auch der inländische Preisdruck im Gefolge einer moderaten wirtschaftlichen Erholung abschwächen dürfte. Diese Prognose setzt ebenfalls voraus, dass im nächsten Jahr weiterhin Lohnzurückhaltung geübt wird. Zusammen mit Produktivitätsgewinnen dürfte dies zu einem verlangsamten Anstieg der Lohnstückkosten führen. Weitere Einzelheiten finden sich in Abschnitt 5 dieses Monatsberichts („Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“).

Kasten 4

Vergleich der verfügbaren Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet: konzeptionelle Unterschiede und deren Entwicklung im Zeitraum von 1999 bis 2002

In diesem Kasten werden einige der wichtigsten Merkmale der für den Euroraum verfügbaren Arbeitskostenindikatoren untersucht. Dadurch soll versucht werden, eine gründliche Einschätzung zu liefern, wie sich diese Indikatoren insbesondere in der Zeit von 1999 bis 2002 entwickelt haben.

Verfügbare nominale Arbeitskostenindikatoren für das Eurogebiet

Im Rahmen ihrer regelmäßigen Analyse der Indikatoren für (künftige) Inflationsbelastungen berichtet die EZB in ihrem Monatsbericht über aktuelle Entwicklungen der vier verfügbaren Indikatoren für die nominalen Arbeitskosten im Euro-Währungsgebiet: das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, die monatlichen Bruttoverdienste, den von der EZB erstellten Index der Tarifverdienste und die Arbeitskosten pro Stunde. Diese Indikatoren stellen Messgrößen für das Wachstum der nominalen Arbeitskosten dar. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die ersten drei Indikatoren auf die Arbeitskosten je Beschäftigten beziehen, wohingegen der vierte Auskunft über die Arbeitskosten pro geleisteter Arbeitsstunde gibt. Ein weiterer häufig verwendeter Indikator sind die Lohnstückkosten, die als Quotient des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität (d. h. Produktionsleistung je Beschäftigten) berechnet werden und somit eine Messgröße für die Arbeitskosten bezogen auf die Herstellung einer standardisierten Produkteinheit darstellen. Dieser Indikator bleibt hier allerdings unberücksichtigt. Ein Überblick über die Hauptmerkmale der aktuellen Palette nominaler Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet findet sich in Tabelle A.

Wie in Tabelle A beschrieben unterscheiden sich die verfügbaren Indikatoren in Bezug auf die sektorale Erfassung und die Definition der Arbeitskosten, die sie messen. Diese Unterschiede muss man sich deutlich vor Augen führen, da mit ihrer Hilfe die Ursachen für auseinanderlaufende Entwicklungen herausgearbeitet werden können.

In der folgenden Abbildung werden die wesentlichen konzeptionellen Unterschiede zwischen den vier Arbeitskostenindikatoren zusammengefasst. Die Differenz zwischen den Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der monatlichen Bruttoverdienste kann auf Änderungen bei den Sozialbeiträgen der Arbeitgeber zurückzuführen sein. Darüber hinaus kann der Unterschied zwischen dem Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und dem Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde Änderungen in der Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden widerspiegeln.

Im Hinblick auf die sektorale Erfassung beispielsweise bezieht sich das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer auf die Entwicklung in allen Wirtschaftszweigen, wohingegen die Arbeitskosten pro Stunde, die monatlichen Bruttoverdienste und die Tarifverdienste derzeit *grundsätzlich* nur das nicht landwirtschaftliche Gewerbe abde-

Theoretische Verknüpfungen zwischen den Arbeitskostenindikatoren

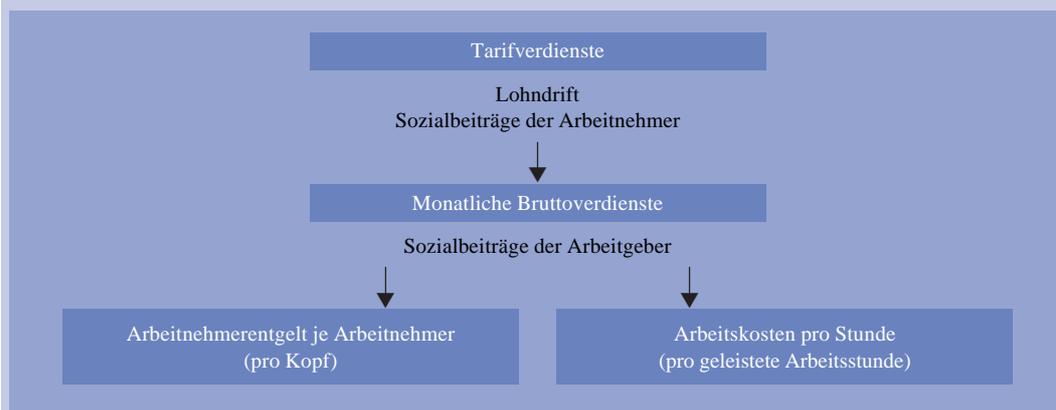


Tabelle A: Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

	Konzeptionelle Definition und Verfügbarkeit	Erfassung
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <i>(EZB-Berechnungen auf der Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Eurostat)</i>	<p>Arbeitnehmerentgelt insgesamt ¹⁾ dividiert durch die Anzahl der Arbeitnehmer insgesamt.</p> <p>Beinhaltet das direkte Einkommen der Arbeitnehmer (Löhne, Gehälter und Prämien aller Art) sowie das indirekte Entgelt (vom Arbeitgeber geleistete Sozialbeiträge).</p> <p>Stehen derzeit rund 100 Tage nach Ablauf des Berichtsquartals zur Verfügung. Allerdings wird eine verbesserte Aktualität angestrebt, wobei sich der zeitliche Abstand letztlich auf rund 70 Tage verringern dürfte.</p>	<p>Umfasst alle Wirtschaftszweige sowie alle Länder des Euroraums (vierteljährliche Schätzungen für fehlende Länder).</p>
Monatliche Bruttoverdienste <i>(Eurostat)</i>	<p>Verdienste insgesamt dividiert durch die Anzahl aller Arbeitnehmer.</p> <p>Zu den Verdiensten gehören alle Zahlungen an den Arbeitnehmer (Löhne, Gehälter und Prämien aller Art), aber nicht die vom Arbeitgeber geleisteten Sozialbeiträge.</p> <p>Verfügbar rund 80 Tage nach Ablauf des Berichtsquartals.</p>	<p>Umfasst vor allem das nicht landwirtschaftliche Gewerbe (d. h. der öffentliche Sektor wird nicht berücksichtigt) sowie alle Länder mit Ausnahme von Griechenland und Portugal. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen allerdings Unterschiede bei der sektoralen Erfassung.</p>
Index der Tarifverdienste <i>(EZB-Berechnungen)</i>	<p>Bezieht sich auf tarifvertragliche Lohn- und Gehaltssteigerungen (d. h. ohne Lohndrift).</p> <p>Wird von der fehlenden Harmonisierung in Bezug auf die Erfassung und Definition ²⁾ (Prämien sind nicht immer berücksichtigt) beeinträchtigt, liegt aber monatlich und sehr zeitnah vor.</p> <p>Verfügbar rund 70 Tage nach Ablauf des Berichtsquartals.</p>	<p>Erstellt von der EZB als der (gewichtete) Durchschnitt der nationalen Indizes.</p> <p>Umfasst vor allem das nicht landwirtschaftliche Gewerbe (der öffentliche Sektor wird in einigen Ländern allerdings berücksichtigt).</p>
Arbeitskosten pro Stunde (Arbeitskostenindex) <i>(Eurostat)</i>	<p>Gesamtarbeitskosten (d. h. Arbeitnehmerentgelt insgesamt) für alle Arbeitnehmer dividiert durch die Anzahl aller von diesen Arbeitnehmern gearbeiteten Stunden (einschließlich Überstunden).</p> <p>Wird derzeit von der fehlenden Harmonisierung sowie einigen statistischen Problemen beeinträchtigt, dürfte aber durch die allmähliche Umsetzung der Verordnung (EG) Nr. 450/2003 vom 27. Februar 2003 eine deutliche Verbesserung erfahren.</p> <p>Verfügbar rund 80 Tage nach Ablauf des Berichtsquartals.</p>	<p>Umfasst vor allem das nicht landwirtschaftliche Gewerbe sowie alle Länder mit Ausnahme von Griechenland (zwischen den einzelnen Ländern bestehen allerdings Unterschiede bei der sektoralen Erfassung).</p>

1) Das Arbeitnehmerentgelt insgesamt wird definiert als das Entgelt insgesamt (Geld- oder Sachleistungen), das vom Arbeitgeber an den Arbeitnehmer für die von diesem während des Abrechnungszeitraums geleistete Arbeit gezahlt wird. Es basiert auf den harmonisierten Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die die Ergebnisse der vierteljährlichen nationalen Lohnumfragen in Bezug auf einige Punkte (Schattenwirtschaft, die Nichtberücksichtigung kleiner Unternehmen im Erfassungsbereich der Umfrage, usw.) korrigieren sollen, indem unterschiedliche administrative Quellen und Schätzungen herangezogen werden. Da einige Angaben allerdings nur auf Jahresbasis vorliegen, werden die Quartalsreihen oftmals im Zuge der Veröffentlichung der jährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen korrigiert.

2) Während bei einigen Ländern die Angaben auf den Bestand aller bereits unterzeichneten und im Berichtszeitraum bestehenden Verträge beziehen, beziehen sie sich bei anderen Ländern lediglich auf die Veränderungen bezüglich der neuen in diesem Zeitraum unterzeichneten Verträge. Darüber hinaus gibt es Unterschiede bei der sektoralen Erfassung und der Behandlung von Prämien in den einzelnen Ländern. Irland, Griechenland, Luxemburg und Finnland werden nicht erfasst, und im Fall Frankreichs werden die monatlichen Bruttoverdienste als Ersatzindikator verwendet. Weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 5 „Analyse der Lohnentwicklung: ein Indikator für die Tarifverdienste“ im Monatsbericht von September 2002.

cken (rund 65 % aller Arbeitnehmer). Die genaue Erfassung unterscheidet sich allerdings von Land zu Land. Das bedeutet, dass die öffentlichen und auf den öffentlichen Sektor bezogenen Dienstleistungen (z. B. die öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht und Leistungen des Gesundheitssektors) sowie die Landwirtschaft im Allgemeinen in den drei letztgenannten Indikatoren nicht enthalten sind.

Entwicklung der Arbeitskostenindikatoren im Zeitraum von 1999 bis 2002

Von 1999 bis 2002 hat sich das Durchschnittswachstum aller vier Indikatoren in recht engem Abstand zueinander entwickelt, aber es besteht ein deutliches Gefälle zwischen dem Wachstum der Tarifverdienste und des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auf der einen Seite und dem Wachstum der monatlichen Bruttoverdienste und der Arbeitskosten pro Stunde auf der anderen Seite. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer stieg im Betrachtungszeitraum pro Jahr um durchschnittlich 2,5 %, was sehr deutlich mit dem durchschnittlichen Anstieg der Tarifverdienste in Höhe von 2,4 % in Einklang steht (siehe Tabelle B). Die durchschnittliche Steigerungsrate der anderen beiden Indikatoren, nämlich der monatlichen Bruttoverdienste (2,8 %) und der Arbeitskosten pro Stunde (3,1 %), lag im selben Zeitraum allerdings darüber. Diese divergierende Entwicklung wurde 2002 noch deutlicher. Während die Tarifverdienste und das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in etwa parallel anstiegen (im Durchschnitt um 2,7 % bzw. 2,5 %), überstieg die Wachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste und der Arbeitskosten pro Stunde die Rate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer um 0,8 bzw. 1,0 Prozentpunkte.

Tabelle B: Durchschnittliche Jahreswachstumsrate der nominalen Arbeitskostenindikatoren
(in %)

	1999	2000	2001	2002	Durchschnitt 1999-2002
Tarifverdienste	2,2	2,2	2,6	2,7	2,4
Monatliche Bruttoverdienste	2,3	2,4	3,0	3,3	2,8
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,9	2,6	2,8	2,5	2,5
Arbeitskosten pro Stunde	2,3	3,2	3,4	3,5	3,1
<i>nachrichtlich:</i>					
HVPI-Inflation	1,1	2,1	2,3	2,3	2,0

Berücksichtigung der Unterschiede bei den Arbeitskostenindikatoren

Diese Unterschiede können grundsätzlich entweder auf die abweichende sektorale Erfassung oder auf die oben genannten konzeptionellen Differenzen zurückzuführen sein, d. h. Änderungen der Sozialbeiträge der Arbeitgeber, Änderungen der Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden und Entwicklung der Lohndrift.

Erstens bleiben, was die sektorale Erfassung der Indikatoren betrifft, die Landwirtschaft und der nichtmarktbestimmte Sektor bei der Berechnung der monatlichen Bruttoverdienste unberücksichtigt. Aus den von Eurostat zur Verfügung gestellten Angaben zum Arbeitnehmerentgelt kann nun eine Untergliederung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach den wichtigsten Wirtschaftszweigen ermittelt werden.¹ Diese Angaben lassen den Schluss zu, dass die Nichtberücksichtigung der genannten Sektoren bei den monatlichen Bruttoverdiensten die höheren Wachstumsraten dieses Indikators verglichen mit dem Entgelt je Arbeitnehmer bei sonst gleichen Bedingungen nicht erklären kann, da die Lohnzuwächse im landwirtschaftlichen und im nichtmarktbestimmten Sektor (durchschnittlich 2,6 % für beide Sektoren von 1999 bis 2002) in etwa denen in den nichtlandwirtschaftlichen Wirtschaftszweigen entsprachen.

Zweitens umfasst das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, wie in der Abbildung dargestellt, auch die indirekten Arbeitskosten, hauptsächlich die von den Arbeitgebern geleisteten Sozialbeiträge. Diese Beiträge sind allerdings in den monatlichen Bruttoverdiensten und in den Tarifverdiensten nicht enthalten. Dies könnte ein wichtiger Grund für Abweichungen sein, da zahlreiche Euro-Länder – im Rahmen ihrer Politik zur Verbesserung der Beschäftigungsaussichten für gering qualifizierte Arbeitnehmer oder Niedriglohneempfänger – in den letzten Jahren drastische Kürzungen bei den Sozialbeiträgen der Arbeitgeber vorgenommen haben. Auf der Basis der

¹ Weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 6 „Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten in den Hauptsektoren des Euro-Währungsgebiets“ im Monatsbericht von März 2003.

Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen kann eine Einbeziehung der Entwicklung bei den Sozialbeiträgen der Arbeitgeber in der Tat dazu beitragen, die durchschnittliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im betrachteten Vierjahreszeitraum stärker mit der Rate der monatlichen Bruttoverdienste in Einklang zu bringen. Das verbleibende Gefälle zwischen den beiden Indikatoren dürfte in erster Linie auf statistische Differenzen sowie die fehlende Harmonisierung zwischen den für die monatlichen Bruttoverdienste verwendeten Länderangaben zurückzuführen sein.

Drittens dürfte sich die Spanne zwischen den Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitskosten pro Stunde im Zeitraum von 1999 bis 2002 auch durch Änderungen der üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden erklären lassen. Während das Arbeitnehmerentgelt um durchschnittlich 2,5 % gewachsen ist, betrug die Wachstumsrate der Arbeitskosten im Durchschnitt 3,1 %.² Die Verringerung der üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden geht zurück auf die in Frankreich seit 1999/2000 vorgenommene Senkung der gesetzlichen Arbeitszeit sowie den in vielen Ländern des Eurogebiets verzeichneten allmählichen Rückgang der tariflich vereinbarten Arbeitszeit. Darüber hinaus hat die ständige Zunahme der Teilzeitbeschäftigung, deren Tempo allerdings langsamer als zu Beginn der Neunzigerjahre war, ebenfalls zur Senkung der üblichen Arbeitszeit im Berichtszeitraum beigetragen.³ Durch die Berücksichtigung dieser Änderungen der üblicherweise geleisteten Arbeitsstunden, die durch die Arbeitskräfteerhebung der EU gemessen werden, kann ein Großteil dieses Unterschieds (rund 0,4 von 0,6 Prozentpunkten) zwischen dem Durchschnittswachstum der Arbeitskosten pro Stunde und dem des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erklärt werden. Der verbleibende Unterschied dürfte auf zusätzliche statistische Differenzen zwischen den Arbeitskosten pro Stunde und dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Zeitraum von 1999 bis 2002, die nur schwer zu interpretieren sind, zurückzuführen sein.

Abschließend kann, wie im Schaubild deutlich wird, die Berücksichtigung der Unterschiede zwischen den Indikatoren auch zur Schätzung der so genannten „Lohndrift“ dienen. Durch diese Größe wird dargestellt, inwieweit die tatsächlich gezahlten Löhne (üblicherweise als „Bruttolöhne“ bezeichnet) sich vom tariflich (oder individuell) ausgehandelten Lohn unterscheiden. Diese Lohndrift kann sich durch Prämien, Überstunden, Beförderungen usw. ergeben. In geringerem Maße kann sie auch eine Art Restausgleich für eine unerwartet hohe Teuerung umfassen, sofern dieser nicht bereits in den Vertragsvereinbarungen zur (teilweisen) Indexierung der Löhne und Gehälter an die nachträglich berücksichtigten Inflationsergebnisse enthalten ist, die dann Bestandteil des Tarifvertrags sind. Die Lohndrift kann entweder negativ oder positiv sein. Bei der Messung der Lohndrift im Euroraum müssen eine Reihe von statistischen Fragen geklärt werden, um die konzeptionelle Vergleichbarkeit zwischen dem Tariflohn und dem tatsächlichen Verdienst zu gewährleisten. Daher sind diese Ergebnisse mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren. Der Indikator der Tarifverdienste für das Euro-Währungsgebiet dürfte – abgesehen von der Einschränkung, dass nicht harmonisierte, aber weitgehend ähnliche nationale Angaben aggregiert werden – eine nützliche statistische Darstellung der Tarifabschlüsse sein. Der Indikator für das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gilt angesichts seiner größeren Verlässlichkeit als wichtigste Messgröße für den tatsächlichen Lohnzuwachs. Wie aus der Abbildung hervorgeht, sind die Unterschiede zwischen dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und den Tarifverdiensten teilweise auf Änderungen der von den Arbeitgebern bzw. Arbeitnehmern gezahlten Sozialbeiträge zurückzuführen. Korrigiert man die Schätzung anhand der vorliegenden Informationen aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen um diese Änderungen, so wird deutlich, dass die Lohndrift das Lohnkostenwachstum von 1999 bis 2002 im Durchschnitt um rund 0,4 Prozentpunkte erhöht hat. Darüber hinaus wies diese Größe im genannten Zeitraum einen sehr zyklischen Verlauf auf. Sie erreichte ihren Höchststand im Jahr 2000 und ging allmählich auf einen im Jahr 2002 leicht negativen Wert zurück.

2 „Kalendereffekte“ können zwar in einem bestimmten Jahr auch deutliche Auswirkungen auf den Jahresdurchschnitt der Arbeitskosten pro Stunde haben, aber es ist unwahrscheinlich, dass sie sich während des gesamten Zeitraums von 1999 bis 2002 auf das durchschnittliche Gefälle zwischen den beiden Indikatoren ausgewirkt haben. Darüber hinaus differieren diese beiden Indikatoren auch hinsichtlich ihrer sektoralen Erfassung, wiewohl – wie bereits erläutert – dieser Umstand offenbar keine große Rolle gespielt hat.

3 Die Tatsache, dass die Teilzeitbeschäftigung im Euroraum schneller wächst als die Vollzeitbeschäftigung, deutet üblicherweise auf ein rascheres Lohnwachstum pro Stunde als pro Beschäftigten hin.

In diesem Kasten wurde dargelegt, dass die Berücksichtigung konzeptioneller Differenzen zwischen den verfügbaren Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet das Verständnis der Entwicklung dieser Indikatoren im Berichtszeitraum erleichtern kann. Allerdings erfordern die verbleibenden statistischen Differenzen und die Schwachstellen einiger Indikatoren insbesondere im Bereich der Harmonisierung eine gewisse Vorsicht bei der Interpretation der Abweichungen in den kurzfristigen Entwicklungen der einzelnen Indikatoren. Durch Verbesserungen hinsichtlich der Verfügbarkeit der Daten zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer sowie die geplanten Anpassungen bei den Arbeitskosten pro Stunde wird eine genauere Analyse der Entwicklung der Arbeitskosten im Euro-Währungsgebiet ermöglicht.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Nullwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal 2003

Nach der ersten Schätzung von Eurostat, die am 5. Juni veröffentlicht wurde, lag das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet im ersten Vierteljahr 2003 im Quartalsvergleich bei null (siehe Tabelle 8). Dieses Ergebnis entspricht der Mitte Mai veröffentlichten Vorausschätzung (ausführlichere Informationen finden sich in Kasten 5). Ferner bestätigte die erste Schätzung auch die vierteljährliche Wachstumsrate von 0,1 % für das Schlussquartal 2002. Sie weist damit auf eine weitere leichte Abschwächung der Gesamtkonjunktur zwischen dem vierten Quartal des letzten Jahres und dem ersten Vierteljahr dieses Jahres hin.

Eine Aufschlüsselung des realen BIP zeigt, dass die privaten Konsumausgaben der Schätzung zufolge im ersten Quartal 2003 etwas weniger stark zugenommen haben als im Schlussquartal 2002 und dass die Anlageinvestitionen nach einer leichten Steigerung im Vorquartal erneut drastisch zurückgegangen sind. Des Weiteren war ein geringerer Wachstumsbeitrag des Außenhandels zu verzeichnen. Zwar nahmen die Importe gegenüber dem Vorquartal etwas langsamer zu, doch waren die Exporte stärker rückläufig als zuvor. Allerdings wurden diese negativen Auswirkungen auf das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im ersten Quartal durch den deutlich gestiegenen Beitrag der Vorratsveränderungen nahezu ausgeglichen.

Tabelle 8

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

Kasten 5

Neue Schnellschätzungen zum vierteljährlichen realen BIP im Euro-Währungsgebiet

Am 15. Mai 2003 veröffentlichte Eurostat erstmals eine Schnellschätzung zum BIP im Euro-Währungsgebiet und in der EU, die sich auf die Entwicklung im ersten Quartal 2003 bezieht. Solche Vorausschätzungen liefern Informationen über die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP insgesamt. Im vorliegenden Kasten werden die Gründe für die Erstellung der Schnellschätzungen sowie die zugrunde liegende Schätzmethodik erörtert. Wie im Folgenden dargelegt, liefern Vorausschätzungen zum BIP nützliche Zusatzinformationen für die Analyse der Konjunktorentwicklung im Euroraum.

BIP-Schnellschätzungen erhöhen die Verfügbarkeit von Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet zum Zweck der Konjunkturanalyse. Grundlage der Veröffentlichung solcher Vorausschätzungen ist der Aktionsplan zu den statistischen Anforderungen in der WWU (Aktionsplan der WWU) vom September 2000, der von der Europäischen Kommission (Eurostat) in enger Zusammenarbeit mit der EZB erstellt wurde. Mit einer Veröffentlichungsfrist von 45 bis 48 Tagen nach Ende des Referenzquartals liegt der Herausgabe von Vorausschätzungen zum BIP im Euro-Währungsgebiet ein ähnlicher Zeitplan zugrunde wie den Datenveröffentlichungen in einer Reihe von Euro-Ländern. Damit ist das Ziel „*First for Europe*“ einen bedeutenden Schritt näher gerückt¹. Darüber hinaus bewegen sich damit die Statistiken für den Euroraum im Hinblick auf ihre Aktualität weiter auf die Verhältnisse im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten zu, wo vorläufige Schätzungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach 30 Tagen bekannt gegeben werden.

Hinsichtlich der zugrunde liegenden Methodik wendet Eurostat bei den BIP-Schnellschätzungen dasselbe Verfahren an wie für die traditionellen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Eurogebiet. Eurostat verwendet von den Mitgliedstaaten übermittelte Daten, die aus zwei Elementen bestehen: erstens dem jährlichen BIP für das Euro-Währungsgebiet, welches die Summe der nationalen Bruttoinlandsprodukte der zwölf Euro-Länder darstellt, und zweitens den für eine begrenzte Zahl von Mitgliedstaaten verfügbaren Quartalsdaten, aus denen Informationen über den vierteljährlichen Verlauf der Datenreihen gewonnen werden. Genauer gesagt wird eine Regression zwischen dem jährlichen BIP für den Euroraum und den vierteljährlichen Indikatoren durchgeführt. Aus dem geschätzten Verhältnis wird eine vierteljährliche Datenreihe für das BIP des Eurogebiets abgeleitet. Bei den Schnellschätzungen zum BIP im Euroraum setzen sich diese vierteljährlichen Indikatoren aus ersten Ergebnissen, die von den nationalen Statistikämtern in Deutschland, Griechenland, Italien und den Niederlanden (die rund 55 % des euroraumweiten BIP erwirtschaften) vorgelegt werden, und aus anderen relevanten Indikatoren, vor allem den Indizes der Industrieproduktion für Frankreich und Spanien, zusammen.

Die Zuverlässigkeit der neuen BIP-Schnellschätzungen für den Euroraum hängt von zwei Faktoren ab: erstens von der Verlässlichkeit der nationalen Vorausschätzungen und zweitens vom Grad der Übereinstimmung des anhand der nationalen Vorausschätzungen sowie der französischen und spanischen Indikatoren abgeleiteten vierteljährlichen Verlaufsmusters mit der euroraumweiten Entwicklung des BIP. Was den ersten Punkt betrifft, so wird eine höhere Aktualität der nationalen BIP-Schnellschätzungen im Vergleich zu den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen dadurch erreicht, dass eine geringere Anzahl von Daten als Grundlage herangezogen wird. Bislang sind die entsprechenden Ergebnisse zufrieden stellend. Allerdings werden nationale Vorausschätzungen generell erst seit relativ kurzer Zeit veröffentlicht, und es ist noch zu früh, um die Genauigkeit dieser Daten zuverlässig beurteilen zu können. Was den zweiten Punkt angeht, so wird sich der Erfassungsgrad der Vorausschätzungen für das Euro-Währungsgebiet erhöhen, wenn weitere Länder wie vorgesehen ihre Ergebnisse rechtzeitig für die euroraumweite Schätzung veröffentlichen. Um die Zuverlässigkeit der Schnellschätzungen für das Eurogebiet zu prüfen, hat Eurostat eine Reihe von Simulationsrechnungen durchgeführt. Im Zeitraum vom vierten Quartal 2000 bis zum vierten Quartal 2002 hätte die Differenz beim vierteljährlichen BIP-

¹ Siehe den Artikel „Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für das Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 2003.

Wachstum zwischen der Schnellschätzung und den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen demnach nicht mehr als 0,1 Prozentpunkte betragen. Bei der jüngsten Veröffentlichung stimmte die in der Vorausschätzung drei Wochen vorher angegebene Wachstumsrate des BIP mit den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das erste Quartal 2003 sogar überein.

Vorausschätzungen zum BIP bilden zwar eine willkommene Ergänzung zu den Wirtschaftsstatistiken für das Euro-Währungsgebiet, sollen jedoch die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum nicht ersetzen. Zum einen lassen sich Informationen über die Zusammensetzung des BIP-Wachstums nach wie vor nur aus den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, d. h. etwa 65 bis 70 Tage nach dem Ende des Referenzquartals, gewinnen. Statistische Angaben aus nationalen Quellen oder euroraumweiten Indikatoren, mit denen die BIP-Komponenten zu einem früheren Zeitpunkt mit hinreichender Zuverlässigkeit geschätzt werden könnten, sind bislang nicht verfügbar. Zum anderen liefern Schnellschätzungen zum BIP im Gegensatz zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen keine Informationen über Datenrevisionen für zurückliegende Quartale.

Dieser ungewöhnlich hohe Wachstumsbeitrag (0,5 Prozentpunkte im ersten Vierteljahr 2003) steht in Einklang mit der Trendwende bei der Lagerhaltung. Nachdem in den letzten eineinhalb Jahren ein anhaltender Lagerabbau zu beobachten war, werden die Vorräte nun wieder aufgestockt. Allerdings ist die jüngste Entwicklung der Vorratsinvestitionen mit Vorsicht zu interpretieren, da die Angaben zu den Vorratsveränderungen erfahrungsgemäß in späteren Ergebnisveröffentlichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen noch merklich korrigiert werden können. Voraussetzung für einen in Zukunft anhaltend positiven Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen dürfte das weitere Abklingen der Unsicherheit über die Aussichten für die Inlands- und Auslandsnachfrage sein (zur konjunkturellen Bedeutung der Vorratsveränderungen siehe Kasten 6).

Der sich aus der Schätzung ergebende Eindruck eines nach wie vor schwachen vierteljährlichen Wachstums des realen BIP im ersten Quartal des laufenden Jahres steht nicht ganz im Einklang mit den zuvor veröffentlichten monatlichen Angaben. Die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet (ohne Baugewerbe) stieg im ersten Vierteljahr um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im Schlussquartal 2002 um 0,2 % gesunken war (siehe Tabelle 9). Dieser Anstieg ist allerdings in erster Linie auf die starke Erhöhung im Januar zurückzuführen. Die Januar-

Zahlen dürften jedoch nach oben verzerrt worden sein, weil die Standardbereinigungsverfahren die Ende letzten Jahres aufgetretenen Kalendereffekte nicht ganz ausschalten konnten. Da die Industrieproduktion im März 2003 drastisch zurückging, hätte sich bei einem glatteren Verlauf im Zweimonatszeitraum von Dezember bis Januar wahrscheinlich eine Abnahme statt eines Anstiegs des vierteljährlichen Produktionswachstums zwischen dem Schlussquartal 2002 und dem ersten Vierteljahr 2003 ergeben. Im März war der Rückgang der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Vergleich zum Vormonat über alle industriellen Hauptgruppen hinweg zu beobachten. Besonders ausgeprägt war er in der Investitionsgüterindustrie und im Energiebereich.

Wie in der Industrieproduktion war auch im Einzelhandel nach der negativen Entwicklung im Schlussquartal 2002 eine positive Wachstumsrate im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres zu verzeichnen. Dahinter verbargen sich jedoch ebenfalls ein gegenüber dem Vormonat ungewöhnlich kräftiger Anstieg im Januar und erneut rückläufige Einzelhandelsumsätze im Februar und März. Die jüngsten Angaben lassen daher nicht auf eine Trendwende bei den Konsumausgaben der privaten Haushalte nach dem Jahreswechsel schließen. Anders als im Einzelhandel war bei den Pkw-Neuzulassungen im vierten Quartal 2002 ein positives und im ersten Vierteljahr 2003 ein negatives Wachs-

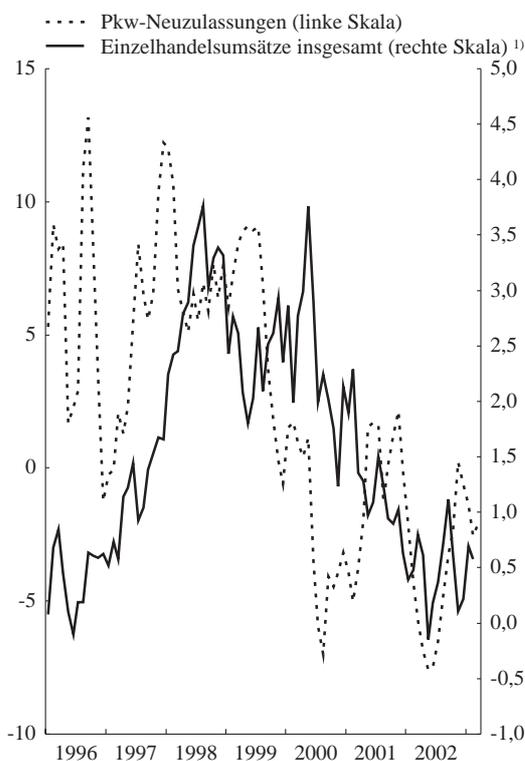
tum im Quartalsvergleich zu verzeichnen. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war vor allem das Auslaufen von Steueranreizen, die Ende letzten Jahres in Italien eingeführt worden waren. Ein Großteil des weiteren Rückgangs der Pkw-Zulassungen im April 2003 dürfte ebenfalls auf dieses Konto gehen. Im Vorjahrsvergleich blieb das Wachstum sowohl bei den Einzelhandelsumsätzen als auch bei den Pkw-Neuzulassungen am Ende des ersten und zu Beginn des zweiten Quartals relativ schwach (siehe Abbildung 36).

Umfrageergebnisse deuten auf anhaltende Schwäche im zweiten Quartal 2003 hin

Die Ergebnisse von Erhebungen im verarbeitenden Gewerbe lassen darauf schließen, dass die konjunkturelle Entwicklung in der Industrie auch über das erste Quartal hinaus schwach blieb. Zwar dürfte die Unsicherheit im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen nach dem Ende des Militäreinsatzes im Irak teilweise abgeklungen sein, doch hatte dies offenbar keine nachhaltigen Auswirkungen auf die Bewertung der Geschäftslage in der Industrie. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie blieb im

Abbildung 36 Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

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



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

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Tabelle 9

Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Tabelle 10**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2002 Dez.	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März	2003 April	2003 Mai
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	-2,9	-1,7	0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-0,2	-0,2	0,1	-0,6	0,3	-0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	3	1	-3	-8	-5	-7	-8	-10	-8	-9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-2	-4	-3	-4	-3	-4	-3	-4	-4	-5	-5	-6
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	3	-2	-3	0	-2	-1	0	0	0	-2
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-11	-10	-8	-10	-9	-12	-6	-11	-10	-7
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	10	-5	-19	-15	-21	-24	-25	-25	-24	-24	-27	-24	-22
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5	-0,7
Kapazitätsauslastung (%)	84,4	82,9	81,4	81,4	81,5	81,5	81,1	-	81,3	-	-	80,8	-

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

April 2003 unverändert, war jedoch im Mai wieder rückläufig (siehe Tabelle 10). Seit Ende vergangenen Jahres ist damit im Großen und Ganzen ein Abwärtstrend zu beobachten. Der Rückgang im Mai rührte von einer erneuten Eintrübung der Produktionserwartungen her, die sich im April vorübergehend etwas aufgehellt hatten. Die Beurteilung der Auftragslage insgesamt war im Mai unverändert. Dahinter verbirgt sich jedoch eine weiter verschlechterte Bewertung der Bestellungen aus dem Ausland (sowohl aus anderen Euro-Ländern als auch aus Drittländern). Diese Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass sich nach dem partiellen Abklingen der geopolitischen Unsicherheit jetzt wieder die grundlegenden wirtschaftlichen Bedingungen auf die Entwicklung des Unternehmervertrauens auswirken.

Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe war im Mai 2003 weiter rückläufig. Er sank auf 46,8 Indexpunkte und lag damit deutlich unter der Schwelle, die ein Nullwachstum der Produktion in die-

sem Sektor signalisiert. Dies war der dritte Rückgang in Folge, und die jüngste Entwicklung deutet für das zweite Quartal auf eine konjunkturelle Abschwächung in der Industrie hin (siehe Abbildung 37). Die Verschlechterung des Einkaufsmanager-Index im Mai war über alle Teilkomponenten hinweg zu beobachten. Dabei machte die Abnahme des Neugeschäfts, die offenbar vor allem auf den dämpfenden Einfluss der Euro-Aufwertung auf die Exportnachfrage zurückzuführen war, fast die Hälfte des Rückgangs des Gesamtindex aus.

Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für das Baugewerbe sank im Mai geringfügig, nachdem er in den beiden vorangegangenen Monaten unverändert geblieben war. Die Korrelation dieses Indikators mit der tatsächlichen Entwicklung ist jedoch nicht hoch genug, um anhand der Ergebnisse für einzelne Monate eindeutige Rückschlüsse ziehen zu können. Die Stimmung im Dienstleistungssektor hellte sich in erster Linie aufgrund der optimistischeren Einschätzung

des Geschäftsklimas leicht auf. Obwohl sich die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Nachfrage etwas verbesserten, konnte dadurch die drastische Stimmungseintrübung in den ersten Monaten dieses Jahres nicht wettgemacht werden.

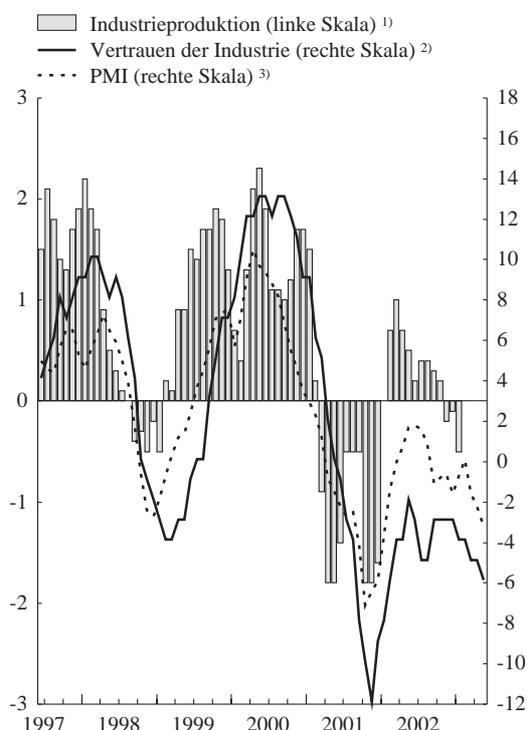
Angesichts der geopolitischen Unsicherheit hatten sich die Erwartungen der privaten Haushalte mit Blick auf die allgemeine Wirtschaftslage Anfang 2003 verschlechtert, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher war im ersten Quartal weiter gesunken. Das Ende der militärischen Auseinandersetzungen im Irak und das damit ver-

bundene Nachlassen der geopolitischen Unsicherheit führte jedoch nicht zu einer nachhaltigen Erholung des Verbrauchervertrauens, das nach einem leichten Anstieg im April im Folgemonat wieder zurückging. So fielen insbesondere die Erwartungen zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit wieder viel pessimistischer aus. Zudem war bei der Einschätzung der künftigen allgemeinen Wirtschaftsentwicklung eine partielle Umkehr der zuvor beobachteten Verbesserung festzustellen. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass die geopolitische Unsicherheit zwar etwas abgenommen haben dürfte, die binnenwirtschaftlichen Fundamentalfaktoren (wie z. B. die schlechteren Bedingungen am Arbeitsmarkt) sich jedoch weiterhin auf die Stimmung der privaten Haushalte auswirken. Im Gegensatz zum Haushaltssektor ist das Stimmungsbarometer im Einzelhandel im Mai weiter leicht gestiegen. Angesichts der weitaus größeren monatlichen Volatilität dieses Indikators ist es jedoch noch zu früh, um daraus positive Signale für den Einzelhandel und die privaten Konsumausgaben abzuleiten.

Abbildung 37

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

(Monatswerte)



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

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

Anhaltende Flaute am Arbeitsmarkt

Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im April 2003 bei 8,8 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert. Eine Aufschlüsselung nach Altersgruppen zeigt, dass die Quote bei den über 25-Jährigen im April etwas gestiegen ist, während bei den unter 25-Jährigen keine Änderung zu verzeichnen war (siehe Tabelle 11). Gleichzeitig mit der Veröffentlichung der April-Daten wurden die Angaben zur Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet für das Jahr 2002 und das erste Quartal 2003 gegenüber der vorherigen Schätzung um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Das grundlegende monatliche Verlaufsmuster blieb davon jedoch unberührt. Hinter der gleich gebliebenen Arbeitslosenquote im April verbirgt sich eine weitere Zunahme der absoluten Zahl der Arbeitslosen, die allerdings mit 70 000 etwas geringer ausfiel als in den Monaten von Januar bis März 2003, als jeweils etwa 100 000 Arbeitslose mehr verzeichnet worden waren.

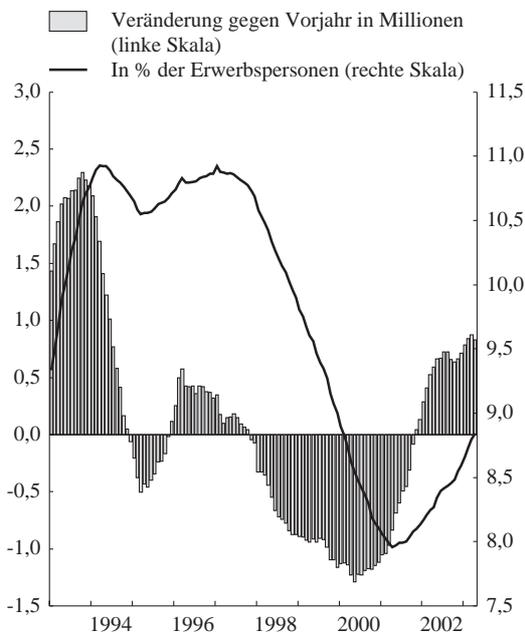
Im Vorjahrsvergleich beschleunigte sich der Anstieg der Arbeitslosenzahl weiter; im April betrug die Zunahme 870 000 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum (siehe Abbildung 38).

Wie bereits in der letzten Ausgabe des Monatsberichts dargelegt, blieb die Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet während der zweiten Jahreshälfte 2002 weitgehend unverändert (siehe Tabelle 12). Die für das erste Quartal 2003 verfügbaren nationalen Statistiken lassen darauf schließen, dass der Beschäftigungszuwachs im Euroraum auch nach dem Jahreswechsel verhalten blieb. Dies stünde im Einklang mit der lahmen Konjunktur im Schlussquartal des vergangenen und im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres. So belief sich der vierteljährliche Produktivitätszuwachs im vierten Quartal 2002 auf null, nachdem schon in den Quartalen davor ein nur geringfügiges Wachstum verzeichnet worden war (siehe Abbildung 39). In Anbetracht der nach wie vor großen Unsicherheit über die Nachfrageaussichten könnten die Unternehmen zur Wiederherstellung ihrer Produktivität verstärkt Arbeitsplätze abgebaut haben. In der Industrie (ohne Baugewerbe), die in der Regel stärker von der Entwicklung der Auslandsnachfrage abhängig ist, dürfte der Druck auf die Unternehmen, ihre Produktivität wiederherzustellen, infolge der Aufwertung des Euro noch höher gewesen sein.

Den Umfrageergebnissen zufolge kam es zwischen dem vierten Quartal 2002 und dem ersten Quartal 2003 zu einer leichten Verbesserung der Beschäftigungssituation, doch

Abbildung 38 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

lassen die Angaben für April und Mai darauf schließen, dass sich der positive Trend nicht bis ins zweite Quartal hinein fortgesetzt hat. Im verarbeitenden Gewerbe verzeichnete der PMI-Teilindex für die Beschäftigung im Mai einen kräftigen Rückgang und lag mit 45,1 Indexpunkten auf dem niedrigsten Stand seit Ende 2001/Anfang 2002. Die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen, die im April und Mai 2003 negativer ausfielen als im Durchschnitt des ersten

Tabelle 11 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

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

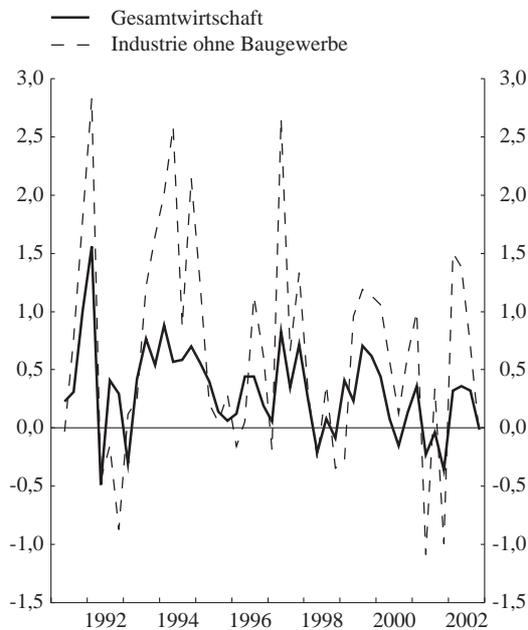
Quelle: Eurostat.

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

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

Abbildung 39 Arbeitsproduktivität im Euro- Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Quartals dieses Jahres, deuten für das zweite Vierteljahr auf einen stärkeren Rückgang des

Beschäftigungswachstums in der Industrie sowohl im Vorjahresvergleich als auch im Quartalsvergleich hin (siehe Abbildung 40). Im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor wiesen die Beschäftigungserwartungen einen ähnlichen Verlauf auf: Nach einer leichten Verbesserung im ersten Quartal kam es zu einer erneuten Verschlechterung im Zeitraum von April bis Mai. Dagegen sind die Erwartungen zur Beschäftigungsentwicklung im Einzelhandel im April und Mai dieses Jahres leicht gestiegen, nachdem sie im ersten Quartal weiter zurückgegangen waren (siehe Abbildung 41). Alle Indikatoren der Beschäftigungserwartungen liegen derzeit deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt und deuten auf weiterhin gedämpfte Aussichten für die Beschäftigung hin.

Ausgehend von niedrigem Konjunkturniveau besteht weiterhin Aussicht auf leichte Belebung

Die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets entwickelte sich im ersten Quartal 2003 weiter schwach, und die Umfrageergebnisse las-

Tabelle 12 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

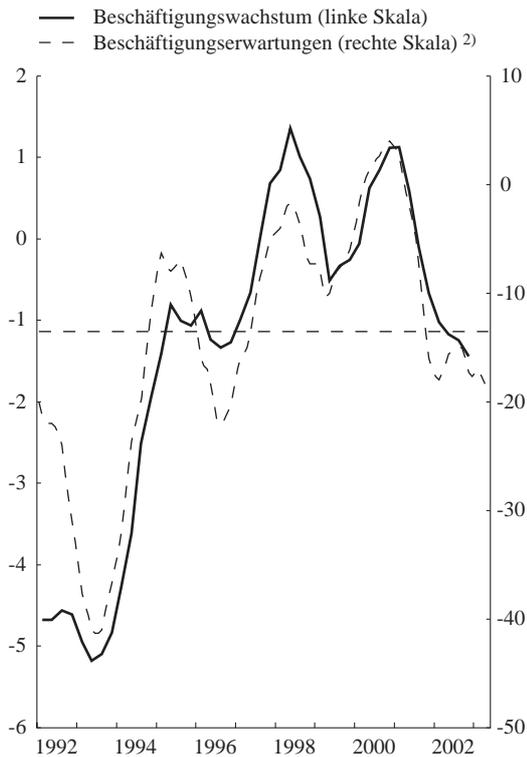
3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.

5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.

Abbildung 40
Beschäftigungswachstum und
Beschäftigungserwartungen in der
Industrie des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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



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

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

- 1) Ohne Baugewerbe.
- 2) Die Beschäftigungserwartungen beziehen sich nur auf das verarbeitende Gewerbe.

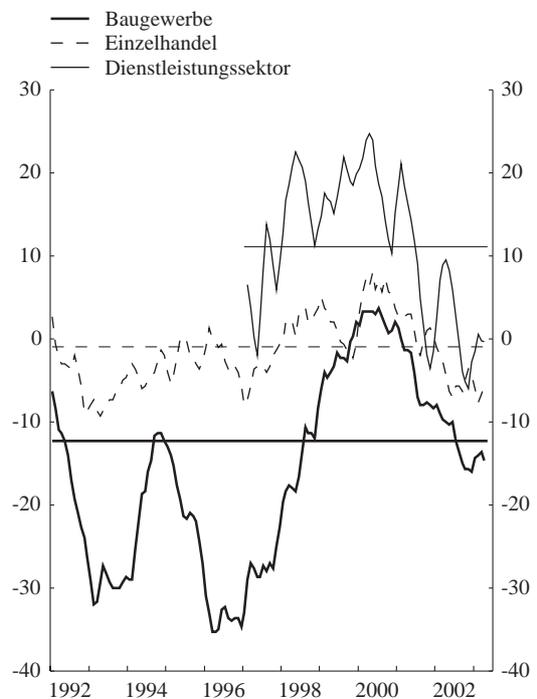
sen darauf schließen, dass diese Schwäche sich auch ins zweite Quartal hinein fortgesetzt hat.

In der zweiten Jahreshälfte jedoch dürfte eine Reihe von Faktoren dem Wirtschaftswachstum förderlich sein. Hierzu zählen die erwartete Belebung der Auslandsnachfrage, die alles in allem die dämpfenden Auswirkungen der Aufwertung des Euro ausgleichen sollte. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite dürften die privaten Konsumausgaben im Einklang mit dem Wachstum des verfügbaren Realeinkommens – gestützt durch die positiven Terms-of-Trade-Effekte – zunehmen. Die Anlageinvestitionen dürften durch die niedrigen

Zinssätze und von der Auslandsnachfrage ausgehende Impulse angekurbelt werden, wenngleich sich der anhaltende Konsolidierungsbedarf im Hinblick auf die Bilanzen im Unternehmenssektor dämpfend auswirken könnte. Insgesamt hat die Grundannahme einer allmählichen Erholung ab der zweiten Jahreshälfte 2003 weiter Bestand, obwohl sich aus den weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten sowie aus der Tatsache, dass der Anpassungsbedarf des Unternehmenssektors möglicherweise höher ist als gegenwärtig prognostiziert, einige Abwärtsrisiken ergeben. (Weitere Einzelheiten sind dem Abschnitt 5 „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen).

Abbildung 41
Beschäftigungserwartungen im Euro-
Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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

Kasten 6

Beitrag der Vorratsveränderungen zu Schwankungen im Konjunkturzyklus

Vorratsveränderungen haben häufig eine verstärkende Wirkung auf die Konjunkturzyklen. So spielte beispielsweise eine beträchtliche Verringerung der Vorratsbestände bei der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2001 eine wichtige Rolle und drückte das reale BIP-Wachstum um rund 0,4 Prozentpunkte. Im Jahr 2002 fiel der negative Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum geringer aus, doch setzte sich der Lagerabbau über das ganze Jahr hinweg fort. Im aktuellen Konjunkturzyklus werden die Vorräte ähnlich wie während der Konjunkturschwäche von 1993 relativ stark abgebaut. Damals jedoch leisteten die Vorratsveränderungen anschließend einen erheblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung in den Jahren 1994 und 1995. Im vorliegenden Kasten wird zunächst die Zuverlässigkeit der Daten zu den Vorratsveränderungen erörtert, und anschließend werden bestimmte Aspekte der Lagerzyklen im Euro-Währungsgebiet näher untersucht.

Zuverlässigkeit der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu den Vorratsveränderungen

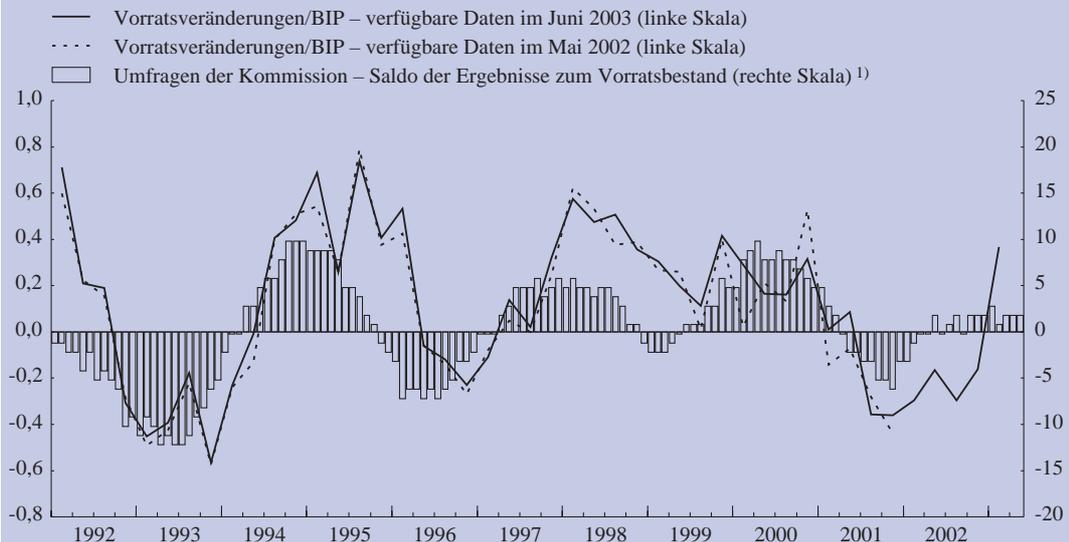
Konzeptionell gesehen stellen die Vorratsveränderungen gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen den Wert der Lagereingänge abzüglich des Werts der Lagerausgänge und des Werts üblicher Lagerverluste dar. Die statistischen Quellen sind jedoch oft unvollständig oder erst mit erheblicher Zeitverzögerung verfügbar. Werden Vorratsveränderungen als Differenz zwischen der Bruttowertschöpfung und den Komponenten des Verwendungsansatzes gemessen, so können sich in den daraus resultierenden Schätzungen zum Vorratsbestand zudem statistische Diskrepanzen infolge der getrennten Berechnung der Entstehungs- und der Verwendungsseite des BIP ergeben. Außerdem sind in den euroraumweiten Schätzungen der Vorratsveränderungen auch Schätzungen zum Nettozugang an Wertsachen enthalten, da hierzu oft keine separaten Angaben vorliegen.

Aufgrund aktualisierter Schätzungen zu allen übrigen BIP-Komponenten unterliegen die Vorratsveränderungen zwischen den jeweiligen Veröffentlichungen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen häufig erheblichen Korrekturen. Auch die Ergebnisse der vierteljährlichen Gesamtrechnungen werden im Anschluss an die Veröffentlichung der umfassenderen Jahresergebnisse, bei denen der statistische Erfassungsgrad der Vorratsbestände im Allgemeinen höher ist, revidiert. In den letzten fünf Jahren beliefen sich die Korrekturen am Beitrag der Vorratsveränderungen zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum zwischen der Erst- und der Zweitveröffentlichung von Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auf rund 0,1 Prozentpunkte und erhöhten sich nach der vierten Veröffentlichung auf bis zu 0,2 Prozentpunkte.

Die umfangreichen Korrekturen der vierteljährlichen Daten wirken sich in der Regel jedoch kaum auf den Gesamtverlauf des Lagerzyklus aus. So scheint insbesondere das Verhältnis der Vorratsveränderungen zum BIP, mit dem der Grad der Lagerauffüllung beziehungsweise des Lagerabbaus in der Wirtschaft gemessen wird, eindeutige Zyklen aufzuweisen, die durch nachträgliche Revisionen nicht wesentlich beeinflusst werden. Verglichen mit den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vom Mai 2002 weist beispielsweise das Verhältnis der Vorratsveränderungen zum BIP den Angaben vom Juni 2003 zufolge im Zeitraum von 2000 bis 2001 einen weitgehend unveränderten Verlauf auf (siehe Abbildung). Der Informationsgehalt der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird auch aus der Korrelation zwischen dem Verhältnis der Vorratsveränderungen zum BIP und dem Saldo der Umfrageergebnisse zum Vorratsbestand im verarbeitenden Gewerbe ersichtlich, die rund 65 % beträgt (siehe Abbildung). Die Korrelation ist negativ, und die Umfrageergebnisse scheinen der tatsächlichen Entwicklung der Vorratsveränderungen um etwa ein Quartal vorauszueilen. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass Vorräte abgebaut werden, wenn die Lagerhaltung nach Auffassung einer wachsenden Zahl von Unternehmen zu hoch ist.

Vorratsveränderungen/BIP und Umfragen der Europäischen Kommission zu den Vorräten im verarbeitenden Gewerbe

(%)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchermfragen der Europäischen Kommission.

1) Invertierte Darstellung – Abweichung vom Mittelwert.

Beitrag der Vorratsveränderungen zu konjunkturellen Schwankungen

Bei der Beurteilung der Auswirkungen von Vorratsveränderungen auf die Konjunkturwicklung ist es sinnvoll, zwischen ihrem mittel- bis langfristigen Beitrag zum realen BIP-Wachstum und ihrem Beitrag zu kurzfristigen Schwankungen der Produktion zu unterscheiden.

Auf mittlere bis lange Sicht dürfte der durchschnittliche Beitrag der Vorratsveränderungen zum realen BIP-Wachstum nahe null liegen. Dabei kann er jedoch, etwa bedingt durch technologische Veränderungen und sektorspezifische Konjunkturwicklungen, auch für einen längeren Zeitraum von null abweichen. Vor allem die Einführung so genannter Just-in-time-Produktionsverfahren und die wachsende Bedeutung des Dienstleistungssektors können zu einem trendmäßig negativen Beitrag der Vorratsveränderungen führen. Der durchschnittliche Beitrag sowohl zum vierteljährlichen als auch zum jährlichen realen BIP-Wachstum lag im Zeitraum von 1993 bis 2002 tatsächlich bei null oder war leicht negativ. Bei der kurzfristigen Volatilität der Produktion scheinen die Vorratsveränderungen eine maßgebliche Rolle zu spielen. Ihr Beitrag zur Standardabweichung des Produktionswachstums ist trotz ihres geringen durchschnittlichen Beitrags beträchtlich. So waren im vergangenen Jahrzehnt rund 15 % der Standardabweichung des vierteljährlichen Produktionswachstums auf Vorratsveränderungen zurückzuführen, obwohl sie im Durchschnitt nur etwa 0,5 % zum realen BIP beitrugen. Der Beitrag der Vorratsveränderungen zur vierteljährlichen Volatilität der Produktion blieb in den Neunzigerjahren mehr oder weniger unverändert, wohingegen sich der durchschnittliche Beitrag zur Volatilität des jährlichen Produktionswachstums in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre verringert zu haben scheint.

In den letzten Monaten haben sich die Umfrageergebnisse über die Angemessenheit des Vorratsbestands kaum geändert, was auf einen relativ neutralen Beitrag der Vorratsveränderungen zur Konjunkturwicklung in der gegenwärtigen Phase schließen lässt. Allerdings ist die Stimmungslage der Unternehmen von einem hohen Maß an Unsicherheit über die Aussichten für das Wachstum im Euro-Währungsgebiet und in anderen Regionen geprägt. Sobald diese Unsicherheit schwindet und eine Erholung einsetzt, sollten die Voraussetzungen für einen dauerhafteren positiven Beitrag der Vorratsveränderungen zum Wachstum gegeben sein.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Leichte Verbesserung der Haushaltssalden ab 2004

Die Europäische Kommission erwartet im Rahmen ihrer jüngsten Prognose, dass sich das durchschnittliche Staatsdefizit im Euro-Währungsgebiet im dritten Jahr in Folge erhöhen wird, und zwar von 2,2 % des BIP im Jahr 2002 auf 2,5 % des BIP im laufenden Jahr (siehe Tabelle 13). Für 2004 wird von einer geringfügigen Verbesserung auf 2,4 % des BIP ausgegangen. Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal werden demnach im gesamten Prognosezeitraum Defizitquoten nahe oder jenseits der 3 %-Grenze aufweisen, während die anderen Staaten weiterhin gesunde Haushaltspositionen oder deutlich niedrigere Ungleichgewichte verzeichnen. Es wird erwartet, dass die Primärüberschussquote (der Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung der Zinsausgaben) in diesem Jahr um 0,4 Prozentpunkte auf 1,1 % sinken und im kommenden Jahr auf diesem Niveau verharren wird. Die OECD geht im Rahmen ihrer Schätzung von einer ähnlichen Entwicklung aus.

Die Prognose der Kommission für die Defizitquote des Euro-Währungsgebiets unterscheidet sich deutlich von den optimistischeren

Zielwerten, die im Durchschnitt in den Ende 2002 bzw. Anfang 2003 vorgelegten aktualisierten Stabilitätsprogrammen enthalten sind. Die Differenz beläuft sich für das aktuelle Jahr auf 0,7 Prozentpunkte und für 2004 auf 1,3 Prozentpunkte. Dabei wird die Entwicklung für die meisten Mitgliedstaaten ungünstiger eingeschätzt, insbesondere gilt dies jedoch für die Länder mit großen Haushaltsungleichgewichten. Die gegenüber den Stabilitätsprogrammen ungünstigeren Erwartungen der Kommission sind – angesichts verschlechterter Konjunkturperspektiven – zum Teil auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren zurückzuführen. Sie liegen aber auch im Ausbleiben konkreter Maßnahmen und den hinter den Planungen zurückbleibenden Konsolidierungsfortschritten in einigen Ländern begründet.

Wirtschaftslage entscheidend für Haushaltsentwicklung

Die Kommission prognostiziert für die Jahre 2003 und 2004 im Schnitt eine weitgehend neutrale finanzpolitische Ausrichtung für das Eurogebiet. Die konjunkturbereinigte Primärüberschussquote, bei der die Auswirkungen

Tabelle 13

Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

		2002	2003	2004
Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-2,2	-2,5	-2,4
	OECD ²⁾	-2,3	-2,5	-2,4
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-2,2	-1,8	-1,1
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-2,2	-2,0	-2,0
	OECD ^{2), 4)}	-1,9	-1,6	-1,6
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-1,9	-1,3	-0,8
Primärsaldo	Europäische Kommission ¹⁾	1,5	1,1	1,1
	Stabilitätsprogramme ³⁾	1,5	1,9	2,5
Bruttoverschuldung	Europäische Kommission ¹⁾	69,2	69,9	69,6
	Stabilitätsprogramme ³⁾	69,7	68,7	66,8

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

1) Europäische Wirtschaft 2/2003, Frühjahrsprognose 2003.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, April 2003.

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

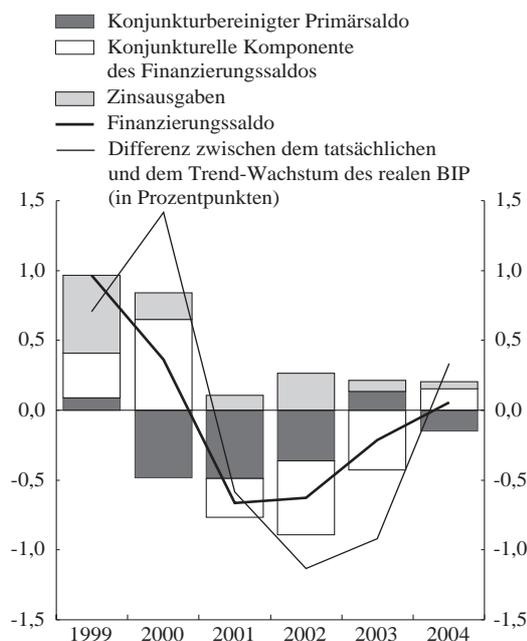
4) Ohne Luxemburg.

der konjunkturellen Entwicklung und die Veränderung der Zinsausgaben herausgerechnet sind, dürfte bis Ende 2004 mehr oder weniger unverändert bleiben. Ungünstige konjunkturelle Effekte im Jahr 2003 sowie etwas positivere Einflüsse im kommenden Jahr werden für die Veränderungen des aggregierten Saldos in diesen beiden Jahren ausschlaggebend sein. Dies geht auch aus Abbildung 42 hervor, in der die finanzpolitische Grundausrichtung getrennt von konjunkturellen Einflüssen und Veränderungen der Zinsausgaben ausgewiesen wird.

Konjunkturelle Einflüsse bestimmen auch maßgeblich die Veränderung der Einnahmen- und der Primärausgabenquote im laufenden Jahr (siehe Abbildung 43). Während erwartet wird, dass die Einnahmen eher langsam und im Einklang mit dem nominalen BIP zuneh-

Abbildung 42
Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren

(in % des BIP)



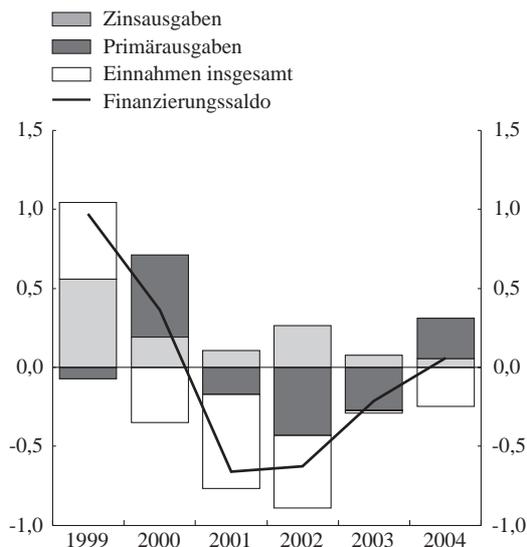
Quellen: Europäische Kommission, Frühjahr 2003, und EZB-Berechnungen.

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

Abbildung 43

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

(in % des BIP)



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

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

men, wird ein Anstieg der Primärausgabenquote insbesondere infolge höherer Sozialleistungen prognostiziert. Für 2004 wird davon ausgegangen, dass sich eine konjunkturelle Belebung in Verbindung mit der von den Regierungen geplanten Ausgabenkontrolle positiv in den Haushaltssalden niederschlagen wird. Gleichzeitig werden weitere Einkommensteuersenkungen in einigen Ländern insgesamt einen gewissen negativen Einfluss auf die Einnahmen und Haushaltssalden haben. Vier Staaten, die entweder erhebliche Haushaltsungleichgewichte aufweisen oder in den vergangenen zwei Jahren eine deutliche Verschlechterung der Haushaltslage erfahren haben, planen allerdings Steuererhöhungen. Die Einsparungen im Bereich der laufenden Ausgaben unterscheiden sich in den einzelnen Ländern ebenfalls merklich, wobei in einigen der Staaten mit großen Haushaltsungleichgewichten ehrgeizigere Maßnahmen vorgesehen sind.

Die durchschnittliche staatliche Schuldenquote wird sich im Euro-Währungsgebiet gemäß der Kommissionsschätzung in diesem Jahr erstmals seit dem Beginn der Währungsunion leicht erhöhen. Dies steht im Gegensatz zu dem anhaltenden schrittweisen Rückgang über den Prognosezeitraum hinweg, der in den zuletzt aktualisierten Stabilitätsprogrammen vorgesehen ist. Die Schuldenquote wird den Erwartungen der Kommission zufolge bis Ende 2003 um 0,7 Prozentpunkte auf 69,9 % steigen, bevor sie im Jahr darauf wieder leicht zurückgeht. Diese ungünstige Entwicklung liegt zum einen in der Verschlechterung der Haushaltssalden und zum anderen im langsameren Wachstum des nominalen BIP begründet. Es wird prognostiziert, dass sieben Staaten im Jahr 2004 Schuldenquoten jenseits der im Vertrag von Maastricht verankerten Grenze von 60 % aufweisen werden; im Jahr 2001 waren es noch vier. Hierin spiegelt sich die deutliche Erhöhung der Verschuldung in Deutschland, Frankreich und Portugal wider.

Zentrale Herausforderungen für die Finanzpolitik

Die Prognosen der Europäischen Kommission sehen die Finanzpolitik im Euroraum in der näheren Zukunft vor zwei zentrale Aufgaben gestellt. Erstens sind die Verpflichtungen zur Erreichung solider Staatsfinanzen in einer Reihe von Ländern nicht vollständig zufrieden stellend. Enttäuschende Haushaltsentwicklungen waren die Folge unzureichender Konsolidierungsanstrengungen in der letzten Phase kräftigen BIP-Wachstums, verstärkt durch die negativen fiskalischen Auswirkungen der jüngsten konjunkturellen Eintrübung, unerwartete Einnahmefälle und in einigen Fällen durch eine weitere Lockerung der finanzpolitischen Grundausrichtung. Infolgedessen wurde für Deutschland, Frankreich und Portugal das Vorliegen übermäßiger Defizite festgestellt, und auch Italien weist große Haushaltsungleichgewichte auf. Hieraus ergab sich in den vergangenen Jahren ein starker negativer Einfluss auf das Gesamtdefizit des Euro-Währungsgebiets, wenngleich die

von der Mehrzahl der Staaten unternommenen Konsolidierungsbemühungen das Ausbleiben der Anpassungen in anderen Ländern teilweise ausgleichen konnten. Gemäß den Prognosen sind in diesem und auch im nächsten Jahr in einigen Ländern mit Haushaltsungleichgewichten erneut Defizite von über 3 % des BIP wahrscheinlich, wobei auch in einigen der anderen Staaten gewisse Haushaltsungleichgewichte erwartet werden (zum Verfahren bei einem übermäßigen Defizit siehe Kasten 7). Die Schätzungen spiegeln unter anderem die unzureichende Konsolidierung in den meisten Staaten mit Haushaltsungleichgewichten wider. Die mittelfristigen Aussichten werden noch zusätzlich durch die inadäquate qualitative Ausgestaltung der Anpassungsmaßnahmen und die unzureichenden strukturellen Reformen der öffentlichen Finanzen getrübt, wodurch Vertrauen und Wachstum beeinträchtigt werden.

Zweitens deutet der Fortbestand von Haushaltsungleichgewichten nicht nur auf recht schwache Selbstverpflichtungen einiger Länder im Rahmen ihrer mittelfristigen Pläne hin, sondern darüber hinaus auch auf Herausforderungen bei der Umsetzung des finanzpolitischen Regelwerks in Europa. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat zum Ziel, eine unsolide Finanzpolitik zu verhindern, indem er durch multilaterale Überwachung und finanzpolitische Koordinierung zu mittelfristig ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalten beiträgt. Allerdings entsprach die bisherige finanzpolitische Koordinierung zur Erlangung gesunder Haushaltspositionen nicht den ursprünglichen Intentionen. So war der Gruppendruck – die „Peer Pressure“ – auf Staaten mit zunehmenden Haushaltsungleichgewichten nicht immer groß genug, und Mängel im Zusammenhang mit der erforderlichen Meldung statistischer Daten behinderten in einigen Fällen die Haushaltsüberwachung.

Diese beiden Herausforderungen sind eng miteinander verbunden. Sie müssen bewältigt werden, damit tragfähige öffentliche Finanzen zu gesamtwirtschaftlicher Stabilität beitragen, die automatischen Stabilisatoren die Auswir-

Kasten 7

Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit

Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit als Bestandteil des finanzpolitischen Rahmens der EU

Der finanzpolitische Rahmen der EU legt Regeln zur Sicherung der Haushaltsdisziplin und Wahrung der stabilisierenden Rolle der öffentlichen Finanzen fest. Er beinhaltet die finanzpolitischen Bestimmungen des Vertrags von Maastricht, insbesondere das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (VÜD). Letzteres gibt unter anderem die Referenzwerte für das Defizit (3 % des BIP) und die Schulden (60 % des BIP) des Staats vor. Zum finanzpolitischen Rahmen zählt auch der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der die Koordinierung der Wirtschaftspolitik fördert und die Bedingungen für die Anwendung des VÜD definiert. Die Ausübung von Gruppendruck („peer pressure“) und die Verhängung von Sanktionen sind die Hauptmechanismen, die die Regierungen im Rahmen des VÜD zur Vermeidung nicht tragbarer Defizite bewegen sollen.¹

Die beiden Stufen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit

Gemäß dem Pakt kann zwischen zwei grundlegenden Stufen bei der Anwendung des VÜD unterschieden werden. Zunächst erfolgt eine Prüfung und eine Beurteilung, die das VÜD auslösen. Auf dieser Stufe erstellt die Europäische Kommission einen Bericht, wenn ein Land die Referenzwerte überschreitet oder die Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht, und entscheidet dann, ob sie eine Stellungnahme bezüglich des Bestehens oder der Gefahr eines übermäßigen Defizits an den Rat richtet. Der ECOFIN-Rat entscheidet dann, ob tatsächlich ein übermäßiges Defizit vorliegt. Ist dies der Fall, spricht der Rat auch Empfehlungen für Maßnahmen zur Beseitigung dieses Defizits aus und legt diesbezüglich eine Frist fest: Das übermäßige Defizit ist spätestens im Jahr nach seiner Feststellung zu beseitigen.

Die zweite Stufe beinhaltet die Möglichkeit der Verhängung von Sanktionen. Stellt der Rat fest, dass das betreffende Land die empfohlenen Maßnahmen vollständig umgesetzt hat, wird das Verfahren so lange ausgesetzt, bis er das übermäßige Defizit als fristgerecht beseitigt betrachtet. Sollte das Land die erforderlichen Maßnahmen zur Beseitigung seines übermäßigen Defizits allerdings nicht fristgerecht treffen bzw. sollten sich diese als unzureichend erweisen, folgen weitere Verfahrensschritte. Kommt das Land den Vorgaben im weiteren Verlauf nicht nach, kann der Rat schließlich finanzielle Sanktionen verhängen. Dabei handelt es sich um eine unverzinsliche Einlage in Höhe von bis zu 0,5 % des BIP, die in eine Geldbuße umgewandelt werden kann, wenn das übermäßige Defizit fortbesteht.

Flexibilität des Verfahrens und Herausforderungen

Die Durchführung des formalen Verfahrens ist im Stabilitäts- und Wachstumspakt detailliert festgelegt, lässt jedoch einen gewissen Entscheidungsspielraum. In der Prüfungs- und Beurteilungsphase ist es möglich, ein Defizit von über 3 % des BIP nicht als übermäßig einzustufen, wenn es auf ein außergewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht, oder auf einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zurückzuführen ist. In ihrem Bericht sollte die Europäische Kommission bei der Beurteilung, ob ein Defizit von über 3 % als übermäßig betrachtet werden kann, unter anderem auch den Anteil der öffentlichen Investitionsausgaben und die mittelfristige Lage der öffentlichen Finanzen berücksichtigen. In der zweiten Stufe kann die einem betreffenden Land zur Defizitbeseitigung gesetzte Frist in Ausnahmefällen verlängert werden. Darüber hinaus müssen finanzielle Sanktionen zwar in der Regel, aber nicht in jedem Fall, verhängt werden.² Die Flexibilität des Verfahrens ist wichtig, weil damit einem zu starren und mechanischen Ansatz bei der Anwendung des VÜD ent-

¹ Der Stabilitäts- und Wachstumspakt stärkt den Überwachungsprozess, „um das Entstehen übermäßiger öffentlicher Defizite bereits in einem frühen Stadium zu verhindern und die (...) Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu fördern“ (Ratsverordnung Nr. 1466/97) und „(...) übermäßige öffentliche Defizite möglichst zu vermeiden und gegebenenfalls auftretende Defizite unverzüglich zu korrigieren“ (Ratsverordnung Nr. 1467/97).

² Siehe Artikel 2 Absatz 1 und 2, Artikel 3 Absatz 4 und Artikel 11 und 14 der Ratsverordnung Nr. 1467/97 sowie Artikel 104 Absatz 3 des Maastricht-Vertrags.

gegengewirkt wird. Ausnahmeregelungen sind angemessen, da es nicht möglich ist, allen wirtschaftlichen und politischen Eventualitäten mit einer einfachen Regel, die ausschließlich auf bestimmten quantitativen Kennziffern basiert, Rechnung zu tragen. Allerdings stellt dieser Spielraum auch eine Herausforderung dar, da er mit Vorsicht zu nutzen ist. Eine zu weiche Umsetzung des VÜD würde das Risiko bergen, dass Länder mit bestehendem übermäßigem Defizit nicht die erforderlichen Korrekturmaßnahmen ergreifen und andere nicht genug Anstrengungen unternehmen, um solche Haushaltsungleichgewichte zu vermeiden.

kungen konjunktureller Schwankungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mildern sowie wachstumsfördernde Reformen negative Arbeits- und Investitionsanreize verringern und die angebotsseitige Flexibilität steigern können. Auf europäischer Ebene wurde Übereinstimmung darüber erzielt, dass diese Ziele nur erreicht werden können, wenn die Verpflichtung, gesunde Staatsfinanzen zu erhalten bzw. zu erreichen, bestehen bleibt und der Stabilitäts- und Wachstumspakt in allen Ländern strikt umgesetzt wird. In Kasten 8 wird zusammenfassend dargestellt, wie eine solide Finanzpolitik zu Stabilität und Wachstum im Euroraum beitragen kann.

In mehreren Ländern Konsolidierungsmaßnahmen im Rahmen einer umfassenden Strategie erforderlich

Die Lage in den vier Ländern mit hohen Defizitquoten von annähernd 3 % oder darüber ist besonders problematisch. Der ECOFIN-Rat hat gefordert, dass Deutschland für das Jahr 2003 Konsolidierungsanstrengungen im Umfang von 1 % des BIP unternimmt und Frankreich eine gegenüber den aktuellen Plänen deutlich stärkere Verbesserung des konjunkturbereinigten Defizits erreicht. Dem müssen im Jahr 2004 weitere Anpassungsmaßnahmen folgen, die der Übereinkunft der Eurogruppe entsprechen. Was Portugal anbelangt, hat der Rat die Einhaltung früherer Zusagen angemahnt. Dies sollte in Portugal ein erneutes Auftreten eines übermäßigen Defizits im laufenden Jahr verhindern, während Deutschland und Frankreich in der Lage sein sollten, ihr übermäßiges Defizit bis spätestens 2004 zu korrigieren. Diese Anpassungen sind zudem vonnöten, um den jüngsten Trend zu steigenden Schuldenquoten umzukehren. Italien schließlich wurde aufge-

fordert, der Konsolidierung Priorität einzuräumen, den Vereinbarungen der Eurogruppe nachzukommen und für einen ausreichenden Rückgang der Schuldenquote zu sorgen.

Am Beispiel Deutschlands wird deutlich, dass es gilt, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen vertrauensfördernder Konsolidierung und der Vermeidung von unangemessenen prozyklischen Maßnahmen in einem Umfeld großer Haushaltsungleichgewichte und schwachen Wachstums zu finden. Deutschland hat Konsolidierungsmaßnahmen in der empfohlenen Höhe beschlossen und lässt die automatischen Stabilisatoren im laufenden Jahr wirken, obgleich dies ein abermaliges Überschreiten der Defizitgrenze von 3 % des BIP bedeuten könnte. Das Wirken der automatischen Stabilisatoren würde eine verzögerte Korrektur des übermäßigen Defizits über 2004 hinaus jedoch nicht rechtfertigen.

Haushaltskonsolidierung sollte Teil einer umfassenden Strategie zur Bekämpfung der Vertrauenskrise und zur Stärkung von Wachstum und Stabilität sein. Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt, dass im Rahmen von Konsolidierungsbemühungen zu häufig auf Ad-hoc-Steuererhöhungen und Einmalmaßnahmen als wesentliche Instrumente gesetzt wurde. Diese Art der Konsolidierung kann nicht nur zur Verfehlung der erwünschten kurzfristigen finanzpolitischen Wirkungen führen, sondern sie lässt darüber hinaus auch die fiskalischen Belastungen der Bevölkerungsalterung und eines langsamen Trendwachstums außer Acht. Durch die Einbettung der Haushaltskonsolidierung in eine wohlausgestaltete, umfassende mittelfristige Strategie, die auf Ausgabendisziplin und -reform beruht, wird den genannten Herausforderungen Rechnung getragen. Eine derartige Strategie vereinfacht die Konsolidierung auf kurze

Sicht, schafft Spielräume für weitere Steuer-senkungen und trägt zu einer beschäftigungs- und wachstumsfreundlicheren Ausgestaltung der staatlichen Ausgaben und Leistungen bei. Dies führt zu einer größeren gesamtwirtschaftlichen Flexibilität und kräftigt das Wachstum, wodurch wiederum Vertrauen in das Erreichen der finanzpolitischen Zielsetzungen und in die Funktionsfähigkeit des fiskalischen Rahmenwerks geschaffen wird.

Den Prognosen der Kommission zufolge wird die erforderliche Konsolidierung in den meisten Fällen nicht erreicht, sodass die derzeitigen Strategien zu scheitern drohen. Nur in Deutschland ist demnach geplant, die notwendigen Anpassungen vorzunehmen, und es wird erwartet, dass das Defizit 2004 den Referenzwert geringfügig unterschreitet. Die Planungen in Frankreich, Italien und Portugal erfüllen die an sie gestellten Anforderungen hingegen nicht, wobei Frankreich gemäß dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit bis Oktober Zeit hat, um die geeigneten Maßnahmen einzuleiten. Es wird ferner davon ausgegangen, dass Portugal und Italien weiterhin auf temporäre Maßnahmen zurückgreifen, die keine dauerhafte Konsolidierung gewährleisten. Die vier genannten Staaten erzielen bei der Umsetzung struktureller Reformen der öffentlichen Finanzen nicht genügend Fortschritte. Schließlich gefährdet der Fortbestand beträchtlicher Haushaltsungleichgewichte bis zum Ende des Prognosezeitraums den Zeitplan für eine Rückkehr zu gesunden Haushaltspositionen, wie sie in den Stabilitätsprogrammen vorgesehen ist und vom ECOFIN-Rat gefordert wird. Es ist daher zwingend notwendig, dass diese Länder ihre Konsolidierungsbemühungen verstärken und das Vorhandensein eines übermäßigen Defizits beenden. Außerdem sollte jede Verbesserung der Haushaltssituation infolge eines über den Erwartungen liegenden Wirtschaftswachstums genutzt werden, um den Defizitabbau zu beschleunigen.

Gewisse Bedenken bestehen auch hinsichtlich der Tatsache, dass einige andere Länder das Ziel annähernd ausgeglichener oder einen Überschuss aufweisender Haushalte in mindestens einem Jahr des Prognosezeitraums zu verfehlen drohen. Wenngleich die Konsolidierungsmaßnahmen in Österreich im laufenden Jahr ausreichend sein dürften und für 2004 mit einer gesunden Haushaltslage gerechnet wird, könnten die für die darauf folgenden Jahre geplanten Steuer-senkungen wieder zu Haushaltsungleichgewichten führen, sofern sie nicht von einer hinreichenden Ausgabenzurückhaltung begleitet werden. Die Niederlande werden gemäß der Kommissionsschätzung ab 2004 Ungleichgewichte verzeichnen, wenn nicht rasch weitere Konsolidierungsmaßnahmen in der Art, wie sie kürzlich von der niederländischen Regierung angekündigt wurden, durchgeführt werden. Für Griechenland wird für dieses Jahr keine ausreichende Haushaltskonsolidierung erwartet, die zudem angesichts der sehr hohen staatlichen Schuldenquote über das Minimum von 0,5 % des BIP hinausgehen sollte. Angemessene zugrunde liegende Konsolidierungsstrategien vorausgesetzt, sollten in diesen Staaten die automatischen Stabilisatoren ihre Wirkung entfalten können. Übermäßige Defizite sind gleichwohl zu vermeiden.

Abschließend ist erfreulicherweise zu vermerken, dass für etwa die Hälfte aller Euro-Länder in den Jahren 2003 und 2004 gesunde Haushaltspositionen erwartet werden. Hier sollten die automatischen Stabilisatoren ohne weiteres wirken und damit zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung beitragen können. Eine neutrale finanzpolitische Grundausrichtung ist dabei der beste Weg, ein Wiederauftreten von Haushaltsungleichgewichten zu verhindern; finanzpolitischer Aktivismus zur Nachfragesteuerung ist nicht angezeigt.

Kasten 8

Eine solide Finanzpolitik für Stabilität und Wachstum im Euro-Währungsgebiet

Die Debatte über eine verstärkte Koordinierung der Haushaltspolitik

Die Europäische Kommission setzte im Herbst 2002 eine Diskussion über die angemessene Auslegung und Funktion des Stabilitäts- und Wachstumspakts in Gang, die in der Übereinkunft der Eurogruppe vom Oktober 2002 und dem ECOFIN-Bericht vom März 2003 über eine Stärkung der Koordinierung der Haushaltspolitik mündete. Im Rahmen dieses Berichts einigten sich die Mitgliedstaaten darauf, die bestehenden Regeln unverändert zu belassen und gleichzeitig einige Klarstellungen für die Beurteilung der Finanzpolitik vorzunehmen, um so im Ergebnis ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Disziplin und Flexibilität bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts herzustellen. Insbesondere Länder, deren Haushaltslage nicht nahezu ausgeglichen ist oder einen Überschuss aufweist, werden darin aufgefordert, ihre konjunkturbereinigte Haushaltsposition um jährlich mindestens 0,5 % des BIP zu verbessern (was der früheren Übereinkunft der Eurogruppe entspricht). Der Bericht betont darüber hinaus die Bedeutung von Konsolidierungsmaßnahmen im Rahmen einer umfassenden Strategie, die die Vermeidung einer prozyklischen Politik, die Schaffung ausreichender budgetärer Sicherheitsmargen und das Erreichen tragfähiger öffentlicher Finanzen einschließt. Gleichzeitig gewährt er dem ECOFIN-Rat einen gewissen diskretionären Ermessensspielraum bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Solide Finanzpolitik

Es besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass folgende Elemente die Grundpfeiler einer soliden, auf dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und Erhöhung von Stabilität und Wachstum im Euro-Währungsgebiet ausgerichteten Finanzpolitik bilden:

- Die Regierungen haben ihr Bekenntnis zur Haushaltsdisziplin erneut bekräftigt. Die Übereinkunft der Eurogruppe vom Oktober 2002 zur Erreichung eines mittelfristig nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts stellt diesbezüglich eine geeignete Strategie dar, die Fortschritte auf dem Weg zur Haushaltskonsolidierung mit einem gewissen Maß an Flexibilität verbindet.
- Die Haushaltsplanungen sollten Teil einer auf mittlere Sicht angelegten Strategie sein, die ehrgeizige und umfassende ausgabenseitige Strukturreformen umfasst. Dadurch werden Vertrauen und Wachstum gestärkt, und das Erreichen der finanzpolitischen Zielsetzungen wird gefördert.
- Sind diese Anforderungen erfüllt und die Konsolidierungsstrategien angemessen, können die automatischen Stabilisatoren durch ihr Wirken zu gesamtwirtschaftlicher Stabilität und gesamtwirtschaftlichem Wachstum beitragen. In einem schwachen gesamtwirtschaftlichen Umfeld darf das Wirken der automatischen Stabilisatoren jedoch nicht als Ex-ante-Rechtfertigung für eine Überschreitung des Defizit-Referenzwerts von 3 % des BIP herangezogen werden. Dies könnte Moral-Hazard-Probleme nach sich ziehen, die die notwendigen Bemühungen, welche zur Vermeidung übermäßiger Defizite bzw. zu deren Korrektur innerhalb des vom ECOFIN-Rat vorgegebenen Zeitrahmens erforderlich sind, untergraben.
- Wenn die Regierungen mit ihren Strategien Erfolg haben wollen, müssen sie alle bereit sein, eine angemessene „Peer Pressure“ auszuüben und auch hinzunehmen, und zwar insbesondere durch eine strikte, aber gleichzeitig vorsichtig flexible Umsetzung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Dies schließt im Bedarfsfall auch die Bereitschaft zur Verhängung von Sanktionen und zur Durchsetzung eines hinreichenden Schuldenabbaus ein.
- Eine qualitativ hochwertige und zeitnahe Meldung statistischer Daten sowie eine sich daran anschließende sorgsame Beurteilung der Haushaltsentwicklungen, vor allem hinsichtlich der Einhaltung der Konsolidierungsanforderungen, sind weitere wichtige Voraussetzungen für eine solide Finanzpolitik.

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

Auf der Grundlage der bis zum 22. Mai 2003 verfügbaren Daten haben Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden auf der Grundlage der bestehenden Verfahren gemeinsam von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt.¹ Sie gehen zweimal jährlich in die vom EZB-Rat vorgenommene Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität ein.

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

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

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

Die für das außenwirtschaftliche Umfeld gemachten Angaben lassen darauf schließen, dass sich die in der ersten Jahreshälfte 2003 verhaltene weltwirtschaftliche Aktivität im weiteren Jahresverlauf allmählich erholen dürfte. Es wird angenommen, dass sich der Aufschwung über den Projektionszeitraum fortsetzt.

Das Weltwirtschaftswachstum, das den Schätzungen zufolge in der ersten Jahreshälfte 2003 auf dem Ende 2002 verzeichneten Stand verharrte, dürfte im weiteren Projektionszeitraum allmählich zunehmen. Der Rückgang des Vertrauens der Verbraucher und der Unternehmer in den Industrieländern im Zusammenhang mit der militärischen Auseinandersetzung im Irak hat sich wahrscheinlich negativ auf die weltweite Nachfrage ausgewirkt. Die teilweise Auflösung geopolitischer Unsicherheiten sollte deshalb die weltwirtschaftliche Aktivität stützen. In den Vereinigten Staaten dürfte sich das reale BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2003 beleben und 2004 stabil bleiben, jedoch unterhalb der Ende der Neunzigerjahre verzeichneten Wachstumsraten liegen. Es wird erwartet, dass die Aussichten für höhere Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten

¹ Weitere Informationen zu den bei der Erstellung der Projektionen verwendeten Verfahren und Techniken finden sich in der im Juni 2001 von der EZB veröffentlichten Publikation "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises".

² Es wird angenommen, dass die am Dreimonats-EURIBOR gemessenen kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum unverändert bei knapp unter 2,4 % bleiben. Die technische Annahme von unveränderten Wechselkursen bedeutet, dass der EUR/USD-Wechselkurs im Projektionszeitraum bei 1,16 bleiben und der effektive Euro-Wechselkurs um 14 % über dem durchschnittlichen Kurs im Jahr 2002 liegen wird. Die Markterwartungen hinsichtlich der nominalen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet deuten auf einen leicht ansteigenden Verlauf von 3,8 % auf 4,0 % gegen Ende des Projektionszeitraums hin. Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung wird angenommen, dass die Ölpreise von dem im ersten Quartal 2003 verzeichneten Höchststand von 31,0 USD je Barrel auf 23,0 USD je Barrel gegen Ende des Projektionszeitraums zurückgehen. Dagegen dürften die Rohstoffpreise (ohne Energie) sowohl 2003 als auch 2004 mäßig ansteigen.

durch schwache Unternehmensfinanzen und die allmähliche Korrektur von gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten getrübt werden. Im Verlauf des Projektionszeitraums dürften diese Wachstumsbeschränkungen nachlassen. Eine gewisse Konjunkturerholung wird auch für Japan erwartet, während das Wachstum in den asiatischen Ländern (ohne Japan) robust bleiben dürfte. Für die Volkswirtschaften in den der EU beitretenden Staaten und anderen Transformationsländern wird projiziert, dass sie angesichts des verbesserten externen Umfelds und der anhaltenden Stärke der inländischen Nachfrage weiterhin verhältnismäßig rasch wachsen werden. Den Projektionen zufolge wird das *Wachstum des weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets* insgesamt im Jahr 2003 durchschnittlich rund 3,5 % erreichen und damit in etwa der 2002 verzeichneten Wachstumsrate entsprechen. Für 2004 wird ein Anstieg der Wachstumsrate auf 4,5 % projiziert.

Das Welthandelwachstum wird den Annahmen zufolge einen ähnlichen Verlauf nehmen wie das weltweite reale BIP-Wachstum. Nach einer Wachstumsrate von 2,8 % im Jahr 2002 wird projiziert, dass im Jahresverlauf 2003 allmählich eine Erholung der *Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets* einsetzt, die 2003 zu einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 4,5 % führen dürfte. Es wird erwartet, dass die Wachstumsrate 2004 weiter auf etwa 7 % ansteigen wird. Die *Inflationsraten* gingen 2002 in den meisten Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurück, werden aber den Annahmen zufolge 2003 leicht ansteigen und 2004 weitgehend unverändert bleiben.

Projektionen zum Wachstum des realen BIP

Für die zweite Jahreshälfte 2003 wird eine mäßige Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet projiziert, die zunächst durch die projizierte Zunahme der Auslandsnachfrage ausgelöst wird. Das reale BIP-Wachstum dürfte sich somit 2003 durchschnittlich auf 0,4 % bis 1,0 % belaufen und 2004 dann

auf 1,1 % bis 2,1 % ansteigen. Den Projektionen zufolge wird die angenommene Belebung der Auslandsnachfrage im Euroraum trotz der jüngsten Aufwertung des Euro zu einem allmählichen Anstieg des Exportwachstums führen. Eine allmähliche Zunahme der inländischen Nachfrage im Eurogebiet wird projiziert, die von einer Erholung der Investitionen angekurbelt und hauptsächlich von der Robustheit der privaten Konsumausgaben getragen wird. Auch die Vorratsinvestitionen dürften einen leicht positiven Beitrag zum Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum leisten.

Bei den Komponenten der inländischen Verwendung blieb das vierteljährliche Wachstum der *privaten Konsumausgaben* in der zweiten Jahreshälfte 2002 relativ robust. Für die erste Jahreshälfte 2003 wird mit einer leichten Abschwächung gerechnet, bevor in der zweiten Jahreshälfte eine allmähliche Erholung einsetzen soll. Somit wird projiziert, dass das durchschnittliche jährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben 2003 auf 1,2 % bis 1,6 % ansteigen und sich 2004 in einer Bandbreite von 1,1 % bis 2,4 % bewegen wird. Den Projektionen zufolge entwickeln sich die Konsumausgaben weitgehend im Einklang mit dem Wachstum des verfügbaren Realeinkommens, das durch eine geringere Inflation und einen positiven Beitrag von Netto-Finanztransfers in den Jahren 2003 und 2004 gestützt wird. Die schwache Beschäftigungsentwicklung wird jedoch, so die Projektionen, den Anstieg des Arbeitseinkommens im Projektionszeitraum etwas dämpfen. Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass der Beitrag der *Konsumausgaben des Staats* zum Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum zurückgehen wird.

Für die *Anlageinvestitionen insgesamt* wird ab der zweiten Jahreshälfte 2003 eine leichte Erholung projiziert. Die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate dürfte sich 2003 auf -1,3 % bis 0,9 % belaufen und 2004 zwischen 0,5 % und 3,7 % betragen. Diese allmähliche Erholung der Investitionen insgesamt ist hauptsächlich auf *Unternehmensinvestitionen* zurückzuführen, die durch die Verbesserung

des weltwirtschaftlichen Umfelds und die niedrigen Realzinsen gestützt werden. Dennoch bleibt der Wachstumsbeitrag der Unternehmensinvestitionen den Projektionen zufolge aufgrund fehlender Kapazitätsbeschränkungen und der anhaltenden Konsolidierung der Unternehmensfinanzen im Projektionszeitraum gering. Letztere ist darauf zurückzuführen, dass sich die ausgedehnte Phase langsamen Wachstums und die in der Vergangenheit gesunkenen Aktienkurse in den Unternehmensbilanzen niederschlagen.

Es wird projiziert, dass die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Exporte – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – im Jahr 2003 zwischen 0,5 % und 3,4 % betragen und 2004 weiter auf 3,0 % bis 6,2 % ansteigen wird. Die Projektionen für die Ausfuhren spiegeln in erster Linie den erwarteten Anstieg des Wachstums der Exportmärkte wider, obwohl infolge der jüngsten Aufwertung des Euro mit einem Rückgang des Exportmarktanteils des Euro-Raums gerechnet wird. Die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate der Importe – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – wird den Projektionen zufolge 2003 zwischen 1,6 % und 5,0 % liegen und sich 2004 auf 3,5 % bis 6,9 % belaufen, was die Entwicklung der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet, aber auch einen gewissen Aufwärtsdruck in Zusammenhang mit der Aufwertung des Euro widerspiegelt. Somit dürfte der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum, der im Jahr 2002 mit 0,6 Prozentpunkten deutlich positiv war, im Projektionszeitraum leicht negativ ausfallen.

Das *Beschäftigungswachstum insgesamt*, das bis Mitte 2002 eine gewisse Widerstandsfähigkeit gezeigt hatte, ging in der zweiten Jahreshälfte zurück, als Unternehmen aufgrund der anhaltend schwachen Konjunktur ihren Personalbestand zunehmend anpassten. Für 2003 wird eine Korrektur nach unten projiziert, bevor 2004 gemäß dem Konjunkturverlauf mit der üblichen Zeitverzögerung eine Erholung des Beschäftigungswachstums einsetzen dürfte. Das Angebot an Arbeitskräften wird, so die Projektionen, infolge einer

höheren Erwerbsbeteiligung zunehmen, allerdings aufgrund der weniger günstigen Arbeitsmarktbedingungen nicht mehr so rasch wie in den letzten Jahren. Die Projektionen für das Arbeitskräfteangebot und die Beschäftigung ergeben eine über den Projektionszeitraum leicht ansteigende Arbeitslosenquote.

Aussichten für Preise und Kosten

Die durchschnittliche Zuwachsrate des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)* insgesamt wird den Projektionen zufolge im Jahr 2003 auf 1,8 % bis 2,2 % zurückgehen, nach 2,3 % im Jahr 2002. Für 2004 wird ein weiterer Rückgang auf 0,7 % bis 1,9 % projiziert. Nach der Umkehrung des vorübergehenden Anstiegs der Ölpreise im ersten Quartal 2003 dürfte sich die Energiepreiskomponente im Jahr 2004 deutlich abschwächen und dämpfend auf die HVPI-Inflation auswirken. Dies spiegelt im Wesentlichen den angenommenen Rückgang der (in Euro gerechneten) Ölpreise wider. Im Gegensatz dazu wird, so die Projektionen, der Anstieg der Nicht-Energie-Komponente im weiteren Jahresverlauf 2003 weitgehend unverändert bleiben und dem im ersten Quartal verzeichneten Wert mehr oder weniger entsprechen. Im Jahr 2004 dürfte er infolge des nachlassenden inländischen Kostendrucks und der verzögerten Auswirkungen geringerer Importpreise zurückgehen.

Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise blieb im Jahresverlauf 2002 negativ und spiegelte den schwachen externen Inflationsdruck und die Aufwertung des Euro seit dem Frühjahr 2002 wider. Die Importpreise dürften 2003 aufgrund der jüngsten Euro-Aufwertung und des Rückgangs der Ölpreise weiter fallen. Im Jahr 2004 bleiben sie den Projektionen zufolge weitgehend unverändert.

Unter Berücksichtigung der aktuellen Tarifabschlüsse wird angenommen, dass das Wachstum des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleibt. Den Projektionen für die *Lohnstückkosten* liegt so-

Tabelle 14

Makroökonomische Projektionen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)¹⁾

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

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

mit im Wesentlichen der konjunkturbedingte Wiederanstieg der Arbeitsproduktivität zugrunde. Die Arbeitsproduktivität erhöhte sich im Jahresverlauf 2002, und der Anstieg der Lohnstückkosten ging zurück, als sich das Beschäftigungswachstum abschwächte. Es wird projiziert, dass das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Zuge des Konjunkturaufschwungs weiter ansteigen und gegen Ende des Projektionszeitraums seinen langfristigen Durchschnitt wieder nahezu erreichen wird. Infolgedessen wird für 2004 ein geringerer Anstieg der Lohnstückkosten projiziert. Im Zusammenhang mit der schwachen Konjunktur und der jüngsten Aufwertung des Euro

bleiben die Gewinnspannen den Projektionen zufolge im Jahr 2003 moderat, werden sich aber im Jahr 2004, wenn die Konjunktur an Fahrt gewinnt, leicht erhöhen.

Aufgrund der oben angeführten Faktoren wird projiziert, dass die Steigerungsrate des *BIP-Deflators zu Marktpreisen*, die die Entwicklung der Lohnstückkosten, Gewinnspannen und indirekten Steuern widerspiegelt, 2003 auf 1,9 % bis 2,1 % zurückgeht, nachdem sie sich im Jahr 2002 auf 2,4 % belaufen hatte. Für 2004 wird ein weiterer Rückgang auf 1,2 % bis 2,0 % projiziert.

Kasten 9

Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2002

Die wesentliche Veränderung in den den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die im Monatsbericht vom Dezember 2002 veröffentlicht wurden, ist der höhere nominale effektive Wechselkurs des Euro, der die Aufwertung des Euro um etwa 11 % seit November 2002 widerspiegelt. Weitere wichtige Veränderungen der Annahmen sind die Abwärtskorrekturen um jeweils etwa 90 Basispunkte sowohl bei den kurzfristigen Zinsen als auch bei den Markterwartungen hinsichtlich langfristiger Zinssätze. Darüber hinaus wurden die Annahmen bezüglich des Wachstums der Exportmärkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets für 2003 um etwa 1 Prozentpunkt und für 2004 um etwa 0,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert.

Die projizierten Bandbreiten für das reale BIP-Wachstum sind nun für 2003 und für 2004 nach unten verschoben worden. Die Korrekturen lassen sich mit einer Kombination von zwei wesentlichen Faktoren erklären. Zum einen sind die Veränderungen in den den Projektionen zugrunde liegenden Annahmen für den Euro-Wechselkurs und den Welthandel anzuführen, die trotz der niedrigeren Annahmen im Hinblick auf die Zinssätze auf eine geringere Nachfrage nach Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer und somit auch auf ein schwächeres Investitionswachstum schließen lassen. Zum anderen sind die aktuellen Konjunkturdaten zu nennen, die Anfang 2003 schwächer ausfielen, als die Projektionen vom Dezember 2002 vorhergesagt hatten. In diesem Zusammenhang

spiegeln die Projektionen nun eine etwas umfangreichere Konsolidierung der Bilanzen im Unternehmenssektor wider.

Die Bandbreite der Projektionen für die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt ist für 2004 nach unten verschoben worden. Die Verschiebung ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Annahmen zum nominalen effektiven Euro-Wechselkurs nach oben und die Projektionen zur inländischen Nachfrage des Eurogebiets nach unten korrigiert wurden. Die Korrekturen der jährlichen durchschnittlichen Steigerungsraten des HVPI insgesamt werden auch von der Energiepreiskomponente des HVPI beeinflusst. Der vorübergehende Anstieg der Ölpreise im ersten Quartal 2003 erhöht rechnerisch die durchschnittliche Jahresänderungsrate der Energiepreiskomponente für 2003, verringert sie aber für 2004. Die Korrekturen der inländischen Kostenfaktoren im Eurogebiet halten sich auch weiterhin in Grenzen. Unter Berücksichtigung der aktuellen Tarifabschlüsse wurde das Wachstum des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2002 nur leicht nach unten korrigiert. In Kombination mit einem schwächeren Wachstum der Arbeitsproduktivität wurden deshalb die Projektionen für das Wachstum der Lohnstückkosten für 2003 leicht nach oben korrigiert.

Vergleich der makroökonomischen Projektionen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

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

Kasten 10

Prognosen anderer Institutionen

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

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht bei den derzeit vorliegenden Prognosen anderer Institutionen Übereinstimmung darüber, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2003 allmählich erholen wird. Die konjunkturelle Belebung dürfte zu einem durchschnittlichen jährlichen BIP-Wachstum von nahe 1 % führen. Die internationalen Organisationen prognostizieren für 2004 ein jährliches BIP-Wachstum von 2,3 % bis 2,4 %, während die Prognosen von Consensus Economics und der Survey of Professional Forecasters etwas niedrigere Wachstumsraten von 2,0 % bzw. 2,1 % voraussagen. Für beide Jahre des Projektionszeitraums bewegen sich die vorliegenden Prognosen am oberen Ende der Bandbreiten, die in den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen genannt werden. Anzumerken ist, dass diese Prognosen früher fertig gestellt wurden als die Projektionen des Eurosystems. Somit liegen ihnen weniger Informationen zur Wirtschaftstätigkeit in der ersten Jahreshälfte 2003 zugrunde, wobei die Prognosen der OECD, des IWF und der Europäischen Kommission auch von einer geringeren Aufwertung des Euro ausgehen. Darüber hinaus werden

für die Prognosen der Europäischen Kommission nicht arbeitstäglich bereinigte Jahreswachstumsraten herangezogen, die 2004 etwa 0,3 Prozentpunkte über den in den Projektionen des Eurosystems verwendeten arbeitstäglich bereinigten Wachstumsraten liegen werden. In den anderen Prognosen wird nicht angegeben, ob arbeitstäglich bereinigte oder nicht arbeitstäglich bereinigte Daten ausgewiesen werden.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003	2004
Europäische Kommission	April 2003	0,9	1,0	2,3
IWF	April 2003	0,8	1,1	2,3
OECD	April 2003	0,9	1,0	2,4
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2003	0,8	1,0	2,0
Survey of Professional Forecasters	April 2003	0,9	1,0	2,1

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2003; IWF, *World Economic Outlook*, April 2003; OECD, *Wirtschaftsausblick Nr. 73*; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Alle Prognosen weisen auf einen Rückgang der Teuerungsrate der Verbraucherpreise im Jahr 2003 hin, wobei die durchschnittliche jährliche Inflationsrate zwischen 2,0 % und 2,1 % beträgt. Für 2004 wird in allen vorliegenden Prognosen erwartet, dass die Preissteigerungsrate auf 1,5 % bis 1,7 % zurückgehen wird.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2002	2003	2004
Europäische Kommission	April 2003	2,2	2,1	1,7
IWF	April 2003	2,3	2,0	1,5
OECD	April 2003	2,4	2,0	1,6
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2003	2,3	2,0	1,6
Survey of Professional Forecasters	April 2003	2,2	2,0	1,7

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission von 2003; IWF, *World Economic Outlook*, April 2003; OECD, *Wirtschaftsausblick Nr. 73*; Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Weltwirtschaftsentwicklung weiterhin verhalten

In der ersten Hälfte des Jahres 2003 verharrte das weltweite reale BIP-Wachstum Schätzungen zufolge auf dem Stand von Ende 2002, und mit einer Beschleunigung ist erst in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres zu rechnen. In den großen Industrieländern dürfte das Wachstum des realen BIP im dritten Jahr in Folge unter dem Trend bleiben. Außerdem ist die Erholung offenbar noch nicht selbsttragend. Insbesondere das Wachstum in den Vereinigten Staaten hat an Schwung verloren, da die private inländische Nachfrage zurückgeht. Trotz angespannter Handelsbeziehungen mit einer insgesamt schwächeren industrialisierten Welt ist die Widerstandsfähigkeit Asiens (ohne Japan) zunehmend als eine der Hauptstützen des Weltwirtschaftswachstums zu sehen (siehe Abbildung 44).

Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum hängen entscheidend davon ab, wann in den Industrieländern die Investitionstätigkeit wieder anziehen wird. Deren verhaltenes Tempo war bisher einer der Hauptgründe für die nur schleppende Erholung der Weltwirtschaft. Die andauernde Korrektur der Ungleichgewichte (einschließlich erheblicher Überkapazitäten und übermäßiger Fremdfinanzierung), die sich in der letzten Periode kräftigen Wachstums aufgebaut haben, wird – zusammen mit den Nachwirkungen der geplatzten Aktienmarktblase – die Investitionstätigkeit auf kurze Sicht weiter beeinflussen.

Was die Risiken für das Weltwirtschaftswachstum angeht, so scheinen zwar die geopolitischen Gefahren abgenommen zu haben, es bestehen aber Bedenken hinsichtlich der möglichen Auswirkungen von SARS auf die Volkswirtschaften Asiens. Auch das Zwillingdefizit in den Vereinigten Staaten trägt zu der Unsicherheit bei.

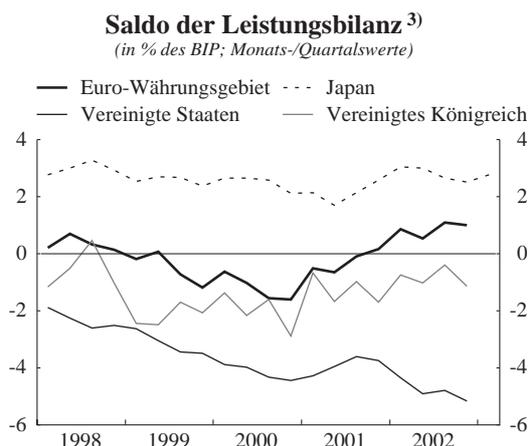
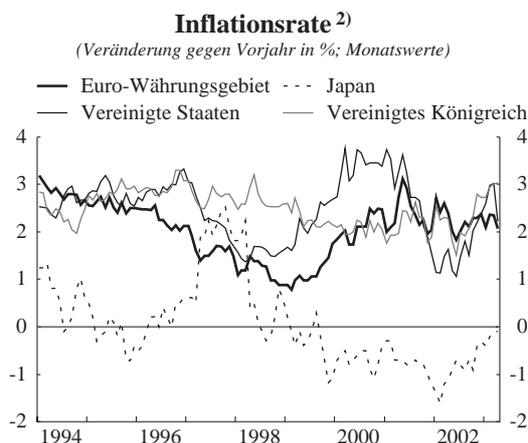
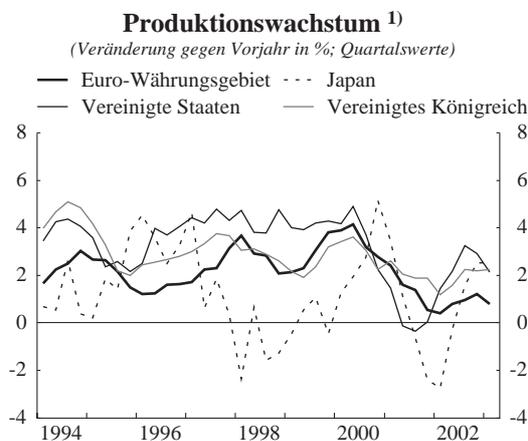
Betrachtet man die einzelnen Länder, so war in den Vereinigten Staaten nach vorläufigen

Daten die wirtschaftliche Belebung Anfang 2003 weiterhin moderat. Das reale BIP nahm im ersten Quartal 2003 gegenüber der Vorperiode und auf Jahresrate hochgerechnet um 1,6 % zu. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass der deutliche Rückgang der Einfuhren die Abnahme der Ausfuhren überkompensiert hat. Der Anstieg der privaten Konsumausgaben, der Wohnungsbauinvestitionen und der Staatsausgaben trug ebenfalls, wenn auch weniger stark, zum Wachstum des realen BIP bei.

In den ersten vier Monaten des Jahres 2003 verzeichneten die öffentlichen Haushalte in den USA ein Defizit in Höhe von 93 Mrd USD, das damit dreimal so hoch war wie im gleichen Vorjahrszeitraum. Ende Mai verabschiedete der Kongress ein Konjunkturpaket, dessen Kosten für die nächsten zehn Jahre auf 350 Mrd USD geschätzt werden und das im Jahr 2003 finanzpolitische Impulse in Höhe von rund 70 Mrd USD (0,7 % des BIP) und im Jahr 2004 von 150 Mrd USD (1,5 % des BIP) liefern soll.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so gehen von den zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur begrenzt zur Verfügung stehenden Daten, die bereits die Auswirkungen der abklingenden geopolitischen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Irakkrieg berücksichtigen, weiterhin gemischte Signale aus. Was die Ausgaben der Unternehmen angeht, so verbesserte sich das anhand der Indizes des Institute for Supply Management (ISM) gemessene Unternehmerv Vertrauen im Mai zwar leicht, signalisierte aber keine durchgreifende Belebung der Investitionstätigkeit. Außerdem ging im April die Industrieproduktion im Vergleich zum Vormonat um 0,5 % zurück, und die Kapazitätsauslastung erreichte neue Tiefstände. Dies deutet darauf hin, dass für die Unternehmen keine Anreize bestehen, ihre Produktionskapazitäten auszuweiten. Allerdings stellen die verbesserten Finanzierungsbedingungen für US-amerikanische Unternehmen, einschließlich ihrer erfolgreichen

Abbildung 44
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



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

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

Kostendämpfungsmaßnahmen und einiger günstiger Entwicklungen bezüglich der Preisgestaltung infolge der Abwertung des US-Dollar, positive Faktoren dar, die dazu beitragen dürften, die Investitionen zu stützen, sobald die inländische Nachfrage wieder anzieht.

Was die privaten Konsumausgaben betrifft, so lassen die jüngst veröffentlichten Daten darauf schließen, dass die Ausgaben der privaten Haushalte kurzfristig wohl kaum erheblich ansteigen dürften. Während das Verbrauchervertrauen – gemessen sowohl am (nach dem Ende des Irakkrieges erhobenen) Index der University of Michigan als auch am Index des Conference Board – ausgehend von dem niedrigen Vorkriegsstand wieder deutlich gestiegen ist, hat sich die Arbeitsmarktlage weiter verschlechtert. Die Arbeitslosenquote stieg im April auf 6 %, und die Zahl der Arbeitsplätze außerhalb der Landwirtschaft ist im dritten Monat in Folge gesunken. Damit sind seit Ende Januar 2003 insgesamt rund 500 000 Arbeitsplätze verloren gegangen. Das zuletzt verlangsamte Wachstum der Realeinkommen der privaten Haushalte dürfte zusammen mit dem gedämpften Wachstum der Konsumentenkredite dafür sorgen, dass das Trendwachstum der privaten Konsumausgaben nur mäßig bleibt.

Infolge des deutlichen Rückgangs der Energiepreise ging die jährliche Teuerung nach dem VPI im April um 0,8 Prozentpunkte auf 2,2 % zurück. Damit kehrte sich der seit Oktober 2002 zu beobachtende Aufwärtstrend um. Die Inflation nach dem VPI ohne Nahrungsmittel und Energie sank weiter und erreichte im April 1,5 %. Die niedrige Kapazitätsauslastung und das mäßige Lohnwachstum dürften dazu beitragen, dass der Preisauftrieb mittelfristig relativ gering bleibt. Auch die gesunkenen Ölpreise dürften in gewissem Umfang in diese Richtung wirken.

Was die Geldpolitik betrifft, so beschloss der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank auf seiner Sitzung am 6. Mai, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 1,25 %, seinem Niveau seit November 2002, zu belassen.

In Japan ging die Wirtschaftstätigkeit infolge der nachlassenden Exportdynamik weiter zurück. Im ersten Quartal 2003 kam das Wachstum des realen BIP im Vergleich zum Vorquartal zum Stillstand, nachdem es im vierten Quartal 2002 noch um 0,5 % zugenommen hatte. Diese Verlangsamung ist im Wesentlichen auf den deutlichen Rückgang des Exportwachstums gegenüber dem Vorquartal von +4,5 % im vierten Quartal 2002 auf -0,5 % im ersten Quartal 2003 zurückzuführen. Dies spiegelt größtenteils die Abschwächung der Exporte in die Vereinigten Staaten, insbesondere von Kraftfahrzeugen, wider, während die Ausfuhren nach Asien relativ robust blieben. Die Netto-Auslandsnachfrage verringerte das Wachstum des japanischen BIP insgesamt um 0,2 Prozentpunkte; dagegen sorgte die inländische Nachfrage für einen Anstieg um 0,2 Prozentpunkte. Die privaten Konsumausgaben und die Investitionsausgaben leisteten weiterhin einen positiven Wachstumsbeitrag, wobei die privaten Konsumausgaben von einer weiteren Abnahme der Sparquote profitierten. Dagegen gingen die öffentlichen Investitionen aufgrund von Bestrebungen, die traditionellen Ausgaben für öffentliche Aufträge zu kürzen, stark zurück (um 3,5 % im Vergleich zum Vorquartal).

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte die japanische Wirtschaft auf kurze Sicht relativ schwach bleiben, wobei im späteren Verlauf des Jahres möglicherweise ein mäßiger Anstieg des Wachstums zu verzeichnen sein wird. Dieser dürfte hauptsächlich von einer Verbesserung der Auslandsnachfrage getragen werden, die sich nur allmählich auf die Inlandsnachfrage auswirken wird. Allerdings werden die Aussichten durch einige Risiken getrübt, beispielsweise die Unsicherheiten bezüglich der Entwicklung der US-amerikanischen Wirtschaft und die möglichen Auswirkungen von SARS auf die Nachfrage im asiatischen Raum. Außerdem werden die Perspektiven für die japanische Volkswirtschaft weiterhin durch die Fragilität des Finanzsektors belastet. Ein aktuelles Beispiel ist die staatliche Finanzspritze für eine Großbank, die nicht in der Lage war, Ende März die Mindestkapitalanforderungen zu erfüllen.

Was die Preisentwicklung betrifft, so lastet weiterhin ein Deflationsdruck auf der japanischen Wirtschaft. Im April belief sich die jährliche Änderungsrate des VPI ohne frische Nahrungsmittel auf -0,4 %, nachdem sie in den vorangegangenen drei Monaten durchschnittlich -0,7 % betragen hatte. Gleichzeitig ging der Preisindex des BIP im ersten Quartal 2003 um 3,5 % gegenüber dem Vorjahr zurück und setzte damit den im gesamten Verlauf des Jahres 2002 beobachteten negativen Trend fort.

Vor diesem Hintergrund beschloss die japanische Zentralbank am 30. April bzw. am 20. Mai zwei weitere Schritte zur quantitativen Lockerung ihrer Geldpolitik und setzte den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken auf rund 27 bis 30 Billionen JPY fest. Außerdem erhöhte sie am 25. März die Höchstmenge an Aktien, die sie von den Geschäftsbanken ankaufen wird, von 2 Billionen JPY auf 3 Billionen JPY. Auf ihrer Sitzung am 8. April kündigte die Bank ferner an, dass sie – als temporäre Maßnahme – im Rahmen ihrer Geldmarktoperationen den Ankauf von durch Vermögenswerte gesicherten Wertpapieren erwägen wird, wobei Wertpapiere, die durch die Aktiva von kleinen und mittleren Unternehmen gedeckt sind, im Vordergrund stehen sollen. Um Turbulenzen an den Finanzmärkten zu vermeiden, beschloss die japanische Zentralbank am 17. Mai, einer Großbank Liquidität zur Verfügung zu stellen, nachdem die Finanzaufsichtsbehörde umgehend Korrekturmaßnahmen ergriffen hatte.

Im Vereinigten Königreich ging das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorquartal auf 0,2 % zurück und lag damit 2,2 % höher als im Vorjahr. Die Ausgabendynamik der privaten Haushalte schwächte sich – nach einer längeren Periode lebhaften Wachstums – recht abrupt auf 0,4 % im Vergleich zum Vorquartal ab. Diese Entwicklung dürfte auf das seit kurzem verlangsamte Wachstum der verfügbaren Realeinkommen und eine beginnende Abkühlung am Wohnungsmarkt zurückzuführen sein. Auch der Rückgang der Aktienkurse

in den letzten Jahren dürfte die privaten Konsumausgaben gedämpft haben. Die Bruttoanlageinvestitionen gingen im ersten Quartal des laufenden Jahres – trotz einer gewissen Belebung der Unternehmensinvestitionen – geringfügig zurück. Die Ausfuhren blieben im ersten Quartal dieses Jahres unverändert, nachdem im letzten Quartal 2002 ein Einbruch zu verzeichnen war. Diese ungünstige Entwicklung dürfte auf die Schwäche der Weltwirtschaft zurückzuführen sein.

Die Teuerung nach dem Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) liegt seit November 2002 über dem Inflationsziel von 2,5 %. Nach einem durchschnittlichen Anstieg auf 2,9 % im ersten Quartal erhöhte sich der RPIX im April mit einer Jahresrate von 3,0 %. Das Überschreiten des Inflationsziels ist hauptsächlich auf eine Erhöhung der Benzinpreise und einen Rückgang der Immobilienpreise nach früheren Preischüben bei Öl und Wohneigentum zurückzuführen. Außerdem trug auch die Erhöhung der Council Tax (Gemeindesteuer, die sich am Immobilienpreis bemisst) im April, die weit stärker ausfiel als 2002, zum Anstieg der Inflation nach dem RPIX bei. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI lag im April mit 1,5 % deutlich unter der Inflation nach dem RPIX, vor allem aufgrund der unterschiedlichen Behandlung der Immobilienkomponenten. Seit der Zinssenkung vom 6. Februar 2003 (um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 %) hat der geldpolitische Ausschuss der Bank of England seinen Reposatz unverändert gelassen.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürfte das Produktionswachstum durch einen höheren Außenbeitrag, ein robustes Wachstum der öffentlichen Ausgaben und möglicherweise ein allmähliches Anziehen der Investitionen gestützt werden, während sich das Wachstum des privaten Verbrauchs abschwächen dürfte. Es bestehen immer noch Unsicherheiten hinsichtlich der Perspektiven für die Weltwirtschaft sowie der Auswirkungen der Abwertung des britischen Pfunds auf die zukünftige Produktion und auf die Inflation.

Abwärtsrisiken bestehen bezüglich der Aussichten für die Konsumausgaben und der Entwicklung der Immobilienpreise.

In Dänemark nahm das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorquartal um 0,4 % zu, während der Anstieg im vierten Quartal 2002 0,1 % betragen hatte. Diese Entwicklung wurde hauptsächlich von positiven Vorratsveränderungen sowie ständig steigenden Nettoausfuhren getragen. Nach einem durchschnittlichen Anstieg um 2,8 % im ersten Quartal 2003 ging die Teuerung nach dem HVPI im April auf eine Jahresrate von 2,5 % zurück, was vor allem auf den Rückgang der Ölpreise zurückzuführen war.

In Schweden betrug das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorquartal 0,6 %, während es im vierten Quartal 2002 um 0,4 % zugenommen hatte, so dass die Jahreswachstumsrate des realen BIP bei 2,2 % lag. Das Produktionswachstum stützte sich auf die inländische Nachfrage (einschließlich Vorratsbestände), und auch der Außenbeitrag kehrte sich ins Positive. Aufgrund sinkender Energiepreise fiel die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2003 auf 2,3 %, im Vergleich zu einer durchschnittlichen Rate von 2,9 % im ersten Quartal des Jahres.

In der Schweiz wurde die gegenwärtige Konjunkturschwäche durch jüngste Datenveröffentlichungen bestätigt. Im vierten Quartal 2002 hatte der Rückgang des realen BIP 0,7 % (im Vorquartalsvergleich und auf Jahresrate hochgerechnet) betragen, und im ersten Quartal 2003 belief er sich auf 1 % (aufgrund einer weiteren Abnahme der Investitionen und eines deutlichen Rückgangs der Ausfuhren). Außerdem deuten weder die Vorlaufindikatoren noch die Vertrauensindizes auf eine Verbesserung auf kurze Sicht hin. Was die Preisentwicklung angeht, so hat der jüngste Rückgang der Ölpreise zu einer deutlichen Verringerung der Inflationsrate beigetragen. Im Mai belief sie sich im Vorjahresvergleich auf 0,4 %, im April auf 0,7 % und im März auf 1,3 %.

In den größeren der EU beitretenden Staaten ist das Wachstum relativ robust geblieben, obgleich es von der Wirtschaftsschwäche im Euro-Währungsgebiet erheblich beeinträchtigt wurde. Die inländische Nachfrage ist nach wie vor die Hauptstütze des Wachstums. Dabei sind die expansiven finanzpolitischen Maßnahmen weiterhin ein wichtiger Erklärungsfaktor für die kräftige Zunahme der privaten Konsumausgaben. Nach der Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar und dem Rückgang der Ölpreise hat der Inflationsdruck in den meisten beitretenden Staaten erheblich nachgelassen.

Was die einzelnen Länder betrifft, so stieg in Ungarn – gestützt auf die kräftige Zunahme des privaten Verbrauchs – das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2002 leicht an. Das Wachstum dürfte auch im laufenden Jahr weiterhin von der inländischen Nachfrage getragen werden, da die zurzeit geplante finanzpolitische Anpassung sich in diesem Jahr wohl nur begrenzt auswirken wird. Trotz der kräftigen inländischen Nachfrage hat der Inflationsdruck aufgrund niedrigerer Ölpreise und gesunkener importierter Inflation erheblich nachgelassen. In der Tschechischen Republik ging das Wachstum des realen BIP in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 leicht zurück. Im Jahr 2003 könnte es zu einer allmählichen Konjunkturerholung kommen. Die Hauptunsicherheiten betreffen das gegenwärtige internationale Umfeld und die Frage, wie rasch die Konsolidierung des Haushaltsdefizits voranschreiten wird. Aufgrund verschiedener Faktoren, wie der niedrigen importierten Inflation und des kräftigen Rückgangs der Erzeugerpreise für landwirtschaftliche Produkte, blieb die jährliche Teuerungsrate der Verbraucherpreise in den ersten vier Monaten des Jahres 2003 negativ, dürfte allerdings im späteren Jahresverlauf wieder leicht anziehen. In Polen nahm das Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2002 erwartungsgemäß zu. Dazu trugen die kräftige private Nachfrage und das gute Ergebnis im Exportsektor bei. Die bestehenden Anzeichen für eine Verbesserung im Unternehmenssektor könnten auf ein Wiederanziehen der Investitionsnachfrage hindeuten. Der Inflations-

druck hat weiter stark nachgelassen, und die jährliche Teuerungsrate der Verbraucherpreise ist im April 2003 auf 0,3 % zurückgegangen.

In der Türkei gewann die Erholung im vierten Quartal 2002 und Anfang 2003 weiter an Schwung und fasst in immer mehr Sektoren Fuß. Darauf deuten die Zunahme des privaten und des öffentlichen Verbrauchs sowie die umfassende Erholung der Bruttoanlageinvestitionen hin. Die jährliche Inflationsrate hat sich nach einem stetigen Rückgang in der zweiten Hälfte des Vorjahres zurzeit auf einem Niveau knapp unterhalb von 30 % stabilisiert.

In Russland nahm das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2002 und Anfang 2003 weiter zu, da sich die hohen Ölpreise im Vorfeld des Irakkriegs positiv auf die russische Wirtschaft auswirkten und die Perspektiven verbesserten. Verschiedene Indikatoren, z. B. das robuste Wachstum der Einzelhandelsumsätze und der Industrieproduktion im ersten Quartal 2003, deuten auf eine Konjunkturbelebung hin. Was die Preise anbelangt, so ging die jährliche Inflationsrate im ersten Quartal 2003 auf knapp 15 % zurück, wenngleich sie über dem für 2003 anvisierten Ziel blieb.

In Asien (ohne Japan) gibt es vorläufige Hinweise darauf, dass der Ausbruch von SARS sich negativ auf die Konjunktur auszuwirken beginnt, insbesondere in den Bereichen Tourismus und Einzelhandel. Die potenziell wohl am stärksten von der Krankheit betroffenen Volkswirtschaften sind die Sonderverwaltungsregion Hongkong, Singapur und China. Inzwischen deuten die jüngsten Veröffentlichungen makroökonomischer Daten darauf hin, dass die Wirtschaftsentwicklung der Region – getragen vom Exportwachstum – weiter günstig ist. Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass sich in einigen Ländern die inländische Nachfrage abzuschwächen beginnt.

China ist nach wie vor das Land mit den höchsten Wachstumsraten in der Region. Das

Wachstum des realen BIP stieg im April 2003 im Vorjahrsvergleich um 8,9 %, nach 9,9 % im ersten Quartal. Im April waren das kräftige Exportwachstum und das Wachstum der Anlageinvestitionen (33,3 % bzw. 28,9 % im Vorjahrsvergleich) die wichtigsten Triebkräfte für diese Entwicklung. Der Deflationsdruck ließ 2003 weiter nach, da die Verbraucherpreise im April im Vorjahrsvergleich im vierten Monat in Folge gestiegen waren, und zwar von 0,9 % im März auf 1 %.

Nach Schätzungen der koreanischen Regierung wird das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorjahr 4 % betragen. Das bedeutet einen Rückgang gegenüber 6,8 % (im Vorjahrsvergleich) im letzten Quartal 2002. Von den Exporten gingen im ersten Quartal dieses Jahres nach wie vor expansive Impulse aus; im März nahmen sie im Vorjahrsvergleich um 17,5 % zu. Allerdings verlangsamte sich das Wachstum der inländischen Nachfrage weiter, teilweise als Reaktion auf die stärkeren geopolitischen Spannungen mit Nordkorea, die sowohl die Verbrauchs- als auch die Investitionsausgaben belasten. In Singapur und Taiwan verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP im ersten Quartal im Vorjahrsvergleich auf 1,6 % bzw. 3,2 %. Diese Entwicklung hing im Wesentlichen mit der Abschwächung der inländischen Nachfrage zusammen, da die Exporte im ersten Quartal weiter stark zunahm. In jüngerer Zeit wurde in beiden Ländern der Einzelhandel durch SARS belastet, während das Exportwachstum anscheinend an Dynamik eingebüßt hat.

Während die wirtschaftlichen Aussichten für Asien (ohne Japan) für 2003 generell positiv bleiben, sind die Risiken für die Konjunktur insgesamt weiterhin nach unten gerichtet, wobei insbesondere SARS möglicherweise kurzfristig die Wirtschaftsleistung beeinträchtigen kann. Weitere negative externe Faktoren sind die Spannungen mit Nordkorea und die Risiken einer Abschwächung der Auslandsnachfrage.

In Lateinamerika bestätigen die jüngsten Daten, dass sich die Wirtschaftslage weiter ver-

bessert. Das Wachstum des realen BIP in Mexiko betrug im ersten Quartal 2003 im Vergleich zum Vorjahr 2,3 %. Das ist die höchste Rate, seitdem die Volkswirtschaft vor rund einem Jahr die Rezession überwunden hat. Dank der konjunkturellen Erholung haben sich die Arbeitsmarktbedingungen stabilisiert, wobei die Arbeitslosenquote im ersten Quartal dieses Jahres unter 3 % geblieben ist. Trotz dieser positiven Entwicklung bleibt die mexikanische Volkswirtschaft in starkem Maße von der US-Wirtschaft abhängig, und der Rückgang der Ölpreise und die Befestigung des Peso stellen Abwärtsrisiken für die Perspektiven des Landes dar. In Brasilien hat sich das Wirtschaftswachstum gegenüber der im letzten Quartal 2002 gezeigten Leistung anscheinend etwas abgeschwächt, wobei die Industrieproduktion im März im Vorjahrsvergleich nur um 1,1 % zunahm. In Argentinien ist offenbar eine Konjunkturerholung im Gange: Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wuchs im sechsten Monat in Folge und verzeichnete im April eine Rate von 20,1 % im Vorjahrsvergleich. Es bleibt abzuwarten, ob diese Erholung, die – nach der starken Abschwächung des Wechselkurses im letzten Jahr – von den Ausfuhren gestützt wird, in den kommenden Monaten anhalten wird.

Befestigung des Euro im Mai

Der Euro verzeichnete im Mai eine breit fundierte Aufwertung gegenüber den Währungen aller wichtigen Handelspartner des Eurogebiets, insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Gegen Ende Mai und Anfang Juni bewegte sich die Gemeinschaftswährung gegenüber den meisten wichtigen Währungen in der Nähe des Kurses zum Zeitpunkt ihrer Einführung.

Gegenüber dem US-Dollar hat sich der Euro im Verlauf des Monats Mai befestigt (siehe Abbildung 45). Dabei richteten die Marktteilnehmer ihr Augenmerk vor dem Hintergrund des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits und des sich ausweitenden Haushaltsdefizits der Vereinigten Staaten offenbar in erster

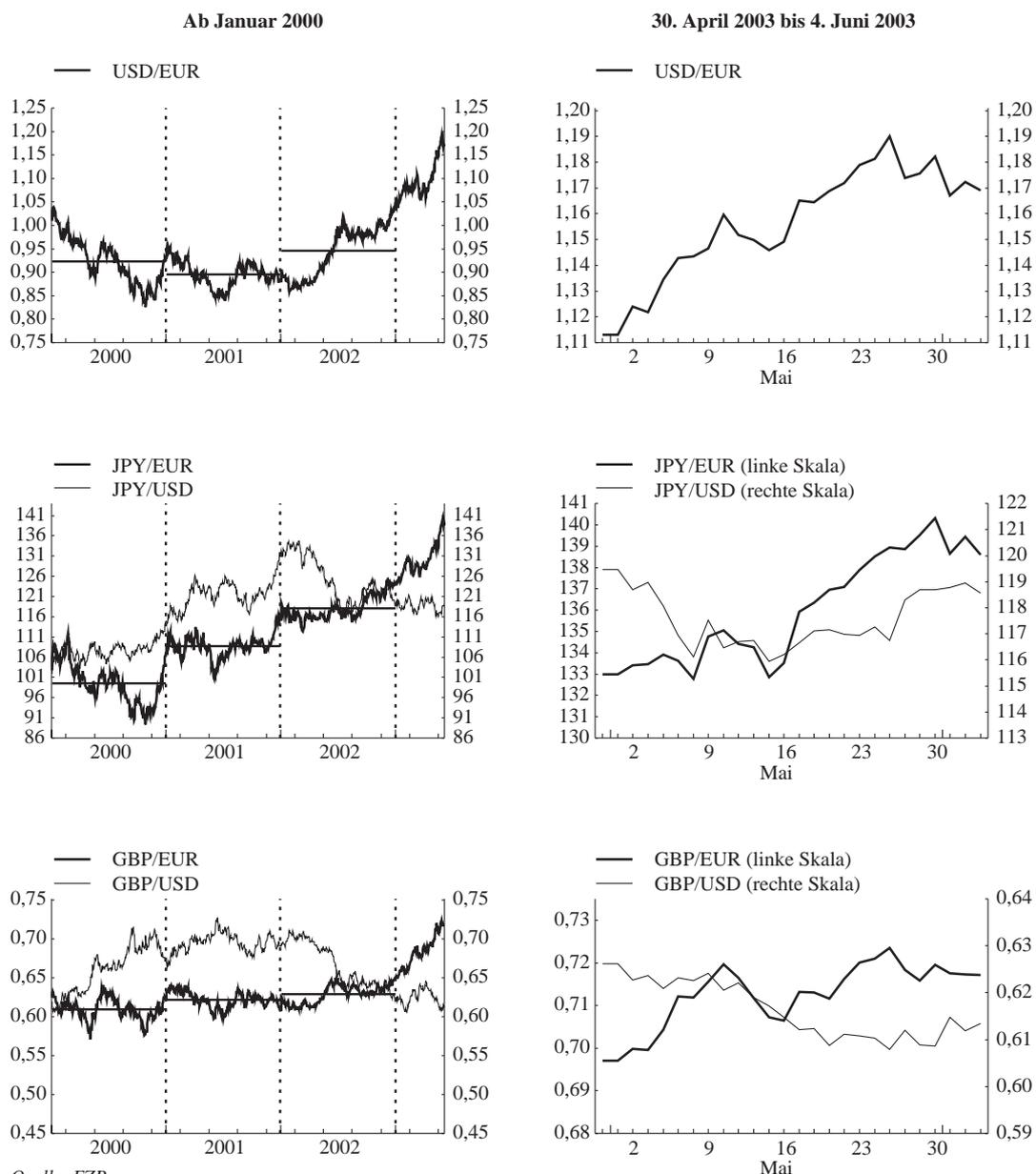
Linie auf Anzeichen für ein nur verhaltenes Erholungstempo der US-Konjunktur, die aus den veröffentlichten uneinheitlichen Konjunkturdaten abzulesen waren. Anfang Juni stabilisierte sich der US-Dollar, gestützt durch die Veröffentlichung von besser als erwartet ausgefallenen US-Daten, insbesondere zur Stimmungslage der Investoren. Am 4. Juni notierte der Euro bei 1,17 USD, d. h. 5 % über

seinem Stand von Ende April 2003 und 23,6 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Der japanische Yen verlor im Mai gegenüber dem Euro an Wert, was vor allem auf Anhaltspunkte für ein weiterhin rückläufiges Wirtschaftswachstum in Japan – teilweise als Folge der schwachen globalen Nachfrage und der damit verbundenen Belastungen für die

Abbildung 45 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

japanischen Exporte – zurückzuführen war (siehe Abbildung 45). Gegenüber dem US-Dollar verzeichnete die japanische Währung moderate Wertzuwächse. Am 4. Juni notierte der Euro bei 138,60 JPY und damit 4,2 % höher als Ende April bzw. 17,4 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2002.

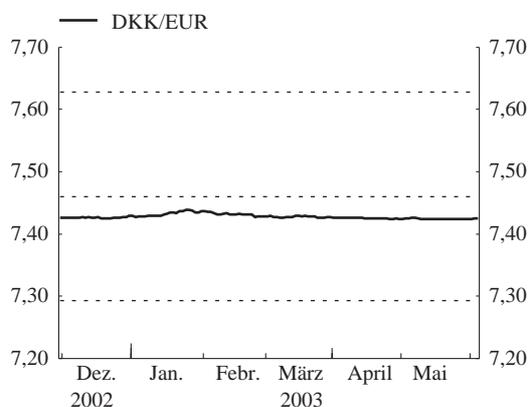
Vor dem Hintergrund einer Abschwächung der Wirtschaftsaktivität im Vereinigten Königreich, die sich aus den veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten, insbesondere zu den Konsumausgaben der privaten Haushalte und zur Exportentwicklung, ergibt, befestigte sich der Euro auch gegenüber dem Pfund Sterling. Am 4. Juni wurde er mit 0,72 GBP gehandelt, also 2,9 % höher als Ende April und 14,1 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem engen Band leicht unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 46). Gegenüber der schwedischen Krone blieb der Euro seit Ende April weitgehend stabil, während er sich gegenüber dem Schweizer Franken um 1,6 % aufwertete.

Angesichts der Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen aller wichtigen Handels-

Abbildung 46 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

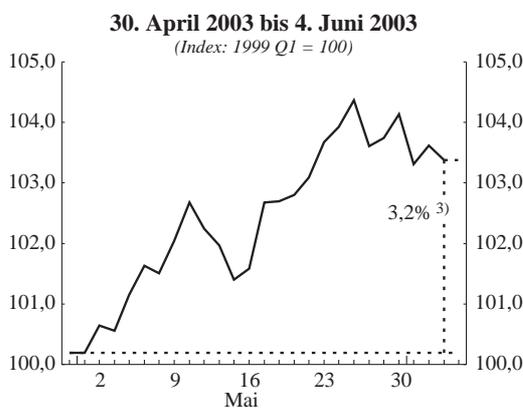


Quelle: EZB.

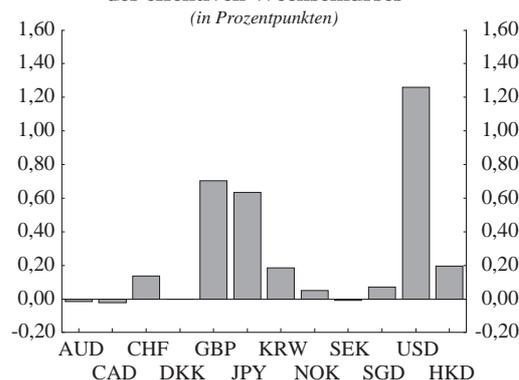
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ($\pm 2,25\%$) für die dänische Krone an.

Abbildung 47 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾



Quelle: EZB.

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

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

3) Die Zahl gibt die effektive Aufwertung des Euro im Referenzzeitraum an.

partner übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – auf Basis der Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 4. Juni sein Niveau von Ende April um 3,2 % und seinen durchschnittlichen Vorjahrswert um rund 15 % (siehe Abbildung 47). Der mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes sowie den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierte reale effektive Wechselkurs des Euro bewegte sich nach wie vor nahezu parallel zur Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses (siehe Abbildung 48). Aus historischer Perspektive betrachtet sind

Kasten I I

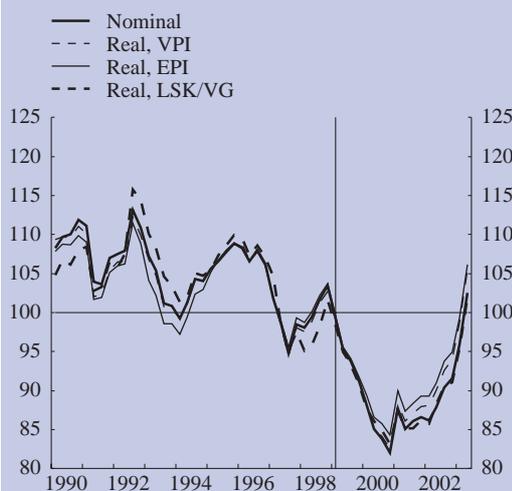
Die Entwicklung der effektiven Euro-Wechselkurse aus historischer Perspektive

Der Wechselkurs des Euro ist seit den historischen Tiefständen im Oktober 2000 vor allem im Jahresverlauf 2002 und in der ersten Hälfte dieses Jahres relativ stetig gestiegen. Besonders ausgeprägt war die Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen der drei wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets, d. h. den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan. Im Einzelnen verzeichnete der Euro verglichen mit seinen Durchschnittswerten im Jahr 2002 Wertzuwächse von mehr als 23,5 % gegenüber dem US-Dollar, von nahezu 17,5 % gegenüber dem japanischen Yen und von rund 14 % gegenüber dem Pfund Sterling. Am 4. Juni 2003 notierte er gegenüber diesen Währungen recht nahe bei den Kursen zum Zeitpunkt seiner Einführung. Auch gegenüber den asiatischen Währungen, die im effektiven Wechselkursindex des Euro für die „eng gefasste Gruppe“ der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euroraums enthalten sind, legte der Euro deutlich zu. Im Ergebnis schlugen sich diese Entwicklungen im Vergleich zum Durchschnittswert 2002 in einer nominalen effektiven Aufwertung um rund 15 % nieder.

Um die signifikante Größenordnung der jüngsten Wechselkursbewegungen richtig einstufen zu können, bietet es sich an, die Entwicklung aus einem breiteren historischen Blickwinkel zu beurteilen. In dieser Hinsicht erscheint die Aufwertung des Euro bislang als eine von vergleichsweise tiefen Ständen ausgehende und daher weitgehend erwartete Korrektur. Dieser Eindruck bestätigt sich, wenn man die langfristige Entwicklung der nominalen und realen effektiven Wechselkurse des Euro betrachtet. Abbildung A zeigt den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro seit 1990 sowie drei reale effektive Wechselkurse jeweils auf Basis der Indizes der Verbraucherpreise (VPI), der Erzeugerpreise (EPI) und der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe (LSK/VG). Diese Indikatoren – die gegenüber den Währungen der eng gefassten Gruppe berechnet werden – machen deutlich, dass die internationale Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Eurogebiet in letzter Zeit ein Niveau erreicht hat, das ihrem Durchschnittsstand seit 1990 entspricht. Dies trifft ungeachtet des verwendeten Preisindex (VPI oder EPI) bzw. Kostenindex (LSK/VG) zu.

Abbildung A: Historische nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro¹⁾

(Quartalswerte; Index: Durchschnitt (1990 Q1 – 2003 Q1) = 100)

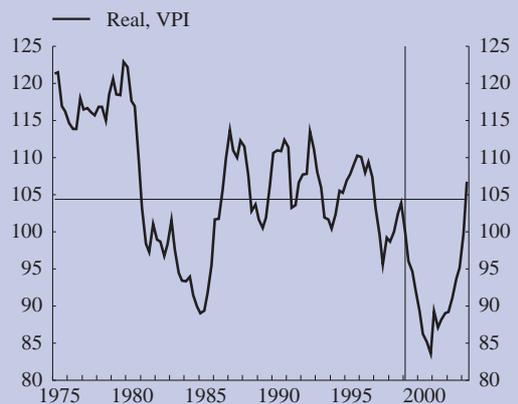


Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2003. Für die Indizes des realen effektiven Wechselkurses des Euro ist der letzte Wert geschätzt, mit Ausnahme des auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurses, für den die beiden letzten Werte geschätzt sind.

Abbildung B: Historische reale effektive Wechselkurse des Euro¹⁾

(Quartalswerte; Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzte Angabe bezieht sich auf das zweite Quartal 2003 und ist eine Schätzung. Die horizontale Linie gibt den Durchschnittswert seit 1975 an.

Weiter untermauert wird diese Feststellung in Abbildung B, in der die Betrachtung aus einer längerfristigen Perspektive seit 1975 erfolgt. Das aktuelle Niveau des (mit dem VPI deflationierten) realen effektiven Wechselkurses des Euro befindet sich ebenfalls in der Nähe seines historischen Durchschnittswerts innerhalb dieses längeren Zeitraums, während das im Oktober 2000 verzeichnete Niveau dem langfristigen Tiefstand entspricht.

Bei Betrachtung der Entwicklung vor dem Hintergrund der Erfahrungen in der Vergangenheit, als es zuweilen zu recht dramatischen Wechselkurskorrekturen kam, zeigt sich, dass der Euro infolge der Aufwertung offenbar Niveaus erreicht hat, die weitgehend im Einklang mit den langfristigen Durchschnittswerten stehen.

aufgrund dieser Entwicklungen die realen effektiven Wechselkursindizes des Euro – wie in Kasten II näher erläutert – in etwa wieder auf ihre langfristigen Durchschnittsstände zurückgekehrt.

Saldo der Leistungsbilanz kehrte sich im ersten Quartal 2003 in ein Defizit um

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im März 2003 einen Überschuss in Höhe von 1,2 Mrd € aus, verglichen mit 7,4 Mrd € im März des vergangenen Jahres. Der geringere Überschuss ergab sich aus

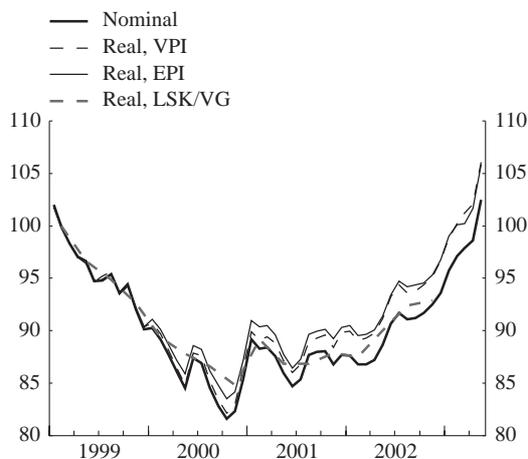
einem Rückgang des Warenhandelsüberschusses um 8,9 Mrd €, der durch ein niedrigeres Defizit bei den laufenden Übertragungen und einen Umschwung der Dienstleistungsbilanz von einem Defizit zu einem Überschuss nur teilweise ausgeglichen wurde (siehe Tabelle 15).

Im ersten Quartal 2003 wies die Leistungsbilanz einen Passivsaldo von 2,1 Mrd € auf, verglichen mit einem Überschuss von 12 Mrd € im ersten Quartal 2002. Hierin spiegelten sich ein Rückgang des Warenhandelsüberschusses (von 26,7 Mrd € im ersten Quartal 2002 auf 14,3 Mrd € im ersten Quartal 2003) und ein Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von 7,4 Mrd € auf 13,8 Mrd €) wider. Durch den Umschwung im Saldo der Dienstleistungen von einem Defizit (4,7 Mrd €) zu einem geringen Überschuss (0,3 Mrd €) wurden diese Entwicklungen zum Teil wieder ausgeglichen. Die Veränderung des Warenhandelsaldos im ersten Quartal dieses Jahres war auf einen Anstieg des Werts der Wareneinfuhren um 4,2 % gegenüber dem Vorjahr zurückzuführen, der sowohl mit der erheblichen Ölpreisverteuerung in diesem Zeitraum als auch mit einem Rückgang des Werts der Wareneinfuhren um 1,1 % zusammenhing.

Betrachtet man die monatliche Entwicklung auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so wies die Leistungsbilanz im März 2003 ein Defizit von 1,7 Mrd € auf, verglichen mit einem Überschuss von 1,9 Mrd € im Monat zuvor. Der Warenhandelsüberschuss ging deutlich (von 9,7 Mrd € im Februar auf 3,2 Mrd € im März) zurück, was weitgehend der kräftigen Abnahme der Ausfuhrwerte (von 87,7 Mrd € auf 82,4 Mrd €) sowie ei-

Abbildung 48 Nominale und reale effektive Wechselkurse des Euro¹⁾

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



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf Mai 2003. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs beziehen sich die letzten Angaben auf das vierte Quartal 2002 und sind teilweise geschätzt.

Tabelle 15**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	2002 Jan. - März	2002 März	2003 Jan. - März	2003 Jan.	2003 Febr.	2003 März
Saldo der Leistungsbilanz	12,0	7,4	-2,1	-6,5	3,2	1,2
Einnahmen	416,5	142,0	410,6	143,3	130,8	136,5
Ausgaben	404,6	134,5	412,7	149,7	127,6	135,3
Saldo des Warenhandels	26,7	13,5	14,3	0,8	8,9	4,6
Ausfuhr	254,9	91,8	252,0	81,8	83,1	87,2
Einfuhr	228,2	78,3	237,7	80,9	74,2	82,6
Saldo der Dienstleistungen	-4,7	-0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,8
Einnahmen	72,5	25,1	74,2	25,2	22,9	26,1
Ausgaben	77,3	25,9	73,9	25,6	23,0	25,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-7,4	-0,8	-13,8	-10,1	-2,6	-1,2
Saldo der laufenden Übertragungen	-2,6	-4,4	-2,9	3,1	-3,0	-3,1
Saldo der Vermögensübertragungen	3,2	0,3	1,9	2,1	-0,9	0,7
Saldo der Kapitalbilanz	-8,2	17,9	-26,3	-15,6	-13,8	3,1
Direktinvestitionen	-16,0	-8,1	-6,1	-0,9	2,8	-8,0
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-55,5	-27,4	-31,7	-10,9	-5,4	-15,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-41,6	-27,9	-16,0	-6,7	-5,0	-4,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-13,9	0,5	-15,7	-4,2	-0,4	-11,0
Im Euro-Währungsgebiet	39,5	19,3	25,6	10,0	8,2	7,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	26,3	20,2	16,6	8,4	5,5	2,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	13,1	-0,9	9,0	1,6	2,7	4,7
Wertpapieranlagen	-35,8	6,4	14,4	-5,5	-0,8	20,7
Dividendenwerte	2,3	1,9	16,7	16,2	2,7	-2,1
Aktiva	-32,1	-9,9	8,6	2,0	-0,1	6,7
Passiva	34,5	11,7	8,1	14,1	2,8	-8,8
Schuldverschreibungen	-38,1	4,5	-2,4	-21,7	-3,5	22,8
Aktiva	-42,9	-19,0	-59,1	-24,7	-20,4	-14,0
Passiva	4,8	23,5	56,7	3,0	16,9	36,8
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-51,8	-1,7	8,3	-6,4	2,0	12,7
Finanzderivate	2,5	-2,9	0,4	-1,0	1,0	0,4
Übriger Kapitalverkehr	44,1	22,7	-47,0	-9,6	-22,3	-15,0
Währungsreserven	-3,1	-0,2	12,0	1,5	5,4	5,0
Restposten	-6,9	-25,6	26,6	20,0	11,6	-4,9

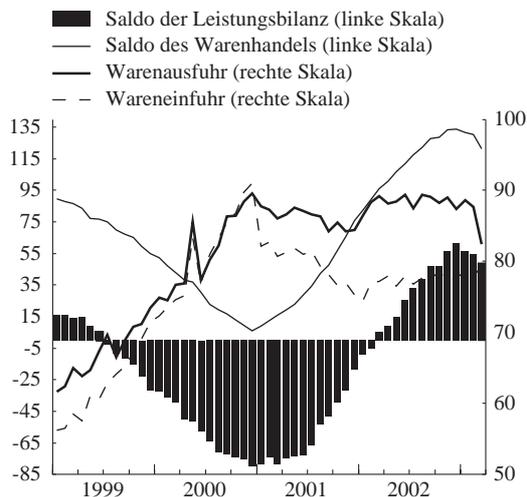
Quelle: EZB.

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

Abbildung 49

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

(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

nem geringen Anstieg der Einfuhren zuzuschreiben war, während die Defizite sowohl bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch bei den laufenden Übertragungen etwas geringer als im Vormonat ausfielen.

Mit dem beträchtlichen Rückgang der Exportwerte im Warenverkehr im März setzt sich die im zweiten Halbjahr 2002 beobachtete leichte Abnahme des Werts der Ausfuhren fort (siehe Abbildung 49). Allerdings ist das Ausmaß dieses im März verzeichneten Rückgangs schwierig zu interpretieren und sollte mit einer gewissen Vorsicht beurteilt werden, denn die Entwicklungen in diesem Monat könnten durch die möglicherweise vorübergehenden Auswirkungen der durch die Irak-Krise ausgelösten Unsicherheiten auf die Auslandsnachfrage beeinflusst worden sein. Längerfristig betrachtet weisen die Volumen der Exporte des Eurogebiets in Drittländer seit der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres weiterhin einen recht flachen Verlauf auf, was zeitlich mit der schwachen Auslandsnachfrage und dem Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Euro-Aufwertung zusammenfällt. Aus den neuesten

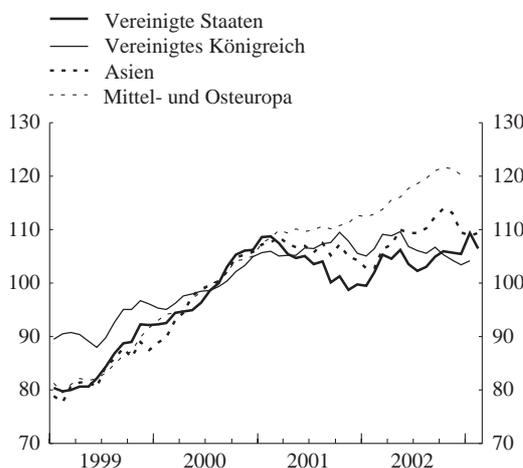
Daten zu den Handelsvolumen bis Februar 2003 geht hervor, dass die Ausfuhren in zahlreiche größere Exportmärkte des Eurogebiets dem Volumen nach in letzter Zeit gesunken sind bzw. auf niedrigem Niveau verharren (siehe Abbildung 50). Mit Blick auf einzelne Warengruppen wurden in den vergangenen Monaten auch bei den Investitions- und Konsumgütern sowie bei den Vorleistungsgütern schwache Exportvolumen verzeichnet (siehe Abbildung 51). Unterdessen sind die Exportpreise im selben Zeitraum gefallen, was darauf hindeutet, dass die Exporteure im Euroraum ihre Gewinnmargen in dem Bestreben verringert haben, den Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Euro-Aufwertung teilweise auszugleichen.

Gleichzeitig blieb auch die Entwicklung beim Wert der Wareneinfuhren verhalten, worin sich sowohl gedämpfte Importvolumen als auch ein leichter Rückgang der Einfuhrpreise widerspiegeln. Möglicherweise hat die schwache Nachfrage im Eurogebiet, besonders nach den importintensiven Ausgabenkategorien wie den Investitionen und Warenausfuhren, eine Ausdehnung der Importvolumen, die ceteris paribus von der Euro-Aufwertung ausgehen

Abbildung 50

Volumen der Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets in ausgewählte Partnerländer¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitender Dreimonats-durchschnitt)

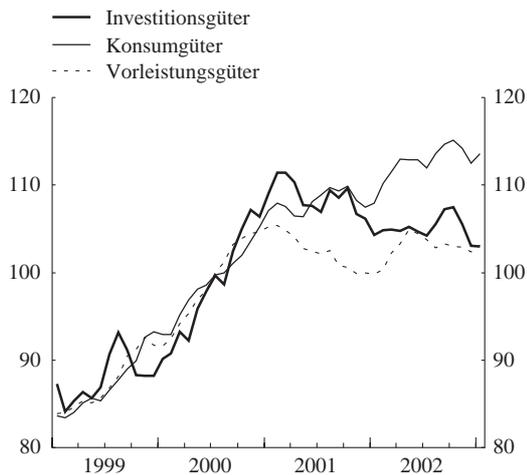


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Februar 2003.

Abbildung 5 I
Volumen ausgewählter Warenexporte
in Länder außerhalb des Euro-
Währungsgebiets¹⁾

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf Januar 2003.

müsste, konterkariert. Unterdessen scheint der durch die Euro-Aufwertung bedingte Abwärtsdruck auf die Importpreise zum Teil durch die Ölpreissteigerungen im ersten Quartal dieses Jahres kompensiert worden zu sein. Im weiteren Jahresverlauf, wenn die Aufwertung des Euro in Verbindung mit dem jüngsten Rückgang der Ölpreise nachhaltig gewesen sein sollte, dürfte allerdings aufgrund der zeitlich verzögerten Wirkung dieser Faktoren ein deutlicher Abwärtsdruck auf die Importpreise zum Tragen kommen.

Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im ersten Quartal 2003

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen waren im März 2003 Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 12,7 Mrd € zu verzeichnen (siehe Tabelle 15). Darin spiegeln sich Netto-Kapitalzu-

flüsse bei den Wertpapieranlagen (20,7 Mrd €) wider, nachdem bei den Direktinvestitionen Mittel in Höhe von netto 8 Mrd € abgeflossen waren, vor allem durch Direktinvestitionen von im Eurogebiet Ansässigen in Drittländer.

Für die Entwicklungen im Bereich der Wertpapieranlagen waren vor allem beträchtliche Nettokäufe (36,2 Mrd €) von Anleihen des Euro-Währungsgebiets durch gebietsfremde Investoren verantwortlich, die den umfangreichen Nettoerwerb ausländischer Anleihen durch Investoren im Euroraum mehr als ausgeglichen haben. Die grenzüberschreitenden Anlagen in Geldmarktpapieren bewegten sich im März auf gedämpftem Niveau. Bei den Dividendenwerten deuten die Transaktionen gebietsansässiger wie auch gebietsfremder Anleger auf eine Rückführung von Mitteln an die heimischen Märkte hin, was möglicherweise eine Folge der in diesem Zeitraum durch die Irak-Krise ausgelösten Verunsicherung ist.

Insgesamt kam es bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu einem Umschwung von Netto-Kapalexporten im ersten Quartal 2002 (51,8 Mrd €) zu Netto-Kapitalimporten im ersten Quartal 2003 (8,3 Mrd €). Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die Entwicklungen im Bereich der Schuldverschreibungen, bei denen die Netto-Kapitalabflüsse in diesem Zeitraum von 38,1 Mrd € auf 2,4 Mrd € zurückgingen, da ausländische Investoren in größerem Umfang als zuvor Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets erwarben. Diese Entwicklung entspricht der im vergangenen Jahr beobachteten Schwerpunktverschiebung des Anlageinteresses gebietsfremder Investoren zugunsten eines verstärkten Engagements in Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets. Dagegen sind die grenzüberschreitenden Kapitalströme durch Anlagen in Dividendenwerte aufgrund der weltweit rückläufigen Aktienkurse gesunken.

Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie

Im Oktober 1998 gab der EZB-Rat die Hauptelemente der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB bekannt. Die Strategie besteht aus einer quantitativen Definition von Preisstabilität und einem Zwei-Säulen-Konzept zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität. Nach über vier Jahren erachtete es der EZB-Rat für sinnvoll, die Strategie vor dem Hintergrund seiner diesbezüglichen Erfahrungen zu überprüfen. Am 8. Mai 2003 bestätigte er die Definition von Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr und hielt fest, dass Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet werden muss. Der EZB-Rat stellte außerdem klar, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe 2 % beizubehalten. Darüber hinaus bestätigte der EZB-Rat, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität gefasst werden. Dieser Ansatz beinhaltet eine wirtschaftliche und eine monetäre Analyse und behält somit das Zwei-Säulen-Konzept bei der Aufarbeitung, der Beurteilung und der Gegenprüfung der für die Geldpolitik relevanten Informationen bei. Um dem Zwei-Säulen-Konzept gerecht zu werden, wurden die Einleitenden Bemerkungen des Präsidenten zur monatlichen Pressekonferenz der EZB neu strukturiert. Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, die Überprüfung des Referenzwerts für M3 nicht mehr auf jährlicher Basis vorzunehmen.

I Einleitung

Am 8. Mai 2003 gab der EZB-Rat das Ergebnis seiner Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB bekannt.¹ Diese Überprüfung, die nach über vier Jahren erfolgreicher Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet vorgenommen wurde, berücksichtigte die öffentliche Diskussion und eine Reihe von Studien, die EZB-Mitarbeiter erstellt haben.² Das Ergebnis der Überprüfung bestätigte die ursprünglich 1998 bekannt gegebenen Hauptelemente der Strategie, nämlich die quantitative Definition von Preisstabilität und das der Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität zugrunde liegende Zwei-Säulen-Konzept.³ Der EZB-Rat beschloss allerdings auch, der Öffentlichkeit einige Aspekte der Strategie näher zu erläutern.

Er bestätigte seine Definition von Preisstabilität als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“ und bekräftigte, dass „Preisstabilität mittelfristig gewährleistet werden muss“. Außerdem stellte der EZB-Rat die Ausrichtung der Geldpolitik im Rahmen der Definition klar: Beim Streben nach Preisstabilität zielt die EZB darauf ab, die Preissteigerungsrate mittelfristig unter, jedoch nahe 2 % zu halten. Mit dieser Klarstellung

unterstrich der EZB-Rat seine Verpflichtung, unter Berücksichtigung aller übrigen relevanten Faktoren eine ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz gegen Deflationsrisiken beizubehalten.

Der EZB-Rat bestätigte außerdem, dass sich seine geldpolitischen Beschlüsse nach wie vor auf eine umfassende, auf zwei Säulen ruhende Analyse der Risiken für die Preisstabilität stützen. Bei den beiden Säulen handelt es sich um die *wirtschaftliche Analyse* zur Feststellung kurz- bis mittelfristiger Risiken für die Preisstabilität und die *monetäre Analyse* zur Beurteilung mittel- bis langfristiger Inflationstrends vor dem Hintergrund des engen Zusammenhangs, der über längere Zeithorizonte hin-

¹ Siehe die EZB-Pressemitteilung „Die geldpolitische Strategie der EZB“ vom 8. Mai 2003.

² Die EZB veröffentlichte am Tag der Bekanntgabe des Ergebnisses der Überprüfung auf ihrer Website eine Reihe von durch EZB-Mitarbeiter erstellten Hintergrundstudien, die in die Überlegungen des EZB-Rats zur geldpolitischen Strategie der EZB eingeflossen sind. Eine Ausarbeitung mit dem Titel „Überblick über die Hintergrundstudien hinsichtlich der Überlegungen zur geldpolitischen Strategie der EZB“ fasst die wichtigsten Schlussfolgerungen der Hintergrundstudien zusammen.

³ Siehe die EZB-Pressemitteilung „Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB“ vom 13. Oktober 1998, den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999, den Artikel „Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB“ im Monatsbericht vom November 2000 sowie das Buch „Die Geldpolitik der EZB“, Europäische Zentralbank, 2001.

weg zwischen Geldmenge und Preisen besteht. Der EZB-Rat betonte, dass er in seinem Streben nach einer einheitlichen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auch weiterhin die aus diesen beiden Verfahren gewonnenen Informationen wechselseitig überprüfen werde. Was die monetäre Analyse betrifft, so beschloss der EZB-Rat ferner, den Referenzwert für das Geldmengenwachstum nicht mehr auf jährlicher Basis zu überprüfen, um dessen längerfristigen Charakter als Richtwert zur Beurteilung der monetären Entwicklung zu unterstreichen.

Der Präsident der EZB hob am 8. Mai hervor, dass diese Beschlüsse die Erfahrung widerspiegeln, dass die geldpolitische Strategie der EZB von Anfang an insgesamt erfolgreich war, und dass sie die Kontinuität der bisher verfolgten Geldpolitik voll und ganz wahren. Wie aus Abbildung 1 ersichtlich, sind insbesondere die längerfristigen Inflationserwartungen seit Januar 1999 fest auf einem Niveau verankert gewesen, das mit der Definition von Preis-

stabilität in Einklang steht: Sie bewegen sich innerhalb einer Bandbreite von 1,7 % bis 1,9 %. Angesichts beträchtlicher ungünstiger Preisschocks – z. B. ein erheblicher Anstieg der Ölpreise zwischen 1999 und 2000, eine signifikante Abschwächung des Euro-Wechselkurses zwischen Juli 1999 und Oktober 2000 und kräftige Erhöhungen der Nahrungsmittelpreise im Jahr 2001 – ist dieses Ergebnis bemerkenswert.⁴

Die geldpolitische Strategie der EZB wird in der Öffentlichkeit inzwischen besser verstanden. Darin spiegeln sich die Kommunikationsmaßnahmen des Eurosystems, die Erfahrungen mit der praktischen Umsetzung der Geldpolitik und die analytischen Fortschritte bei der Untermauerung und Verfeinerung von Elementen der Strategie wider. Allerdings waren einige Aspekte der Strategie nur schwer effektiv zu vermitteln und haben zu Kontroversen unter Beobachtern geführt. Bei der Überprüfung der Strategie hat der EZB-Rat deshalb auch diese Aspekte untersucht.

2 Die quantitative Definition von Preisstabilität

Die wichtigsten Aspekte der Definition

Artikel 105 Absatz 1 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft weist der EZB das vorrangige, übergeordnete Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu. Im Oktober 1998 gab der EZB-Rat seine quantitative Definition von Preisstabilität als wesentliches Element seiner geldpolitischen Strategie bekannt.

Durch den Bezug auf einen „Anstieg des HVPI von unter 2 %“ stellt die Definition klar, dass sowohl Inflation als auch Deflation mit Preisstabilität unvereinbar sind. Die Obergrenze wurde mit 2 % deutlich über null festgelegt, um eine Sicherheitsmarge zum Schutz vor Deflation zu schaffen. Dies sichert die Volkswirtschaft gegen die Möglichkeit ab, dass die Geldpolitik in eine Situation gerät, in der sie mit ihrem Leitzins wegen der Untergrenze von null bei den nominalen Zinssätzen nicht

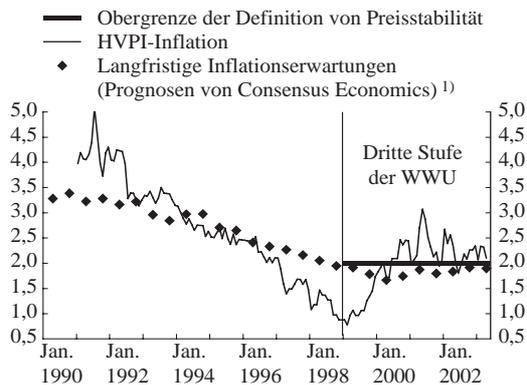
mehr angemessen auf negative Schocks reagieren kann. Die im Oktober 1998 bekannt gegebene Definition von Preisstabilität sah keine konkrete Untergrenze für Preissteigerungsraten vor, was die Unsicherheit bezüglich des Ausmaßes eines möglichen Messfehlers bei der am HVPI gemessenen Inflationsrate und seiner möglichen Schwankungen im Zeitverlauf widerspiegelt. Durch die Festlegung der Obergrenze für die Inflation auf einen Wert deutlich über null berücksichtigt die Strategie jedoch die Möglichkeit, dass die am HVPI gemessene Teuerung die tatsächliche Inflation aufgrund eines geringen, aber positiven Messfehlers beim Preisindex leicht überzeichnet. Gleichzeitig ist die Obergrenze von 2 % niedrig genug, um die Vorteile von Preisstabilität ausschöpfen zu können.

⁴ Siehe den Kasten „Die Häufung von HVPI-Schocks seit Beginn der dritten Stufe der WWU“ auf Seite 38 ff. des Monatsberichts vom Juni 2002.

Abbildung 1 Längerfristige Inflationserwartungen und Inflation im Euroraum

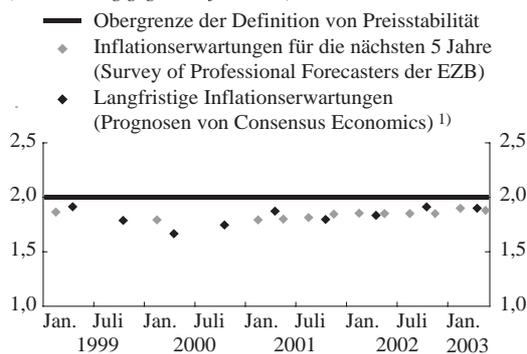
a) Längerfristige Inflationserwartungen und Inflation (1990-2003)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Längerfristige Inflationserwartungen (1999-2003)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Prognosen von Consensus Economics und Survey of Professional Forecasters der EZB.

1) Bis Dezember 2002 gewichteter Durchschnitt der fünf größten Länder des Euroraums, die zusammen mehr als 80 % des BIP des Eurogebiets erwirtschaften.

Ein grundlegender Aspekt der Geldpolitik der EZB besteht im Streben nach Preisstabilität auf mittlere Sicht. Die EZB trägt somit der Tatsache Rechnung, dass die Geldpolitik die Preisentwicklung auf kurze Sicht nicht feinsteuern kann und dies deshalb auch nicht versuchen sollte. Wie in Kasten I erläutert, ermöglicht es die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik auch, Bedenken hinsichtlich möglicher Produktionsschwankungen Rechnung zu tragen, ohne die Erreichung des vorrangigen Ziels zu beeinträchtigen.

Durch die Entscheidung des EZB-Rats, die quantitative Definition von Preisstabilität zu

veröffentlichen, wurde der Öffentlichkeit ein quantitativer Richtwert für die Bildung von Inflationserwartungen und für die Festsetzung von Preisen und Löhnen zur Verfügung gestellt. Wie bereits erwähnt, hat dies zu einer festen Verankerung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet geführt, die sich auf einem Niveau bewegen, das ausgesprochen stabil ist und der Definition von Preisstabilität entspricht (siehe Abbildung 1). Diese feste Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen hat zum reibungslosen Funktionieren der Geldpolitik beigetragen.

Die Klarstellung vom 8. Mai 2003

In seiner Erklärung vom 8. Mai 2003 bestätigte der EZB-Rat seine Definition von Preisstabilität. Gleichzeitig stellte er klar, dass er im Rahmen dieser Definition das Ziel verfolgt, mittelfristig eine Preissteigerungsrate nahe 2 % beizubehalten. Darüber hinaus hielt der EZB-Rat fest, dass die Ausrichtung der Geldpolitik auf den Bereich unter, aber nahe der Obergrenze der Definition für eine Sicherheitsmarge zum Schutz gegen Deflationsrisiken Sorge. Außerdem trage die Sicherheitsmarge einem eventuell vorliegenden Messfehler beim HVPI und den Auswirkungen von Inflationsunterschieden innerhalb des Euro-Währungsgebiets Rechnung.

Diese Klarstellung verweist explizit auf die Verpflichtung der EZB, die Inflation mittelfristig unter, jedoch nahe 2 % zu halten. Sie entspricht voll und ganz der bisher verfolgten Geldpolitik und steht auch mit dem Verständnis der Märkte von der bisherigen Geldpolitik der EZB in Einklang, was sich in den langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum widerspiegelt, die sich seit 1999 unter, jedoch nahe 2 % bewegen.

Die Elemente der Überprüfung der Definition von Preisstabilität

Der Beschluss des EZB-Rats vom 8. Mai basiert auf den Erfahrungen mit der Quantifizierung des Ziels von Preisstabilität

Kasten I

Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB

Volkswirtschaften sind ständig weitgehend unvorhersehbaren Schocks ausgesetzt, die sich auch auf die Preisentwicklung auswirken. Gleichzeitig kann die Geldpolitik die Preisentwicklung nur mit erheblichen Zeitverzögerungen beeinflussen.¹ Darüber hinaus sind solche Zeitverzögerungen variabel (d. h. sie hängen von den jeweiligen wirtschaftlichen Umständen ab) und wie die meisten wirtschaftlichen Zusammenhänge äußerst ungewiss. Daher ist es für Zentralbanken nicht möglich, die Inflationsrate immer auf einem bestimmten Zielwert zu halten oder sie gar innerhalb sehr kurzer Zeit auf ein gewünschtes Niveau zurückzuführen. Die Geldpolitik verfügt nicht über die geeigneten Mittel, eine Feinsteuerung der wirtschaftlichen Entwicklung vorzunehmen oder die Preise auf kurze Sicht zu steuern. Vielmehr muss die Geldpolitik vorausschauend handeln, und sie kann Preisstabilität nur über längere Zeiträume gewährleisten. Dies ist der Kern der mittelfristigen Ausrichtung der EZB.

Vor diesem Hintergrund wäre die Wahl eines vorab festgelegten bestimmten Zeithorizonts für die Durchführung der Geldpolitik willkürlich, da sich der Transmissionsmechanismus über einen variablen, ungewissen Zeitraum erstreckt. Zudem ist die Entscheidung für einen festgelegten Zeithorizont problematisch, da die optimale geldpolitische Reaktion zur Gewährleistung von Preisstabilität immer vom spezifischen Charakter und vom Ausmaß der konjunkturellen Schocks abhängt. Bei einer großen Anzahl von Schocks (z. B. Nachfrageschocks, bei denen sich Produktion und Preise in dieselbe Richtung bewegen) gewährleistet eine prompte Reaktion der Geldpolitik nicht nur Preisstabilität, sondern sie trägt auch zur Stabilisierung der Volkswirtschaft bei. Einige andere wirtschaftliche Schocks (z. B. so genannte „cost push“-Schocks) führen jedoch tendenziell zu einer gegenläufigen Entwicklung von Produktion und Preisen. Eine übermäßig aggressive geldpolitische Reaktion zur Wiederherstellung von Preisstabilität innerhalb sehr kurzer Zeit kann unter diesen Umständen das Risiko erheblicher Kosten aufgrund von Produktions- und Beschäftigungsschwankungen mit sich bringen. Nach gängiger Auffassung können in diesen Fällen unnötig hohe Schwankungen in der Realwirtschaft durch eine zurückhaltendere Reaktion der Geldpolitik vermieden werden. Die mittelfristige Ausrichtung verleiht der EZB somit die erforderliche Flexibilität, um in geeigneter Weise auf verschiedene wirtschaftliche Schocks zu reagieren. Insbesondere trägt sie dazu bei, dass in der Volkswirtschaft die Entstehung unnötiger Schwankungen vermieden wird. Außerdem kommt in der mittelfristigen Ausrichtung ein Interesse an der Stabilisierung von Produktion und Beschäftigung zum Ausdruck, und sie leistet auch einen Beitrag hierzu.

¹ Jüngste Schätzungen für das Eurogebiet sind in dem Beitrag „Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2002 zu finden.

sowie auf den wichtigsten Aspekten, die dieser Quantifizierung zugrunde liegen. Dabei handelt es sich um die Wahl des geeigneten Preismaßstabs für die Geldpolitik, die Kosten der Inflation und die Argumente für die Tolerierung geringfügig positiver Inflationsraten.

Die Wahl des Preisindex

Um für eine quantitative geldpolitische Zielsetzung geeignet zu sein, sollte ein Preisindex eine Reihe wesentlicher Eigenschaften aufweisen. Dazu gehören die Glaubwürdigkeit und Transparenz des Index (z. B. sollte er für die breite Öffentlichkeit leicht verständlich sein)

sowie ein hohes Maß an Zuverlässigkeit (so sollten Revisionen nicht allzu häufig erfolgen). Voraussetzung sollte auch sein, dass der Index in ausreichender Aktualität und Periodizität verfügbar ist. In dem Bestreben, einen Preisindex zu wählen, der diese Kriterien für das Eurogebiet als Ganzes erfüllt, beschloss die EZB 1998, der Definition von Preisstabilität den gesamten HVPI von Eurostat, den so genannten Headline-Index, zugrunde zu legen, d. h. den in allen EU-Mitgliedsländern harmonisierten Gesamtindex der Verbraucherpreise.

Der HVPI ist der Index, der die im Zeitverlauf zu beobachtenden Veränderungen des Preises eines repräsentativen Korbs von Konsumgütern

und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten des Euroraums erworben werden, am besten abbildet. Die Verwendung dieses Index macht die Verpflichtung des Eurosystems zu einem umfassenden, effektiven Schutz gegen Kaufkraftverluste transparent.

Gelegentlich wird argumentiert, dass die Zentralbanken Messgrößen der so genannten „Kerninflation“ für die Definition ihres vorrangigen Ziels heranziehen sollten.⁵ Diese Messgrößen filtern die volatileren Komponenten und/oder vorübergehenden Faktoren aus der Headline-Inflation heraus, wodurch eher fundamentale Trends der Preisentwicklung aufgezeigt werden sollen. Doch die Wahl einer Messgröße der „Kerninflation“ zur Definition von Preisstabilität würde den Kriterien eines für die Geldpolitik angemessenen Preisindex nicht entsprechen, insbesondere nicht dem der Transparenz. Darüber hinaus wäre sie ziemlich willkürlich, da es keine eindeutige, unumstrittene Methode zur Ableitung derartiger Messgrößen gibt.

Auf jeden Fall dürfte klar sein, dass die EZB mit der Definition des Ziels von Preisstabilität unter Verwendung der Headline-Inflation ihre geldpolitischen Erwägungen keineswegs allzu sehr auf die kurzfristige Preisentwicklung ausrichtet. Die mittelfristige Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB gewährleistet, dass kurzfristige Preisvolatilitäten bei der Beschlussfassung des EZB-Rats nicht ausschlaggebend sind.

Aus allen hier angeführten Gründen ergibt sich letztendlich, dass der HVPI die adäquate Messgröße für die Definition von Preisstabilität ist. Indes ist es für die EZB wichtig, im Rahmen ihrer regelmäßigen Analyse weiterhin die Teilindizes des HVPI wie auch Messgrößen der „Kerninflation“ als Indikatorvariablen zu beachten. Dies kann gelegentlich zur Identifikation der Art von Schocks beitragen, die die Preisentwicklung und längerfristige Preistendenzen bestimmen. Gleichzeitig sollte diese Indikatorfunktion nicht mit der Rolle des HVPI als relevanter Preisindex für die Festlegung der quantitativen Definition von Preisstabilität verwechselt werden.

Die Kosten der Inflation und die Argumente für die Tolerierung geringfügig positiver Inflationsraten

Die Wahl einer spezifischen quantitativen Zielsetzung, die von der Zentralbank mittelfristig zu verfolgen ist, macht es erforderlich, einen Mittelweg zwischen den Kosten von Inflation und möglichen Argumenten für die Tolerierung geringfügig positiver Inflationsraten zu finden.

Die Kosten der Inflation

Inflation bringt auf verschiedenen Wegen beträchtliche Wohlfahrtsverluste mit sich:

- Inflation verzerrt die Signalfunktion der relativen Preise, insbesondere wenn „nominale Rigiditäten“ vorhanden sind, und verringert damit die Effizienz von Ressourcenallokationen durch den Markt.
- Eine höhere Inflationsrate kann die Unsicherheit bezüglich der Teuerung und somit die damit verbundenen Risikoprämien und Wohlfahrtsverluste erhöhen.
- Da die Steuersysteme in der Regel eine Anbindung der Steuersätze an die Inflationsrate nicht zulassen, verstärkt ein Anstieg der Inflation die verzerrenden Effekte der Besteuerung.
- Inflation erhöht die Kosten (die so genannten „Schuhlederkosten“), die Wirtschaftsakteuren entstehen, wenn sie, um sich vor realen Wertverlusten zu schützen, ihr Vermögen anders als durch das Halten von Geldbeständen sichern wollen.
- Bei bestimmten Waren und Dienstleistungen entstehen bei jeder Preisänderung „Menükosten“, und höhere Inflationsraten machen häufiger Preisänderungen erforderlich.

⁵ Eine ausführlichere Erörterung findet sich in dem Aufsatz „Indizes zur Messung der Kerninflation im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juli 2001.

- Da einige Gruppen der Gesellschaft eher begrenzte Möglichkeiten haben, sich gegen Inflation abzusichern, wirkt sich Inflation auf die Einkommens- und Vermögensverteilung aus (z. B. ergeben sich Effekte der Umverteilung von Gläubigern zu Schuldern). In dieser Hinsicht sind es normalerweise die schwächsten gesellschaftlichen Gruppen, die am meisten unter der Inflation leiden.

Empirische Schätzungen des Ausmaßes der Inflationkosten fallen unterschiedlich aus, Beobachtungen und die verfügbaren Untersuchungen bestätigen jedoch einhellig, dass Inflation mit erheblichen Wohlfahrtsverlusten einhergeht. Neuere Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Kosten der Inflation möglicherweise höher sind als zuvor gedacht und dass selbst moderate Teuerungsraten zu erheblichen Kosten führen können. Daher besteht ein breiter Konsens dahin gehend, dass – abgesehen von den Faktoren, die gegen die Gewährleistung einer Inflationsrate nahe null sprechen (siehe unten) – Preisstabilität im eigentlichen Sinne (d. h. Null-Inflation) angestrebt werden müsste.

Argumente für die Tolerierung geringfügig positiver Inflationsraten

Trotz der beträchtlichen Kosten der Inflation spricht eine Reihe von Erwägungen dafür, dass die Beibehaltung einer moderat positiven Inflationsrate wünschenswert wäre. Dabei werden im Allgemeinen drei Hauptargumente angeführt: die Risiken einer Deflation und die Untergrenze von null für die nominalen Zinssätze, die Möglichkeit eines Messfehlers, der die gemessene Inflation nach oben verschiebt, sowie das Vorhandensein nominaler Rigiditäten nach unten bei Preisen und Arbeitnehmerentgelten. Wenn darüber hinaus die reale Konvergenz der Regionen in einer Währungsunion nicht vollständig ist, können strukturelle Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Regionen entstehen. Grundsätzlich könnten solche Inflationsunterschiede Bedenken bezüglich des reibungslo-

sen Verlaufs des Anpassungsprozesses in einigen Regionen verstärken. Im Folgenden werden die zugrunde liegenden Argumente näher erläutert.

Die Untergrenze von null bei den nominalen Zinssätzen und Deflationsrisiken

Viele Ursachen inflationsbezogener Kosten, z. B. Verzerrungen der relativen Preise, sind auch bei einem nachhaltigen Rückgang des Preisniveaus maßgeblich. Bei anhaltender Deflation – was allerdings in Volkswirtschaften ohne größere makroökonomische Ungleichgewichte sehr unwahrscheinlich ist – könnten sich jedoch spezifische Risiken für die Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung ergeben. Geht eine anhaltende Deflation mit stockendem Wachstum einher, kann dies insbesondere die Zentralbank bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik einschränken, da sich die nominalen Zinssätze nicht unter null drücken lassen. Jeder Versuch, die nominalen Zinssätze auf ein Niveau deutlich unter null zu bringen, würde fehlschlagen, da das Publikum, statt zu einem negativen Satz Geld zu verleihen oder Einlagen zu halten, lieber Bargeld halten würde. In einer deflationären Situation schränkt das Vorhandensein einer Untergrenze für die nominalen Zinssätze die Möglichkeiten der Zentralbank ein, durch Senkung der Realzinsen die Nachfrage zu stimulieren und deflationärem Druck entgegenzuwirken. Darüber hinaus kann die Deflation die reale Schuldenlast der privaten Haushalte und Unternehmen erhöhen und dadurch die Risiken finanzieller Instabilität vergrößern.

Obwohl selbst bei nominalen Zinssätzen von null mehrere geldpolitische Maßnahmen möglich sind und verschiedene Lösungen als Ausweg aus einer Deflationsfalle vorgeschlagen worden sind, ist die Wirksamkeit dieser alternativen Maßnahmen ungewiss. Dies deutet darauf hin, dass es für die Geldpolitik ratsam ist, eine Sicherheitsmarge zum Schutz gegen Deflation zu wahren, indem sie statt Null-Inflation eine geringfügig positive Inflationsrate anstrebt.

In einer Reihe von Studien wird untersucht, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass nominale Zinssätze bei verschiedenen von Zentralbanken angestrebten Inflationsraten die Untergrenze von null erreichen. Aus den meisten Studien geht hervor, dass diese Wahrscheinlichkeit stark abnimmt, wenn sich die Zentralbank mittelfristig eine Inflationsrate über 1 % zum Ziel setzt.⁶

Messfehler beim Preisindex

Aus verschiedenen Gründen können bei Verbraucherpreisindizes Messfehler auftreten. Zu diesen Fehlern kann es kommen, wenn die Preise nicht angemessen um Qualitätsänderungen bereinigt sind oder wenn einschlägige Transaktionen von dem bei der Erstellung des Index verwendeten Korb systematisch nicht erfasst werden. In der Vergangenheit wurden diese systematischen Fehler in der Regel für einige Industrieländer als im positiven Bereich liegend, aber gering eingeschätzt, was nahe legt, dass eine gemessene Inflationsrate von null einen leichten Rückgang des tatsächlichen Preisniveaus implizieren könnte.

Es gibt nach wie vor nur unzureichende Hinweise auf einen Messfehler im HVPI des Eurogebiets, was die kurze Geschichte dieses Index widerspiegelt. Einige Untersuchungen deuten darauf hin, dass das Ausmaß des Messfehlers begrenzt sein dürfte, jedoch spricht der Grad an Unsicherheit, mit dem die Messfehlerschätzungen nach wie vor behaftet sind, eher gegen die Festlegung auf einen konkreten Wert. Darüber hinaus dürfte sich der Messfehler angesichts der fortlaufenden Verbesserungen der Eigenschaften des HVPI durch Eurostat künftig weiter verkleinern. Insgesamt ist beim Setzen einer Sicherheitsmarge in Form von Inflationsraten über null die Möglichkeit des Vorhandenseins eines Messfehlers verglichen mit Erwägungen bezüglich der Deflationsrisiken von geringer Bedeutung.

Nominale Rigiditäten nach unten bei Preisen und Arbeitsentgelten

Die Veränderungen der relativen Preise sind in einer Marktwirtschaft ein Hauptelement der effizienten Ressourcenallokation. Die ökonomische Anpassung der relativen Preise an Schocks könnte zu verhalten ausfallen, wenn Löhne und Preise nominalen Rigiditäten nach unten, d. h. der Aversion der Marktteilnehmer gegenüber nominalen Lohn- und Preissenkungen, unterliegen. In diesem Zusammenhang ist darauf hingewiesen worden, dass eine gewisse Inflation die Anpassung der relativen Preise – und somit auch die reale Anpassung der Wirtschaft – an verschiedene Schocks erleichtern könnte.

Die tatsächliche Bedeutung nominaler Rigiditäten nach unten ist jedoch sehr ungewiss, und die empirischen Daten lassen – insbesondere für den Euroraum – keine eindeutigen Schlüsse zu. Die Analyse wird durch mehrere Faktoren erheblich beeinträchtigt, vor allem durch die Tatsache, dass nur wenige einschlägige Beobachtungen vorliegen, was darauf zurückzuführen ist, dass in den meisten Ländern ausgedehnte Phasen mit geringen Inflationsraten selten sind.

Was die Preisbildung betrifft, so deutet die Evidenz, die auf der Verteilung der Veränderungen der Preisindizes des Euroraums beruht, darauf hin, dass nominale Preissenkungen relativ häufig vorkommen. Hinsichtlich der Lohnbildung stoßen empirische Untersuchungen generell auf eine gewisse Konzentration von Lohnänderungen um die Nullmarke, zeigen aber auch, dass ein erheblicher Anteil von Lohnempfängern Lohnsenkungen hinnehmen muss. In Letzterem spiegelt sich wahrscheinlich die wachsende Bedeutung flexibler Bestandteile in der Vergütung der Arbeitnehmer (z. B. eine häufigere Anwendung leistungsbezogener Vergütungssysteme oder Überstundenvergütungen)

⁶ Weitere Untersuchungen kommen zu anderen Ergebnissen. Sie scheinen allerdings das Risiko des Erreichens der Untergrenze von null für die nominalen Zinssätze zu überschätzen, da sie von einem realen Gleichgewichtszinssatz ausgehen, der unrealistisch niedrig erscheint, oder annehmen, dass die Geldpolitik angesichts von Deflationsrisiken nicht optimal reagiert.

wider, die nominale Rigiditäten nach unten gegebenenfalls aufweichen dürften. Darüber hinaus sollte man bei der Beurteilung solcher Rigiditäten die Auswirkung eines positiven Produktivitätswachstums auf die Lohnstückkosten berücksichtigen. Ein positiver Trend beim Produktivitätswachstum ermöglicht es den Unternehmen, die Arbeitskosten je Produkteinheit zu senken, ohne zwangsläufig die Nominallöhne zu kürzen. Außerdem lässt sich argumentieren, dass diese Rigiditäten bei der Schaffung eines dauerhaft und glaubwürdig von geringer Inflation gekennzeichneten Umfelds tendenziell abnehmen und sogar verschwinden könnten.

Schließlich besteht die Gefahr, dass sich – selbst wenn bestimmte nominale Rigiditäten nach unten bestehen bleiben – dieses unerwünschte Strukturmerkmal einiger Volkswirtschaften noch verfestigen könnte, wenn ihm mit einer höheren Inflationsrate begegnet wird. Vielmehr ist es von entscheidender Bedeutung, dass man danach strebt, mit strukturellen Reformen die Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten zu erhöhen und die Vorteile der Preisstabilität in allen Ländern des Euroraums in vollem Umfang zu nutzen.

Diese Erwägungen deuten insgesamt darauf hin, dass man die Bedeutung nominaler Rigiditäten nach unten hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf eine Sicherheitsmarge für tolerierbare Inflationsraten nicht überbetonen sollte.

Dauerhafte Inflationsunterschiede in einer Währungsunion

Grundsätzlich werden in jeder Währungsunion Inflationsunterschiede zwischen Regionen als völlig normales Phänomen angesehen und sollten auch so betrachtet werden.⁷ Sie stellen einen integralen Bestandteil des Mechanismus der Anpassung an Nachfrage- und Angebotschocks in den Volkswirtschaften der einzelnen Regionen dar. Die Geldpolitik kann in einem Währungsgebiet – sei es eine Währungsunion oder ein einzelnes Land – ein Inflationsgefälle zwischen Regionen oder Städ-

ten nicht verringern und sollte dies auch nicht versuchen. Stattdessen sind je nach Quellen und Ursachen der Inflationsunterschiede möglicherweise regionale Abhilfemaßnahmen erforderlich, um zu verhindern, dass die Inflationsunterschiede zu schädlichen Entwicklungen für die betreffenden Regionen führen.

Trotzdem können Inflationsunterschiede in jeder Währungsunion eine strukturelle Komponente aufweisen, z. B. aufgrund unterschiedlicher Einkommensniveaus und eines fortlaufenden Aufholprozesses im Hinblick auf die Lebensstandards. Angesichts dieser unvermeidlichen Inflationsunterschiede wird argumentiert, die Geldpolitik solle auf mittlere Sicht für das gesamte Währungsgebiet eine Inflationsrate anstreben, die hoch genug ist, um zu verhindern, dass Regionen mit niedrigeren Preissteigerungsraten mit erheblichen, von nominalen Rigiditäten nach unten verursachten Kosten konfrontiert werden oder in Phasen eines anhaltenden Preisrückgangs eintreten. Bei der Beurteilung dauerhafter Inflationsunterschiede im Euroraum wird häufig die Balassa-Samuelson-Hypothese hervorgehoben.⁸ Nach dieser Hypothese können unter bestimmten Bedingungen dauerhafte Inflationsunterschiede zwischen zwei Regionen durch Unterschiede in der relativen Produktivitätssteigerungsrate der Sektoren für handelbare und nicht handelbare Güter der beiden Regionen verursacht werden. Solche Unterschiede im Produktivitätswachstum können sich aus einem Konvergenzprozess der Lebensstandards innerhalb des Eurogebiets ergeben. Der Balassa-Samuelson-Effekt spiegelt somit ein „Gleichgewichtsphänomen“ wider, das im Prinzip keiner Korrektur durch wirtschaftspolitische Maßnahmen bedarf.

⁷ Die gegenwärtige Streuung der Inflationsraten der Länder des Euro-Währungsgebiets ist weitgehend mit der Streuung vergleichbar, die bei den Großräumen der Vereinigten Staaten beobachtet wird. Siehe den Kasten „Inflationsgefälle im Euro-Währungsgebiet und in den Ballungszentren der Vereinigten Staaten“ auf Seite 25 ff. des Monatsberichts vom April 2003.

⁸ Siehe Balassa B., *The purchasing power parity doctrine: a reappraisal*, *The Journal of Political Economy*, 72, S. 584–596, Dezember 1964 und Samuelson, P., *Theoretical notes on trade problems*, *Review of Economics and Statistics*, 46, 1964.

Empirische Untersuchungen für den Euroraum deuten darauf hin, dass das Ausmaß des Balassa-Samuelson-Effekts begrenzt ist, auch wenn er nur schwer mit großer Präzision zu erfassen ist. Aus den meisten empirischen Schätzungen des Balassa-Samuelson-Effekts ergibt sich, dass die durchschnittliche Inflationsrate in Ländern mit niedrigerer Teuerung höchstens einen halben Prozentpunkt unter der des Euro-Währungsgebiets insgesamt liegen würde. Darüber hinaus dürfte das Ausmaß des Balassa-Samuelson-Effekts in den derzeitigen Regionen des Euroraums angesichts der fortschreitenden Konvergenz der einzelnen Länder bezüglich des BIP pro Kopf im Laufe der Zeit abnehmen.

Auch in einem möglicherweise erweiterten Euro-Währungsgebiet dürfte die Gesamtbedeutung dieses Effekts begrenzt bleiben, nicht zuletzt wegen des geringen relativen Gewichts der Volkswirtschaften der beitretenden Staaten. Darüber hinaus müssen die beitretenden Staaten die Konvergenzkriterien erfüllen, um den Euro einführen zu können. Sie müssen also vor der Einführung des Euro nachweisen, dass sie in ausreichendem Maße

konvergiert haben und die für eine dauerhaft niedrige Inflationsrate erforderlichen Bedingungen erfüllen.

Außerdem erscheint es äußerst unwahrscheinlich, dass ein einzelnes Land oder eine einzelne Region des Euroraums einen anhaltenden Preisrückgang verzeichnet, während im Eurogebiet als Ganzem Preisstabilität herrscht. Eine solche Situation in einem einzelnen Land oder einer einzelnen Region würde die Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes oder dieser Region erheblich steigern. Die sich daraus ergebenden positiven Effekte auf die Nachfrage nach den Produkten dieses Landes oder dieser Region würden dann dem zeitgleichen Abwärtsdruck auf die Preise entgegenwirken und damit alle Erwartungen, dass diese Situation über längere Zeit anhalten könnte, zerstreuen. Unter diesem Gesichtspunkt sollte eine Phase rückläufiger Preise in einem Land einer Währungsunion vor allem als eine Anpassung der relativen Preise innerhalb dieser Währungsunion betrachtet werden. Das diesbezügliche Anliegen der Geldpolitik besteht darin, Situationen zu vermeiden, in denen Deflationsrisiken für den Währungsraum als Ganzes bestehen.

3 Die Analyse der Risiken für die Preisstabilität

Die wichtigsten Aspekte des Zwei-Säulen-Ansatzes

Die EZB hat stets erklärt, dass ihr Ansatz zur Aufbereitung, Bewertung und Gegenprüfung der Informationen, die für die Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität von Bedeutung sind, auf zwei analytischen Sichtweisen beruht, den so genannten „zwei Säulen“. Dieser Ansatz unterscheidet zwischen der monetären Analyse einerseits und der Analyse von anderen Indikatoren andererseits, um zu einer umfassenden Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung zu gelangen. Im Rahmen der monetären Säule, die der Geldmenge eine prominente Rolle zuweist, wurde ein Referenzwert für das Wachstum eines weit gefassten Geldmengenaggregats bekannt gegeben. Der Zwei-Säulen-Ansatz ist in Ver-

bindung mit der mittelfristigen Ausrichtung der Geldpolitik der EZB zum Kennzeichen der Strategie geworden. Inzwischen wird dieser Ansatz in der Öffentlichkeit wesentlich besser verstanden.

Die Klarstellung vom 8. Mai 2003

Dennoch hat sich der EZB-Rat am 8. Mai entschlossen, einige Aspekte des Zwei-Säulen-Ansatzes klarzustellen, deren Vermittlung sich in der Vergangenheit als etwas schwieriger erwiesen hatte. Der EZB-Rat bestätigte, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität gefasst werden, die wie bisher anhand von zwei einander ergänzenden Sichtweisen hinsicht-

lich der Funktionsweise der Wirtschaft, den „zwei Säulen“ der geldpolitischen Strategie der EZB, strukturiert wird. Diese beiden Sichtweisen sollen künftig als „wirtschaftliche Analyse“ und als „monetäre Analyse“ bezeichnet werden. Der EZB-Rat stellte fest, dass die Analyse im Rahmen der beiden Säulen der geldpolitischen Strategie im Laufe der Zeit entsprechend der zunehmenden Verfügbarkeit von Daten für den Euroraum und den fortlaufenden Verbesserungen der technischen Hilfsmittel vertieft und ausgeweitet wurde und auch in Zukunft noch fortentwickelt werde. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, wie die Hinweise aus diesen beiden einander ergänzenden Arten der Analyse in die einheitliche Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität einfließen. Insbesondere wies er darauf hin, dass die monetäre Analyse in erster Linie dazu dient, die sich aus der wirtschaftlichen Analyse ergebenden kurz- bis mittelfristigen Hinweise aus mittel- bis langfristiger Perspektive zu überprüfen.

Der EZB-Rat gab bekannt, dass die Einleitenden Bemerkungen des Präsidenten zur monatlichen Pressekonferenz der EZB künftig neu strukturiert werden, um der Öffentlichkeit den Zwei-Säulen-Ansatz und die überprüfende Funktion der monetären Analyse angemessen zu vermitteln. In Zukunft beginnen diese Bemerkungen mit einer breit angelegten wirtschaftlichen Analyse zur Feststellung der kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität. Im zweiten Teil folgt die monetäre Analyse, in der die mittel- bis langfristige Inflationsentwicklung mit Blick auf den engen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und den Preisen über längere Horizonte hinweg bewertet wird. Abschließend werden die Informationen aus diesen beiden sich ergänzenden Sichtweisen wechselseitig überprüft, und es wird eine Gesamteinschätzung der Risiken für die Preisstabilität vorgenommen.

Um den längerfristigen Charakter des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, hat der EZB-Rat außerdem beschlossen, die Überprüfung

des Referenzwerts nicht mehr auf jährlicher Basis vorzunehmen. Auf die Gründe für diese Entscheidungen wird nachstehend näher eingegangen.

Das Zwei-Säulen-Konzept

Im Jahr 1998 wurde die geldpolitische Strategie der EZB mit dem Ziel konzipiert, dass bei der Bewertung der Risiken für die Preisstabilität keine relevanten Informationen verloren gehen und unterschiedliche Sichtweisen angemessen berücksichtigt werden. Das Zwei-Säulen-Konzept vermittelt der Öffentlichkeit, dass eine diversifizierte Analyse vorgenommen wird, und gewährleistet eine solide Entscheidungsfindung auf der Basis verschiedener analytischer Perspektiven.

Ein wichtiges Argument für die Einführung des Zwei-Säulen-Konzepts hängt mit den unterschiedlichen Zeithorizonten bei der Analyse der Preisentwicklung zusammen. Der Inflationsprozess kann grob in zwei Komponenten zerlegt werden: Die eine Komponente hängt mit der Wechselwirkung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren über kürzere Zeithorizonte zusammen und die andere mit länger anhaltenden, dauerhaften Entwicklungen (siehe Kasten 2). Die letztere Komponente steht empirisch in engem Zusammenhang mit dem mittelfristigen trendmäßigen Geldmengenwachstum.

Die kurz- bis mittelfristige wirtschaftliche Analyse, deren Schwerpunkt auf der realen Wirtschaftstätigkeit und den finanziellen Gegebenheiten liegt, ist für die Untersuchung der kürzerfristigen Abweichungen der Inflation von ihrem langfristigen Trend gut geeignet. Dennoch ist sie oft nicht in der Lage, die Wirkungsweise monetärer Faktoren über längere Zeithorizonte zu erkennen, und kann solche Trends folglich auch oft nicht genau bestimmen. Daher besteht die Notwendigkeit, dass die Geldpolitik bei ihren geldpolitischen Überlegungen ausdrücklich Informationen aus der monetären Entwicklung – die ansonsten möglicherweise übersehen oder unterschätzt würden – gebührend be-

rücksichtigt. In diesem Sinn geht die EZB mit dem Zwei-Säulen-Konzept die Verpflichtung ein sicherzustellen, dass sie, während sie auf die sich ergebenden wirtschaftlichen Entwicklungen reagiert, den fundamentalen Faktor, der die Preise über längere Zeiträume bestimmt – nämlich das Geldmengenwachstum – kontinuierlich beobachtet.

Im Folgenden wird erläutert, wie die beiden einander ergänzenden Sichtweisen, die sich hinsichtlich des Preisbildungsprozesses aus der wirtschaftlichen und der monetären Analyse ergeben, in die abschließende Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität einfließen.

Wirtschaftliche Analyse

Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich hauptsächlich auf die Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen und der impliziten kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität aus der Perspektive des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten über diese Zeithorizonte. In diesem Zusammenhang wird der Notwendigkeit Rechnung getragen, die Art der konjunkturellen Schocks, ihren Einfluss auf die Kostenentwicklung und die Preisgestaltung sowie die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die Auswirkungen solcher Schocks in der Volkswirtschaft festzustellen.

Zu den wirtschaftlichen und finanziellen Variablen, die bei dieser Analyse betrachtet werden, gehören beispielsweise die Entwicklung der Produktion insgesamt, die Gesamtnachfrage und ihre Komponenten, die Fiskalpolitik, die Bildung und die Kosten von Kapital, Arbeitsmarktbedingungen, eine breite Palette von Preis- und Kostenindikatoren, die Wechselkursentwicklung, die Entwicklungen in der Weltwirtschaft und der Zahlungsbilanz für das Eurogebiet, die Finanzmärkte und die nach Sektoren gegliederten Bilanzpositionen im Eurogebiet. All diese Faktoren sind bei der Bewertung der Dynamik der real-

wirtschaftlichen Aktivität und der voraussichtlichen Preisentwicklung über kürzere Zeithorizonte von Nutzen.

Die wirtschaftliche Analyse der EZB wurde in den letzten Jahren erheblich ausgeweitet, was größtenteils auf die Fortschritte bei der Erstellung von Wirtschafts- und Finanzdaten für das Eurogebiet und bei der statistischen und analytischen Aufbereitung dieser Informationen zurückzuführen ist. Darüber hinaus sind mehrere Modelle entwickelt worden, um vergangene und aktuelle Entwicklungen besser beurteilen und verstehen zu können, um verlässlichere kurzfristige Prognosen zu erstellen und um die turnusmäßigen gesamtwirtschaftlichen Projektionen für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets zu untermauern. In diesem Zusammenhang kommt mit der verbesserten Verfügbarkeit der Finanzierungsrechnung für das Eurogebiet auch den Indikatoren für die Finanz- und Nettovermögenslage von privaten Haushalten und Unternehmen, die das Konsum- und Investitionsverhalten maßgeblich bestimmt, in zunehmendem Maße Aufmerksamkeit zu. Die fortlaufende, umfassende Beurteilung der Wirtschaftslage und der Aussichten für das Eurogebiet wird ständig aktualisiert, indem neu eingehende Daten genau beobachtet und alle verfügbaren Analyseinstrumente eingesetzt werden.

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen spielen nach wie vor eine wichtige Rolle bei der wirtschaftlichen Analyse, die für die Erwägungen des EZB-Rats ausgearbeitet wird.⁹ Die Projektionen tragen dazu bei, eine große Menge an Wirtschaftsdaten zu strukturieren und zusammenzufügen, und gewährleisten die Konsistenz der verschiedenen wirtschaftlichen Daten. In dieser Hinsicht spielen sie bei der Präzisierung der Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten und der kurz- bis mittelfristigen Schwankungen der Inflation um ihren Trend eine zentrale Rolle. Dennoch stel-

⁹ Siehe den Kasten „Die Rolle gesamtwirtschaftlicher Prognosen und Projektionen im Rahmen der zweiten Säule“ auf Seite 47 f. des Monatsberichts vom November 2000.

len sie kein allumfassendes Instrument für die Durchführung der Geldpolitik dar, da sie nicht alle relevanten Informationen enthalten. So lassen sich insbesondere Informationen zu den monetären Aggregaten nur schwer in den Rahmen für die Erstellung von Projektionen integrieren.

Die EZB hat bestätigt, dass sich ihre Geldpolitik nicht ausschließlich auf eine Prognose für einen festgelegten Zeitraum stützen sollte. Vielmehr müssen bei der Gestaltung der Geldpolitik die Art, das Ausmaß, die Quelle sowie das Ausbreitungspotenzial der jeweiligen konjunkturellen Schocks berücksichtigt werden. Auf dieser Grundlage müssen sich die Leitzinsen der EZB so entwickeln, dass die künftige Inflationsentwicklung weiterhin mit dem Ziel der EZB im Einklang steht, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten (siehe Kasten 1). Weiter ist zu berücksichtigen, dass die Zuverlässigkeit der Prognosen mit der Länge des Prognosezeitraums tendenziell erheblich abnimmt. Gelegentlich, insbesondere wenn Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit von Veränderungen der Preise für Vermögenswerte besteht, kann es für eine Zentralbank ratsam sein, die Zinsen mit Blick auf einen Zeitraum festzulegen, der weit über die üblichen Prognosehorizonte hinausgeht.

Darüber hinaus basieren die Prognosen auf Modellen, die per definitionem keine vollständige Beschreibung der wirtschaftlichen Ereignisse liefern können. Die Hinweise, die sich aus diesen Verfahren ergeben, hängen im Allgemeinen von einer Reihe von Bedingungen ab, die nur unzureichend kontrolliert werden können. Daher besteht ein wesentliches Element des Entscheidungsprozesses darin, die Robustheit der aus verschiedenen Quellen stammenden Informationen zu bewerten und zu vergleichen. Um die Wirtschaftslage und die Aussichten für die Preisstabilität in ihrer Gesamtheit bewerten zu können, muss der EZB-Rat in der Lage sein, eine Vielzahl von auf verschiedenen Modellen basierenden Verfahren und Simulationsrechnungen heranzuziehen, und muss diese selbst beurteilen, insbesondere im Hinblick auf die Eintritts-

wahrscheinlichkeit bestimmter hypothetischer Szenarien. In diesem Zusammenhang würde eine ausschließliche Konzentration auf eine Inflationsprognose der inhärenten Vielschichtigkeit des Entscheidungsprozesses nicht gerecht und wäre auch kein transparentes Mittel, um diese Komplexität zu vermitteln. Eine klare Analyse der wirtschaftlichen Kräfte, die jeweils am Werk sind, ist somit der Verwendung eines einzigen zusammenfassenden Indikators vorzuziehen.

Monetäre Analyse

Im Jahr 1998 beschloss die EZB, innerhalb der Gruppe der zur genauen Beobachtung und Untersuchung ausgewählten Schlüsselindikatoren der Geldmenge eine besondere Rolle zuzuweisen. Dieser Beschluss trug der Tatsache Rechnung, dass Geldmengenwachstum und Inflation auf mittel- bis langfristige Sicht eng miteinander verbunden sind. Indem die Geldpolitik dieser unbestrittenen Beziehung Rechnung trägt, verfügt sie über einen festen und verlässlichen nominalen Anker, der über die üblicherweise bei der Erstellung von Inflationsprognosen verwendeten Horizonte hinausgeht. Durch die Zuweisung einer herausragenden Rolle an die Geldmenge wurde somit auch die mittelfristige Ausrichtung der geldpolitischen Strategie untermauert.

Über vier Jahre später ist die wirtschaftswissenschaftliche Begründung für die herausragende Rolle der Geldmenge weiterhin tragfähig. Wie bereits erwähnt, ist die Tatsache, dass die längerfristige trendmäßige Entwicklung des weit gefassten Geldmengenaggregats zur Feststellung von Inflationstrends im Euro-Währungsgebiet herangezogen wird, nach wie vor ein robustes Ergebnis der quantitativen Bewertungen, die sowohl innerhalb als auch außerhalb der EZB durchgeführt werden (siehe Kasten 2). Darüber hinaus untermauern die Erfahrungen des EZB-Rats mit der Durchführung der Geldpolitik die Auffassung, dass eine Zentralbank über die vorübergehenden Auswirkungen verschiedener Schocks „hinausschauen“ und sich weniger aktivistisch

Kasten 2

Langfristige Betrachtung von Geldmenge und Preisen

Der mittel- bis langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet ist Gegenstand zahlreicher Untersuchungen, die in jüngster Zeit erstellt wurden und bei denen eine Reihe unterschiedlicher technischer Ansätze zur Anwendung kamen. Insgesamt können diese Untersuchungen in drei Gruppen eingeteilt werden.¹

Bei der ersten Gruppe wird der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung untersucht, um zu beurteilen, ob der Inflationsprozess im Euro-Währungsgebiet (zumindest teilweise) auf Faktoren zurückzuführen ist, die mit dem Geldmengenwachstum verbunden sind. Mit statistischen Methoden, durch die sich aus Zeitreihen ermitteln lässt, welchen Beitrag die Komponenten jeweils leisten, die bei verschiedenen Zeithorizonten zum Tragen kommen, wurde ein enger Zusammenhang zwischen langfristigen Inflationsunterschieden und der langfristigen Geldmengenentwicklung festgestellt. Außerdem fand man heraus, dass die Inflation im Euro-Währungsgebiet mit Hilfe einer Phillips-Kurve beschrieben werden kann – d. h. als eine Beziehung, die Inflation in Abhängigkeit von konjunkturellen Faktoren erklärt –, die um einen Term erweitert wurde, der den langfristigen Trend in der Geldmengenentwicklung erfasst. Es zeigte sich, dass diese Beziehung insofern aufschlussreich ist, als Schwankungen bei der Preisentwicklung im Euroraum zwar durch Faktoren vorangetrieben werden, die mit dem Verhältnis der jeweiligen Wirtschaftsaktivität zu dessen langfristigem Potenzial in Zusammenhang stehen, dass der langfristige Durchschnittswert der Inflation aber in hohem Maße mit dem Geldmengenwachstum korreliert. Deutlichere Hinweise darauf, dass bei Betrachtung längerfristiger Zeithorizonte ein Kausalzusammenhang zwischen Geldmenge und Preisentwicklung im Euroraum besteht, ergaben sich aus der Konstruktion einer Messgröße für die Kerninflationsrate, die auf der gemeinsamen dauerhaften – oder „Langzeitgedächtnis-“ – Komponente von Inflation und überschüssigem nominalem Geldmengenwachstum beruht.

All diese Ergebnisse (die den Grundsatz bestätigen, dass sich die Geldmenge langfristig nur auf die Preise und nicht auf das Produktionswachstum auswirkt) werden durch eine zweite Gruppe von Untersuchungen gestützt, in denen die Indikatoreigenschaften der Geldmenge im Hinblick auf künftige Preisentwicklungen aufgezeigt werden sollen. Aus dieser Perspektive scheint es eindeutig Hinweise darauf zu geben, dass das Wachstum weit gefasster Geldmengenaggregate dazu beiträgt, Inflation insbesondere für Zeithorizonte von über zwei Jahren vorhersagen zu können. Gleichzeitig können verschiedene monetäre Indikatoren indirekt Informationen über die Risiken für die Preisstabilität liefern, da sie sich auch auf andere ökonomische Variablen als die Preise auswirken, die zu gegebener Zeit die Preisbildung beeinflussen können. So haben beispielsweise eng gefasste Geldmengenaggregate Vorlaufeigenschaften für Nachfragebedingungen und somit für Konjunkturerwartungen. Zudem weisen Geldmengen- und Kreditwachstumsraten, die jene übersteigen, die für ein nachhaltiges nichtinflationäres Wirtschaftswachstum ausreichen, unter bestimmten Bedingungen möglicherweise auf die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten oder spekulativen Blasen hin. Derartige Informationen können bereits in einem frühen Stadium signalisieren, dass destabilisierende Kräfte mit ungünstigen Auswirkungen auf die Konjunktur und – mittelfristig – auf die Preise entstehen.

In einer dritten Gruppe wurden empirische Untersuchungen auf der Basis von Geldnachfragemodellen durchgeführt. Geldnachfragemodelle sind ein Instrument, mit dem man quantifizieren kann, wie die Nachfrage nach realen Geldbeständen durch ihre fundamentalen Bestimmungsgrößen, wie insbesondere das reale BIP oder Messgrößen für die Opportunitätskosten der Geldhaltung, beeinflusst wird. Gleichzeitig können diese Modelle dazu verwendet werden, die quantitativen Auswirkungen vorübergehender Liquiditätspräferenzschocks sowie vorübergehender Instabilitäten im Mechanismus zu isolieren, durch den die Akteure ihre Geldbestände an das Gleichgewicht anpassen, das durch die fundamentalen Bestimmungsgrößen vorgegeben wird. Die langfristige Stabilität in der Beziehung zwischen realen Geldbeständen und ihren langfristigen grundlegenden Bestimmungsgrößen im Euro-Währungsgebiet wurde als Bestätigung dafür gesehen, dass mittel- bis langfristig ein stabiler Zusammenhang zwischen den nominalen Geldbeständen und den Preisen besteht. Sie gilt auch als Voraussetzung dafür, dass für das Wachstum der Geldmenge M3 ein Referenzwert angegeben wird.

¹ Hinweise auf diese Untersuchungen finden sich in der Ausarbeitung „Überblick über die Hintergrundstudien hinsichtlich der Überlegungen zur geldpolitischen Strategie der EZB“, in den hierin aufgeführten Hintergrundstudien sowie in weiteren einschlägigen Dokumenten, die alle auf der EZB-Website unter <http://www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm> abgerufen werden können.

verhalten kann, wenn sie beim Treffen von geldpolitischen Entscheidungen und bei der Beurteilung von deren Auswirkungen nicht nur kurzfristige, sich aus der Analyse von wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen ergebende Indikatoren, sondern auch Überlegungen bezüglich der Geldmenge sowie der Liquiditätslage zugrunde legt.

Die Analyse der Geldmenge hat sich im Laufe der Zeit ausgeweitet und geht über eine Einschätzung des M3-Wachstums in Relation zum Referenzwert hinaus. Der Rahmen für die monetäre Analyse basiert auf den Kenntnissen der EZB über die institutionellen Merkmale des Finanzsektors und des monetären Sektors. Die EZB stützt sich bei ihrer regelmäßigen Beobachtung der monetären Lage im Euroraum auf eine Reihe kleinerer Geldnachfragemodelle sowie monetärer Indikatorenmodelle, die von Wissenschaftlern und EZB-Mitarbeitern entwickelt und veröffentlicht wurden. Bei der monetären Analyse wird eine umfassende Beurteilung der Liquiditätslage verwendet, die auf Informationen aus den Komponenten und Gegenposten von M3, insbesondere der Kreditvergabe an den privaten Sektor, sowie aus unterschiedlichen Messgrößen der Geldlücke und verschiedenen Konzepten von Überschussliquidität basiert. Eine detaillierte Analyse der Struktur des M3-Wachstums ist hilfreich, wenn es darum geht, aus der monetären Entwicklung einen Hinweis abzuleiten, der für die Ermittlung der längerfristigen Inflationsentwicklung von Bedeutung ist. In diesem Zusammenhang kommt den liquiden Komponenten von M3 – insbesondere M1 – besondere Aufmerksamkeit zu, da sie die Transaktionsmotive der Geldhaltung genauer widerspiegeln und somit am engsten mit dem gesamtwirtschaftlichen Ausgabeverhalten zusammenhängen. Gleichzeitig ist ein gründliches Verständnis der wechselseitigen Beziehungen zwischen der Geldmenge M3 und ihren Gegenposten in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors von entscheidender Bedeutung, um beurteilen zu können, ob die beobachteten Veränderungen des Geldmengenwachstums auf Portfolioumschichtungen zurückgeführt werden können, die möglicherweise wiederum Aus-

wirkungen auf die Preisentwicklung haben. Die Analyse der Bilanzpositionen des nicht-finanziellen Sektors, die auch Informationen zur Haltung von Anlagen außerhalb des MFI-Sektors enthalten, war bei der Ermittlung solcher Portfolioumschichtungen, die die monetäre Entwicklung seit Mitte 2001 beeinflusst haben, besonders wichtig.

Der Referenzwert der EZB für das M3-Wachstum ist ein Richtwert für die Untersuchung des Informationsgehalts der Geldmengenentwicklung. In dieser Hinsicht dient der Referenzwert auch der Erstellung von quantitativen Indizes für längerfristige monetäre Ungleichgewichte, wie beispielsweise die Messgrößen der Geldlücke, die sich für die Durchführung einer umfassenden mittelfristig ausgerichteten monetären Analyse als nützlich erwiesen haben. Die EZB hat immer betont, dass es aufgrund des mittel- bis langfristigen Charakters der monetären Sichtweise keine direkte Verbindung zwischen kurzfristigen monetären Entwicklungen und geldpolitischen Beschlüssen geben werde. Die Geldpolitik werde daher nicht mechanisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert reagieren. Vielmehr spielt der Referenzwert als mittel- bis langfristiger quantitativer Richtwert bei der Beurteilung der Geldmengenentwicklung eine wichtige Rolle. Der Referenzwert erinnert die Zentralbank ständig an das grundlegende Prinzip, dass sie zwar auf wirtschaftliche Entwicklungen reagieren muss, aber nie die Tatsache aus den Augen verlieren darf, dass die Wachstumsrate der Geldmenge über ausreichend lange Horizonte mit dem Ziel von Preisstabilität in Einklang stehen muss.

Wie bereits erwähnt, hat der EZB-Rat beschlossen, den Referenzwert für M3 nicht mehr auf jährlicher Basis zu überprüfen. In der Vergangenheit hat der EZB-Rat jeweils zum Jahresende die Annahmen für die mittelfristige Entwicklung des Potenzialwachstums und die Umlaufgeschwindigkeit von M3, die der Ableitung des Referenzwerts zugrunde lagen, überprüft. Diese mittelfristigen trendmäßigen Annahmen ändern sich jedoch für gewöhnlich nur selten. Daher entspricht die

Entscheidung, die Überprüfung nicht mehr auf jährlicher Basis vorzunehmen, eher dem mittelfristigen Charakter der Annahmen, die der Berechnung des Referenzwerts zugrunde liegen. Diese Entscheidung mag auch dazu beitragen, die gelegentliche Fehleinschätzung zu korrigieren, die bisherige Praxis sei so zu verstehen, dass der Referenzwert – wie ein Geldmengenziel – spezifisch für das kommende Jahr gelte. Der EZB-Rat wird jedoch die Gültigkeit der Bedingungen und Annahmen, auf denen der Referenzwert basiert, kontinuierlich beobachten und alle Änderungen der zugrunde liegenden Annahmen bekannt geben, sobald sie erforderlich werden.

Eine Bedingung für die Festlegung eines Referenzwerts für das M3-Wachstum ist die langfristige Stabilität der Geldnachfrage. Während M3 seit Mitte 2001 erheblich rascher gewachsen ist, als sich aus auf verfügbaren Geldnachfragemodellen basierenden Schätzungen ergibt,¹⁰ liegen bislang keine eindeutigen Hinweise darauf vor, dass diese Entwicklung die langfristige Beziehung zwischen der Geldmenge und ihren langfristigen Determinanten verändert hat.

Die jüngsten Entwicklungen bei der Nachfrage nach M3 wurden mit einer stärkeren Liquiditätspräferenz, die durch eine außergewöhnlich lang anhaltende Volatilität der Vermögenspreise hervorgerufen wurde, in Zusammenhang gebracht. Dies scheint zu Portfolioumschichtungen von weniger liquiden (und risikoreicheren) Anlageformen hin zu in der Definition von M3 enthaltenen Instrumenten, die als sichereres Wertaufbewahrungsmittel empfunden werden, geführt zu haben. Hierbei dürfte es sich jedoch um vorübergehende Phänomene handeln, da es in der Tat nur wenig Anhaltspunkte für strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft des Euroraums gibt, die Grund zu der Annahme gäben, dass sich die verhältnismäßige Attraktivität der Haltung von in M3 enthaltenen Instrumenten gegenüber anderen Finanzinstrumenten in den letzten Jahren grundlegend verändert hat. Der historische Vergleich zeigt, dass Instabilität bei der Geldnachfrage über einen längeren Zeitraum hinweg in ers-

ter Linie dann auftrat, wenn Finanzinnovationen oder Steueränderungen die Opportunitätskosten der Haltung von Geldvermögen beeinflussten. In der letzten Zeit hat sich jedoch keiner dieser Faktoren so stark geändert, dass die Erwartung einer anhaltenden Instabilität der Geldnachfrage im Euroraum gerechtfertigt wäre.

Mit Blick auf die Zukunft müssen dennoch zwei Aspekte sorgfältig beobachtet werden. Der eine betrifft die Dauer der gegenwärtigen Volatilität an den Finanzmärkten. Eine zweite Quelle der Unsicherheit sind mögliche künftige strukturelle Veränderungen an den Finanzmärkten und in der Vermögenszusammensetzung aufgrund des höheren Kenntnisstands der privaten Anleger. Beide Aspekte erfordern eine sorgfältige Beobachtung der Stabilitätseigenschaften der Geldnachfrage sowie die Gewährleistung einer angemessenen Definition des weit gefassten Geldmengenaggregats. Dies wiederum erfordert die Verwendung geeigneter statistischer Instrumente, um solche Entwicklungen festzustellen und modellmäßig zu erfassen, sowie das Zurückgreifen auf die detaillierten Kenntnisse des Eurosystems über die institutionellen Merkmale des Finanzsektors und des monetären Sektors des Euroraums.

Die Gegenprüfung

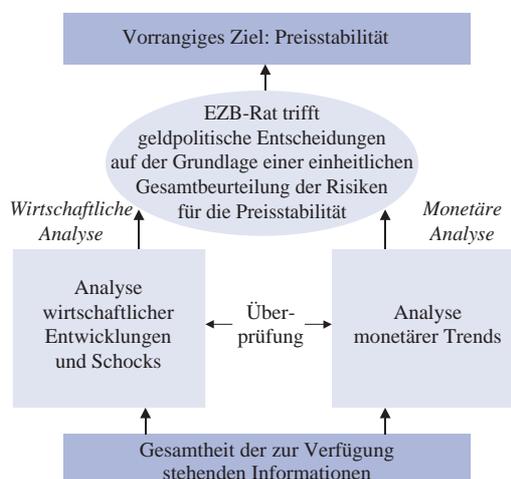
Für die Bewertung der Indikatoren, die bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses herangezogen werden, ermöglicht das Zwei-Säulen-Konzept eine Gegenprüfung der Hinweise aus der kürzerfristigen wirtschaftlichen Analyse mit jenen der monetären Analyse, die hauptsächlich Informationen über die mittel- bis langfristigen Bestimmungsgrößen der Inflation liefert. Wie bereits erwähnt, stellt die Gegenprüfung sicher, dass die Geldpolitik eine klare mittelfristige Ausrichtung beibehält, die über den üblichen Projektionszeitraum hinausgeht, und

¹⁰ Siehe den Kasten „Schätzung zum Umfang der Portfolioumschichtungen von Aktien in die Geldmenge“ auf Seite 11 des Monatsberichts vom Mai 2003.

trägt dazu bei, übertriebenen geldpolitischen Aktivismus und allzu ehrgeizige Versuche der Feinsteuerung der wirtschaftlichen Entwicklung zu vermeiden.

Die Zwei-Säulen-Struktur beinhaltet keine rigide Unterteilung des Informationsspektrums und weist die Indikatoren nicht strikt der einen oder anderen Säule zu. Wie bisher wird die Komplementarität der Informationsvariablen der beiden Säulen ausgenutzt, da so am besten gewährleistet ist, dass alle für die Beurteilung der Preisaussichten relevanten Informationen auf konsistente und effiziente Weise verwendet werden, wodurch sowohl der Prozess der Entscheidungsfindung als auch dessen Vermittlung vereinfacht werden (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2
Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB



4 Schlussfolgerungen

Mit der Erklärung vom 8. Mai 2003 hat der EZB-Rat die geldpolitische Strategie der EZB bestätigt und klargestellt. In diesem Zusammenhang steht die Feststellung des EZB-Rats, dass die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik im Hinblick auf die Inflationsrate unter, aber nahe 2 % liegt, voll und ganz im Einklang mit der bislang durchgeführten Geldpolitik. Gleichzeitig soll die veränderte Präsentation der Zwei-Säulen-Strategie der Öffentlichkeit die Durchführung der Geldpolitik deutlicher erklären und somit etwa noch ver-

bleibende Unsicherheiten hinsichtlich des Verständnisses dieses Aspekts der Strategie ausräumen.

Mit der Entscheidung, die wesentlichen Elemente ihrer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie zu bestätigen und klarzustellen, hat die EZB auch sichergestellt, dass Preisstabilität im Eurogebiet weiterhin auf glaubwürdige und dauerhafte Weise gewährleistet ist.