



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

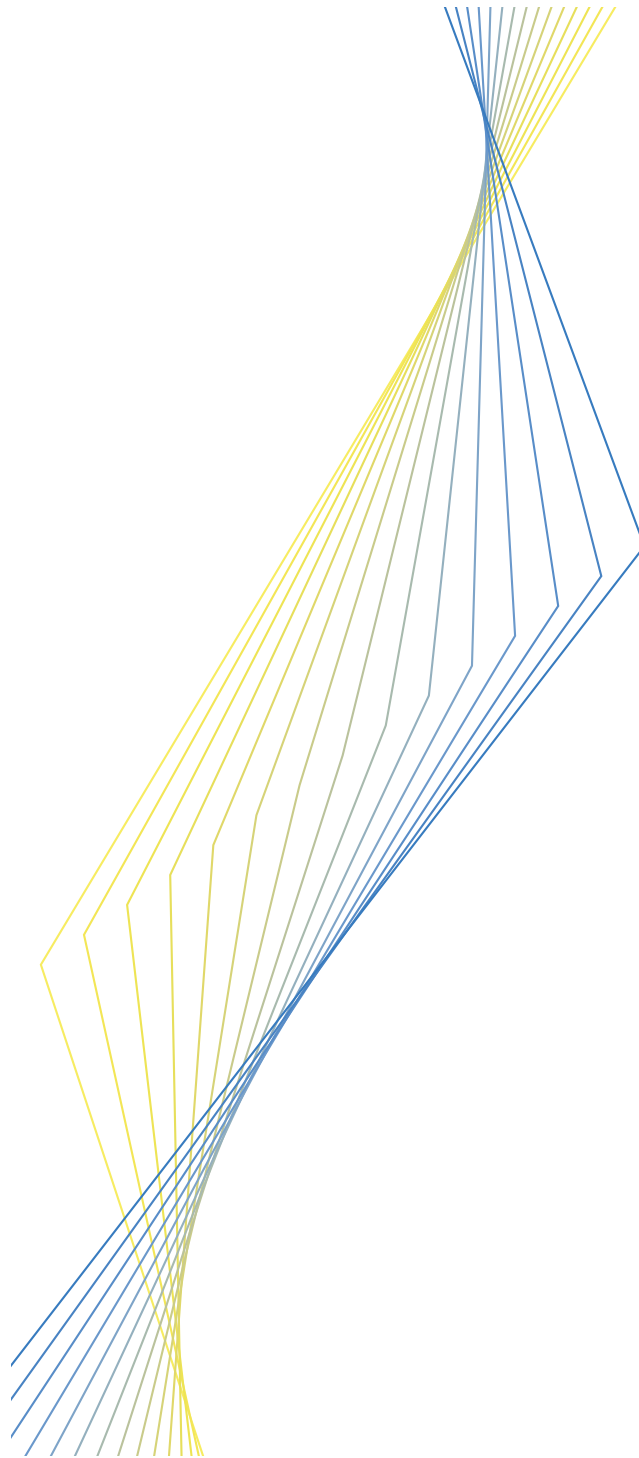
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Oktober 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Oktober 2002

© Europäische Zentralbank, 2002

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 9. Oktober 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	20
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	29
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	37
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. September 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	14
2 Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung und der tatsächlichen Inflation	22
3 Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet	27
4 Herausforderungen für die Haushaltskonsolidierung	35
5 Entwicklung der Nettokapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten	43
Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet	47
Hauptmerkmale des Repomarkts im Euro-Währungsgebiet	61
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	87*

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 10. Oktober 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 %.

Diese Entscheidungen stützten sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet, die auch jüngste Daten berücksichtigt und im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB durchgeführt wurde. Der EZB-Rat kam zu dem Ergebnis, dass die Risiken für die Preisstabilität derzeit ausgewogen sind.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule betrifft, so belief sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von Juni bis August 2002 auf 7,1 % gegenüber 7,3 % in der Zeit von Mai bis Juli 2002. Somit blieben im Euroraum das Geldmengenwachstum kräftig und die Liquiditätsausstattung reichlich.

Bei der Interpretation der jüngsten monetären Entwicklungen ist allerdings Vorsicht geboten. Einerseits wurden sie durch eine beträchtliche Unsicherheit an den Finanzmärkten beeinflusst und spiegeln daher zum Teil eine deutliche Liquiditätspräferenz der Anleger wider. Andererseits hat das niedrige Niveau der kurzfristigen Zinsen das Geldmengenwachstum tendenziell angekurbelt, was insbesondere im Anstieg des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 zum Ausdruck kommt. Gleichzeitig scheint sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor bei Zuwachsraten von über 5 % zu stabilisieren, was real betrachtet weitgehend dem langfristigen Durchschnitt entspricht.

Unter Berücksichtigung sämtlicher Indikatoren im Rahmen der ersten Säule ist auf mittlere Sicht mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines nachhaltigen, inflationsfreien Wachstums erforderlich wäre. Angesichts des gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfelds

besteht nach Ansicht des EZB-Rats jedoch nicht die Gefahr, dass dies in absehbarer Zukunft einen Inflationsdruck zur Folge haben wird.

Was die zweite Säule betrifft, so bestätigen die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse, dass die Konjunktur im Euroraum weiterhin verhalten bleibt. Demzufolge dürfte das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2002 in etwa dem der ersten zwei Quartale entsprechen, in denen die Wachstumsraten im Vorquartalsvergleich 0,4 % erreichten. Vor diesem Hintergrund ist es unwahrscheinlich, dass sich frühere Erwartungen einer zunehmenden Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte 2002 erfüllen werden. Angesichts der gedämpften Wirtschaftsentwicklung haben öffentliche und private Institutionen ihre Prognosen für das reale BIP nach unten korrigiert, wobei die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten ebenfalls auf schwindende Wachstumserwartungen hindeutet.

Das Hauptszenario für das Euro-Währungsgebiet sieht jedoch so aus, dass das Wirtschaftswachstum im Verlauf des kommenden Jahres auf ein Niveau zurückkehren wird, das dem Potenzialwachstum entspricht. Dieses Szenario, das den soliden wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets Rechnung trägt, setzt eine Erholung der inländischen Nachfrage und ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft voraus.

Allerdings ist die Unsicherheit im Hinblick auf die Konjunkturaussichten groß, was insbesondere auf den starken Einbruch der Aktienkurse und die hiervon möglicherweise ausgehenden negativen Einflüsse auf die Konjunktur sowie auf geopolitische Spannungen zurückzuführen ist, die sich in steigenden Ölpreisen niederschlagen. Mit der Zunahme der direkt und indirekt gehaltenen Aktien der privaten Haushalte im Eurogebiet in den letzten Jahren ist auch das Potenzial dafür gestiegen, dass sich die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten durch Vermögenseffekte negativ auf die Konsumausgaben auswirken. Zudem könnte es durch die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten teurer werden,

zur Finanzierung von Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet Beteiligungskapital aufzunehmen. Zwar deuten die vorliegenden Studien darauf hin, dass die direkten Auswirkungen von Veränderungen an den Aktienmärkten auf die Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet verhältnismäßig begrenzt und erheblich geringer als in den übrigen großen Volkswirtschaften sein dürften, doch hat die Tatsache, dass die Aktienkurse weltweit stark eingebrochen sind, die Abwärtsrisiken für eine Konjunkturerholung erhöht. Außerdem stellen Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft und ihre möglichen Auswirkungen auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet weiterhin erhebliche Risikofaktoren für das Wirtschaftswachstum dar. Insgesamt ist es gegenwärtig besonders schwierig einzuschätzen, wann eine weitere Verstärkung des Konjunkturaufschwungs sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch weltweit einsetzen wird.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so lag die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI im August bei 2,1 %. Die Vorausschätzung von Eurostat für September deutet auf eine jährliche Preissteigerung gemessen am HVPI von 2,2 % hin. Wenngleich derzeit noch keine genaueren Informationen zu den einzelnen Teilkomponenten des HVPI vorliegen, dürfte die jüngste Zunahme auf einen Anstieg der Energiepreise zurückzuführen sein. Diese Entwicklungen stimmen weitgehend mit früheren Erwartungen überein, die davon ausgingen, dass sich die Teuerungsrate bis zum Jahresende auf einem Niveau von rund 2 % bewegen würde. Im August 2002, für den Daten zu einzelnen Komponenten vorliegen, entsprach die Teuerungsrate des HVPI (ohne unverarbeitete Lebensmittel und Energie) mit 2,5 % weiterhin in etwa dem Stand von Anfang 2002. Hinter dieser Steigerungsrate verborgen sich jedoch sehr unterschiedliche Entwicklungen. Während die Teuerungsrate bei Industrieerzeugnissen (ohne Energie) im Jahresverlauf 2002 erheblich nach unten tendierte, ist die Dynamik bei den Dienstleistungspreisen nach wie vor hoch.

Was die Zukunft betrifft, so werden die kurzfristigen Inflationstrends durch die weitere Entwicklung der Ölpreise beeinflusst werden. Gleichzeitig dürften der Euro-Wechselkurs, der sich seit Anfang dieses Jahres gefestigt hat, und das gesamtwirtschaftliche Umfeld dazu beitragen, den Inflationsdruck zu senken. Allerdings ist die Einschätzung, dass die Teuerung auf unter 2 % sinken und dort verharren wird, von der Ölpreisentwicklung und der Lohnzurückhaltung abhängig. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die Nominallohnsteigerungen einem Aufwärtstrend gefolgt sind, der vorläufigen Angaben zufolge erst kürzlich zum Stillstand gekommen sein könnte. Auch die Trägheit der Verbraucherpreisentwicklung im Euro-Währungsgebiet, insbesondere bei den Dienstleistungspreisen, gilt es aufmerksam zu beobachten.

Insgesamt wird die Geldpolitik nach wie vor auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtet bleiben und sich weiterhin auf die mittelfristige Zukunft konzentrieren, wodurch Verbrauchern und Investoren eine zuverlässige Orientierungshilfe geboten wird. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt dürften die Entwicklungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und des Wechselkurses dazu beitragen, dass der Preisdruck nachlässt. Gleichzeitig könnten die Geldmengenentwicklung, die Lohnrends und die Ölpreisentwicklung auf gegenläufige Risiken hindeuten. Folglich müssen alle Faktoren, die das Gleichgewicht der Risiken für die Preisstabilität mittelfristig beeinflussen könnten, genau im Auge behalten werden.

Was die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet betrifft, so stellt der EZB-Rat mit Besorgnis fest, dass manche Länder noch immer nicht entschlossen genug auf Haushalte hinarbeiten, die auf mittlere Frist annähernd ausgeglichen sind oder einen Überschuss aufweisen. Die aktuellen Haushaltsprobleme in einigen Ländern sind darauf zurückzuführen, dass diese, als das Wirtschaftswachstum noch deutlich höher war als derzeit, nicht die Gelegenheit genutzt und ihre Finanzlage wesentlich verbessert haben. Da diese Chance nicht ergriffen wurde, bleibt nun keine Alternative

dazu, dass alle Länder, die nach wie vor Haushaltsungleichgewichte aufweisen, sich mit Nachdruck dazu verpflichten, im Einklang mit den Bestimmungen des EG-Vertrags übermäßige Defizite zu vermeiden und, wie vom Stabilitäts- und Wachstumspakt gefordert, nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltspositionen zu erzielen. Schnelles und entschiedenes Handeln ist erforderlich, um eine glaubwürdige Kurskorrektur in die Wege zu leiten, die sowohl auf einer realistischen Beurteilung des wirtschaftlichen Umfelds als auch auf klar formulierten Konsolidierungsmaßnahmen beruht. Diese Kurskorrektur muss deutliche jährliche Verbesserungen der konjunkturbereinigten Haushaltssalden zur Folge haben, strikt eingehalten und schnellstmöglich abgeschlossen werden. Zur Unterstützung dieses Prozesses spricht sich die EZB dafür aus, dass die Umsetzung der Konsolidierungsstrategien streng überwacht wird, das Verfahren zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits in vollem Umfang zur Anwendung kommt und die Bilanzierungsvorschriften konsequent angewandt werden.

Eine glaubwürdige Konsolidierung der Staatsfinanzen wird die Aussichten für das Wirtschaftswachstum stützen. Den unmittelbaren, kurzfristigen Auswirkungen auf die Nachfrage sollte eine größere Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik entgegenwirken, die zu einer Stärkung des Vertrauens und somit zu einer Erhöhung der privaten Ausgaben beiträgt. Au-

ßerdem wird durch das Erreichen von Haushaltssalden, die mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in Einklang stehen, allmählich Raum geschaffen werden, um sich mit altersstrukturbedingten Problemen und deren Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen auseinander zu setzen.

Ferner ist es wichtig, dass die Regierungen die zögerliche Haltung bei der Umsetzung der Strukturreformen sowohl im Bereich der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben als auch der Arbeits-, Finanz- und Gütermärkte aufgeben. Weitere Verzögerungen bei der entschlossenen Bekämpfung der Ursachen für das mäßige mittelfristige Wachstum des Produktionspotenzials und die nur teilweise Ausnutzung des vorhandenen Potenzials verursachen Kosten und machen es zunehmend schwieriger, die in der Vereinbarung von Lissabon festgelegten Ziele zu erreichen. Es dauert eine gewisse Zeit, bis die positiven Auswirkungen von Strukturreformen voll zum Tragen kommen. Unter den gegenwärtigen Umständen ist schnelles und entschiedenes Handeln besonders vonnöten, da so das Vertrauen gestärkt würde.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Der erste untersucht jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet. Der zweite analysiert die Hauptmerkmale des Repo-markts im Euro-Währungsgebiet.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 10. Oktober beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % (siehe Abbildung 1).

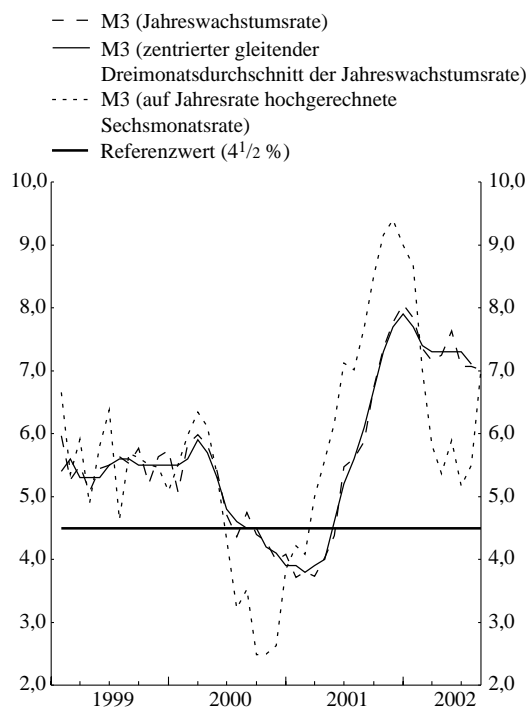
Nach wie vor starkes M3-Wachstum im August

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 sank im August leicht auf 7,0 %, gegenüber 7,1 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Dieser Rückgang war jedoch hauptsächlich auf Basiseffekte zurückzuführen; tatsächlich war im August ein starker Anstieg der Veränderungsrate von M3 um 0,7 % gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 verrin-

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



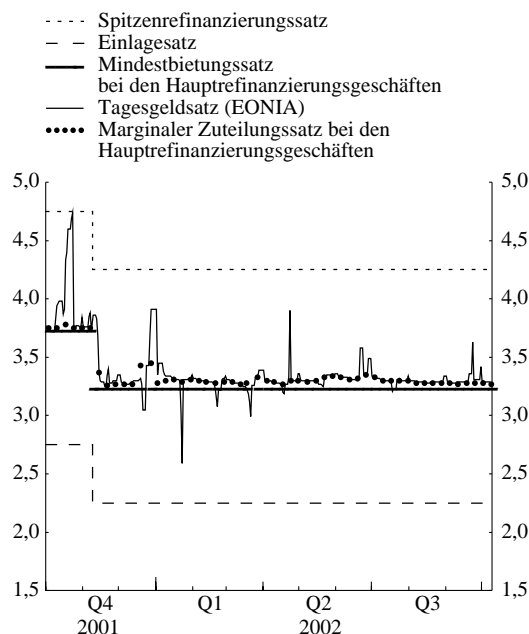
Quelle: EZB.

gerte sich im Zeitraum von Juni bis August 2002 auf 7,1 %, verglichen mit 7,3 % in der Zeit von Mai bis Juli.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Das in den vergangenen Monaten ungebrochen starke monetäre Wachstum ist zum Teil auf weitere Portfolioumschichtungen zugunsten kurzfristiger liquider Anlageformen aufgrund der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten zurückzuführen. Zudem dürfte die Geldmengenentwicklung teilweise durch die niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung liquider Instrumente beeinflusst worden sein. Infolge des anhaltend hohen Wachstums von M3 ist im Euro-Währungsgebiet derzeit reichlich Liquidität vorhanden. Solch ein hohes Liquiditätsniveau könnte – sofern es nicht korrigiert wird – die Preisstabilität auf mittlere Sicht gefährden. Allerdings ist es unter den derzeitigen Bedingungen unwahrscheinlich, dass die Überschussliquidität in naher Zukunft zu einem Inflationsdruck führen wird.

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 im August auf 7,8 %, gegenüber 7,6 % im Juli (siehe Tabelle I). Wie schon in den vorangegangenen Monaten war dieses Wachstum auf den kontinuierlichen Wiederanstieg des Bargeldumlaufs zurückzuführen, dessen monatliche Zunahme im August saisonbereinigt 7,2 Mrd € betrug und somit geringfügig unter dem durchschnittlichen monatlichen Zuwachs von 9,5 Mrd € im Zeitraum von März bis Juli lag. In der Ausweitung des Bargeldumlaufs während der vergangenen Monate dürfte der allmähliche Wiederaufbau von Bargeldbeständen durch Ansässige innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Anschluss an den starken Einbruch im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung zum Ausdruck kommen. Betrachtet man den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen zusammen, so ist festzustellen, dass die Beschleunigung des jährlichen Wachstums von M1 in den letzten Monaten zum Teil auf die infolge der derzeitigen Unsicherheit an den Finanzmärkten aus Vorsichtsgründen gestiegene Nachfrage nach liquiden Mitteln zurückzuführen ist, aber auch, dass sie ein Indikator für die niedrigen Op-

portunitätskosten der Haltung von in diesem Geldmengenaggregat enthaltenen Finanzinstrumenten ist.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im August leicht auf 5,4 % zurück, verglichen mit 5,5 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente sank auf 10,1 %, gegenüber 10,4 % im Juli. Grund hierfür waren jedoch in erster Linie Basiseffekte, da sich die Wachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente im kürzerfristigen Vergleich im Berichtsmonat weiter erhöhte, was mit einem offenbar erneuten Anstieg der Nachfrage nach liquiden Anlageformen aufgrund der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten im Einklang stand.

Bei den in der MFI-Bilanz enthaltenen Gegenposten zu M3 beschleunigte sich analog zur geringeren Risikofreudigkeit der Anleger auch das jährliche Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im August weiter auf 5,2 %, gegenüber 4,8 % im Vormonat.

Tabelle I

Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	5,5	6,2	6,6	6,8	6,9	7,6	7,8
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-18,5	-28,0	-20,0	-18,2	-14,4	-9,6	-5,7
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	10,4	13,0	11,7	11,5	10,8	10,8	10,1
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	6,0	6,8	6,4	6,7	6,1	5,5	5,4
M2	5,7	6,5	6,5	6,8	6,5	6,5	6,5
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	19,0	14,6	12,6	13,1	10,7	10,4	10,1
M3	7,5	7,6	7,3	7,6	7,1	7,1	7,0
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	2,9	3,1	4,0	4,6	4,6	4,8	5,2
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,2	5,1	4,5	4,5	4,4	4,1	4,2
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,7	1,7	1,8	1,6	1,0	0,9	0,7
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	-1,4
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	6,9	6,1	5,3	5,4	5,4	5,0	5,2
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	6,5	5,7	5,6	5,8	5,5	5,2	5,4

Quelle: EZB.

Stabilisierung der jährlichen Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Auf der Aktivseite der MFI-Bilanz lag die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im August 2002 bei 4,2 %, verglichen mit 4,1 % im Vormonat. Dies resultierte allerdings aus gegenläufigen Entwicklungen bei den beiden Hauptkomponenten dieser Position (siehe Abbildung 3). Während die Jahresrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte von 0,9 % im Vormonat auf 0,7 % zurückging, erhöhte sich der jährliche Zuwachs der Kredite an den privaten Sektor von 5,0 % im Juli auf 5,2 %, worin die stärkere Ausweitung der Buchkredite (von 5,2 % im Juli auf 5,4 %) und der MFI-Bestände an Aktien sowie sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen zum Ausdruck kam. Im Gegensatz dazu war bei der jährlichen Wachstumsrate der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien ein Rückgang zu verzeichnen. Generell hat sich die Jahreswachstumsrate der Vergabe von Buchkrediten an den privaten Sektor in den

vergangenen Monaten offenbar auf einem Niveau von etwa 5 ½ % eingependelt.

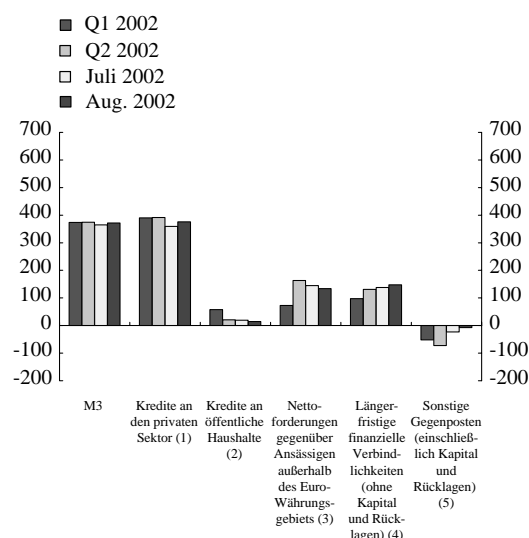
Die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets stiegen im August 2002 in nicht saisonbereinigten Zahlen um 16,1 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis August erhöhten sie sich um 133,9 Mrd €, verglichen mit einem Anstieg um 144,8 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juli (siehe Abbildung 3).

Emission von Schuldverschreibungen im Juli weiter rückläufig

Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen ging im Juli 2002 weiter auf 6,3 % zurück, verglichen mit 6,5 % im Vormonat. Dieser Entwicklung lag ein Rückgang der Jahreswachstumsraten des Umlaufs an langfristigen sowie kurzfristigen Schuldverschreibungen um 0,2 bzw. 0,4 Prozentpunkte auf 6,5 % bzw. 3,9 % zugrunde (siehe Abbildung 4). Sämtliche großen Sektoren trugen zum langsameren Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen bei.

Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

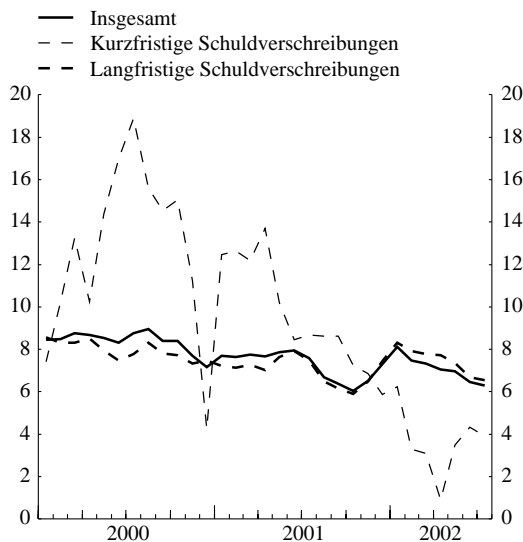
$M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5)$.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen im Juli auf 6,4 % belief und somit gegenüber der Vormonatsrate von 6,8 % leicht abgenommen hatte. Damit entfielen im Juli 91,1 % des gesamten Bruttoabsatzes Gebietsansässiger auf Euro-Schuldverschreibungen, was nahezu dem Anteil von 91,0 % im Vormonat entsprach.

Eine Aufschlüsselung der Begebung von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen von 5,0 % im Juni auf 4,3 % im Juli verringerte; der MFI-Sektor ist für den größten Teil der umlaufenden nicht-staatlichen Emissionen verantwortlich. Das geringere Angebot an Schuldverschreibungen der MFIs dürfte vor dem Hintergrund eines

Abbildung 4 Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland. Aus Gründen der Vergleichbarkeit beziehen sich auch die Jahreswachstumsraten für die Zeit vor Januar 2001 auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands.

langsameren Kreditwachstums und einer starken Zunahme der Einlagen den recht geringen Refinanzierungsbedarf widerspiegelt haben.

Die Jahresänderungsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ging leicht von 8,1 % im Juni auf 8,0 % im Juli 2002 zurück. Die Emissionstätigkeit dieses Sektors war je nach Laufzeit sehr unterschiedlich. Der jährliche Zuwachs des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen betrug 15,3 %, wohingegen bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen ein jährlicher Rückgang um -15,1 % zu beobachten war. Die rege Emissionstätigkeit am Markt für Unternehmensanleihen in Verbindung mit einer deutlichen Abschwächung am Markt für Commercial Paper ist in Zeiten, in denen Unsicherheit über die Kreditwürdigkeit von Unternehmen herrscht, Bonitätseinstufungen von Unternehmen herabgesetzt werden, das Wirtschaftswachstum mäßig und der Betriebskapitalbedarf gering ist, nicht unüblich.

Gleichzeitig blieb die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen trotz eines Rückgangs auf 35,1 % im Juli (nach 39,9 % im Juni) weiterhin hoch. Die anhaltend rege Emissionstätigkeit dieses Sektors, der nur einen relativ geringen Teil des gesamten Markts ausmacht, könnte die aufgrund wachsender Bonitätsbedenken recht starke Nachfrage der Anleger nach von Zweckgesellschaften (d. h. Tochtergesellschaften, die ausschließlich für den Erwerb und die Finanzierung spezifischer Vermögenswerte zuständig sind) begebenen Unternehmensanleihen mit hoher Bonität widerspiegeln.

Im öffentlichen Sektor verringerte sich die Vorjahrsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im Juli auf 4,0 % (verglichen mit 4,2 % im Juni). Gleichzeitig erhöhte sich jedoch das jährliche Wachstum des Umlaufs an durch sonstige öffentliche Haushalte begebenen Schuldverschreibungen im Juli weiter auf 36,6 % (gegenüber 32,9 % im Vormonat).

Rückgang der Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

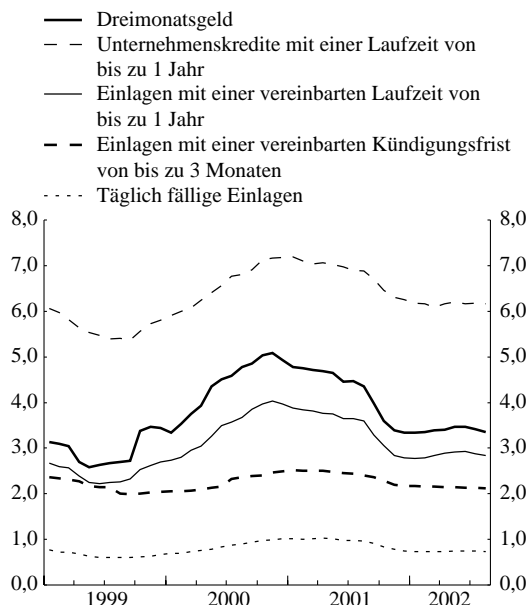
Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben im August weitgehend unverändert und lagen in etwa auf dem Niveau vom Jahresbeginn (siehe Abbildung 5). Dies stand mit den relativ stabilen Dreimonats-Geldmarktsätzen in den ersten acht Monaten dieses Jahres in Einklang.

Im Gefolge des einsetzenden Rückgangs der Staatsanleiherenditen war bei den langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken nach Mai dieses Jahres ein rückläufiger Trend zu verzeichnen (siehe Abbildung 6). Die einzige Ausnahme hierbei bildeten die durchschnittlichen Zinsen für Konsumentenkredite, die leicht anstiegen. Der Durchschnittssatz für langfristige Unternehmenskredite verringerte sich zwischen Mai und August 2002 um etwa 15 Basispunkte. Gleichzeitig gingen die Durchschnittssätze für Einla-

gen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um rund 30 Basispunkte zurück. Dagegen sank die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen im gleichen Zeitraum um rund 80 Basispunkte. Die relativ schleppende Anpassung der durchschnittlichen Langfristzinsen für Unternehmenskredite an die langfristigen Marktzinsen könnte mit den zunehmenden Bedenken hinsichtlich der Kreditwürdigkeit in Zusammenhang gestanden haben, worauf auch eine Ausweitung des durchschnittlichen Renditeabstands zwischen langfristigen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und langfristigen Staatsanleihen um 50 Basispunkte zwischen Mai und August dieses Jahres hindeutet.

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

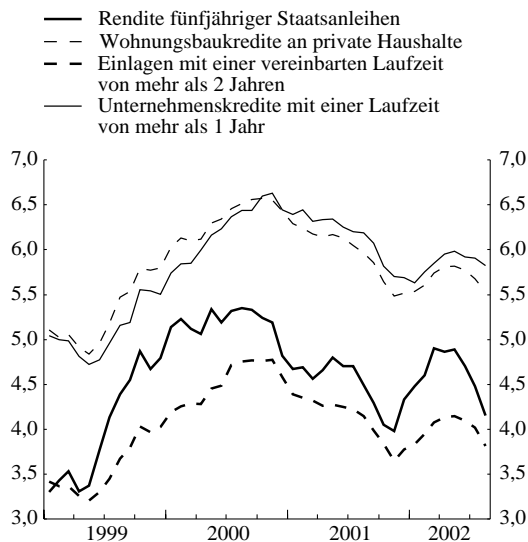
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Geldmarktzinsen im September rückläufig

Die Geldmarktzinsen sind seit Anfang September rückläufig und setzten damit ihren seit Ende Mai dieses Jahres verzeichneten Abwärtstrend fort. Der Rückgang der Marktzinsen war bei den längeren Laufzeiten besonders ausgeprägt. Infolgedessen kehrte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) deutlich ins Negative, nachdem sie Anfang September leicht positiv gewesen war. Darin spiegelte sich wider, dass die Marktteilnehmer zunehmend von sinkenden kurzfristigen Marktzinsen in den kommenden Monaten ausgingen. Seit Anfang September sind auch die Zinsen, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, zurückgegangen.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. September 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

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

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungs-tag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	28/08/2002	11/09/2002	104,8	65,0	1,61	281	3,25	3,28	3,29
HRG	04/09/2002	18/09/2002	124,6	76,0	1,64	274	3,25	3,28	3,29
HRG	11/09/2002	25/09/2002	105,5	60,0	1,76	263	3,25	3,27	3,28
HRG	18/09/2002	02/10/2002	116,3	84,0	1,38	295	3,25	3,28	3,29
LRG	29/08/2002	28/11/2002	35,5	15,0	2,24	158	-	3,33	3,34

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz war bei allen Hauptrefinanzierungsgeschäften mit 3,27 % oder 3,28 % stabil.

Wie in der vorhergehenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode blieb die Volatilität des EONIA gering. Lediglich am 30. August stieg er aufgrund des üblichen Ultimoeffekts auf 3,34 % an, ansonsten bewegte er sich bis zum 19. September nur leicht zwischen 3,28 % bis 3,29 %. Am 20. und 23. September, den letzten beiden Handelstagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, stieg der EONIA auf 3,36 % bzw. 3,63 % an, da die Marktteilnehmer die Liquiditätsbedingungen als angespannt empfanden. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität von per saldo

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. August bis 23. September 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	191,8	0,2	+ 191,6
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	140,9	-	+ 140,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	50,8	-	+ 50,8
Ständige Fazilitäten	0,1	0,2	-0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	362,3	424,4	- 62,0
Banknotenumlauf	-	323,6	- 323,6
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,1	- 49,1
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	362,3	-	+ 362,3
Sonstige Faktoren (netto)	-	51,7	- 51,7
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			129,6
(d) Mindestreserve-Soll			129,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

3,0 Mrd €. Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,6 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfende Wirkung der autonomen Faktoren, d. h. der nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, betrug per saldo durchschnittlich 62,0 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 54,9 Mrd € und 66,4 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 2,0 Mrd €).

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich abgesehen von einigen Ausnahmen meist innerhalb einer Bandbreite zwischen 3,28 % und 3,36 %. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze verharrten auf einem Stand, der nahe am Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von 3,25 % lag. Bei den im September und Anfang Oktober dieses Jahres abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 3 bzw. 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz (siehe Kasten I).

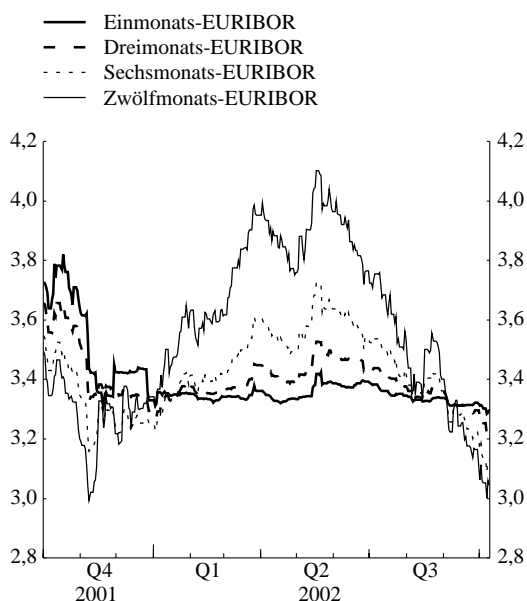
Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR nahmen im Zeitraum von Anfang September bis zum 9. Oktober um 4 bzw. 13 Basispunkte auf 3,30 % bzw. 3,23 % ab (siehe Abbildung 7). Bei dem am 26. September abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 3,23 % bzw. 3,26 % und damit 6 bzw. 3 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und 10 bzw. 8 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 29. August abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt gingen die Zinssätze stärker zurück. Zwischen Anfang September und dem 9. Oktober fielen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 23 bzw. 36 Basispunkte auf 3,13 % bzw. 3,04 %. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Anfang September mit 6 Basispunkten leicht positiv gewesen war, kehrte sich im Berichtszeitraum ins Negative und betrug am 9. Oktober -26 Basispunkte.

Die Erwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 bzw. 2003 zum Ausdruck kommen, sind seit Anfang September ebenfalls deutlich zurückgegangen. Die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2002 sowie März, Juni und September 2003 zum Ausdruck kommen, fielen um 33, 49, 59 bzw. 61 Basispunkte und lagen am 9. Oktober bei 2,96 %, 2,82 %, 2,83 % bzw. 2,96 %.

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



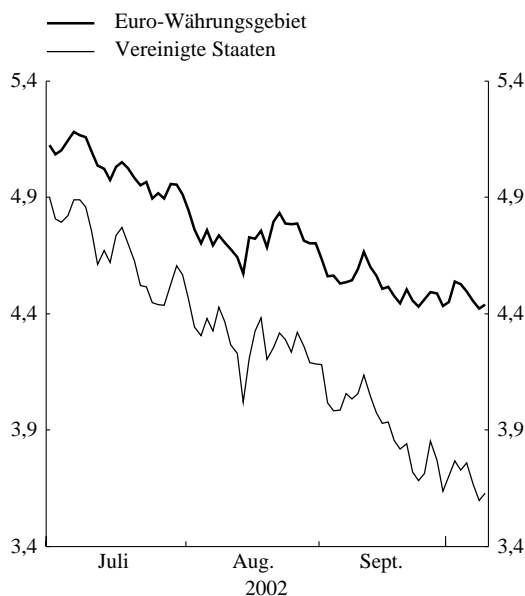
Quelle: Reuters.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im September weiter gefallen

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen waren im September an den meisten wichtigen Märkten weiterhin rückläufig, was auf die pessimistischere Einschätzung der Wachstumsaussichten seitens der Marktteilnehmer und die anhaltende Schwäche und hohe Volatilität an den Aktienmärkten weltweit zurückgeführt werden kann. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen gingen im Euroraum zwischen Ende August und dem 9. Oktober 2002 um 25 Basispunkte auf 4,4 % zurück. In den Vereinigten Staaten fielen sie im gleichen Zeitraum um rund 55 Basispunkte auf etwa 3,6 %, den niedrigsten Stand seit über 40 Jahren. Damit vergrößerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zwischen Ende August und dem 9. Oktober um etwa 30 Basispunkte auf zuletzt rund -80 Basispunkte.

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

Der allgemeine Renditerückgang bei US-amerikanischen Staatsanleihen schien in erster Linie mit der pessimistischeren Einschätzung der Wachstumsperspektiven durch die Marktteilnehmer nach der Veröffentlichung neuer gesamtwirtschaftlicher Daten im September zusammenzuhängen. Außerdem könnten auch Mittelumschichtungen in sichere Anlageformen, die bereits seit Mitte Mai in großem Maße einen Abwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen ausübten, zum Rückgang der nominalen Renditen im September beigetragen haben.

Die offensichtlich pessimistischere Einschätzung der längerfristigen Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten durch die Marktteilnehmer schlug sich auch in der realen Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen nieder, die zwischen Ende August und dem 9. Oktober um 30 Basispunkte auf 2,1 % zurückging. Ende September lag die Rendite zweijähriger Anleihen etwas unter dem Zielzinssatz für Tagesgeld von 1,75 %.

Die Breakeven-Inflationsrate zehnjähriger US-Anleihen ging zwischen Ende August und dem 9. Oktober um 30 Basispunkte auf 1,5 % zurück. Dies dürfte unter anderem auf die Auswirkungen der anhaltenden Mittelumschichtungen von den Aktienmärkten hin zu den liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen zurückzuführen sein.

In einem relativ volatilen Umfeld gingen in Japan die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Berichtszeitraum insgesamt lediglich um 5 Basispunkte auf rund 1,1 % zurück. Nach einem relativ starken Rückgang, der mit den Erwartungen der Marktteilnehmer zusammenhing, dass die Bank von Japan möglicherweise ihre Ankäufe japanischer Anleihen ausweiten werde, stiegen die langfristigen Renditen wieder an, als am 18. September bekannt gegeben wurde, dass die Zentralbank in Erwägung ziehe, Anteile an Geschäftsbanken zu erwerben. Der Renditeanstieg wurde dadurch verstärkt, dass bei einer Auktion für Staatsanleihen in Japan erstmals weniger Anleihen gezeichnet als angeboten wurden.

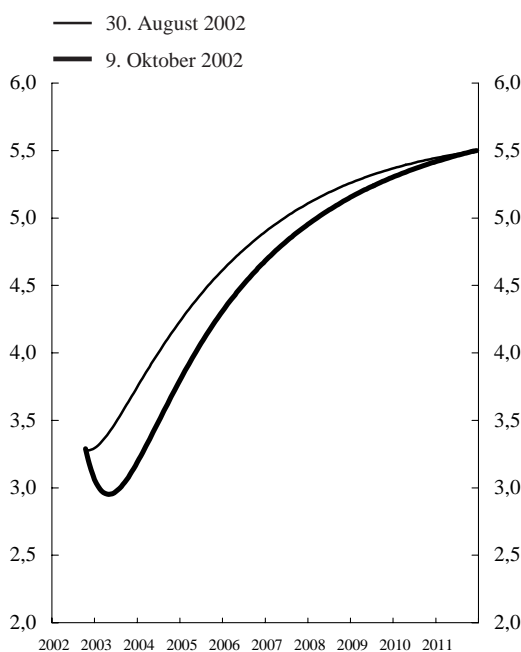
Im Eurogebiet sanken die nominalen Anleiherenditen im September ebenfalls über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg, wenn auch nicht so stark wie in den Vereinigten Staaten. Der im Euroraum auf breiter Front zu verzeichnende Abwärtstrend dürfte vor allem auf ein Übergreifen der Entwicklungen an den US-Anleihemärkten zurückzuführen sein. Überdies dürfte der jüngste Rückgang der Anleiherenditen im Eurogebiet auch die Einschätzung der Marktteilnehmer widerspiegeln, dass sich die Abwärtsrisiken für die Wachstumsperspektiven im Euroraum erhöht haben.

Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und französischen indexgebundenen (an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Eurogebiets gekoppelten) Anleihen im Zehnjahresbereich errechnet, ging zwischen Ende August und dem 9. Oktober um 10 Basispunkte auf 1,7 % zurück und erreichte damit ihren tiefsten Stand seit Februar 2002. Die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener Anleihen im Eurogebiet nahm im selben Zeitraum um 15 Basispunkte ab, d. h. nur etwa halb so stark wie die entsprechende US-Rendite, was darauf hindeutet, dass sich der Pessimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich der Konjunkturperspektiven in den Vereinigten Staaten scheinbar nicht vollständig auf die Einschätzung der Wachstumsaussichten für das Eurogebiet übertrug.

Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum verschob sich zwischen Ende August und dem 9. Oktober nach unten (siehe Abbildung 9). Am ausgeprägtesten war der Rückgang bei den kurzen bis mittleren Laufzeiten, während sich die Kurve am langen Ende kaum veränderte. Im veränderten Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve spiegelt sich möglicherweise die Einschätzung der Marktteilnehmer wider, dass die Abwärtsrisiken für die kurz- bis mittelfristigen Wachstumsperspektiven im Eurogebiet im Vergleich zum Vormonat leicht zugenommen haben. Die Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Entwicklung scheinen sich dagegen nur wenig geändert zu haben.

Abbildung 9 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.

Von Ende August bis zum 9. Oktober stieg die implizite Volatilität an den Anleihemärkten im Euroraum um rund 0,6 Prozentpunkte auf etwa 6,1 % an und lag damit leicht über dem Durchschnitt der letzten Jahre. Darin kommt die erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Renditeentwicklung langfristiger Anleihen zum Ausdruck.

Aktienkurse im September weltweit deutlich gefallen

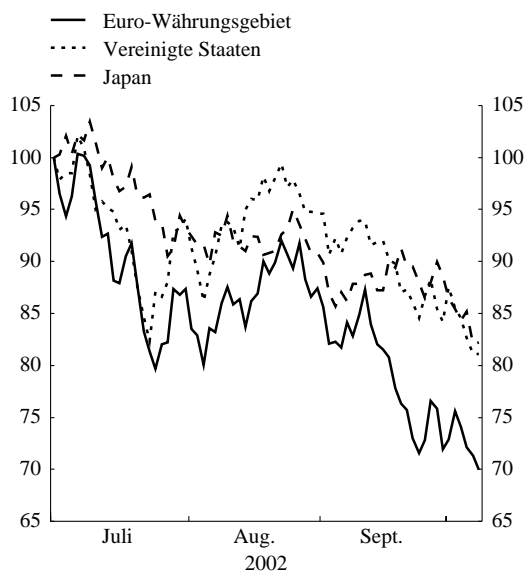
Angesichts der erneuten Unsicherheit über den Zeitpunkt einer globalen Konjunkturerholung gingen die Aktienkursindizes in den großen Wirtschaftsräumen erheblich zurück. So büßten die Börsenkurse im Euro-Wäh-

rungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und am Standard-&-Poor's-500-Index, von Ende August bis zum 9. Oktober 21 % bzw. 15 % ein (siehe Abbildung 10). In Japan sank der Nikkei 225 im selben Zeitraum um 11 %.

In den Vereinigten Staaten wurde die kurzfristige Erholung im August durch den allgemeinen Kursrückgang zwischen Ende August und dem 9. Oktober wieder rückgängig gemacht. Die Veröffentlichung neuer Konjunkturdaten, von denen offenbar nach Einschätzung der Marktteilnehmer gemischte Signale hinsichtlich der konjunkturellen Grunddynamik ausgingen, sowie schwächer als erwartet ausgefallene Gewinnmeldungen von Unternehmen drückten die Aktienkurse nach unten. Vor diesem Hintergrund stieg die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Aktienkurse (gemessen an der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität) zwischen Ende August und

Abbildung 10 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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

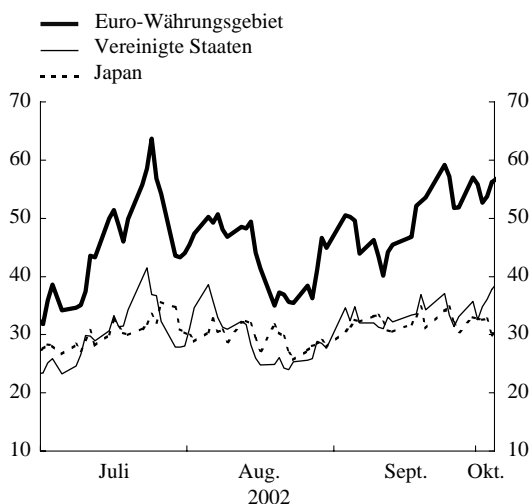


Quelle: Reuters.

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

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

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

dem 9. Oktober deutlich (um nahezu 13 Prozentpunkte) an und erreichte in etwa wieder das Niveau, das Ende September 2001 nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten verzeichnet worden war.

In Japan gingen die Börsennotierungen gemessen am Nikkei 225 weniger stark zurück als an den übrigen wichtigen Märkten. Dies schien mit landesspezifischen Faktoren zusammenzuhängen; insbesondere die Ankündigung der Bank von Japan, dass sie Anteile an großen japanischen Banken erwerben wolle, wirkte sich (wenn auch nur kurzfristig) positiv auf die Aktienkursentwicklung aus. Wie an den anderen wichtigen Märkten nahm auch in Japan die Unsicherheit (gemessen an der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität) zwischen Ende August und dem 9. Oktober 2002 zu und erreichte ein Niveau, das leicht über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag.

Der Kursverfall im Eurogebiet, der stärker ausgeprägt war als in den Vereinigten Staaten, war auf die Veröffentlichung unerwartet negativer Wirtschaftsdaten sowie auf Unternehmensgewinnmeldungen zurückzuführen, die nach Einschätzung der Marktteilnehmer darauf hinwiesen, dass die wirtschaftliche Erholung im Euroraum schwächer ausfallen könnte als ursprünglich erwartet. Außerdem schien auch die Unsicherheit hinsichtlich der politischen Entwicklung im Nahen Osten, einschließlich ihrer möglichen Auswirkungen auf

die Ölpreise, einen Abwärtsdruck auf die Aktienkurse auszuüben. Der Kursrückgang fand zwar auf breiter Front statt, war aber im Versicherungs- und Bankensektor besonders ausgeprägt. Vor diesem Hintergrund stieg die Unsicherheit unter den Anlegern, gemessen an der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, zwischen Ende August und dem 9. Oktober um 10 Prozentpunkte an und erreichte damit beinahe wieder die Höchststände von Ende September 2001.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im September 2002 Schätzungen zufolge bei 2,2 %

Wie aus der von Eurostat jüngst veröffentlichten Vorausschätzung hervorgeht, dürfte die Inflation im Euroraum gemessen am HVPI im September 2002 bei 2,2 % gelegen haben, gegenüber 2,1 % im August (siehe Tabelle 2). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegen zwar noch keine detaillierten Angaben über die Entwicklung der HVPI-Komponenten im September vor, die Preise für Energie dürften jedoch die Hauptantriebsfeder für diesen leichten Anstieg gewesen sein.

Für August 2002 steht eine genaue Aufgliederung nach den Teilkomponenten des HVPI zur Verfügung. Die HVPI-Inflation erhöhte sich von 1,9 % im Juli auf 2,1 % im August. Dieser Anstieg der Inflationsrate war im Wesentlichen auf Basiseffekte aufgrund früherer Entwicklungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie zurückzuführen. Der Anstieg des HVPI ohne diese beiden Komponenten gegenüber dem Vorjahr lag unverändert bei 2,5 %; dahinter verbargen sich geringfügige gegenläufige Bewegungen bei den Preisen für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) (siehe Abbildung 12).

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 April	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	2,1	2,6	2,1	.	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,2
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	1,7	2,2	1,4	.	2,0	1,3	1,0	1,2	1,4	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,5	4,7	4,9	2,8	.	3,6	2,7	2,3	2,1	2,3	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,8	3,5	3,5	3,1	.	3,2	3,1	3,1	2,9	2,9	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,0	6,7	7,0	2,4	.	4,1	2,1	1,1	0,9	1,3	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	0,2	0,9	0,7	.	1,2	0,6	0,3	0,7	0,9	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	1,6	1,8	1,7	.	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	.
Energie	2,4	13,3	2,7	-4,1	-2,1	-2,4	.	-0,5	-2,9	-3,6	-1,7	-0,5	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,8	3,1	3,2	.	3,0	3,3	3,2	3,2	3,3	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	-1,0	-0,9	-0,8	.	-0,7	-0,9	-1,0	-0,4	-0,2	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,0	1,2	2,6	3,3	3,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	1,0	1,4	0,1	-0,4	-0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,0	2,6	2,7	2,9	2,9	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,3	3,2	3,4	3,3	4,0	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	22,4	24,6	27,8	27,2	29,3	28,1	25,8	25,9	27,0	28,9
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-15,6	-3,6	-5,5	-1,7	-1,4	-6,8	-8,4	-7,9	-1,3	4,7

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.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im September 2002 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

4) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

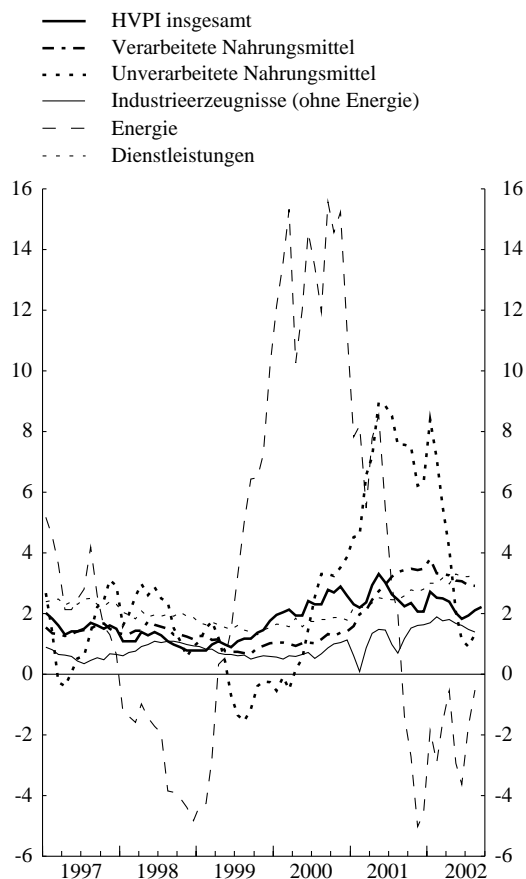
5) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

6) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Dezember 1998. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Abbildung 12

Die 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 weniger starke Rückgang der Jahresrate der Energiepreise von -0,5 % im August 2002 gegenüber -1,7 % im Juli war hauptsächlich auf Basiseffekte aufgrund des Energiepreisverfalls im August 2001, aber auch auf einen geringen Anstieg gegenüber dem Vormonat in Höhe von 0,3 % zurückzuführen. Angesichts der im August und September verzeichneten Steigerung der Ölpreise dürften die Energiepreise wohl am stärksten zu dem von Eurostat prognostizierten Anstieg des HVPI insgesamt im September beigetragen haben.

Die Erhöhung der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel um

0,4 Prozentpunkte auf 1,3 % im August 2002 spiegelt im Wesentlichen einen im Vergleich zum Vorjahr weniger starken saisonalen Rückgang der Obst- und Gemüsepreise wider, was möglicherweise auf die jüngsten widrigen Witterungsverhältnisse in einigen Teilen Europas zurückzuführen ist.

Die Jahresrate für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) ging weiter zurück, und zwar auf 1,4 % im August 2002 gegenüber 1,5 % im Juli. Der Rückgang dieser Rate, die im Februar 2002 noch 1,9 % betragen hatte, ist auf ein Nachlassen der indirekten Effekte vergangener Preisschocks sowie eine Abschwächung des externen Preisdrucks zurückzuführen.

Die Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise ging weiter nach oben, und zwar von 3,2 % im Juli auf 3,3 % im August. Dieser Anstieg lag hauptsächlich in der Erhöhung der Preise für Dienstleistungen der Luftfahrt (die im August in der Regel zurückgehen) und für Beherbergungsdienstleistungen begründet. Hinter diesem anhaltenden Anstieg der Jahresrate der Dienstleistungspreise stehen frühere Lohnentwicklungen, indirekte Auswirkungen vergangener Preisschocks und – in geringem Ausmaß – auch einige Effekte der Euro-Bargeldeinführung zu Beginn des Jahres. Allerdings wurden in den vergangenen sechs Monaten nur noch geringe Bargeldumstellungseffekte beobachtet.

Die Entwicklung der vom Verbraucher subjektiv wahrgenommenen Inflation und der tatsächlichen Inflation läuft seit Anfang 2002 auseinander. In Kasten 2 werden die jüngste Entwicklung dieser Wahrnehmungen der Verbraucher sowie einige mögliche Ursachen für das Auseinanderklaffen von „gefühlter“ und tatsächlicher Inflation thematisiert.

Entwicklung der Erzeugerpreise weiterhin moderat

Im Vorjahresvergleich belief sich der Rückgang der industriellen Erzeugerpreise im Eurogebiet im August auf 0,2 %, nach 0,4 % im Juli (siehe Abbildung 13). Wie bereits im Juli ver-

Kasten 2

Jüngste Entwicklung der subjektiven Inflationswahrnehmung und der tatsächlichen Inflation

Die Preiswirkungen der Bargeldumstellung im Zuge der Euro-Einführung haben im Jahresverlauf 2002 viel Aufmerksamkeit erfahren, von der ausführlichen Berichterstattung in den Medien bis hin zu Aufrufen an die Verbraucher zum Boykott des Einzelhandels. Es wurde behauptet, dass die amtlichen Inflationszahlen, wie z. B. der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI), irreführend seien und daher die jüngsten Preiserhöhungen, mit denen sich die Verbraucher konfrontiert sahen, nicht präzise widerspiegeln.

Der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zufolge ist die subjektive Inflationswahrnehmung der Verbraucher in den letzten Monaten weiter gestiegen und hat neue Höchstwerte erreicht. Dies steht im krassen Gegensatz zur tatsächlichen HVPI-Inflation, die im selben Zeitraum rückläufig war. Die Entwicklung der „gefühlten Inflation“ gibt daher zu einer genauen Untersuchung zum gegenwärtigen Zeitpunkt Anlass, da ihr hohes Niveau andere gesamtwirtschaftliche Variablen, wie z. B. den Konsum und die Lohnentwicklung, beeinflussen kann.

Dieser Kasten stellt eine Aktualisierung des Kastens „Jüngste Entwicklungen in der subjektiven Inflationswahrnehmung der Verbraucher“ im Monatsbericht vom Juli 2002 dar. Untersucht wird insbesondere die Entwicklung dieser Inflationswahrnehmung, wobei vor allem die jüngste Zeit in den Blickpunkt gerückt wird. Des Weiteren wird die gefühlte Inflation mit den anhand der Umfrage der Kommission ermittelten Verbrauchererwartungen hinsichtlich der zukünftigen Inflation verglichen. Schließlich wird zusammenfassend dargelegt, weshalb die Jahresänderungsrate des HVPI als adäquate Messgröße für die Gesamtinflation im Euro-Währungsgebiet insgesamt gilt. In diesem Zusammenhang werden auch die plausiblen Ursachen für die divergierende Entwicklung der subjektiv wahrgenommenen und der tatsächlichen Inflation beleuchtet.

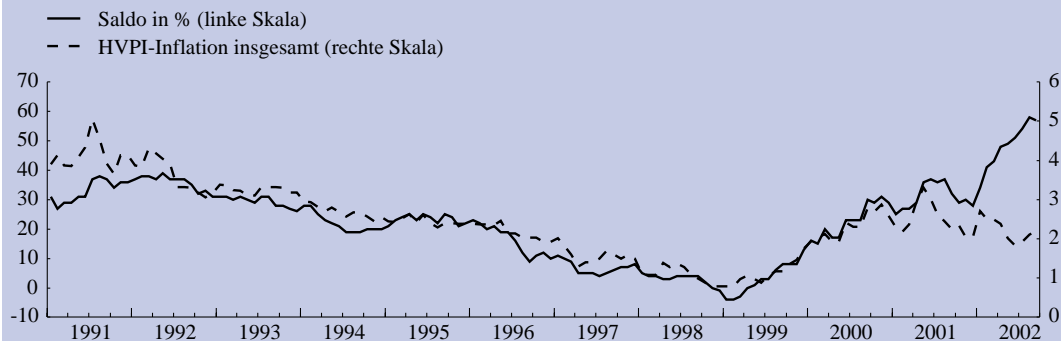
Höhere subjektive Inflationswahrnehmung im Jahr 2002 trotz niedrigerer HVPI-Inflation

Der Verlauf des Indikators der Europäischen Kommission für die gefühlte Inflation folgte in der Vergangenheit erstaunlich eng der am HVPI gemessenen tatsächlichen Inflationsrate. Gelegentlich divergierten die beiden Maßzahlen oder bewegten sich in unterschiedliche Richtungen, wenn auch nur äußerst selten und geringfügig. Vor eineinhalb Jahren jedoch begannen die subjektiv wahrgenommene Inflation und die tatsächliche Inflation sich auseinander zu entwickeln, und seit Januar 2002 verfolgen sie entgegengesetzte Richtungen (siehe Abbildung A). Im August 2002 stieg der Indikator für die gefühlte Inflation laut Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission bereits im achten Monat in Folge und verzeichnete zum siebten Mal in Folge einen Höchststand. Zwar ging er im September 2002 geringfügig um einen Punkt zurück, lag damit aber immer noch auf dem zweithöchsten Stand seit dem Beginn der Zeitreihe im Januar 1985. Im Gegensatz dazu war die tatsächliche Inflationsrate im selben Zeitraum rückläufig.

Eine genaue Untersuchung dieses Auseinanderdriftens der gefühlten und der tatsächlichen Teuerung wäre lohnenswert, zumal es sich auf andere gesamtwirtschaftliche Variablen auswirken könnte. Wenn die Inflationsrate als höher empfunden wird, als sie tatsächlich ist, so hat dies unter anderem zur Folge, dass die Entwicklung der Reallöhne und somit der Kaufkraft von den Verbrauchern unterschätzt wird. Dies könnte sich z. B. negativ auf den Verbrauch auswirken. So ist es nicht auszuschließen, dass die verhaltene Entwicklung des privaten Verbrauchs in letzter Zeit zumindest teilweise auf das hohe Niveau der gefühlten Inflation zurückzuführen ist. Wenn die Verbraucher irrtümlicherweise glauben, dass sie an Kaufkraft eingebüßt haben, besteht darüber hinaus das Risiko, dass ungerechtfertigt hohe Lohnforderungen gestellt werden. Sobald die Verbraucher in der Zukunft erkennen, dass sie über mehr Kaufkraft als zuvor angenommen verfügen, dürfte dies ein Angleichen der gefühlten und der tatsächlichen Inflation ermöglichen.

Abbildung A: Subjektive Inflationswahrnehmung und tatsächliche Inflation

(Salden in %, Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

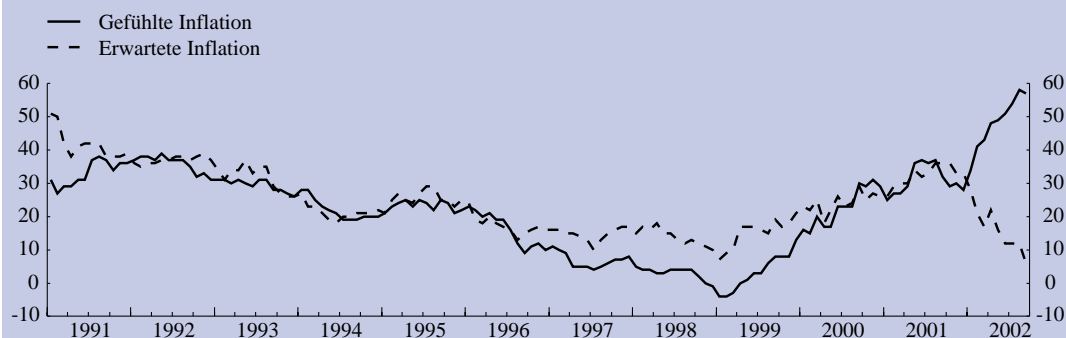


Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Eurostat.
Anmerkung: Der Indikator der Europäischen Kommission für die Inflationswahrnehmung liegt in Form einer Saldenstatistik vor und lässt sich nicht direkt mit dem Niveau der tatsächlichen Inflation in Relation setzen – er liefert lediglich qualitative Informationen über eine Richtungsänderung bei der Inflationswahrnehmung.

Die subjektive Inflationswahrnehmung ist isoliert betrachtet auch deshalb von Interesse, weil sie die Bildung von Inflationserwartungen beeinflussen kann. Darüber hinaus ermöglicht die Koppelung der Inflationswahrnehmung der Verbraucher mit deren Inflationserwartungen eine Einschätzung darüber, wie die Verbraucher Preisschocks beurteilen. Wenn beispielsweise die Inflationswahrnehmung steigt und die Inflationserwartung zurückgeht, weist dies darauf hin, dass der Schock als vorübergehend betrachtet wird. Genau dies ist seit Jahresbeginn der Fall. Während die Inflationswahrnehmung anstieg, fielen die Inflationserwartungen (siehe Abbildung B) – ein deutlicher Hinweis darauf, dass die Verbraucher davon ausgehen, dass die Preiserhöhungen, die ihrer Ansicht nach in diesem Jahr stattgefunden haben, vorübergehender Natur sind und sich wieder umkehren werden. Bis zu einem gewissen Grad wird dadurch die Auffassung bestätigt, dass sich die Inflationswahrnehmung in nicht allzu ferner Zukunft an die tatsächliche Inflation angleichen dürfte.

Abbildung B: Subjektive Inflationswahrnehmung und erwartete Inflation

(Salden in %; Monatswerte)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Der Indikator für die Inflationserwartungen der Verbraucher (für die nächsten zwölf Monate) ergibt sich ebenfalls aus der Umfrage der Europäischen Kommission. Er wird in gleicher Weise berechnet wie der Indikator für die Inflationswahrnehmung, d. h. als Saldo in %.

Der HVPI gilt als adäquate Messgröße für die Inflation im Euro-Währungsgebiet

Die gegenwärtig zu beobachtende Diskrepanz zwischen der vom Verbraucher subjektiv wahrgenommenen Inflationsentwicklung in der Vergangenheit und der tatsächlichen Inflation lässt sich zum großen Teil auf die Einführung von auf Euro lautenden Preisen sowie auf Preiserhöhungen bei bestimmten Waren und

Dienstleistungen zurückführen. Allerdings muss hierbei beachtet werden, dass der HVPI so konstruiert ist, dass er das Ausgabeverhalten der Verbraucher insgesamt widerspiegelt und dadurch die Inflation präzise misst. Insbesondere berücksichtigt der HVPI alle monetären Konsumausgaben der privaten Haushalte einschließlich der Ausgaben für Gebrauchsgüter, Verbrauchsgüter und Dienstleistungen des jeweils zurückliegenden Jahres. Die Komponenten des HVPI werden alljährlich im Januar neu gewichtet, um die Repräsentativität des Index beim privaten Verbrauch zu gewährleisten. Folglich sind häufig erworbene Waren und Dienstleistungen nicht unterrepräsentiert.

Die plausibelste Erklärung für das hohe Niveau der gefühlten Inflation in den vergangenen Monaten liegt darin, dass die Verbraucher der Preisentwicklung bei den Waren und Dienstleistungen, die sie relativ häufig erwerben bzw. in Anspruch nehmen, eine große Bedeutung beimessen. Wenn die Preisentwicklung dieser häufig erworbenen Produkte merklich von der Entwicklung der Preise für seltener gekaufte Produkte abweicht, erhalten die Verbraucher möglicherweise ein nicht repräsentatives Bild des breit gefächerten Warenkorbs (von dem die Gewichte des HVPI abgeleitet werden) und damit auch der aggregierten Preisentwicklung. Betrachtet man die tatsächlichen Preisentwicklungen in jüngster Zeit, so lässt sich die obige These stützen. So waren beispielsweise die Preise für Benzin und frische Nahrungsmittel sowie im Gastronomiebereich allesamt in den letzten Jahren streckenweise von diversen Schocks betroffen. Diese Waren und Dienstleistungen lassen sich auch gut als Beispiel für Produkte heranziehen, die relativ häufig erworben werden und deren Preisentwicklung von den Verbrauchern bei der Einschätzung des Inflationstrends folglich als besonders wichtig angesehen wird.

Unlängst jedoch hat bei einigen der oben genannten Waren und Dienstleistungen ein Nachlassen der Preise eingesetzt. So lag der Preisanstieg im Gastronomiebereich im August 2002 im Vergleich zum Vormonat bei 0,2 %, was in etwa dem seit 1996 im Monat August verzeichneten Durchschnittswert entspricht. Im Gegensatz dazu lag im Januar des laufenden Jahres der Preisanstieg bei dieser Komponente im Vormonatsvergleich bei 1,3 %, d. h. 0,9 Prozentpunkte über dem früheren Durchschnittswert des Monats Januar. Auch bei anderen Dienstleistungen, z. B. im Friseurgewerbe, lässt der Preisauftrieb nach und steht allmählich wieder im Einklang mit den in der Vergangenheit verzeichneten Durchschnittswerten. Darüber hinaus hat in jüngster Zeit auch bei frischen Nahrungsmitteln ein Preisrückgang eingesetzt. So belief sich die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im August 2002 auf 1,3 % und war somit deutlich niedriger als im Januar 2002, als ihr Anstieg 8,4 % betrug. Falls keine neuen Preisschocks auftreten, dürfte die subjektive Inflationswahrnehmung der Verbraucher zurückgehen und schließlich ein Niveau erreichen, das der tatsächlichen Inflation entspricht.

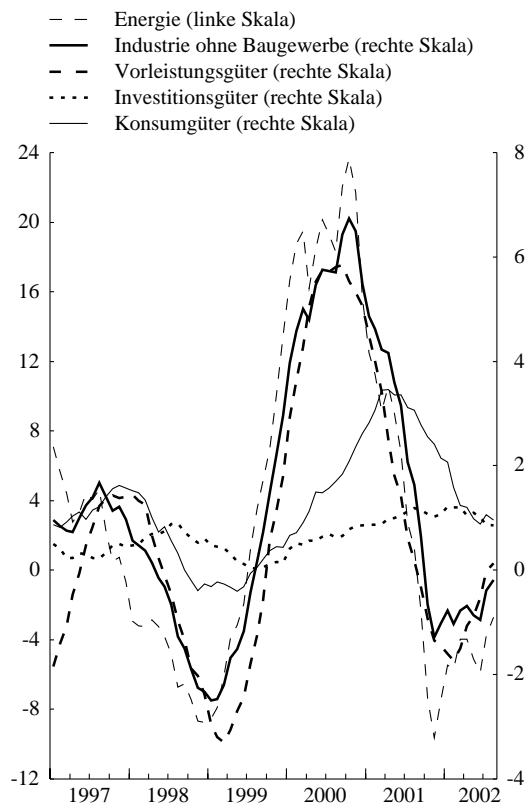
Was die Euro-Bargeldumstellung betrifft, so ist es zwar wahrscheinlich, dass die Einführung des Euro als Auslöser für einige Preiserhöhungen fungiert hat, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Betrachtet man jedoch das gesamte Spektrum der Ursachen für Preiserhöhungen, so lässt sich feststellen, dass die mit dem Euro zusammenhängenden Gründe nur eine geringe Rolle spielen. Das Problem liegt in der Schwierigkeit, die Auswirkungen der Bargeldumstellung von den übrigen Ursachen für den Preisauftrieb zu isolieren. Dies erklärt teilweise, weshalb der Euro fälschlicherweise mit Preiserhöhungen in Verbindung gebracht worden ist, die in Wirklichkeit auf andere Ursachen zurückzuführen sind. Der witterungsbedingte Schock auf die Preise für frische Nahrungsmittel im Januar 2002, der zeitgleich mit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen stattfand, ist hierfür ein Beispiel.

barg sich hinter diesem Rückgang im Wesentlichen ein Basiseffekt bei den Energiepreisen.

Bei den Komponenten der Erzeugerpreise schwächte sich der jährliche Rückgang der Erzeugerpreise für Energie im August 2002 auf -2,7 % ab, gegenüber -3,8 % im Juli. Diese Verlangsamung ist hauptsächlich auf einen Basiseffekt aus dem Jahr 2001 in Höhe von 0,8 % zurückzuführen, wobei allerdings die Erzeugerpreise für Energie im August im Vergleich zum Vormonat ebenfalls um 0,3 % gestiegen sind. Die Vorleistungsgüterpreise waren weiterhin moderat und stiegen im Vorjahresvergleich erstmals seit fast 12 Monaten an, allerdings nur geringfügig um 0,1 %. Die Jahressteigerungsrate der Konsumgüterpreise

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

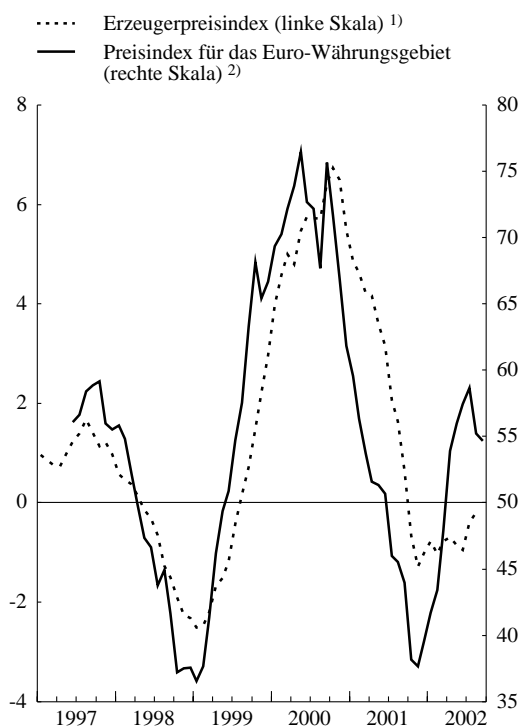


Quelle: Eurostat.

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

Abbildung 14 Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.

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

ging leicht zurück, und zwar von 1,1 % im Juli auf 1,0 % im August.

Was die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise betrifft, so deutet der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet weiterhin auf ein Nachlassen des Preisdrucks hin. Dieser Index hat zwar einen Wert von über 50, was auf einen Anstieg der Erzeugerpreise schließen lässt, er sank allerdings im September 2002 auf 54,7, gegenüber 55,2 im August (siehe Abbildung 14). Andererseits dürften die Energiepreise im September 2002 nach oben gegangen sein, da sich die Ölpreise von 27,0 € je Barrel im August auf 28,9 € je Barrel im September und somit um 7 % erhöht haben. Darüber

hinaus stiegen die Rohstoffpreise ohne Energie im Vergleich zum Vorjahr im September um 4,7 %.

Indikatoren für das Wachstum der Arbeitskosten uneinheitlich

In Abbildung 15 werden die jüngsten Entwicklungen einer Reihe alternativer Indikatoren für das Wachstum der Arbeitskosten im Euroraum dargestellt. Eine genauere Erläuterung dieser Indikatoren findet sich in den Monatsberichten vom Februar 2001 und September 2002. Jeder dieser Arbeitskostenindikatoren ist sinnvoll, da sie jeweils leicht unterschiedliche Informationen enthalten (beispielsweise in Bezug auf den sektoralen Erfassungsgrad oder je nachdem, ob sie die Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber

enthalten und ob sie die Arbeitskosten pro Monat oder pro Arbeitsstunde ermitteln) und jeweils unterschiedlich zeitnah zur Verfügung stehen. Eine ausgewogene Beurteilung der Entwicklung der Tarifverdienste ist daher nur nach sorgfältiger Betrachtung aller Messgrößen möglich. Insgesamt gesehen ist der zu Jahresanfang verzeichnete Aufwärtstrend bei den Tarifverdiensten wohl erst kürzlich zum Stillstand gekommen.

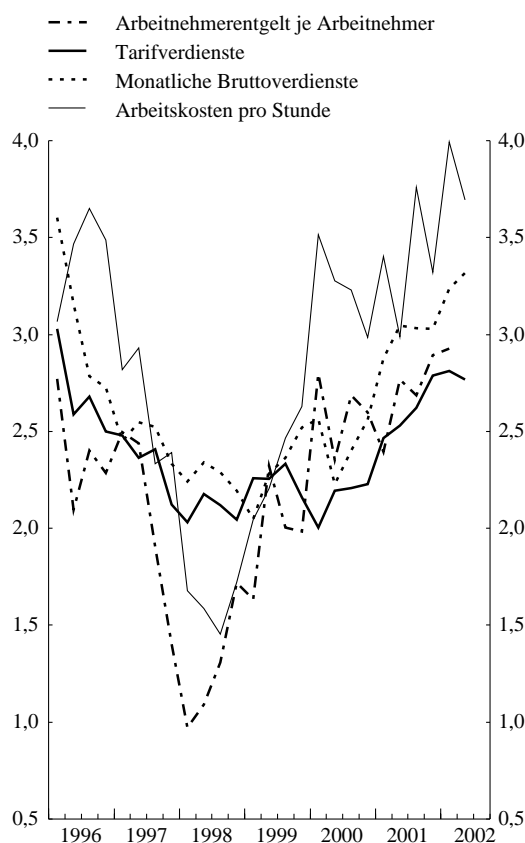
Die verfügbaren Informationen zu den Tarifverhandlungen bis zum zweiten Quartal 2002 lassen darauf schließen, dass die Tarifvereinbarungen nun das dritte Quartal in Folge bei etwa 2,8 % liegen dürften. Wie im Monatsbericht vom September 2002 betont, stellt dieser Indikator eine nützliche Ergänzung zu anderen Arbeitskostenindikatoren dar, da er den zugrunde liegenden, von der Tarifentwicklung ausgehenden Preisdruck erfasst.

Die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe ging im zweiten Quartal 2002 auf 3,7 % zurück, verglichen mit 4,0 % im ersten Quartal. Angesichts der Volatilität dieser Datenreihe ist eine Interpretation der kurzfristigen Entwicklung dieses Indikators jedoch schwierig. Das Wachstum der monatlichen Bruttoverdienste hingegen stieg von 3,2 % im ersten Quartal auf 3,3 % im zweiten Quartal 2002.

Eine umfassendere, allerdings weniger zeitnahe Darstellung der Entwicklung der Arbeitskosten findet sich in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Im ersten Quartal 2002 ging die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten leicht nach oben, und zwar auf 3,4 %, verglichen mit 3,3 % im vierten Quartal 2001. Die Jahressteigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im ersten Quartal 2002 unverändert bei 2,9 %, während die Jahresrate der Arbeitsproduktivität, vor allem aufgrund der Konjunkturlage, ebenfalls unverändert -0,4 % betrug.

Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum geht ebenfalls in die Analyse der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der beiden

Abbildung 15
Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Kasten 3

Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet

Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum ist ein wichtiger Faktor für die Analyse der Risiken für die Preisstabilität, die im Rahmen der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie der EZB durchgeführt wird. Die Entwicklung dieser Preise kann über Vertrauens- und Vermögenseffekte das Verbraucherverhalten beeinflussen. Sie ist daher für die Analyse des Verbrauchs- und Sparverhaltens von Bedeutung. Die Berücksichtigung der Preise für Wohneigentum kann auch zur Analyse im Rahmen der ersten Säule beitragen (die den Geldmengenaggregaten und der Kreditvergabe eine herausragende Rolle einräumt), da die Wohnungsbaukredite einen beträchtlichen Anteil an den von Monetären Finanzinstituten vergebenen Krediten haben (Angaben hierzu finden sich in Tabelle 2.5 Punkt 3 im Statistikteil). Da die Wohnungsbaukredite einen Großteil der Kreditvergabe der MFIs ausmachen, können starke Schwankungen der Preise für Wohnimmobilien darüber hinaus Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität haben.

Im Monatsbericht vom Oktober 2001 wurden in Kasten 2 vorläufige Erkenntnisse zur Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euroraum anhand von Daten bis zum ersten Quartal 2001 dargestellt. Im vorliegenden Kasten findet sich eine Aktualisierung dieser Zeitreihen, wobei die neuesten verfügbaren Daten, die bis zum ersten Quartal 2002 reichen, berücksichtigt wurden. Die Darstellung bietet auch eine breitere Erfassung des Euro-Währungsgebiets. Allerdings sollten die 2001 genannten Einschränkungen in Bezug auf die Uneinheitlichkeit der Preise für Wohneigentum beachtet werden. Die Märkte für Wohnimmobilien innerhalb des Euroraums sind aufgrund unterschiedlicher rechtlicher Rahmenbedingungen, Finanzsysteme, historischer Faktoren und gesellschaftlicher Präferenzen nicht einheitlich. So kann beispielsweise der Prozentsatz der eigengenutzten Wohnimmobilien und der relative Anteil von Häusern im Vergleich zu Wohnungen deutlich variieren. Diese Unterschiede können sich auf die Messung der Preise für Wohnimmobilien insgesamt auswirken, da sich die Preise der verschiedenen Kategorien von Wohnimmobilien im Laufe der Zeit unterschiedlich entwickeln können; außerdem können Erweiterungen des Wohnungsbestands (d. h. der Wohnungsneubau) in ihrer Zusammensetzung erheblich vom bestehenden Wohnungsbestand abweichen. Die verfügbaren nationalen Angaben variieren je nachdem, wie sie neue und/oder bestehende Wohnungen sowie Wohnungen innerhalb und/oder außerhalb der Hauptstadt erfassen oder Veränderungen in der Zusammensetzung des Wohnungsbestands berücksichtigen.

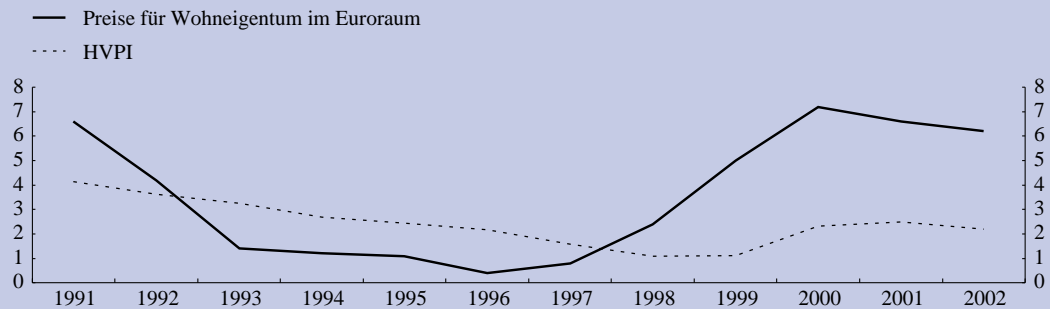
Ein harmonisierter statistischer Rahmen für die Preise von Wohneigentum in der EU existiert zurzeit nicht und ist für die nähere Zukunft auch nicht geplant. Die nationalen Schätzungen stammen in manchen Fällen aus nicht offiziellen oder kommerziellen Quellen. Dieser Kasten kann daher nur einen groben Maßstab für die Preise von Wohnimmobilien im Eurogebiet liefern, der auf der Grundlage nationaler Quellen errechnet wird und erheblichen Einschränkungen unterliegt. Insbesondere da es derzeit aufgrund der Unterschiede bei den verfügbaren Datenquellen hinsichtlich des Erfassungsbereichs und der Methodik nicht möglich ist, die Vergleichbarkeit der Daten zu gewährleisten, ist bei der Interpretation dieser Daten Vorsicht geboten. Sie liefern Informationen über den allgemeinen Preistrend bei Wohnimmobilien, geben aber keinen genauen Aufschluss über kurzfristige Preisänderungen oder das Preisniveau.

In der nachfolgenden Abbildung sind die Jahresänderungsraten der Preise für Wohneigentum im Euroraum zwischen 1991 und Anfang 2002 dargestellt. Seit 1999 sind diese Jahresraten mit zwischen 5 % und 7 % relativ stark gestiegen. Wie bereits erwähnt, kann dieser Anstieg teilweise mit dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zusammenhängen. Insbesondere haben sich die Preise für Vermögenswerte in einigen Ländern möglicherweise angepasst, was die Erwartung einer dauerhaft niedrigeren Inflation und niedrigerer Zinssätze widerspiegelt. Die länderspezifische Entwicklung der Wohnimmobilienpreise wird auch von Faktoren wie der demographischen Entwicklung und dem Wirtschaftswachstum bestimmt. Der Anstieg der Preise für Wohnimmobilien hat sich in einigen Ländern mit hohen Wachstumsraten offenbar etwas abgeschwächt. Dies mag auf ein moderateres Wirtschaftswachstum und das Nachlassen der durch den

Anpassungsprozess an die WWU bedingten Effekte zurückzuführen sein. Die Steigerungsrate der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, die im ersten Quartal 2002 mit ungefähr 6 % immer noch relativ hoch war, ist verglichen mit ihrem Niveau des Jahres 2000 leicht zurückgegangen.

Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet und HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zu den Preisen für Wohneigentum für 2002 beziehen sich auf das erste Quartal. Die Angaben für die Preise für Wohneigentum sind nicht harmonisiert; das Aggregat für den Euroraum wird auf der Grundlage von Schätzungen für die zwölf Euro-Länder berechnet. Die Angaben zum HVPI für 2002 beziehen sich auf die durchschnittlichen jährlichen Inflationsraten für die ersten acht Monate des Jahres 2002.

Darüber hinaus sollte beachtet werden, dass die Märkte für Wohnimmobilien im Euroraum zwar sehr uneinheitlich sind, dass aber eine gewisse positive Korrelation der Entwicklung der Preise für Wohneigentum innerhalb des Euro-Währungsgebiets besteht, allerdings mit Ausnahme einiger kleinerer Volkswirtschaften. Wie bereits erwähnt, wurde die Entwicklung in einigen dieser Volkswirtschaften möglicherweise vom Anpassungsprozess an die WWU bestimmt. Aufgrund der WWU ist künftig eine engere Korrelation innerhalb des Euroraums zu erwarten. Allerdings wird die Preisentwicklung bei Wohneigentum auch weiterhin durch länderspezifische Faktoren beeinflusst, wozu die demographische Entwicklung, die Angebotsseite und das Wachstum von Einkommen und Beschäftigung gehören.

Säulen der Geldpolitik der EZB ein. In Kasten 3 findet sich eine Übersicht der Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euroraum.

Stabilitätsperspektiven bestimmt durch Entwicklung der Ölpreise und Tarifverdienste

Betrachtet man die nähere Zukunft, so hängt die Preisentwicklung auf kurze Sicht zu einem

großen Teil von der Entwicklung der Ölpreise ab. Im weiteren Jahresverlauf dürfte die Inflation um einen Wert von rund 2 % schwanken. Der seit Jahresbeginn aufgewertete Wechselkurs des Euro sowie das gedämpfte wirtschaftliche Umfeld werden jedoch zu einer Verminderung des Inflationsdrucks beitragen. Die Risiken für die Inflationsperspektiven auf mittlere Sicht bleiben zwar ausgewogen, allerdings hängt dies wesentlich von einer Fortführung der moderaten Tarifentwicklung ab.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Gedämpftes Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2002

Nach der ersten Schätzung von Eurostat für das zweite Quartal dieses Jahres nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu, verglichen mit 0,4 % im ersten Vierteljahr (siehe Tabelle 3). Das Wachstum bei den einzelnen Nachfragekomponenten scheint im zweiten Quartal breiter angelegt gewesen zu sein als im ersten Vierteljahr. Da die günstigere Verbraucherpreisentwicklung zum Anstieg des real verfügbaren Einkommens beitrug, erhöhten sich die realen privaten Konsumausgaben im Quartalsvergleich um 0,4 %, nachdem sie im ersten Vierteljahr um 0,2 % geschrumpft waren. Dagegen waren die

realen Investitionen im sechsten Quartal in Folge rückläufig, womit sich die Schwächephase fortsetzte. Vom Außenbeitrag ging nur ein geringer Wachstumsimpuls aus, da der Anstieg des Exportwachstums weitgehend von dem dynamischen Importwachstum ausgeglichen wurde. Den Angaben zur Wertschöpfung zufolge konzentrierte sich das Wachstum im zweiten Quartal im Wesentlichen auf den Dienstleistungssektor.

Die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) sank im Juli 2002 um 0,9 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Juni um 1,0 % gestiegen war (siehe Tabelle 4). Der Rückgang im Juli war mit Ausnahme des Gebrauchsgütersektors über alle Industriezweige hinweg zu beobachten. Im Dreimonats-

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	3,5	1,5	1,6	1,4	0,4	0,3	0,6	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,4	2,9	0,9	1,3	0,7	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,2
Private Konsumausgaben	3,5	2,5	1,8	1,8	1,8	1,6	0,4	0,3	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,4
Konsumausgaben des Staats	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	1,4	1,9	1,8	0,4	0,3	0,4	0,8	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	5,9	4,8	-0,6	-0,1	-1,5	-2,5	-2,7	-2,9	-0,6	-0,6	-0,9	-0,6	-0,8
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,1
Außenbeitrag ⁵⁾	-0,6	0,6	0,6	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,1
Exporte ⁵⁾	5,3	12,4	2,5	4,4	1,3	-3,3	-3,0	0,0	-1,2	-0,3	-1,7	0,1	1,9
<i>darunter:</i> Waren	5,1	12,4	2,4	4,0	1,1	-3,0	-2,5	.	-1,2	-0,3	-1,4	0,4	.
Importe ⁵⁾	7,4	11,1	1,1	3,6	-0,5	-4,9	-4,5	-2,2	-0,7	-1,5	-1,6	-0,7	1,7
<i>darunter:</i> Waren	7,2	11,3	0,5	3,4	-1,4	-5,8	-4,2	.	-0,5	-1,7	-1,4	-0,7	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,3	-0,3	-0,7	-1,0	-0,8	-0,3	0,9	0,9	0,1	1,4	-0,3	-0,3	0,1
Industrie	1,3	3,7	0,6	1,0	0,5	-1,7	-1,9	-1,0	-0,9	-0,1	-1,5	0,5	0,0
Dienstleistungen	3,2	3,9	2,3	2,5	2,2	1,7	1,4	1,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5

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 entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

5) 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.

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Tabelle 4**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	2000	2001	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	5,5	0,2	-1,1	-0,5	-0,5	0,0	1,0	-0,9	0,8	0,8	0,6	0,2	0,1
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	5,9	0,0	-1,3	-0,8	-0,6	-0,4	1,0	-0,9	1,0	1,1	0,7	0,3	0,0
Vorleistungsgüter	6,0	-0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,8	-1,2	2,6	3,3	2,4	0,6	-0,3
Investitionsgüter	9,3	1,2	-4,8	-1,9	-0,7	-1,1	1,3	-0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,4	0,3
Konsumgüter	2,3	0,1	-0,5	-1,1	-2,1	0,4	0,3	-1,3	-0,4	0,3	0,2	0,8	0,3
Gebrauchsgüter	6,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,4	-1,3	1,8	0,6	-0,9	-1,6	-2,7	-0,9	-0,1
Verbrauchsgüter	1,5	0,7	1,0	-0,1	-2,1	0,7	0,0	-1,6	-0,3	0,6	0,8	1,2	0,4
Energie	2,0	0,9	1,5	3,5	1,3	0,2	1,3	-0,3	0,2	-0,8	-0,9	0,1	0,7
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,1	-1,8	-1,0	-0,3	-1,0	1,4	-0,7	0,7	1,2	0,8	0,6	0,1

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).***Tabelle 5****Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1999	2000	2001	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 April	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,1	2,5	-2,8	-1,4	0,3	0,3	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	8	12	6	-1	1	3	1	2	3	3	1	0	2
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	-11	-7	-4	-5	-4	-3	-4	-4	-5	-5
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	11	16	10	6	5	3	-2	3	4	3	0	-4	-1
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	1	6	0	-3	-10	-12	-11	-11	-12	-12	-11	-10	-11
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	5	8	-7	-27	-19	-17	-23	-15	-16	-19	-22	-24	-22
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	82,3	84,4	83,1	81,6	81,1	81,1	.	81,2	-	-	81,0	-	-

*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.**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.**4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauf folgenden Quartals. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.*

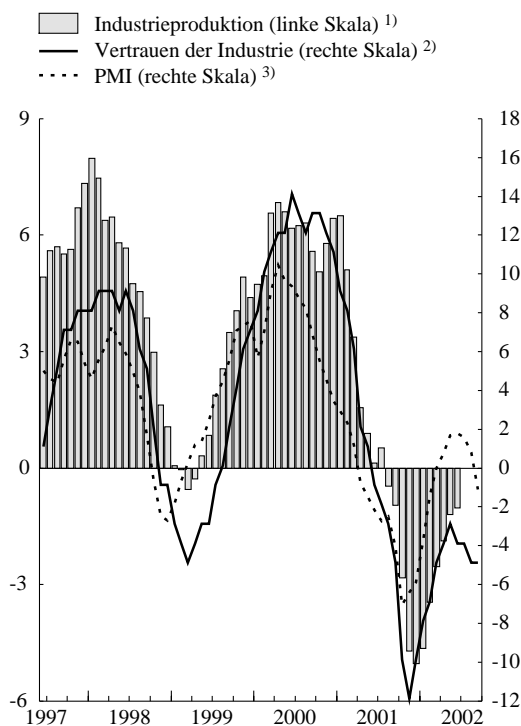
zeitraum bis Juli nahm die Produktion in der Industrie um 0,1 % gegenüber dem entsprechenden Zeitraum bis April zu; im zweiten Vierteljahr hatte der Quartalszuwachs noch 0,2 % betragen. Ausschlaggebend für diese Abschwächung der Industrieproduktion war vor allem das deutlich langsamere Wachstum im Vorleistungsgütersektor. Da die Erzeugung in dieser Branche bis März äußerst kräftige Wachstumsraten aufgewiesen hatte, die nicht mit der Entwicklung der Investitions- und Konsumgüterproduktion im Einklang standen, könnte sich die gegenwärtige Schwäche teilweise mit dem Rückgang der Produktion in diesem Sektor auf ein der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung eher entsprechendes Niveau erklären lassen.

Unternehmervertrauen im dritten Quartal im Schnitt leicht gesunken

Die jüngste Entwicklung der Industrieproduktion stimmt im Großen und Ganzen mit den Umfrageergebnissen überein, die auf eine leichte Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in den Sommermonaten hindeuten. So fiel der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal auf 50,4 Indexpunkte, verglichen mit 51,4 Punkten im zweiten Vierteljahr, und blieb damit nur knapp über der Referenzlinie von 50 Indexpunkten. Im September sank er sogar unter diesen Schwellenwert und betrug 48,9 Punkte (siehe Abbildung 16). Laut den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission trübte sich die Stimmung in der Industrie zwischen dem zweiten und dritten Quartal etwas ein, blieb jedoch im September unverändert (siehe Tabelle 5). Die jüngste Entwicklung des Einkaufsmanager-Index und des Vertrauensindicators für die Industrie ist teilweise einer Anpassung der zu Jahresbeginn optimistischen Geschäftserwartungen im Zuge der aktuellen Finanzmarktentwicklung und der erhöhten Unsicherheit über die weltwirtschaftlichen Aussichten zuzuschreiben.

Aus den Umfragen der Europäischen Kommission geht hervor, dass die Zuversicht im

Abbildung 16
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet
 (Monatswerte)



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

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

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich bereinigt.
- 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.

Einzelhandel im dritten Quartal leicht stieg, während sie im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor sank. Der PMI für den Dienstleistungssektor ging in diesem Zeitraum ebenfalls zurück; er lag im September bei 49,1 Indexpunkten und damit knapp unter der Referenzlinie von 50 Punkten.

Insgesamt deuten die Ergebnisse der verschiedenen Branchenumfragen nicht auf eine Belebung des BIP-Wachstums im dritten Vierteljahr hin. Sie lassen vielmehr eine Quartalsrate erwarten, die weitgehend den Raten der

ersten beiden Quartale des laufenden Jahres entspricht.

Uneinheitliche Angaben zum privaten Verbrauch

Von den Indikatoren für die Entwicklung der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal gehen uneinheitliche Signale aus. Im Juli stiegen die Umsatzzahlen im Einzelhandel um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Juni um 0,4 % gesunken waren. Das Wachstum der Pkw-Neuzulassungen verbesserte sich im August weiter. Im Vorjahrsvergleich erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze und die Pkw-Neuzulassungen im Sommer geringfügig (siehe Abbildung 17). Die Umfra-

geergebnisse der Europäischen Kommission zeigen jedoch, dass das Verbrauchervertrauen trotz einer Erholung im September im dritten Quartal 2002 insgesamt leicht gesunken ist. Den Umfrageergebnissen zufolge haben sich die Bedenken der privaten Haushalte hinsichtlich der künftigen Wirtschaftsentwicklung kaum verstärkt, obwohl sich ihre Einschätzung der aktuellen Wirtschaftslage etwas verschlechterte. Insgesamt signalisieren die Ergebnisse im Hinblick auf die Entwicklung der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal keine weitere Verbesserung.

Keine Konjunkturbelebung in diesem Jahr

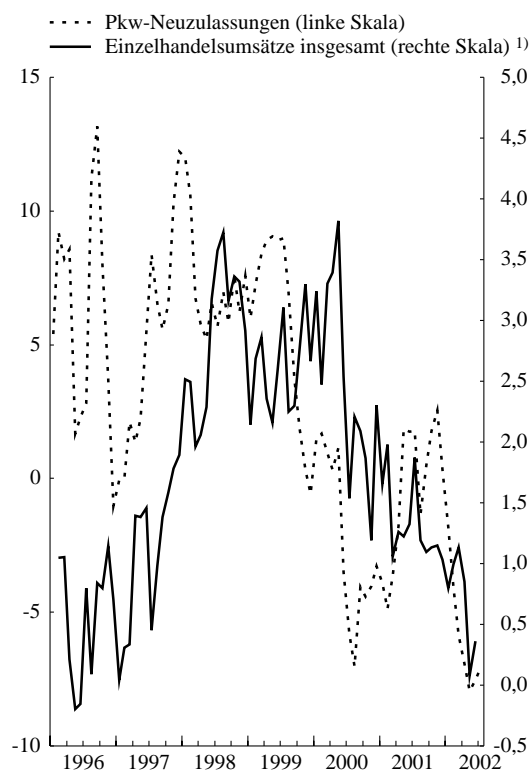
Die verfügbaren Indikatoren sowie die leicht eingetrübten Perspektiven für das internationale wirtschaftliche Umfeld und die ungünstige Finanzmarktentwicklung lassen vermuten, dass sich das reale BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte nicht verbessern wird. Das wahrscheinlichste Szenario ist, dass die Konjunktur im Jahresverlauf 2003 zu Wachstumsraten zurückkehren wird, die dem Potenzialwachstum entsprechen. Dieses Szenario, das den soliden wirtschaftlichen Eckdaten im Euroraum Rechnung trägt, setzt eine Erholung der inländischen Nachfrage und ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft voraus. Berücksichtigt man jedoch die Risiken für das Wachstum, die unter anderem mit den Ölpreisen, den Ungleichgewichten der Weltwirtschaft und der Finanzmarktunsicherheit zusammenhängen, sowie ihre möglichen Auswirkungen auf die Binnenkonjunktur, so lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt der Beginn und das Ausmaß einer weiteren Wirtschaftsbelebung im Euroraum besonders schwer abschätzen.

Arbeitslosenquote im August 2002 unverändert

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im August des laufenden Jahres bei 8,3 % der Erwerbspersonen und blieb damit gegenüber dem Vormonat

Abbildung 17
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



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.

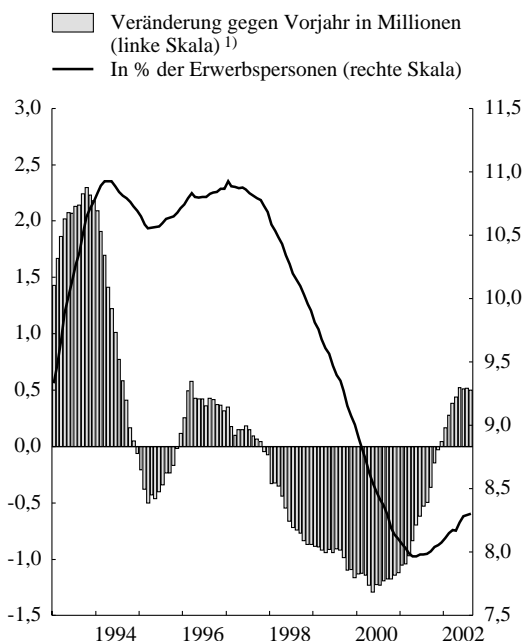
1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

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

	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.
Insgesamt	9,4	8,5	8,0	8,0	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3	8,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,5	16,6	15,7	15,7	15,9	16,1	16,3	16,1	16,1	16,2	16,4	16,3	16,3
25 Jahre und älter	8,2	7,4	7,0	7,0	7,0	7,1	7,2	7,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3

*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 2001 entfielen auf diese Gruppe 22,9 % der Arbeitslosen insgesamt.*

unverändert (siehe Abbildung 18). Dahinter verbirgt sich ein weiterer Anstieg der Arbeitslosenzahl um rund 17 000. Wengleich diese Zahl unter dem Zuwachs in der ersten Jahreshälfte liegt, als im Monatsdurchschnitt mehr als 50 000 zusätzliche Arbeitslose zu verzeichnen waren, hat sich am Gesamteindruck einer zunehmenden Arbeitslosigkeit nichts geändert, und für das dritte Quartal des laufenden Jahres wird ein weiterer Anstieg erwartet.

Abbildung 18**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.*

Eine Aufschlüsselung nach Altersgruppen zeigt, dass die Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen mit 16,3 % im August gegenüber dem Vormonat unverändert blieb, während sie sich bei den über 25-Jährigen von 7,2 % im Juli auf 7,3 % im August erhöhte (siehe Tabelle 6). Hinter dieser Entwicklung verbirgt sich ein im zweiten Monat in Folge verzeichneter leichter Rückgang der Arbeitslosenzahl bei den Jugendlichen, der im Wesentlichen auf einen veränderten Saisonverlauf in einem Land zurückzuführen ist, sowie ein weiterer Anstieg bei den über 25-Jährigen, wengleich diese Zunahme etwas geringer ausfiel als in den Vormonaten. Eine nationale Aufgliederung lässt erkennen, dass die Arbeitslosenquote in den meisten Ländern, für die Angaben verfügbar waren, unverändert blieb.

Unverändertes Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2002

Den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge hat die Gesamtbeschäftigung im Euroraum im zweiten Vierteljahr 2002 wie bereits im Vorquartal um 0,1% im Quartalsvergleich zugenommen (siehe Tabelle 7). In absoluter Rechnung stieg die Zahl der Beschäftigten im zweiten Vierteljahr jedoch lediglich um 92 000 (nach 174 000 im ersten Quartal).

Diese Abschwächung steht im Einklang mit der gestiegenen Arbeitslosigkeit und ist in den meisten Wirtschaftszweigen festzustellen. Die Beschäftigung in der Industrie einschließlich Baugewerbe war im zweiten Quar-

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

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	Quartalsraten ¹⁾				
									2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2
Gesamtwirtschaft	1,8	2,1	1,3	1,5	1,1	0,8	0,7	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-2,6	-1,6	-0,8	-0,4	-1,2	-1,5	-2,3	-2,0	-0,5	-1,0	-0,3	-0,6	-0,2
Industrie	0,3	0,8	0,4	0,7	0,1	-0,4	-0,8	-1,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Ohne Baugewerbe	-0,2	0,6	0,4	0,7	0,1	-0,5	-0,9	-1,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Baugewerbe	2,0	1,6	0,4	0,7	0,3	-0,2	-0,6	-0,9	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Dienstleistungen	2,7	2,9	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2
Handel und Verkehr ³⁾	2,3	2,8	1,5	1,4	1,3	1,2	1,5	1,1	0,3	0,5	0,4	0,2	-0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,6	6,0	3,7	3,9	3,1	2,8	1,9	2,1	0,6	0,5	0,6	0,1	0,8
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,4	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

*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.*

tal 2002 mit -0,3 % gegenüber dem Vorquartal stärker rückläufig als im ersten Vierteljahr (-0,2 %). Ursächlich hierfür war ein stärkerer Beschäftigungsrückgang im Baugewerbe, während der Rückgang in der Industrie ohne Baugewerbe im zweiten Quartal etwas weniger ausgeprägt war als in den beiden Vorquartalen. In der Landwirtschaft ging die Beschäftigung mit -0,2 % im Quartalsvergleich weiter zurück, wenn auch langsamer als im ersten Vierteljahr. Im Dienstleistungssektor schließlich verlangsamte sich das vierteljährliche Beschäftigungswachstum von 0,3 % im ersten auf 0,2 % im zweiten Quartal.

Die an den Branchenumfragen der Europäischen Kommission bis September 2002 abzu-

lesenden Beschäftigungserwartungen für den Euroraum scheinen die Anzeichen für ein Ende der Talfahrt bei der Beschäftigung im Baugewerbe und im verarbeitenden Gewerbe im zweiten Quartal 2002 zu bestätigen. Dagegen war zuletzt keine Verbesserung der Beschäftigungserwartungen im Dienstleistungssektor zu beobachten, wenngleich das Beschäftigungswachstum hier noch im positiven Bereich liegt. Die Ergebnisse der Umfrage zum Einkaufsmanager-Index sind weniger günstig als die der Umfragen der Europäischen Kommission und deuten auf einen anhaltenden Beschäftigungsrückgang im verarbeitenden Gewerbe sowie auf eine Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im Dienstleistungssektor hin.

Kasten 4

Herausforderungen für die Haushaltskonsolidierung

Zur derzeitigen Lage

Die aktuellen Prognosen für das Jahr 2002 gehen von einem deutlich schwächeren Ergebnis der öffentlichen Finanzen aus als frühere Vorausschätzungen. Wenngleich diese Verschlechterung teilweise auf die schwächer als zuvor erwartete Konjunkturerwartung zurückzuführen ist, von der alle Länder des Euroraums betroffen sind, hat sie in acht Ländern nicht zu erneuten Ungleichgewichten geführt. In vier Ländern sind die Defizite jedoch noch sehr hoch, und das Risiko eines übermäßigen Defizits ist gestiegen.

Ursachen für die Schwierigkeiten und zukünftige Herausforderungen

Der Hauptgrund dafür, dass einige Länder zurzeit mit Haushaltsproblemen zu kämpfen haben, liegt darin, dass es diesen Ländern nicht gelungen ist, das höhere Wachstum der Vergangenheit für eine spürbare Verbesserung ihrer Haushaltspositionen zu nutzen. Da diese Chance vertan wurde, ist es nun unerlässlich, dass sich alle Länder mit bestehenden Ungleichgewichten verbindlich dazu verpflichten, übermäßige Defizite zu vermeiden und nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushalte zu erreichen.

In der Vergangenheit wurden Fristen für eine Konsolidierung verschoben, was deren Glaubwürdigkeit negativ beeinflusste. Nach den ursprünglichen Zusagen sollten alle Länder bereits spätestens in diesem Jahr Haushaltspositionen aufweisen, die nahezu ausgeglichen sind bzw. einen Überschuss aufweisen. Für einige Länder wurde die Frist bis 2003/04 verlängert, um es ihnen zu ermöglichen, die Übergangsphase in einem angemessenen Zeitraum zu beenden. Nun zeichnet sich jedoch ab, dass diese Länder die zusätzliche Zeit nicht genutzt haben, um ihre öffentlichen Finanzen auf eine dauerhaft solide Grundlage zu stellen. Die derzeitige Lage der Staatsfinanzen einiger Länder ist auch teilweise das Ergebnis von zu optimistischen Wachstumserwartungen und – als Folge davon – unzureichend ehrgeizigen Konsolidierungsanstrengungen. Manche Länder haben bei ihren vorherigen Stabilitätsprogrammen überhöhte Wachstumsprognosen zugrunde gelegt. Da das Wachstum dann niedriger ausfiel als erwartet, weisen diese Länder nun öffentliche Haushaltssalden auf, die unter ihren ursprünglichen Plänen und näher an der Defizitobergrenze von 3 % des BIP liegen.

Darüber hinaus hat sich herausgestellt, dass ein übermäßiges Vertrauen auf einmalige Maßnahmen besondere Risiken für die Konsolidierung birgt. Erstens verbessern solche Maßnahmen die strukturelle Haushaltslage nicht. Selbst wenn sie wie geplant umgesetzt werden, führen sie nur zu einer kurzfristigen Entlastung der angespannten Haushaltslage; die öffentlichen Finanzen sind jedoch weiterhin für negative Wirtschaftsentwicklungen anfällig. Zweitens unterliegen die Erträge aus dem geplanten Verkauf von Vermögenswerten Veränderungen der Marktgegebenheiten; solche Verkäufe sind daher keine verlässliche Einnahmequelle. Daher sollten sich ehrgeizige Konsolidierungspläne nicht hauptsächlich auf diese Einnahmen stützen.

Schließlich zeigen die jüngsten Entwicklungen, wie wichtig eine zeitnahe und präzise Berichterstattung über die Haushaltsentwicklung ist. In einer Reihe von Ländern mussten die Schätzungen zu den Haushaltssalden erheblich nach unten revidiert werden und wurden erst nach beträchtlichen Verzögerungen eingereicht. Unpräzise Prognosen verzögern die Umsetzung politischer Maßnahmen und untergraben die Wirksamkeit multilateraler Überwachungsverfahren.

Insgesamt ist es nun erforderlich, entschiedene Maßnahmen zu ergreifen, um eine glaubhafte Kurskorrektur auf der Grundlage realistischer Annahmen über das wirtschaftliche Umfeld und genau festgelegter Konsolidierungsmaßnahmen einzuleiten. Solche Kurskorrekturen müssen spürbare jährliche Verbesserungen der konjunkturbereinigten Bilanz zur Folge haben, strikt eingehalten werden und in der kürzest möglichen Zeit abgeschlossen sein. Um diesen Prozess zu unterstützen, ist die strenge Überwachung der Umsetzung der

Konsolidierungsstrategien, das Ausnutzen aller Instrumente des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit und die Anwendung strikter Bilanzierungsvorschriften vonnöten.

Haushaltskonsolidierung und Wachstumsaussichten

Die Forderung nach einem Abschluss des Haushaltskonsolidierungsprozesses auch in jenen Mitgliedstaaten, in denen noch Haushaltsungleichgewichte bestehen, also nach einem Vermeiden übermäßiger Defizite und dem Erreichen nahezu ausgeglichener oder einen Überschuss aufweisender Haushalte auf mittlere Sicht, belastet keineswegs die Aussichten für das Wirtschaftswachstum. Haushaltspositionen, die mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in Einklang stehen, werden die dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen verbessern und den dringend erforderlichen Gestaltungsspielraum schaffen, um die langfristigen Kosten der Bevölkerungsalterung zu bewältigen. Diese Aussichten werden das Wachstum mittel- bis langfristig stützen. Auf kurze Sicht ermöglicht das Erreichen ausgeglichener oder einen Überschuss aufweisender Haushalte die nötige Flexibilität, um die tatsächlichen Haushaltssalden mit dem Konjunkturzyklus schwanken zu lassen. Dies ist in den Ländern, die den Stabilitäts- und Wachstumspakt erfüllen, bereits der Fall. Die Forderung, dass die Übergangsphase in den wenigen verbleibenden Ländern in einem ehrgeizigen aber angemessenen Tempo abgeschlossen wird, sollte das Wachstum ebenfalls nicht negativ beeinflussen, da den direkten Auswirkungen auf die kurzfristige Nachfrage eine höhere finanzpolitische Glaubwürdigkeit entgegengesetzt wird, wodurch das Vertrauen und damit auch die privaten Ausgaben steigen werden.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass angemessene Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen das Vertrauen erhöhen und das Wachstumspotenzial verbessern, wodurch die Chancen für einen anhaltenden Erfolg steigen und die öffentlichen Finanzen dauerhaft tragfähiger werden. Konsolidierungsstrategien sind vor allem dann Erfolg versprechender, wenn sie auf Maßnahmen abstellen, die wachstumsfreundlich sind und sich eher auf eine Anpassung der Ausgaben als auf eine Erhöhung der Einnahmen konzentrieren.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro im September und Anfang Oktober 2002 kaum verändert

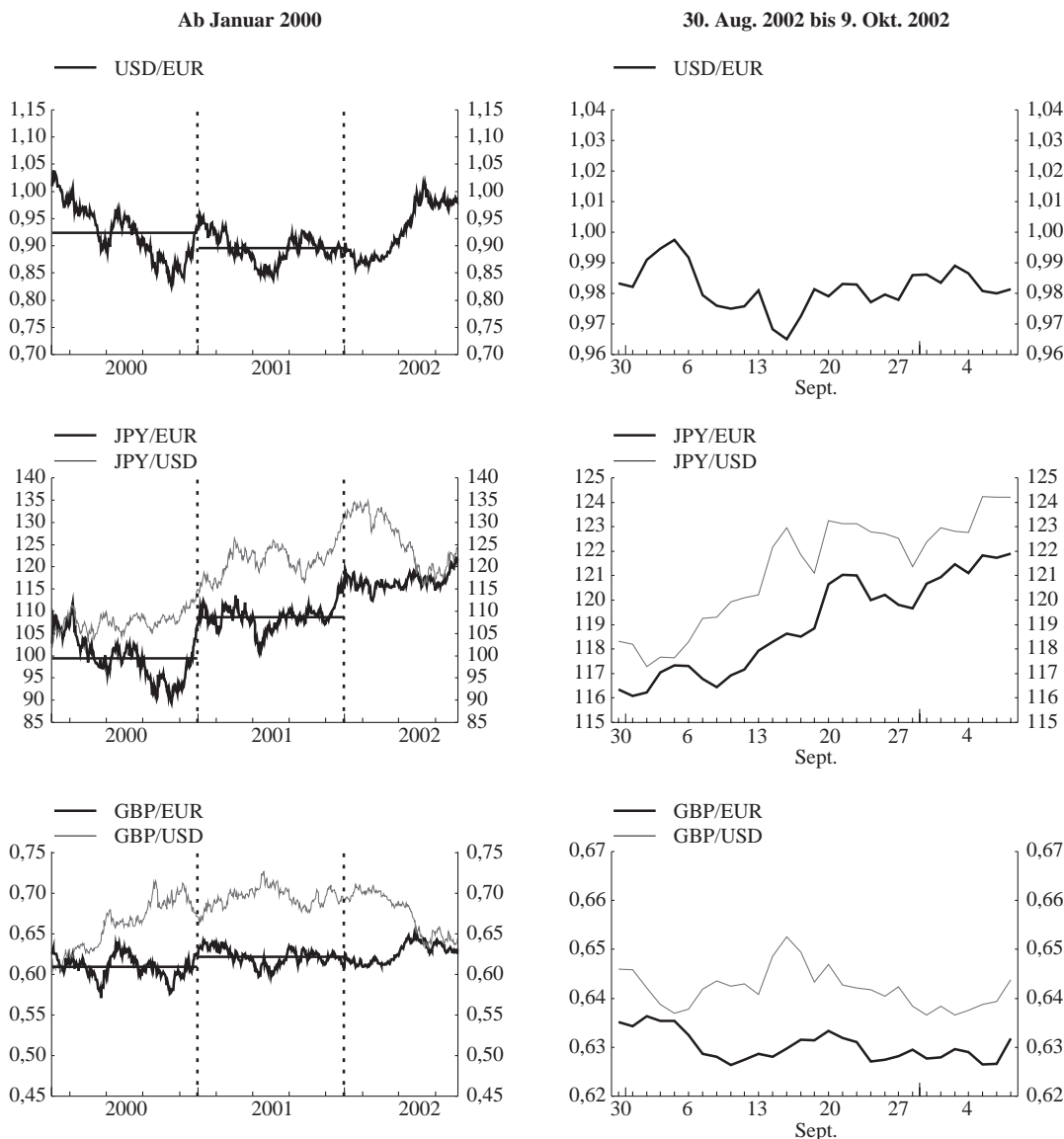
Im September und Anfang Oktober dieses Jahres war das Geschehen an den internationalen Devisenmärkten von einer Abwertung des japanischen Yen gegenüber allen wichtigen Währungen geprägt. Der Hauptgrund für diese Entwicklung war die Unsicherheit der

Marktteilnehmer über bevorstehende Maßnahmen zur Eindämmung der deflationären Tendenzen und Wahrung der Finanzstabilität in Japan. Am Ende des Berichtszeitraums lag der Euro, der im Verhältnis zum Yen Kursgewinne verzeichnen konnte, gegenüber dem US-Dollar in etwa auf dem Niveau von Ende August, während er gegenüber dem Pfund Sterling leicht abgewertet hatte. In nominaler

Abbildung 19

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

effektiver Rechnung übertraf er am 9. Oktober seinen Durchschnittsstand vom vergangenen Jahr um gut 5 %.

Zum US-Dollar bewegte sich der Euro im September und Anfang Oktober wie bisher schon innerhalb einer relativ engen Spanne. In den ersten beiden Septemberwochen verstärkten offenbar die Nervosität vor dem ersten Jahrestag der Ereignisse des 11. September und die Möglichkeit eines Kriegs im Irak den von der Markttechnik vorgegebenen Handel, was zu einem leichten Kursanstieg des Dollar gegenüber dem Euro beitrug. Keinen unmittelbaren Einfluss auf den Dollar hatten die Veröffentlichung des Konjunkturausblicks der amerikanischen Notenbank (Beige Book), der gewisse Zweifel an den Wachstumsaussichten der US-Wirtschaft aufkommen ließ, sowie die Ausführungen des Vorsitzenden des Gouverneursrats des Federal Reserve System vor dem Haushaltsausschuss des Senats am 12. September, in denen die mit dem wachsenden US-Haushaltsdefizit verbundenen Risiken hervorgehoben wurden (siehe Abbildung 19). Danach gab der US-Dollar allerdings etwas nach und wurde schließlich zu einem Kurs von rund 0,98 USD zum Euro gehandelt, da die Marktteilnehmer negativ auf die Veröffentlichung von Daten zur Industrieproduktion und Arbeitsmarktlage in den Vereinigten Staaten reagierten. Am 9. Oktober notierte der Euro mit 0,98 USD fast auf dem gleichen Niveau wie Ende August und 9,6 % höher als im Durchschnitt des vergangenen Jahres.

Der japanische Yen büßte im Berichtszeitraum gegenüber allen wichtigen Währungen an Wert ein und sank auf ein Dreijahrestief im Verhältnis zum Euro. Die Kursverluste der japanischen Währung dürften vorübergehend durch die Ankündigung der Bank von Japan vom 18. September verstärkt worden sein, dass sie über Maßnahmen nachdenken werde, mit denen den Banken der Abbau ihrer Aktienbestände erleichtert und die Belastung der Gewinne und des Kapitals durch die sinkenden Börsenkurse gemildert werden könnten. Zum Kursverlust des Yen trug außerdem bei, dass bei der Auktion japanischer Staats-

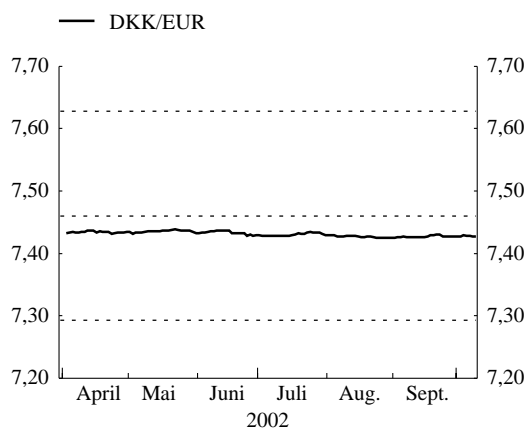
anleihen am 20. September nicht genügend Gebote eingingen. Gegen Ende September und Anfang Oktober bremsten eine Stabilisierung des japanischen Anleihemarkts und die wieder aufkeimende Hoffnung auf eine Reform des Bankensektors die Abschwächung des Yen. Am 9. Oktober kostete der Euro 121,9 JPY und somit 4,8 % mehr als Ende August und rund 12 % mehr als im Durchschnitt des Jahres 2001.

Das Pfund Sterling gewann gegenüber dem Euro und dem US-Dollar leicht an Boden. Ausschlaggebend hierfür war die Veröffentlichung von Daten, die auf günstigere konjunkturelle Aussichten im Vereinigten Königreich als in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet schließen ließen. Am 9. Oktober wurde der Euro zum Pfund Sterling mit 0,63 GBP gehandelt, also knapp unter seinem Wert von Ende August und 1,6 % über dem Jahresdurchschnitt 2001.

Was andere europäische Währungen betrifft, so blieb die dänische Krone bei leichten Schwankungen unterhalb ihres Leitkurses im WKM II unverändert (siehe Abbildung 20). Auch gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken blieb der Euro im Berichtszeitraum insgesamt stabil. Unter den

Abbildung 20
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.

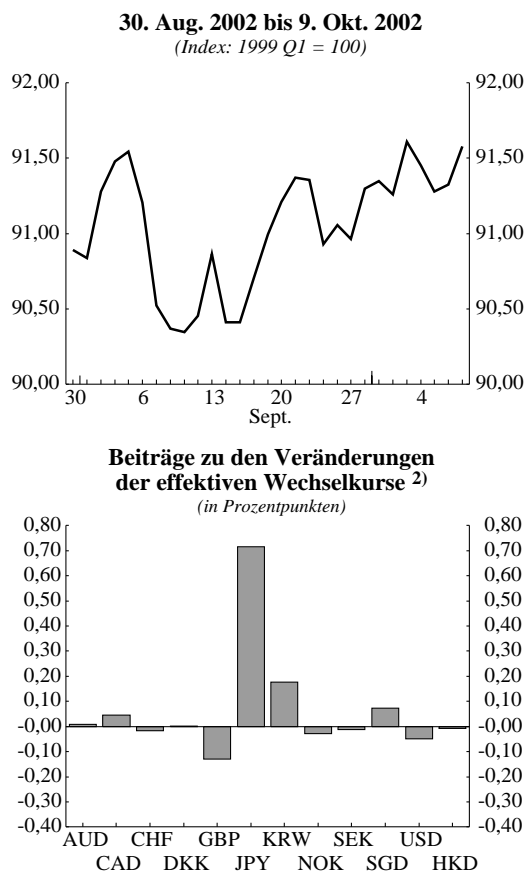
Währungen der Schwellenländer musste der brasilianische Real deutliche Kursverluste hinnehmen. Im Verhältnis zum US-Dollar sank er auf sein bisher niedrigstes Niveau, erholte sich Anfang Oktober aber leicht.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – blieb im September und Anfang Oktober nahezu unverändert, da die Aufwertung gegenüber dem japanischen Yen – und in geringerem Maße dem südkoreanischen Won – nur teilweise durch einen leichten Kursrückgang gegenüber dem Pfund

Abbildung 21

Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



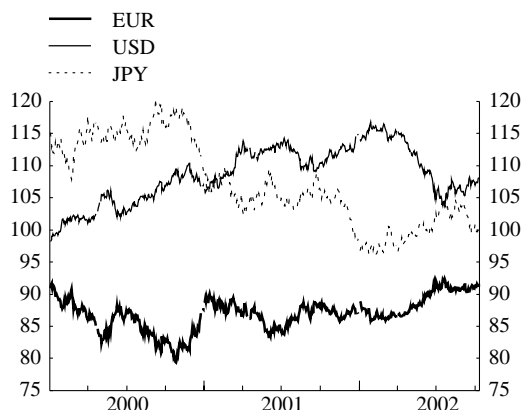
Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.
- 2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Abbildung 22

Effektiver Wechselkurs des Euro, des US-Dollar und des japanischen Yen¹⁾

(Tageswerte; 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

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

Sterling aufgewogen wurde (siehe Abbildung 21). Am 9. Oktober notierte er geringfügig über seinem Stand von Ende August und 5,2 % höher als im Durchschnitt des vergangenen Jahres. Der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollar erhöhte sich im Berichtszeitraum um rund 2 %, lag allerdings am 9. Oktober 2,6 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2001. Der nominale effektive Wechselkurs des japanischen Yen ging dagegen im September und Anfang Oktober zurück, stabilisierte sich aber zum Ende des Berichtszeitraums. Am 9. Oktober lag er rund 5,9 % unter dem Jahresdurchschnitt 2001 (siehe Abbildung 22).

Leistungsbilanzüberschuss im Juli 2002

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Juli 2002 einen Überschuss in Höhe von 2,6 Mrd € aus, verglichen mit einem Defizit von 0,2 Mrd € im Juli des Vorjahrs (siehe Tabelle 8). Dies war weitgehend auf einen Anstieg des Überschusses im Warenhandel (von 10,9 Mrd € auf 14,2 Mrd €) sowie auf eine Abnahme des Defizits bei den laufenden Übertragungen um 2,2 Mrd € zurückzuführen, wodurch der Rückgang des Überschusses bei den Dienstleistungen um

0,6 Mrd € sowie die Erhöhung des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 2,2 Mrd € mehr als ausgeglichen wurden.

In den ersten sieben Monaten dieses Jahres kehrte sich der Saldo der kumulierten Leistungsbilanz im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum von einem Defizit in Höhe

von 20,6 Mrd € in einen Überschuss von 11,9 Mrd € um. Grund hierfür war vor allem ein deutlicher Anstieg des Warenhandelsüberschusses von 32,3 Mrd € auf 71,0 Mrd €. Die kumulierten Importe sanken recht deutlich von 576,6 Mrd € auf 536,0 Mrd €, während sich die kumulierten Exporte in etwa auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahrszeitraums hielten.

Tabelle 8
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - Juli	2001 Juli	2002 Jan. - Juli	2002 Mai	2002 Juni	2002 Juli
Saldo der Leistungsbilanz	-20,6	-0,2	11,9	0,1	3,9	2,6
Einnahmen	1 011,6	153,2	980,3	140,8	141,1	148,6
Ausgaben	1 032,2	153,4	968,4	140,7	137,2	146,0
Saldo des Warenhandels	32,3	10,9	71,0	9,2	12,1	14,2
Ausfuhr	608,8	91,7	607,0	86,7	88,2	93,0
Einfuhr	576,6	80,8	536,0	77,6	76,1	78,8
Saldo der Dienstleistungen	2,9	1,5	0,8	2,8	2,0	0,9
Einnahmen	182,4	30,8	182,1	28,0	27,0	29,7
Ausgaben	179,5	29,3	181,3	25,2	25,0	28,8
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-31,3	-7,1	-35,9	-6,4	-3,4	-9,3
Saldo der laufenden Übertragungen	-24,5	-5,4	-24,0	-5,5	-6,7	-3,2
Saldo der Vermögensübertragungen	6,8	0,4	7,1	1,1	1,1	0,5
Saldo der Kapitalbilanz	-1,7	-20,3	-72,6	4,9	-36,9	-11,2
Direktinvestitionen	-93,9	-1,5	-23,1	5,1	-15,5	-3,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-161,7	-15,8	-88,3	-14,6	-15,6	-9,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-102,0	-16,3	-63,4	-9,2	-11,0	-12,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-59,8	0,5	-24,9	-5,4	-4,6	2,9
Im Euro-Währungsgebiet	67,9	14,2	65,2	19,7	0,1	5,7
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	55,9	10,7	33,0	9,0	3,2	2,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	12,0	3,6	32,2	10,7	-3,2	3,5
Wertpapieranlagen	-9,5	3,2	17,1	32,0	14,3	14,2
Dividendenwerte	61,0	5,1	6,6	21,9	-9,2	-4,2
Aktiva	-81,8	-10,2	-54,2	-5,8	-5,7	-7,2
Passiva	142,8	15,4	60,9	27,6	-3,5	3,0
Schuldverschreibungen	-70,5	-1,9	10,5	10,1	23,5	18,4
Aktiva	-91,5	-4,7	-75,6	-20,4	-1,5	-8,7
Passiva	21,0	2,8	86,2	30,5	25,0	27,1
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und						
-wertpapieranlagen zusammengenommen	-103,4	1,7	-6,0	37,1	-1,3	10,6
Finanzderivate	-8,8	-7,4	-7,6	-1,9	-1,1	-7,0
Übriger Kapitalverkehr	98,4	-14,5	-60,4	-32,4	-31,0	-12,3
Währungsreserven	12,1	0,0	1,3	2,1	-3,5	-2,5
Restposten	15,4	20,0	53,7	-6,1	31,9	8,1

Quelle: EZB.

Anmerkung: 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 zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

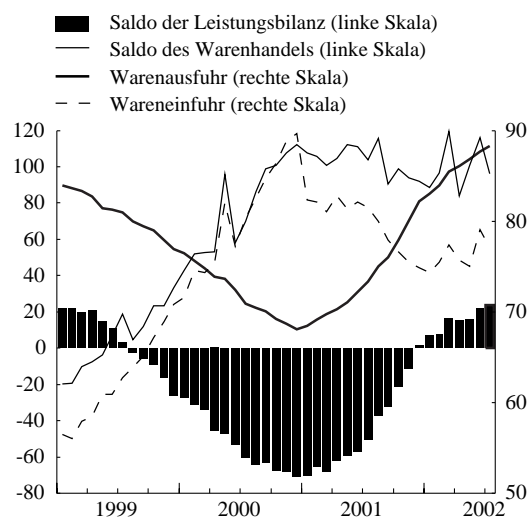
Der höhere Warenhandelsüberschuss wurde nur geringfügig durch ein etwas höheres Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und einen leichten Rückgang des Überschusses bei den Dienstleistungen kompensiert, während das Defizit bei den laufenden Übertragungen praktisch unverändert blieb.

Betrachtet man die Entwicklung im Vormonatsvergleich auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so erweist sich der zugrunde liegende Anstieg des Werts der Warenausfuhren in den vergangenen Monaten als verhalten (siehe Abbildung 23), wenngleich neuere Angaben stärkere Schwankungen erkennen lassen. Wie schon seit einiger Zeit zu beobachten, blieb der Wert der Wareneinfuhren wie auch der Ausgaben für Dienstleistungen im Juli verglichen mit dem Vormonat verhältnismäßig niedrig und spiegelt unter anderem die gedämpfte Nachfrage im Euroraum wider. Generell ist festzustellen, dass die Einnahmen und Ausgaben bei den Dienstleistungen seit Jahresbeginn schwächer gewachsen sind als der Warenhandel. Die in den letzten Monaten verzeichnete Zunahme des Defizits bei

Abbildung 23

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

(Mrd €; saisonbereinigt)



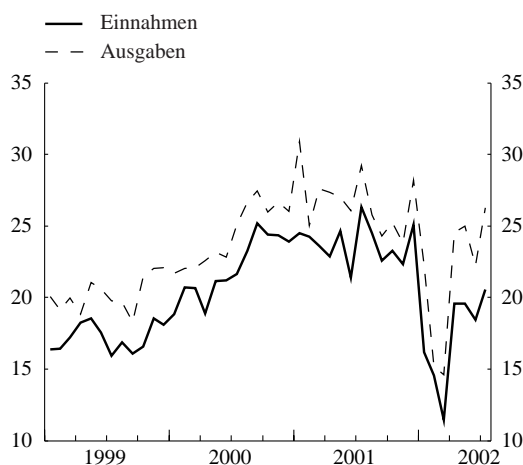
Quelle: EZB.

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

Abbildung 24

Einnahmen und Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

den Erwerbs- und Vermögenseinkommen ist indes auf die Tatsache zurückzuführen, dass – trotz steigender Einnahmen und Ausgaben bei diesem Posten – der Anstieg der Einnahmen etwas moderater war (siehe Abbildung 24).

Im Juli 2002 Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen

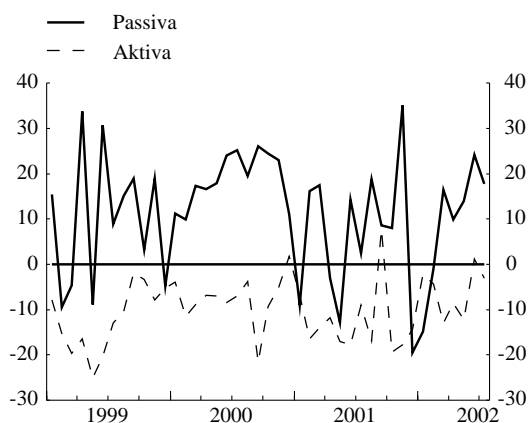
Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Eurogebiets zusammengenommen waren im Juli des laufenden Jahres Netto-Kapitalzuflüsse von 10,6 Mrd € zu verzeichnen. Dabei wurden die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen (3,6 Mrd €) durch Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen (14,2 Mrd €) mehr als ausgeglichen. Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen beruhen auf Investitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets im Ausland (9,3 Mrd €), bei denen es sich überwiegend um Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne handelte (12,2 Mrd €), die nur teilweise durch Netto-Kapitalzuflüsse bei diesem Posten (5,7 Mrd €) kompensiert wurden. Die Nettozuflüsse bei den Wertpapieranlagen waren das Ergebnis umfangreicher

cher Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Anleihen (14,8 Mrd €).

Die Investitionen aus Drittländern in Anleihen des Euro-Währungsgebiets waren auch im Juli dieses Jahres weiterhin umfangreich (17,8 Mrd € – siehe Abbildung 25). Das gestiegene Engagement in Anleihen des Euro-Raums und die in den ersten sieben Monaten dieses Jahres geringeren Anlagen Gebietsfremder in Dividendenwerte des Eurogebiets scheinen vor allem mit der Ungewissheit über die weltwirtschaftlichen Perspektiven und die daraus resultierende Korrektur der Aktienkurse in Zusammenhang zu stehen. Darüber hinaus kam es bei den Anlagen in Geldmarktpapieren infolge umfangreicher Investitionen Gebietsfremder in von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets emittierten Geldmarktpapieren (9,3 Mrd €) zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 3,6 Mrd €. Die Anlagen in Dividendenwerte fielen sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite verhältnismäßig moderat aus.

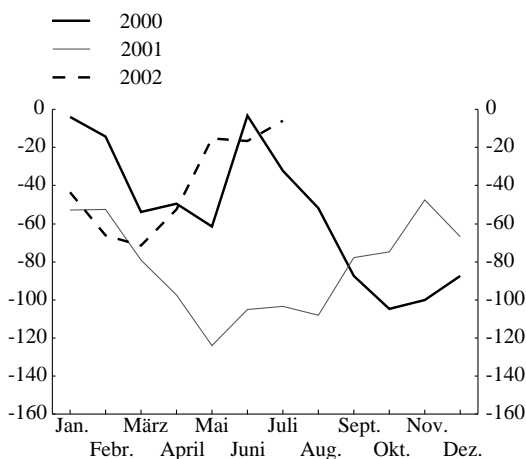
Auf kumulierter Basis waren die Netto-Direktinvestitionen und -Wertpapieranlagen zusammengenommen in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres praktisch ausgeglichen (Netto-Kapitalabflüsse von 6,0 Mrd €);

Abbildung 25
Anlagen in Dividendenwerte und Anleihen des Euro-Währungsgebiets
(Mrd €; Monatswerte)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet einen Nettozufluss (-abfluss).

Abbildung 26
Netto-Direktinvestitions- und -Wertpapierströme zusammengenommen im Euro-Währungsgebiet
(Mrd €; kumulierte Angaben)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet einen Nettozufluss (-abfluss).

dem stehen Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 103,4 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum gegenüber (siehe Abbildung 26). Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen waren im Durchschnitt des vergangenen Jahres bereits niedriger als im Jahr 2000, da sich vor allem bei den Anlagen in Dividendenwerten die Netto-Kapitalabflüsse in entsprechende Zuflüsse umkehrten, während bei den Schuldverschreibungen noch signifikante Netto-Kapitalabflüsse registriert wurden. Von Januar bis Juli dieses Jahres wurden auch bei den Anlagen in Schuldverschreibungen Netto-Kapitalzuflüsse erzielt, und zwar in einer Höhe von 10,5 Mrd € gegenüber Netto-Kapitalabflüssen von 70,5 Mrd € im selben Vorjahrszeitraum.

Diese Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen wurden durch Netto-Kapitalabflüsse von 23,1 Mrd € bei den Direktinvestitionen (auf kumulierter Basis für die ersten sieben Monate dieses Jahres) mehr als ausgeglichen. Während die Direktinvestitionen vom Euro-Währungsgebiet ins Ausland von 161,7 Mrd € in den ersten sieben Monaten des vergangenen Jahres auf 88,3 Mrd € im

selben Zeitraum dieses Jahres zurückgingen, blieben die ausländischen Direktinvestitionen im Euroraum mit 65,2 Mrd € weitgehend konstant. Da die Unternehmen des Eurogebiets in den vergangenen Jahren umfangreiche Investitionen in den Vereinigten Staaten getätigt haben (siehe Kasten 5), könnte eine

plausible Erklärung für den Rückgang der Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der schleppenden Erholung der US-Konjunktur und der Unsicherheit über die Produktivität in den Vereinigten Staaten zu sehen sein.

Kasten 5

Entwicklung der Nettokapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

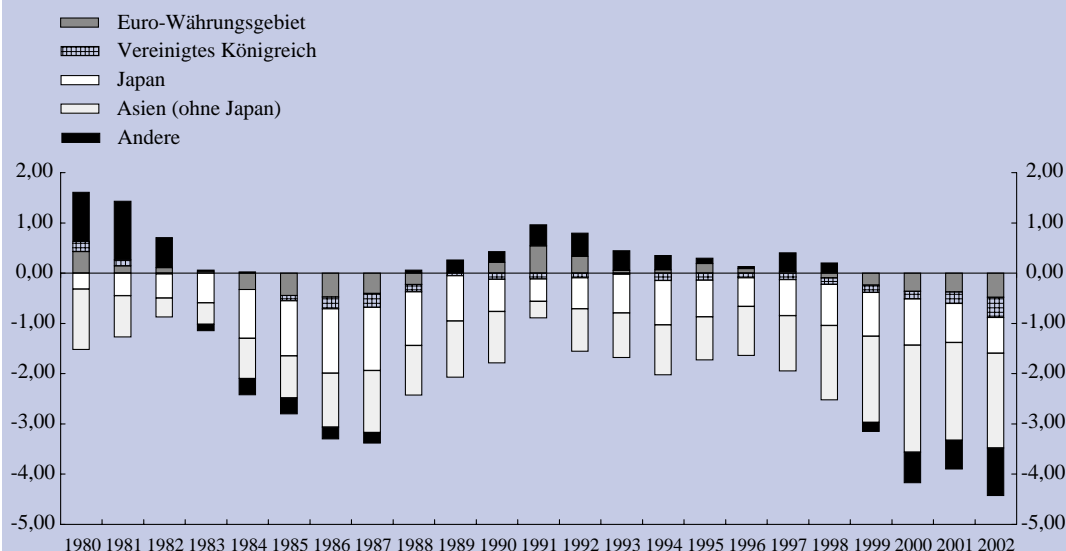
Das Ausmaß der internationalen Kapitalströme hat sich in den letzten fünf Jahren deutlich vergrößert. Außerdem haben sich Zusammensetzung und Richtung von Kapitalbewegungen zwischen den wichtigsten Volkswirtschaften merklich verändert. In diesem Kasten sollen für die Vereinigten Staaten und das Eurogebiet einige stilisierte Fakten zu diesen Veränderungen vorgestellt werden; insbesondere soll dargelegt werden, wie sich die Kapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten im Laufe der Zeit entwickelt haben.

Die geographische Aufschlüsselung der Kapitalströme in den Vereinigten Staaten

Das US Bureau of Economic Analysis (BEA) veröffentlicht für die Vereinigten Staaten eine geographische Aufschlüsselung der Kapitalbewegungen (eine solche Aufgliederung liegt für das Euro-Währungsgebiet noch nicht vor).¹ Die hier verzeichneten Kapitalzuflüsse hängen mit dem Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits

Abbildung A: US-Leistungsbilanz: Geographische Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: BEA- und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zahlen für das erste Halbjahr 2002 sind auf Jahresrate hochgerechnet.

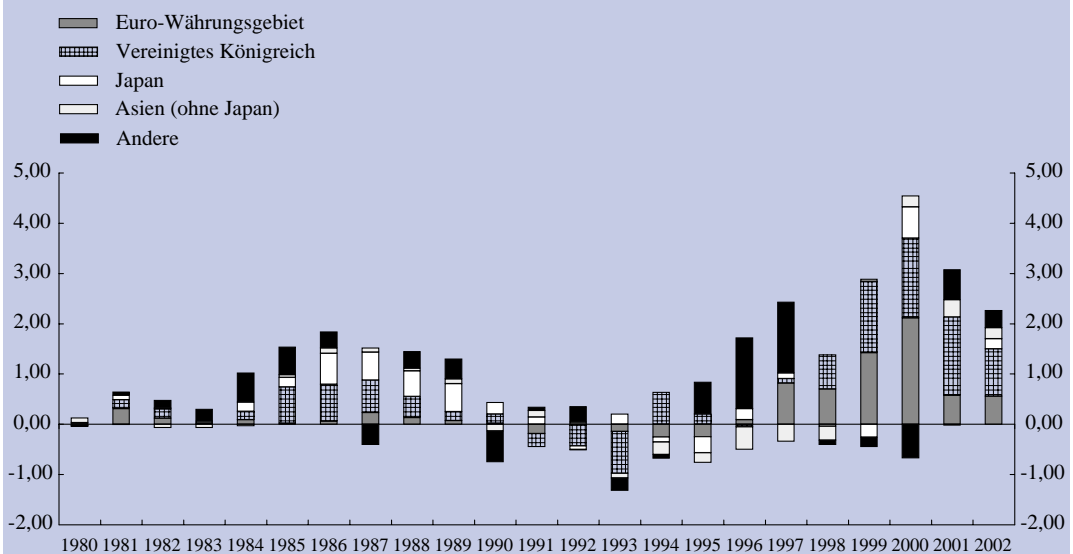
¹ Die geographische Aufgliederung des BEA liefert Angaben für die Europäische Union insgesamt und gesondert für das Vereinigte Königreich. In den in diesem Kasten ausgewiesenen Zahlen für die Europäische Union sind also auch die Dänemark und Schweden betreffenden Kapitalströme enthalten. Dies gilt nicht für die Angaben zu den Wertpapieranlagen in Abbildung C, die dem US Treasury International Capital (TIC) System entnommen wurden. Dabei sind die Angaben zu den US-Wertpapieranlagen mit denen der Zahlungsbilanz des Eurogebiets nicht direkt vergleichbar, da sie sich auf unterschiedliche Datenerhebungsverfahren und Definitionen stützen. So bezieht sich das US-amerikanische TIC-Meldewesen insbesondere auf den ursprünglichen Geschäftspartner und orientiert sich damit am Ort der Transaktion und nicht an den endgültigen Eigentümern der Wertpapiere.

seit Anfang der Neunzigerjahre zusammen und beliefen sich im Durchschnitt der letzten drei Jahre auf 4,3 % des BIP. Die geographische Zusammensetzung zeigt, dass das US-Leistungsbilanzdefizit gegenüber dem Eurogebiet in den vergangenen Jahren relativ gering war, während es gegenüber Asien und Japan mit Abstand am größten war (siehe Abbildung A).

Die geographische Zusammensetzung des Leistungsbilanzdefizits weicht allerdings stark von der geographischen Aufgliederung der Kapitalbewegungen in der Kapitalbilanz ab. Die Vereinigten Staaten hatten in den letzten Jahren beträchtliche Netto-Kapitalzuflüsse aus der übrigen Welt zu verzeichnen. Die Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen stiegen beispielsweise in den ersten sechs Monaten dieses Jahres (aktuellere Angaben liegen noch nicht vor) von einem nahezu ausgeglichenen Saldo zu Beginn der Neunzigerjahre auf rund 2,5 % des US-BIP. Ihren Höhepunkt erreichten die Netto-Direktinvestitions- und -Wertpapierströme im Jahr 2000 mit 4,3 % des US-BIP. Nach Angaben des BEA kommt der weitaus größte Teil der Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten in den vergangenen fünf Jahren aus dem Euro-Währungsgebiet und dem Vereinigten Königreich, während die Kapitalzuflüsse aus Asien (einschließlich Japan) deutlich geringer waren (siehe Abbildung B). Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der hohe Anteil der Nettokapitalzuflüsse aus dem Vereinigten Königreich möglicherweise auch mit der Bedeutung Londons als internationalem Finanzplatz zusammenhängt und nicht allein den Aktivitäten britischer Unternehmen und Anleger zuzuschreiben ist. Dies bedeutet also ganz allgemein, dass die geographische Aufschlüsselung der grenzüberschreitenden Kapitalströme mit Vorsicht interpretiert werden sollte, da andere Länder als Mittler zwischengeschaltet sein können und die genaue Bestimmung des Landes, dem der ursprüngliche Geschäftspartner angehört, erschweren.

Abbildung B: Angaben zum Saldo der Direktinvestitionen und privaten Wertpapieranlagen für die Vereinigten Staaten: Geographische Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: BEA- und EZB-Berechnungen.

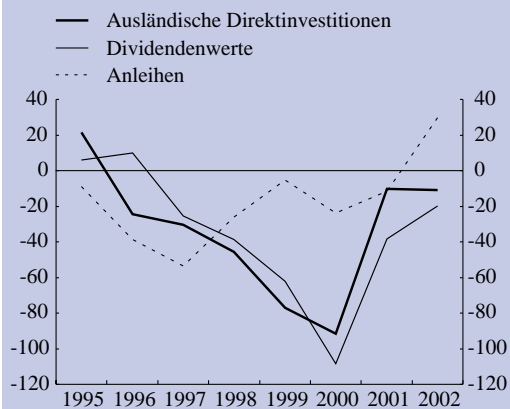
Anmerkung: Die Zahlen für das erste Halbjahr 2002 sind auf Jahresrate hochgerechnet.

Hauptmerkmale der bilateralen Kapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

Betrachtet man die Zusammensetzung der Kapitalströme zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten genauer, so ergeben sich einige deutliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Posten der Kapitalbilanz. Zwei Drittel der Nettokapitalströme bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen aus dem Eurogebiet in die Vereinigten Staaten entfielen in den vergangenen zehn Jahren auf Wertpapieranlagen.

Abbildung C: Nettokapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

(Mrd €)



Quellen: US Bureau of Economic Analysis, US Department of the Treasury und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zahlen für das erste Halbjahr 2002 sind auf Jahresrate hochgerechnet. Ein negatives Vorzeichen zeigt Netto-Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet und Netto-Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten an.

Hälfte dieses Jahres von Nettozuflüssen in die Vereinigten Staaten in Nettozuflüsse in das Euro-Währungsgebiet um (siehe Abbildung C). Insgesamt sind die Nettokapitalströme zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten im Jahr 2001 und im ersten Halbjahr 2002 auf das Niveau zurückgekehrt, auf dem sie sich Mitte der Neunzigerjahre bewegt hatten.

Eine Ausnahme bilden dabei die Jahre von 1998 bis 2000, als die Nettodirektinvestitionsströme aus dem Euroraum in die Vereinigten Staaten erheblich anstiegen. Wie aus Abbildung C ersichtlich ist, erreichten die Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen aus dem Eurogebiet im Jahr 2000 ein Volumen von 91 Mrd € (0,9 % des US-BIP). Die größten Nettozuflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet in die Vereinigten Staaten waren in diesem Zeitraum mit 108 Mrd € im Jahr 2000 aber bei den Anlagen in Dividendenwerten zu verzeichnen. Die Nettokapitalzuflüsse aus Anleihen waren hingegen weniger umfangreich. Seit dem Jahr 2000 sind bei den Kapitalbewegungen zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten erhebliche Veränderungen zu beobachten. Zum einen sind die Nettokapitalzuflüsse aus Direktinvestitionen und Anlagen in Dividendenwerten im Jahr 2001 deutlich zurückgegangen und im ersten Halbjahr dieses Jahres fast zum Stillstand gekommen. Zum anderen kehrten sich die Kapitalbewegungen bei den Anleihen in der ersten

Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Artikel liefert auf der Grundlage neuer Forschungsergebnisse des Eurosystems eine Zusammenfassung der jüngsten Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euroraum. Er beschäftigt sich mit drei wesentlichen Fragestellungen: Welche geschätzten Auswirkungen haben geldpolitische Änderungen auf die Preise und die Produktion im Eurogebiet? Über welche Kanäle werden geldpolitische Maßnahmen weitergeleitet? Wie variieren die Auswirkungen der Geldpolitik im Laufe der Zeit und in unterschiedlichen Sektoren bzw. Ländern im Euro-Währungsgebiet?

Die wichtigsten Forschungsergebnisse zu diesen Fragen lassen sich wie folgt zusammenfassen. Veränderungen der Geldpolitik wirken sich vorübergehend auf die Gesamtproduktion im Euroraum aus. Im Zeitverlauf bewegt sich die Produktion tendenziell wieder auf ein Niveau zu, das dem ursprünglichen Stand entspricht. Die Auswirkungen auf die Verbraucherpreise sind zwar zu Beginn etwas gedämpfter, aber sie sind dauerhaft. Diese allgemeinen Zusammenhänge werden von den in diesem Aufsatz dargelegten Befunden gestützt, die spezifischeren Verzögerungsmuster der geldpolitischen Transmission sind jedoch weniger eindeutig. Dies hängt teilweise damit zusammen, dass die Analyse zwangsläufig vor allem auf Daten aus der Zeit vor der Einführung des Euro basiert. Das Vorhandensein großer und unsicherer Zeitverzögerungen bestätigt, dass die Geldpolitik auf mittelfristige Entwicklungen ausgerichtet sein sollte und eine Feinsteuerung der Produktion oder der Preise auf kurze Sicht vermieden werden sollte.

Investitionen scheinen im Gefolge geldpolitischer Schocks eine wichtige Antriebsfeder für Veränderungen der Produktion zu sein. Die Ergebnisse bestätigen, dass Unternehmensinvestitionen auf geänderte Nutzungskosten von Kapital und, in geringerem Umfang, auch auf Liquiditäts- und Cashflow-Effekte reagieren. Finanz- und Kreditbeschränkungen scheinen in einigen Ländern und bei bestimmten Unternehmen und Banken eine Rolle bei der Reaktion auf geldpolitische Änderungen zu spielen, sind aber für das Euro-Währungsgebiet insgesamt offensichtlich nicht von zentraler Bedeutung.

Anhand der empirischen Befunde für die geldpolitische Transmission lassen sich zwischen den einzelnen Ländern keine systematischen Unterschiede feststellen, die sich im Vergleich der verschiedenen Studien und Methoden als stabil erweisen. Es gibt jedoch Anhaltspunkte dafür, dass sich die Effekte für verschiedene Wirtschaftssektoren unterscheiden und dass die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Produktion stärker sind, wenn die Bilanzen der privaten Haushalte und Firmen weniger günstig ausfallen, etwa während eines Konjunkturabschwungs.

I Einleitung

Der vorliegende Artikel liefert eine Zusammenfassung der jüngsten Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euroraum und stützt sich dabei auf neue Analysen, die von der EZB in Zusammenarbeit mit den Forschungsabteilungen des Eurosystems durchgeführt wurden. Die Analysen des Eurosystems wurden von zwei unterschiedlichen Gruppen durchgeführt, und zwar vom *Monetary Transmission Network* (Transmissionsforschungsguppe des Eurosystems), dessen Arbeit auf Modellen auf der Grundlage aggregierter Zeitreihen sowie auf mikroökonomischen Daten beruhte, und der *Working Group*

on Econometric Modelling (Arbeitsgruppe Ökonometrie) des Geldpolitischen Ausschusses, die sich mit strukturellen euroraumweiten und nationalen ökonometrischen Modellen befasste.¹ Der vorliegende Aufsatz baut auf einem Artikel zum selben Thema auf, der im Monatsbericht vom Juli 2000 erschien; er geht auf die erzielten Fortschritte ein und erweitert und aktualisiert die früheren Ergebnisse.

¹ Die vollständigen Forschungsergebnisse wurden in den ECB Working Papers 91-114 veröffentlicht.

Der Artikel beschäftigt sich mit drei wesentlichen Fragestellungen: Welche geschätzten Auswirkungen haben geldpolitische Änderungen auf die Preise und die Produktion im Eurogebiet? Über welche Kanäle werden geldpolitische Maßnahmen weitergeleitet? Gibt es Unterschiede in der geldpolitischen Trans-

mission im Euroraum? Die wichtigsten Forschungsergebnisse zu diesen Fragen werden in den folgenden drei Abschnitten untersucht. Der letzte Abschnitt enthält eine Zusammenfassung der Forschungsergebnisse und stellt die Verbindungen zur geldpolitischen Strategie der EZB und Implikationen für diese dar.

2 Gesamtauswirkung geldpolitischer Maßnahmen auf Preise und Produktion

Es herrscht allgemein Übereinstimmung darüber, in welche *Richtung* sich Veränderungen der Leitzinsen auf die Produktion und die Preise auswirken: Ein Anstieg (Rückgang) der Zinsen hat – ceteris paribus – einen Abwärtsdruck (Aufwärtsdruck) auf die Preise und die Produktion zur Folge. Allerdings herrscht deutlich weniger Einigkeit über das *Ausmaß* und *zeitliche Auftreten* dieser Effekte. Für die geldpolitischen Entscheidungsträger ist es von größter Wichtigkeit, aktualisierte Schätzdaten über die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Preisniveau insgesamt und die Konjunktur im Euroraum als Ganzem zu erhalten. Damit der EZB-Rat sein satzungsmäßiges Ziel, nämlich die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht, erreichen kann, muss er sich des Ausmaßes und Zeitpunkts der jeweils erforderlichen Anpassungen der Leitzinsen bewusst sein. Daher sind Schätzungen erforderlich, aus denen sich ableiten lässt, wie sich monetäre Anpassungsmaßnahmen im Zeitverlauf auf die Preise auswirken. Da die EZB – wie bereits erwähnt – mittelfristig Preisstabilität anstrebt und dabei unnötige Schwankungen bei anderen wichtigen makroökonomischen Variablen, insbesondere bei der Konjunktur, zu vermeiden sucht, sind die Effekte der Geldpolitik auf die Produktion ebenfalls von Bedeutung.

Um umfassende Ergebnisse zu erlangen, führten die Forschungsabteilungen des Eurosystems mehrere Schätzungen über die Auswirkungen auf die Preise und die Produktion durch und verwendeten dafür eine Reihe von Modellen und Daten. Die in diesem Artikel dargestellten Ergebnisse konnten unter Verwendung unterschiedlicher Methoden bestä-

tigt werden und entsprechen auch den Vorhersagen der ökonomischen Theorie. Dennoch sollte man anmerken, dass diese Schätzungen trotz der Tatsache, dass sie durch unterschiedliche Untersuchungen belegt werden, mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet sind. Dies hängt teilweise damit zusammen, dass die Analyse zwangsläufig vor allem auf Daten aus der Zeit vor der Euro-Einführung basiert. Daher können die Ergebnisse aufgrund der Einführung der neuen Währung und des damit verbundenen geänderten „geldpolitischen Regimes“ noch Änderungen unterliegen.

Zur Veranschaulichung der Ergebnisse für das gesamte Euro-Währungsgebiet zeigt Tabelle I die Simulationsergebnisse für einen auf zwei Jahre befristeten Anstieg der Leitzinsen um 100 Basispunkte anhand von drei unterschiedlichen makroökonomischen Modellen des Euroraums: eines euroraumweiten Modells der EZB (EWM), einer Aggregation von Simulationen auf der Grundlage individueller Ländermodelle der nationalen Zentralbanken (NZB) und des mit der NiGEM-Software erstellten Mehr-Länder-Modells; dieses Modell wurde vom National Institute of Economic and Social Research (NIESR) im Vereinigten Königreich entwickelt. Im Einklang mit der einschlägigen Fachliteratur wird davon ausgegangen, dass geldpolitische Änderungen *unerwartet* erfolgen, obwohl diese in der Regel bis zu einem gewissen Grad vorhersehbar sind. Daher fassen die Simulationen die Auswirkungen des geänderten geldpolitischen Kurses *insgesamt* zusammen, einschließlich aller frühzeitiger Anzeichen oder sonstiger Informationen, die dieser Änderung vorausgehen.

Tabelle I**Reaktion auf eine Erhöhung der Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet um 1%**

	Reales BIP			Verbraucherpreise		
	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr
EWM	-0,34	-0,71	-0,71	-0,15	-0,30	-0,38
NZB	-0,22	-0,38	-0,31	-0,09	-0,21	-0,31
NiGEM	-0,34	-0,47	-0,37	-0,06	-0,10	-0,19

Quellen: P. McAdam und J. Morgan, ECB Working Paper No. 93; P. van Els et al., ECB Working Paper No. 94.

Anmerkungen: In der Tabelle wird die Reaktion des realen BIP und der Verbraucherpreise auf eine zweijährige Erhöhung der Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet um 100 Basispunkte dargestellt. Angaben als Abweichung von der Basislinie in %. Simulationen werden auf der Grundlage des euroraumweiten Modells der EZB (EWM), der makroökonomischen Modelle der NZB (NZB) und des Mehr-Länder-Modells von NIESR (NiGEM) durchgeführt.

Bei den Simulationen wird davon ausgegangen, dass die langfristigen Zinssätze und der Wechselkurs entsprechend der Erwartungstheorie der Zinsstruktur bzw. der Theorie der ungedeckten Zinsparität reagieren. Es wird angenommen, dass sich der langfristige Zinssatz sofort um 20 Basispunkte und der Wechselkurs um 2 % erhöhen. In allen Fällen sind die Auswirkungen auf die reale Produktion im zweiten Jahr am größten. Nach einem Jahr bewegen sich die Effekte in einem relativ engen Band von -0,2 % bis -0,4 %. Darüber hinaus deuten alle Modellergebnisse darauf hin, dass die Produktion nach einem zeitlich befristeten geldpolitischen Schock schließlich tendenziell wieder zu ihrem Ursprungswert zurückkehrt. Die Anpassung der Preise geht etwas langsamer vonstatten; das Niveau der Verbraucherpreise geht allmählich zurück. Im Gegensatz zu den Auswirkungen auf die Produktion sind die Effekte geldpolitischer Maßnahmen auf das Preisniveau jedoch langfristig. Laut Tabelle I bewegt sich der Rückgang der Preise nach drei Jahren in einem Band von -0,2 % bis -0,4 %.

Bei den verschiedenen Modellen gibt es einige Differenzen, was die Dauerhaftigkeit der Auswirkungen auf Produktion und Preise anbelangt. Die Modelle unterscheiden sich insbesondere darin, wie lange es dauert, bis die Produktion wieder ihr ursprüngliches Niveau erreicht. So kehrt die Produktion im Euroraum bei der Aggregation der Simulationen, die auf der Grundlage der nationalen Modelle erstellt wurden, nach rund fünf Jahren zu ihrem Ursprungswert zurück, wohin-

gegen dies bei dem mit der NiGEM-Software erstellten Mehr-Länder-Modell erst nach sieben Jahren der Fall ist. Insgesamt sind die genauen zeitlichen Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen mit größerer Unsicherheit behaftet als die Ergebnisse zur Gesamthöhe dieser Effekte.

Die allgemeinen Reaktionen von Produktion und Preisen auf die Geldpolitik sind bei den verschiedenen ökonometrischen Modellen und Methoden weitgehend gleich. Bei Verwendung von vektor-autoregressiven Modellen (VAR-Modellen) etwa ist das typische Verlaufsmuster dadurch gekennzeichnet, dass die Produktion im Euroraum nach einem Anziehen der geldpolitischen Zügel eine Delle aufweist. Die Produktion nimmt rund zwei Quartale nach der Erhöhung der Zinssätze deutlich ab und kehrt nach etwa zwei Jahren wieder annähernd auf ihr Ausgangsniveau zurück (siehe den Aufsatz „Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juli 2000).

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass sich geldpolitische Entscheidungen nur sehr langsam, jedoch langanhaltend in den Preisen niederschlagen, wohingegen die Effekte auf die Produktion kurzfristig sehr stark, jedoch zeitlich begrenzt sind. Diese Erkenntnisse entsprechen sowohl qualitativ als auch quantitativ dem Großteil der empirischen Literatur über die Auswirkungen der Geldpolitik in anderen Ländern, besonders in den Vereinigten Staaten. Sie weisen insbesondere auf zwei weitgehend anerkannte Merkmale der geld-

politischen Transmission hin. Erstens sind die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen langfristig neutral, d. h. eine dauerhafte Änderung der Geldversorgung (die hier einer befristeten Veränderung des Zentralbankinstruments, also der Leitzinsen, in die entgegengesetzte Richtung entspricht) hat keine spürbaren langfristigen Effekte auf das reale BIP, führt jedoch zu einer permanenten Veränderung des Preisniveaus. Diese Ergebnisse decken sich mit jenen, die im Großteil der theoretischen und empirischen Literatur über die Neutralität des Geldes zu finden sind. Zweitens haben geldpolitische Maßnahmen

zeitlich begrenzte Auswirkungen auf die Produktion. Diese kurzfristige Nichtneutralität ist auf die nominalen und realen Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten zurückzuführen, welche eine schnelle Anpassung der Preise nach einer Änderung der Geldpolitik verhindern. Daraus wird deutlich, dass die strukturellen Merkmale der Lohn- und Preissetzungsmechanismen von großer Bedeutung dafür sind, die Effektivität der Wirkung der Geldpolitik auf das Preisniveau zu steigern und die Kosten der mit den geldpolitischen Entscheidungen verbundenen Produktionsschwankungen zu senken.

3 Kanäle der geldpolitischen Transmission

Geldpolitische Entscheidungen werden in der Wirtschaft auf verschiedene Arten weitergeleitet, die letztendlich alle die Entwicklung der Preise und der Produktion beeinflussen. Der geldpolitische Transmissionsmechanismus ist eine Kombination aller wirtschaftlichen Kanäle, über die im Laufe der Zeit geldpolitische Maßnahmen auf die Wirtschaft übertragen werden.² Es gibt zwei Ansätze, um herauszufinden, welchen Einfluss die unterschiedlichen Kanäle auf die Entwicklung der Preise und der Produktion im Eurogebiet haben. Einerseits können strukturelle ökonomische Modelle verwendet werden, um einige der Kanäle zu entwirren und ihre relative quantitative Bedeutung auf makroökonomischer Ebene herauszufinden. Dies hat den Nachteil, dass die Analyse modellabhängig ist und das Ergebnis teilweise durch die Wahl der Modellierung beeinflusst werden kann. Andererseits können disaggregierte Daten aus Bilanzen von nichtfinanziellen Unternehmen und Banken zur Analyse bestimmter Hauptkanäle des Transmissionsmechanismus verwendet werden, etwa des Einflusses finanzieller Faktoren und der Bereitstellung von Bankkrediten. Dieser Ansatz ist angesichts der Bedeutung von Bankkrediten als Finanzierungsquelle im Euroraum besonders vielversprechend. Bei dieser Art von Untersuchung ist es allerdings nicht immer einfach, die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Ergebnisse zu den einzelnen relevanten finanziellen

Faktoren abzuleiten. Die Ergebnisse der beiden Ansätze ergänzen sich also und sollten am besten zusammen beurteilt werden.

In den folgenden Abschnitten werden diese nun näher erläutert. Es ist jedoch zu beachten, dass diese Analyse nicht umfassend ist. So werden etwa wichtige Kanäle wie die direkten Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Inflationserwartungen nicht ausdrücklich erörtert. Die geldpolitische Strategie des Eurosystems mit ihrer Betonung der mittelfristigen Preisstabilität trägt entscheidend dazu bei, die Inflationserwartungen auf einem möglichst niedrigen Niveau zu halten und damit zur Stabilität der Wirtschaft beizutragen. Indirekte Beweise, etwa anhand einer Analyse der Anleiherenditen, stützen die Ansicht, dass die Inflationserwartungen seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) aufgrund der Gewährleistung der Preisstabilität durch das Eurosystem mittelfristig auf einem niedrigen Stand gehalten wurden. Allerdings sind diese Auswirkungen, die sich aus der Glaubwürdigkeit der Strategie der EZB ergeben, auf die Zeit nach 1999 beschränkt und lassen sich daher nur schwer in den bei der Analyse der

² Ein genauerer Überblick über diese geldpolitischen Transmissionsmechanismen findet sich in dem im Monatsbericht vom Juli 2000 veröffentlichten Aufsatz zu diesem Thema und in der Publikation „Die Geldpolitik der EZB“, EZB, 2001.

geldpolitischen Transmission verwendeten Modellen erfassen.

Makroökonomische Befunde: Aufgliederung der Zinskanäle

Änderungen der Leitzinsen beeinflussen die Zinssätze am Markt und die Preise für Finanzaktiva wie z. B. Anleihen, Aktien und Devisen sehr schnell. Sind die nominalen Preise und Löhne inflexibel, wirkt sich eine Änderung der nominalen Kurzfristzinsen auf die realen Kurzfristzinsen und die Preise für Vermögenswerte aus. Diese Veränderungen haben wiederum Einfluss auf das reale Ausgabenverhalten und schlagen – über das daraus resultierende Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bei Waren und Dienstleistungen – mit Verzögerung auch auf die Löhne und Preise durch. Geänderte Markterwartungen können diese Transmissionsstufe beschleunigen.

In einem relativ geschlossenen Wirtschaftsraum wie dem Eurogebiet dürften die „inländischen Kanäle“ (insbesondere der private Verbrauch und die Investitionsausgaben, einschließlich Baugewerbe und Vorräten) am bedeutendsten sein. Eine zeitweilige Erhöhung der Realzinsen macht es für die privaten Haushalte attraktiver, Konsumausgaben zu verschieben und verstärkt zu sparen. Verschieben Haushalte ihre Konsumausgaben, geht die inländische Nachfrage nach Gebrauchsgütern und Dienstleistungen zurück (Substitutionskanal). Preisveränderungen auf den nationalen Märkten für Vermögenswerte (Anleihen, Aktien und Immobilien) beeinflussen den Wert des Vermögens der privaten Haushalte und damit auch das Ausgabeverhalten (Vermögenskanal). Zinsänderungen können sich auch direkt auf das verfügbare Einkommen auswirken, indem sie die Erlöse aus der Haltung kurzfristiger und variabel verzinslicher Wertpapiere bzw. der Mittelbeschaffung über solche Titel beeinflussen (Ertragskanal). Schließlich berühren Zinsänderungen auch die Kosten für die Aufnahme neuen Kapitals und damit die Nachfrage nach Gütern im Anlage- und Lagerinvestitionsbereich (Kapitalkostenkanal).

Durch die Auswirkungen auf die Renditeunterschiede zwischen Wertpapieren, die auf nationale und ausländische Währung lauten, und auf die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung im Euroraum kann ein Anstieg der inländischen Zinssätze auch den Wechselkurs beeinflussen. Eine Aufwertung würde beispielsweise aufgrund billigerer Importpreise für inländische Konsumenten und Produzenten tendenziell einen Abwärtsdruck auf das nationale Preisniveau zur Folge haben. Da heimische Waren gegenüber ausländischen teurer werden, dürfte auch die inländische und ausländische Nachfrage nach diesen Produkten zurückgehen, was sich wiederum negativ auf das BIP auswirken würde (Wechselkurskanal). Hier muss allerdings betont werden, dass die Wirtschaftsliteratur überwiegend davon ausgeht, dass die Auswirkungen von Zinsänderungen auf die Wechselkurse in der Praxis nur schwer voraussagbar sind.

Die Warenpreise reagieren in der Regel recht schnell auf Veränderungen des nominalen effektiven Wechselkurses. Dagegen dürfte die geldpolitische Transmission über die inländischen Substitutions-, Ertrags-, Vermögens- und Kapitalkostenkanäle auf kurze Sicht eher langsam vonstatten gehen, aber mittelfristig stärkere und verlässlichere Effekte haben, besonders in einem relativ geschlossenen Wirtschaftsraum wie dem Eurogebiet. Die Bedeutung der inländischen Nachfrage für den Transmissionsmechanismus wird in Tabelle 2 veranschaulicht, in der aufgeführt wird, wie stark sich Veränderungen des Verbrauchs, der Anlageinvestitionen und der anderen Komponenten der Gesamtnachfrage nach einem Anziehen der geldpolitischen Zügel auf das BIP auswirken (Angaben in Prozent). Diese Auswirkungen werden berechnet, indem die Reaktion jeder einzelnen Komponente entsprechend ihrem Anteil am BIP gewichtet wird. Der Verbrauch und die Investitionen decken zusammengenommen fast alle Effekte auf die inländische Nachfrage und Produktion ab (der verbleibende Anteil setzt sich aus den Konsumausgaben des Staats, Lagerveränderungen und Nettoexporten zusammen). Die Ergebnisse zeigen insbesondere, dass die

Tabelle 2**Beitrag der Gesamtnachfragekomponenten zu den Auswirkungen einer Erhöhung der Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet auf das BIP**

	NZB			EWM		
	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr	1. Jahr	2. Jahr	3. Jahr
Verbrauch	33	37	37	48	50	46
Investitionen	32	57	83	50	70	88
Sonstige	34	6	-20	2	-20	-34
Insgesamt	100	100	100	100	100	100

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von P. van Els et al., ECB Working Paper No. 94.

Anmerkungen: In der Tabelle wird der Beitrag der Gesamtnachfragekomponenten zu den Auswirkungen einer zweijährigen Erhöhung der Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet um 100 Basispunkte dargestellt. Angaben in % des Gesamteffekts auf das reale BIP. Simulationen werden auf der Grundlage der makroökonomischen Modelle der NZBen (NZB) und des euroraumweiten Modells der EZB (EWM) durchgeführt.

Investitionen eine der wichtigsten Triebfedern darstellen; sie machen nach drei Jahren über 80 % der Gesamtauswirkungen auf das BIP aus. Darüber hinaus nimmt die Bedeutung der Investitionen im Zeitverlauf allmählich zu, was auf das Vorhandensein von Beschleunigungsfaktoren hindeutet, die sich mit der Zeit aufbauen. Der starke Einfluss der Investitionen auf den Transmissionsprozess zeigt sich auch bei der Analyse auf Länderebene und bei den mikroökonomischen Ergebnissen zum Kapitalkostenkanal, die im nächsten Abschnitt erläutert werden. Die Auswirkungen auf den Verbrauch (in Prozent der Gesamtauswirkungen auf das BIP) bleiben im Zeitverlauf verhältnismäßig stabil und belaufen sich laut Schätzungen auf ein Drittel bis die Hälfte der Gesamtauswirkungen auf das BIP.

Mikroökonomische Befunde und der Kreditkanal

Private Haushalte und Unternehmen können in ihrem Ausgabeverhalten eingeschränkt sein, wenn sie Ausgaben planen, die über ihre derzeit verfügbaren Gelder oder die Höhe des Kredits, den sie aufnehmen können, hinausgehen. Dieser Mechanismus, der bei unvollkommenen Finanzmärkten entsteht und häufig zur Entwicklung eines so genannten Kreditkanals führt, funktioniert auf verschiedene Arten: Zum einen durch das Angebot an Bankkrediten, da Firmen und private Haushalte oft auf Banken als wichtigste externe Finanzierungsquelle angewiesen sind (Bank-

kreditkanal). Außerdem spielen auch die Verfügbarkeit und der Wert der für die Kreditaufnahme notwendigen Sicherheiten (Bilanzkanal) bzw. die Verfügbarkeit von Geldmitteln (Cashflow-Kanal) eine Rolle. Der Kreditkanal hängt von der Höhe der Zinssätze und sonstigen Preisen für Vermögenswerte ab und spielt in der Regel neben dem traditionelleren Zinskanal eine Rolle, indem er die Substitutions-, Kapitalkosten- und Vermögenseffekte verstärkt. Insgesamt ist die Bedeutung des Kreditkanals von der Finanzstruktur und -stabilität der betroffenen Volkswirtschaft abhängig („finanzielle Akzeleatoreffekte“). Die starke Abhängigkeit vom Bankensektor und die geringe Marktbreite der Aktien- und sonstigen Finanzmärkte im Eurogebiet fördern die Entstehung möglicher aus dem Kreditkanal resultierender Effekte. Daher ist es erforderlich, dass der Bedeutung dieser Kanäle im Transmissionsmechanismus, und vor allem der Rolle der Banken, ausreichend Aufmerksamkeit gezollt wird.

Empirische Beweise, die von den Gruppen des Eurosystems zum Verhalten einzelner Unternehmen gesammelt wurden, zeigen, dass sich geänderte Kapitalkosten erheblich auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmen auswirken (siehe Kasten). Änderungen der Kapitalkosten stellen also offenbar ein wichtiges Element des geldpolitischen Transmissionsprozesses dar. Allerdings spielt der Cashflow in den meisten Ländern des Eurogebiets ebenfalls eine Rolle bei Investitionsentscheidungen, was darauf hindeutet, dass Firmen

bis zu einem gewissen Grad auch Liquiditätszwängen unterworfen sind. Unter diesen Umständen könnten Unternehmen nicht in der Lage sein, Projekte mit positivem Gegenwartwert der zukünftigen Cashflows vollständig zu finanzieren, da nicht genügend Möglichkeiten der Innen- bzw. Außenfinanzierung vorhanden sind.

Die empirische Analyse des Verhaltens einzelner Banken lässt darauf schließen, dass Bankkredite nach einem Anziehen der geldpolitischen Zügel deutlich zurückgehen (siehe Kasten). Dieser Zusammenhang wird durch die Analyse der makroökonomischen Zeitreihen eindeutig bestätigt. Die Resultate für das Eurogebiet zeigen auch, dass Banken mit einem im Verhältnis geringeren Anteil an liquiden Vermögenswerten ihre Kreditvergabe bei Veränderungen der Kurzfristzinsen generell stärker anpassen als Banken, die über mehr Aktiva dieser Art verfügen. Das deutet darauf hin, dass die Reaktion der Kredite auf eine geänderte Geldpolitik von den Besonderheiten der jeweiligen Banken, d. h. den Anbietern von Krediten, abhängt und nicht von den Wirtschaftssubjekten, die sie nachfragen (private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen). Diese indirekten Beweise stützen die Annahme, dass zumindest bei einigen Bankengruppen Kreditangebotseffekte existieren. Die direkten quantitativen Auswirkungen der Liquiditätsunterschiede scheinen jedoch nicht erheblich zu sein. Ferner

hat es den Anschein, dass kleine Banken und solche mit weniger Eigenkapital in den meisten Ländern (im Gegensatz zu dem, was in den Vereinigten Staaten zu beobachten war) nicht anders reagieren als der überwiegende Teil der Banken. Mögliche Gründe hierfür sind das Vorhandensein von Hausbankbeziehungen, die Tatsache, dass die Bank in ausländischem Besitz ist, die Mitgliedschaft in Bankverbänden, explizite oder implizite Einlagenversicherungen und sonstige Garantieförmlichkeiten.

Wenngleich die Resultate zeigen, dass zumindest in einigen Ländern des Euroraums offenbar ein Bankkreditkanal existiert, über den geldpolitische Entscheidungen weitergeleitet werden, deuten sie nicht darauf hin, dass dieser eine ausgesprochen große Bedeutung für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes hat. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Euroraum in der Vergangenheit durch einen relativ hohen Grad an Finanzstabilität gekennzeichnet war (was auch aus der geringen Anzahl an Insolvenzen im Bankensektor ersichtlich wird). Tatsächlich sind die Banken, für die der Kreditkanal wichtig ist, nur für einen geringen Anteil der Gesamtkreditvergabe verantwortlich. Bei bestimmten Arten von Banken und Kreditnehmern könnte es allerdings zu unterschiedlichen geldpolitischen Effekten kommen; dies trifft vor allem auf jene Länder des Eurogebiets zu, in denen der Bankkreditkanal relativ stark ausgeprägt zu sein scheint.³

4 Unterschiede bei den Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen

Im Folgenden wird untersucht, ob die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen auf Preise und Produktion im gesamten Eurogebiet und im Zeitverlauf homogen sind. Asymmetrien zwischen den einzelnen Ländern bzw. Regionen können aus verschiedenen Gründen entstehen und unterschiedliche Formen annehmen. So können beispielsweise unterschiedliche Positionen im Konjunkturzyklus dazu führen, dass sich geldpolitische Maßnahmen verschiedenartig auswirken. Auch Unterschiede in der Art der produzierten Güter

und den Produktionstechniken können Ursache für divergierende geldpolitische Auswirkungen sein. Außerdem können Differenzen zwischen den einzelnen Ländern auch auf eine Reihe weiterer Faktoren zurückgehen, etwa auf den jeweiligen rechtlichen und institutionellen Rahmen und die sektorale Aufgliederung der Produktion. Da das Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, auf das

³ Genauere Informationen über die Auswirkungen der Geldpolitik in einzelnen Ländern finden sich in den ECB Working Papers 91-114.

gesamte Eurogebiet Anwendung findet, können Differenzen zwischen den einzelnen Ländern auf die geldpolitische Entscheidungsfindung keinen direkten Einfluss haben. Allerdings ist ein Verständnis der Faktoren, die den Asymmetrien bei der monetären Transmission zugrunde liegen, wichtig, da es die Beurteilung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus insgesamt, die Auswahl der geeignetsten Indikatoren und – was am wesentlichsten ist – das Erkennen der Gebiete, in denen möglicherweise Strukturreformen an den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten erforderlich sind, vereinfachen kann.

Konjunkturbedingte Unterschiede

Einer der Hauptgründe, weshalb die konjunkturelle Lage einer Volkswirtschaft geldpolitisch relevant sein kann, ist der, dass die Bilanzen privater Haushalte und Unternehmen während einer konjunkturellen Abkühlung in der Regel weniger günstig ausfallen als während eines Aufschwungs. Schwächere Bilanzen können zur Folge haben, dass einige der geldpolitischen Transmissionskanäle, unter anderem der Kapitalkostenkanal und der Kreditkanal, verstärkt zum Tragen kommen. Aus VAR-Analysen gewonnene Daten weisen darauf hin, dass die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen auf die Produktion in der Tat während einer Rezession (wenn die Bilanzen schwächer ausfallen) stärker zu spüren sind als während einer Hochkonjunktur. Aus Untersuchungen geht hervor, dass dies für die meisten Länder des Euroraums wie auch für die USA gilt.

Dies wird auch in der nachfolgenden Abbildung deutlich, in der die geschätzten Auswirkungen einer allgemeinen Zinserhöhung im Euroraum auf die Industrieproduktion in den sieben größten Ländern des Eurogebiets in Zeiten einer Hochkonjunktur (blaue Linie) und einer Konjunkturschwäche (schwarze Linie) verglichen werden. Unabhängig vom jeweiligen Stand des Konjunkturzyklus wird in allen Fällen von einem identischen vorübergehenden Anstieg der Leitzinsen ausgegangen. Die Simulationen zeigen, dass sich die

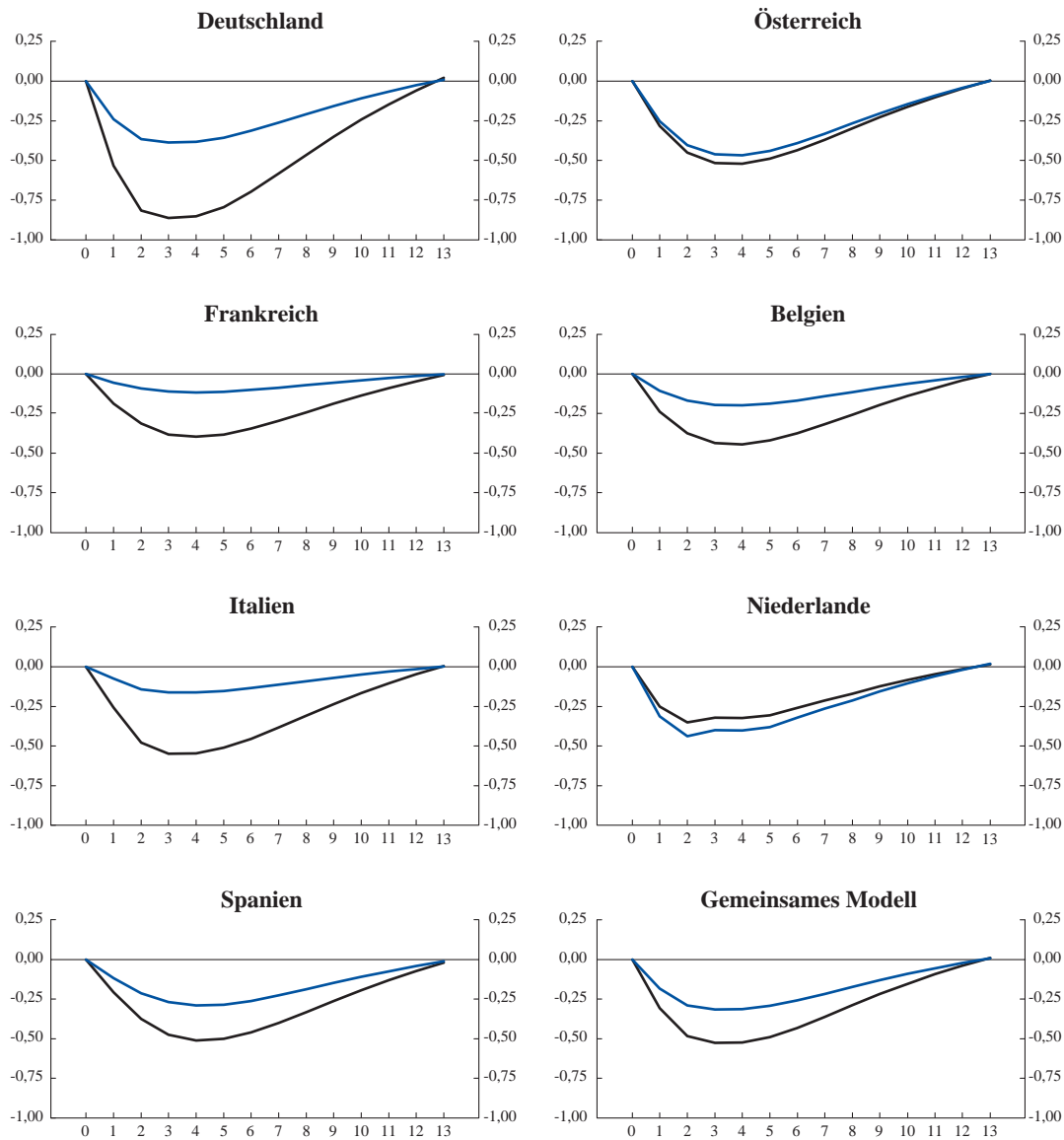
Form und der zeitliche Ablauf des Effekts in der Hochkonjunkturphase und der Rezession ähneln; vom *Ausmaß* her ist der Effekt jedoch während der konjunkturellen Abschwungsphase durchschnittlich stärker. Es wird angenommen, dass in jeder Phase des Konjunkturzyklus die Auswirkungen einer monetären Straffung ebenso stark sind wie die einer entsprechenden Lockerung. Die Simulation geht daher davon aus, dass die Auswirkungen einer geldpolitischen Straffung auf die Produktion während eines Wirtschaftsaufschwungs geringer sind als die einer Lockerung während einer Rezessionsphase. Eine Analyse nach Sektoren zeigt, dass diese Unterschiede in der Regel in Volkswirtschaften, die schwächere Bilanzen aufweisen, deutlicher zutage treten.

Sektorale Unterschiede

Dass sich geldpolitische Beschlüsse unterschiedlich auf die einzelnen Sektoren auswirken, kann verschiedene Ursachen haben. Erstens kann die Nachfrage nach verschiedenen Produkten unterschiedlich zinsempfindlich sein. Beispielsweise werden Gebrauchsgüter wie Investitionsgüter, Bauten und haltbare Konsumgüter in der Regel stärker auf geldpolitische Änderungen reagieren, da sich ihr Erwerb leichter zeitlich verschieben lässt. Zweitens werden sich Zinsänderungen, die auf den Wechselkurs durchschlagen, stärker in den Industriezweigen bemerkbar machen, die Handelsgüter herstellen, als im Dienstleistungsbereich. Drittens ist es möglich, dass Wirtschaftszweige, die sich durch eine kapitalintensivere Produktion auszeichnen, empfindlicher auf Zinsänderungen reagieren, da sie tendenziell stärker von geänderten Kapitalkosten betroffen sind. Viertens kann sich die Geldpolitik durch ihren Einfluss auf den Wert der Sicherheiten auch auf die Unternehmensfinanzierung auswirken, wobei die Verfügbarkeit von Sicherheiten zu einem gewissen Maße sektorabhängig ist. Schließlich können Zinsänderungen verschiedene Industriezweige abhängig von ihrer Position in der Produktionskette auch zu verschiedenen Zeitpunkten treffen: Fertiggüterproduzenten dürften Zinsänderungen in der Regel früher zu

Abbildung

Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Produktion im Euro-Währungsgebiet in Zeiten eines Konjunkturaufschwungs (blaue Linie) und einer Konjunkturabschwächung (schwarze Linie)



Quelle: G. Peersman und F. Smets, *Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?*, ECB Working Paper No. 52.

Anmerkungen: In der Tabelle werden die Auswirkungen eines zeitweiligen Anstiegs der Leitzinsen auf die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet in Zeiten eines Konjunkturaufschwungs (blaue Linie) und einer Konjunkturabschwächung (schwarze Linie) dargestellt. Das zugrunde gelegte geldpolitische Experiment geht von einem vorübergehenden Anstieg der Kurzfristzinsen im Eurogebiet um rund 35 Basispunkte aus. Auf der x-Achse werden die Quartale nach dem Zinsanstieg angegeben.

spüren bekommen als Hersteller von Vorleistungsgütern oder Rohstoffen.

Wenngleich es bislang nur begrenzte Erkenntnisse über sektorale Unterschiede bei der geldpolitischen Transmission im Euro-Währungsgebiet gibt, lassen sich doch einige Schlussfolgerungen ziehen.⁴ Zunächst einmal scheinen sich geldpolitische Beschlüsse in den verschiedenen Sektoren sehr unterschiedlich auszuwirken. So reagieren Gebrauchsgüterproduzenten, beispielsweise im Baugewerbe, empfindlicher auf Zinsänderungen als andere Sektoren. Zweitens werden auch Industriezweige, die mehr Kapital in ihre Produktionstechnologie investieren müssen (z. B. Ölraffinerien, die Eisen- und Stahlindustrie sowie die NE-Metallindustrie), stärker von geldpolitischen Änderungen betroffen. Drittens gibt es Anzeichen dafür, dass auch finanzielle Faktoren zu den sektoralen Unterschieden beitragen. Da die sektorale Aufgliederung der Produktion in den verschiedenen Ländern des Eurogebiets (beispielsweise im Vergleich zu den beträchtlichen regionalen Unterschieden in den Vereinigten Staaten) sehr homogen ist, dürften eventuelle sektorale Unterschiede in der Produktionsentwicklung aufgrund geldpolitischer Änderungen höchstwahrscheinlich nicht zu deutlichen Differenzen im allgemeinen Transmissionsprozess in den einzelnen Ländern führen.

Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern

Da die verfügbaren Daten überwiegend aus der Zeit vor 1999 stammen, ist es ausgesprochen schwierig, die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen in den verschiedenen Ländern zu vergleichen und Schlussfolgerungen über die wahrscheinlichen Auswirkungen der einheitlichen Geldpolitik auf die nationalen Volkswirtschaften zu ziehen. Daher sollten die Ergebnisse einer solchen Untersuchung stets mit Vorsicht behandelt werden. Die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen hängen entscheidend vom geldpolitischen Regime ab und davon, wie dieses von den Marktteilnehmern empfunden wird, die ge-

wisse Erwartungen aufbauen und entsprechend auf geldpolitische Entscheidungen reagieren. Daher dürfte die Umstellung des geldpolitischen Handlungsrahmens im Zuge der Euro-Einführung in diesem Zusammenhang eine zentrale Rolle spielen und auch zur Relativierung einiger der möglichen Schlussfolgerungen über die Wirksamkeit der Geldpolitik führen.

Trotz dieser Einschränkungen ist es dank der relativ umfassenden Fachliteratur zum Transmissionsmechanismus in einzelnen Ländern sowie der Ergebnisse der in jüngster Zeit im Eurosystem durchgeführten Untersuchungen⁵ möglich, einige generelle Schlussfolgerungen zu ziehen. In zahlreichen Studien wurden die Auswirkungen geldpolitischer Entscheidungen auf der Grundlage ökonometrischer Modelle einzelner Länder untersucht. Die anhand dieser Untersuchungen erlangten Erkenntnisse in Bezug auf die relative Größenordnung geldpolitischer Effekte in den verschiedenen Ländern werden jedoch bei einem Vergleich der Studien untereinander meist nicht bestätigt. Außerdem weisen diese Effekte in der Regel ein weites Konfidenzband auf, was die Einstufung relativer Größenordnungen erschwert. Insgesamt gelangt man beim Vergleich der verschiedenen Untersuchungsergebnisse zu dem Schluss, dass sich die ermittelten Differenzen in der geschätzten Auswirkung geldpolitischer Entscheidungen auf Produktion und Preise je nach Methodik, zugrunde gelegten Daten und Modellen unterscheiden. Obwohl in einzelnen Studien Differenzen zwischen den verschiedenen Ländern festgestellt werden, sind diese oftmals statistisch unbedeutend und unterscheiden sich zudem von Studie zu Studie.

⁴ Siehe L. Dedola und F. Lippi, *The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries*, Banca d'Italia Temi di Discussione No. 389, sowie G. Peersman und F. Smets (2002), *The industry effects of monetary policy in the euro area*, ECB Working Paper No. 165.

⁵ Weitere Hypothesen und Befunde hierzu finden sich bei B. Mojon und G. Peersman, *A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area*, ECB Working Paper No. 92; P. van Els, A. Locarno, J. Morgan und J.-P. Villetelle, *Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?*, ECB Working Paper No. 94; I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon und D. Terlizzese, *Monetary transmission in the euro area: where do we stand?*, ECB Working Paper No. 114.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Artikel wurde ein Überblick über die jüngsten Forschungsansätze zum Thema geldpolitische Transmission im Eurogebiet vermittelt, insbesondere mit Blick auf die Aspekte, die für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik von Bedeutung sind. Die Resultate stammen überwiegend aus aktuellen Forschungsprojekten, die in Zusammenarbeit der Forschungsabteilungen der Zentralbanken des Eurosystems durchgeführt wurden.

Was die Auswirkung der Geldpolitik auf die Preisentwicklung betrifft, so bestätigen die Ergebnisse, dass die EZB ihr geldpolitisches Instrumentarium effektiv einsetzen kann, um die Preisstabilität im Euroraum auf mittlere Frist zu gewährleisten und damit ihrem satzungsmäßigen Ziel gerecht zu werden. Die Verbraucherpreise werden langsam aber nachhaltig von der Geldpolitik beeinflusst. Auf die realwirtschaftliche Produktion hingegen schlägt die Geldpolitik nur temporär, nicht jedoch mittel- bis langfristig durch.

Die empirische Evidenz deutet auf die besondere Rolle der Investitionen für die Geldpolitik hin. Investitionen reagieren auf geänderte Nutzungskosten des Kapitals und – wenngleich in geringerem Ausmaß – auf Cash-flow- und Liquiditätseffekte. Auswirkungen, die aus dem Kreditangebot resultieren, existieren zwar in einigen Ländern, scheinen jedoch bei der Gestaltung der geldpolitischen

Transmission im Euroraum insgesamt nicht von zentraler Bedeutung zu sein.

Die Geldpolitik scheint unterschiedlich stark auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren durchzuschlagen, wobei ihre Auswirkungen von der Art der produzierten Güter bzw. Dienstleistungen, der Kapitalintensität des Wirtschaftszweigs und der Finanzstruktur der Unternehmen des jeweiligen Sektors abhängen. Auch die jeweilige Konjunkturlage kann für unterschiedlich starke Effekte verantwortlich sein. In den verschiedenen Ländern hingegen lassen sich nur schwer systematische Differenzen aufzeigen.

Diese allgemeinen Ergebnisse werden durch hinreichend fundierte Analysen untermauert. Genauere Angaben zur zeitlichen Verzögerung bei der Übertragung geldpolitischer Impulse sind hingegen mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die beträchtlichen, nicht genau bestimmbar zeitlichen Verzögerungen bei der Transmission geldpolitischer Impulse sowohl auf die Preise als auch auf die Produktion sind ein Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik – wie in der geldpolitischen Strategie der EZB festgelegt – mittelfristig ausgerichtet sein sollte und nicht versuchen sollte, kurzfristige Wirtschaftsentwicklungen auszugleichen; damit können unnötige Schwankungen der Produktion sowie anderer ökonomischer Größen vermieden werden.

Kasten

Mikroökonomische Untersuchungen der Verhaltensmuster von Unternehmen und Banken im Euroraum

Forschungsgruppen im Eurosystem haben das Investitionsverhalten von Unternehmen sowie die Kreditvergabe von Banken im Euroraum anhand individueller firmen- bzw. bankbezogener Daten untersucht, wobei sie sich sowohl länderspezifischer Ansätze (zur besseren Berücksichtigung nationaler Besonderheiten) als auch eines harmonisierten Ansatzes (zur Vereinfachung länderübergreifender Vergleiche) bedienten. Die einzelnen Ergebnisse der Studien wurden in einer Reihe von EZB-Diskussionspapieren veröffentlicht.¹

Der analytische Rahmen für die Untersuchung nichtfinanzieller Unternehmen wurde durch die herkömmliche neoklassische Investitionstheorie vorgegeben, in der die Investitionen (im Verhältnis zum Kapitalstock) als Funktion des Umsatzes und der Kapitalkosten des Unternehmens ausgedrückt werden. Zusätzlich zu diesen Variablen wurde auch die Verfügbarkeit von Mitteln im Unternehmen (ausgedrückt als Verhältnis von Cashflow zu Kapital) als Messgröße für das Vorhandensein von Liquiditäts- bzw. Kapitalengpässen berücksichtigt. Das Verhältnis von Cashflow zu Kapital wird dann relevant, wenn die Kapitalmärkte nicht vollkommen effizient sind. In dem geschätzten Modell werden außerdem firmenspezifische Effekte und aggregierte Schocks sowie zeitverzögerte Investitionen berücksichtigt. Durch die Einbeziehung verzögerter Variablen sollen die Auswirkungen von zeitlichen Verschiebungen bei der Erwartungsbildung, bei Investitionsentscheidungen und bei der Einrichtung von Investitionsgütern erfasst werden.

Die Ergebnisse der Analyse² zeigen, dass die Nutzungskosten des Kapitals (welche selbst indirekt auf die Leitzinsen reagieren) in den meisten Ländern des Euroraums eine wichtige Bestimmungsgröße für die Anlageinvestitionen sind. Die erwartete Nachfrageentwicklung (näherungsweise anhand des Umsatzwachstums berechnet) und der Cashflow spielen ebenfalls eine Rolle. Die Effekte verteilen sich auf alle nichtfinanziellen Unternehmen; es bestehen keine systematischen Differenzen nach Firmengröße. Diese Resultate, die sich sowohl anhand der harmonisierten als auch der länderspezifischen Analysen ergeben, deuten darauf hin, dass die Geldpolitik über die Unternehmensausgaben einen maßgeblichen Einfluss auf die Wirtschaft des Euroraums hat.

Die Analyse des Kreditvergabeverhaltens von Banken zielte darauf ab, die Reaktion des Kreditangebots auf geldpolitische Maßnahmen zu identifizieren und zu quantifizieren. Es wurden bankenspezifische Daten verwendet, um herauszufinden, ob sich Auswirkungen auf das Kreditangebot ergeben und ob bestimmte Bankarten besonders empfindlich auf Änderungen des geldpolitischen Kurses reagieren. Untersuchungen der US-Wirtschaft ergaben, dass das Kreditangebot kleinerer, weniger liquider Banken bzw. von Banken mit einer geringeren Eigenkapitalausstattung in der Regel tendenziell stärker auf geldpolitische Verknappungen reagiert; dies gilt umgekehrt ebenso bei monetären Lockerungen. Diese Ergebnisse wurden als Beweis dafür gewertet, dass das Angebot an Bankkrediten auf geldpolitische Maßnahmen reagiert, wobei das Ausmaß der Reaktionen von den Besonderheiten der jeweiligen Bank abhängt. Berücksichtigt man ferner, dass nichtfinanzielle Unternehmen auf die Verfügbarkeit von Cashflow bzw. Liquidität reagieren, könnte dies ein Anzeichen dafür sein, dass ein „Kreditkanal“ der Geldpolitik am Wirken ist.

Wie bereits erwähnt wurden sowohl länderspezifische als auch harmonisierte Analysen von den Forschungsabteilungen des Eurosystems durchgeführt. Den analytischen Rahmen bot ein einfaches Modell, das die Kreditvergabe jeder Bank anhand von Änderungen der Kurzfristzinsen (aus denen sich entsprechende Änderungen des geldpolitischen Kurses ablesen lassen) sowie der Entwicklung der realwirtschaftlichen Produktion und der Preise (d. h. der wichtigsten Variablen, die die Gesamtkreditnachfrage mittel- bis langfristig ankurbeln) veranschaulicht. In dem Modell wird außerdem bestimmten bankspezifischen Eigenschaften Rechnung getragen.

¹ ECB Working Papers 96-114.

² Siehe insbesondere Chatelain et al., *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, ECB Working Paper No. 112.

Die Ergebnisse³ bestätigten, dass geldpolitische Änderungen zusammen mit der BIP- und der Preisentwicklung spürbar und rasch auf die Entwicklung der Bankkredite durchschlagen. Von den drei oben erwähnten Kriterien scheint nur die Vermögensliquidität (gemessen als Verhältnis von Bargeld, Interbankkrediten und Wertpapieren zu den gesamten Vermögenswerten) zur Erklärung der unterschiedlichen Reaktionen von Banken auf geldpolitische Maßnahmen beizutragen. Größe und Kapitalausstattung der Banken scheinen hingegen keinen Einfluss auf deren Kreditvergabeverhalten zu haben. Dies könnte auf die (in einigen Ländern des Eurogebiets zu verzeichnende) Tendenz der Banken, sich in Verbänden zu organisieren, sowie auf den Umfang und den Erfassungsgrad der (oft impliziten) staatlichen Sicherungssysteme zurückzuführen sein. Beide Faktoren würden dazu beitragen, den Einfluss individueller Bilanzcharakteristika auf das Kreditvergabeverhalten und – allgemeiner – die Wirkung der „Kreditkanäle“ der geldpolitischen Transmission abzuschwächen.

³ Eine Zusammenfassung findet sich bei Ehrmann et al., *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, ECB Working Paper No. 105.

Hauptmerkmale des Repomarkts im Euro-Währungsgebiet

Repogeschäfte (Wertpapierpensionsgeschäfte) sind als Instrument der Finanzierung und Risikominde- rung im Euro-Währungsgebiet inzwischen allgemein akzeptiert. Es hat sich ein tiefer und robuster Markt entwickelt, der von einer breiten Palette von Institutionen (Zentralbanken, Geschäfts- und Investmentbanken, Finanzabteilungen von Unternehmen, Investmentfonds etc.) für unterschiedliche Zwecke in Anspruch genommen wird. Der Repomarkt hat innerhalb des Geldmarkts zunehmend an Bedeutung gewonnen und stellt mittlerweile eine gute Alternative zur unbesicherten Kreditgewährung und zur Emission kurzfristiger Wertpapiere dar. Die EZB und das Eurosystem insgesamt haben ein besonderes Interesse am Repogeschäft, da dieses Verfahren das Hauptinstrument ihrer Geldpolitik und Innertageskreditgeschäfte ist. Darüber hinaus stellen Repos aufgrund der Tatsache, dass sie eine Mischform aus Kassen- und Wertpapiertransaktion darstellen, eine Verbindung zwischen verschiedenen Märkten (den Wertpapiermärkten, dem unbesicherten Geldmarkt sowie dem Derivate- und Swapmarkt) her und tragen zur Steigerung der Marktliquidität bei. Allerdings ist und bleibt das Zusammenwachsen der nationalen Repomärkte im gesamten Euroraum trotz beträchtlicher Fort- schritte ein langwieriger und komplexer Prozess, der noch nicht so weit gediehen ist wie an anderen Märkten. Daher sind weitere Impulse notwendig, damit die Repomärkte den erforderlichen Grad an Integration und Effizienz erreichen und die Vorteile des einheitlichen Finanzraums, der sich mit der Einführung der gemeinsamen Währung entfaltet hat, voll ausgeschöpft werden können.

I Grundlagen des Repomarkts

Was ist ein Repogeschäft?

Ein Repogeschäft ist eine Verkaufs- und Rück- kaufvereinbarung und bezeichnet den Ver- kauf von Wertpapieren bei gleichzeitiger Ver- pflichtung zum Rückkauf dieser Titel zu ei- nem vorgegebenen Preis an einem im Voraus festgelegten zukünftigen Datum. Repogeschäf- te können aus zwei unterschiedlichen Blick- winkeln betrachtet werden. Im Hinblick auf seine ökonomische Funktion ist ein Repoge- schäft eine sehr einfache Transaktion mit ähn- licher Wirkung wie ein besicherter Kassen- kredit. Bei genauerer Betrachtung unterscheid- et es sich jedoch von diesem durch sein spezifisches Verfahren und seine Rechtsstruk- tur.

Im ökonomischen Sinne lässt sich ein Repo- geschäft als einfacher Kassenkredit, der mit Wertpapieren unterlegt wird, beschreiben. Wird – wie bei einem Kassenkredit – ein Betrag in Höhe von 100 € als Kredit ge- währt, zahlt der „Kreditnehmer“ dem „Kre- ditgeber“ bei Fälligkeit des Darlehens den ur- sprünglich gewährten Betrag (100 €) zuzü- glich der darauf fälligen Zinsen zurück. Der entsprechende Zinssatz wird als Reposatz („r“) bezeichnet. Der Unterschied zu einem unbesicherten Kassenkredit besteht darin,

dass der „Kreditnehmer“ in einem Repoge- schäft dem „Kreditgeber“ Sicherheiten – in der Regel in Form von Wertpapieren – zur Verfügung stellt. Am Ende der Transaktion erhält der „Kreditnehmer“ die Sicherheiten zurück. Sie dienen in erster Linie dazu, den „Kreditgeber“ gegen einen Ausfall des „Kre- ditnehmers“ abzusichern. Da die Wertpapie- re als Sicherheit fungieren, können sie bei einem Ausfall des Geschäftspartners am Markt verkauft werden, um den geliehenen Betrag zurückzuerlangen. Eine effektive Absi- cherung ist jedoch nur dann gegeben, wenn der Marktwert der Sicherheiten mindestens so hoch ist wie der ausgereichte Kredit zuzü- glich der während der Laufzeit der Transakti- on anfallenden Zinsen. Dabei ist vor allem der Möglichkeit nachteiliger Veränderungen des Marktwerts der Sicherheiten Rechnung zu tragen. Aus diesem Grunde entspricht der Wert der zu Beginn des Kreditgeschäfts ge- stellten Sicherheiten nicht dem geliehenen Betrag, sondern ist höher. Nach Abzug eines bestimmten Prozentsatzes, der als Sicher- heitsabschlag bezeichnet wird, muss der Wert der Sicherheiten der Höhe des Kreditbetrags mindestens entsprechen. Mit anderen Wor- ten: Ein Geschäftspartner, der einen Kredit über 100 € in bar aufnehmen möchte, sollte zu Beginn des Kreditgeschäfts Sicherheiten in

Höhe von C stellen, sodass $C \times (1-h) = 100$, wobei h den Sicherheitsabschlag bezeichnet. Während der Laufzeit des Repogeschäfts wird daher eine tägliche Marktbewertung der Sicherheiten vorgenommen, wobei ihr Wert C_t nach Abzug des Sicherheitsabschlags h dem Gesamtwert aus geliehenem Barbetrag und aufgelaufenen Zinsen i_t entsprechen muss, d. h. $C_t \times (1-h) = 100 + i_t$. Ist der Wert niedriger, so gilt die Transaktion als unterbesichert und der „Kreditnehmer“ hat dem „Kreditgeber“ einen Margenausgleich (im Allgemeinen in Form weiterer Sicherheiten) zu zahlen. Ist der Wert höher, so ist die Transaktion überbesichert und der „Kreditgeber“ zahlt dem „Kreditnehmer“ einen Margenausgleich (üblicherweise durch Rückgabe eines Teils der Sicherheiten).

Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet – nämlich aus rechtlicher Sicht – unterscheidet sich ein Repogeschäft jedoch von einem besicherten „Kassenkredit“ im Hinblick auf die ihm zugrunde liegenden Rechtsverhältnisse (Verkaufs- und Rückkaufsvereinbarung). Der „Kreditnehmer“¹ (Wertpapiergeber) wird als Verkäufer bezeichnet, der „Kreditgeber“ (Wertpapiernehmer) als Käufer. Aus Sicht des Verkäufers handelt es sich bei der Transaktion um ein Repogeschäft, also um den Verkauf und Rückkauf von Wertpapieren. Aus Sicht des Käufers hingegen handelt es sich um ein inverses Repogeschäft (reverse repo), d. h. einen Kauf und Wiederverkauf von Wertpapieren.

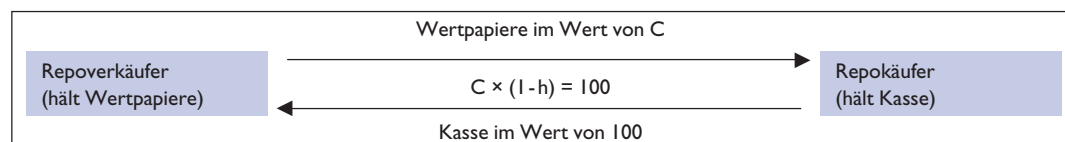
Wenngleich Repogeschäfte sowohl Merkmale von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen als auch von Kreditgeschäften aufweisen, handelt es sich doch um ein eigenständiges Instrument. Zum einen werden sämtliche Bedingungen eines Repogeschäfts im Voraus vereinbart, nämlich der Kurs für den ursprünglichen Verkauf der Wertpapiere (d. h. der Marktkurs am Eröffnungstag), der Reposatz, der Sicherheitsabschlag sowie Datum und Preis für den Rückkauf der Wertpapiere (zum ursprünglichen Verkaufspreis). Zudem unterscheidet sich ein Repogeschäft von einem Darlehen aufgrund der vollständigen Eigentumsübertragung der Wertpapiere vom Verkäufer auf den Käufer, der somit die Wertpapiere ohne rechtliche Einschränkungen anderweitig verwenden kann. Da Repogeschäfte zeitlich befristete Transaktionen sind, bleibt der Verkäufer jedoch den Kursschwankungen der im Rahmen der Transaktion als Sicherheiten gestellten Wertpapiere ausgesetzt. Ebenso werden bei den meisten Repogeschäften etwaige Zahlungsströme oder mit den Wertpapieren verbundene wirtschaftliche Rechte, die während der Laufzeit des Repogeschäfts wirksam werden, auf den Verkäufer rückübertragen. In Kasten I werden die Unterschiede zwischen einem Repogeschäft, das mitunter auch als „klassisches Repo“ (classic repo) bezeichnet wird, und anderen als

¹ Zur Vereinfachung werden die Geschäftspartner bei Repogeschäften in einigen Passagen dieses Aufsatzes als „Kreditgeber“ und „Kreditnehmer“ bezeichnet, obwohl es sich im rechtlichen Sinne um „Verkäufer“ und „Käufer“ handelt.

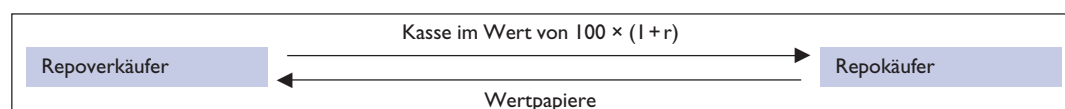
Abbildung I

Ablauf eines Repogeschäfts

Eröffnung des Repogeschäfts: Verkauf von Wertpapieren



Abschluss des Repogeschäfts: Rückkauf von Wertpapieren und Zahlung des Reposatzes



Anmerkung: C ist der Marktwert der Wertpapiere am Eröffnungstag, h der Sicherheitsabschlag und r der Reposatz.

Kasten I

Gegenüberstellung von „klassischen“ Repogeschäften und anderen Arten von Finanzierungsgeschäften mit Wertpapieren

Sell/Buy-Back-Transaktionen

Sell/Buy-Back-Transaktionen bezeichnen eine Kombination aus einem Kassaverkauf und einem Terminrückkauf von Wertpapieren (d. h. einem Rückkauf zu einem späteren Termin zu einem im Vorhinein vereinbarten Preis). Diese Geschäfte unterscheiden sich im Wesentlichen in den folgenden Punkten von Repogeschäften:

- **Rechtliche Dokumentation:** Bisher wurden Sell/Buy-Back-Transaktionen ohne eine gesonderte rechtliche Dokumentation durchgeführt, doch dies beginnt sich zu ändern, seitdem einige Rahmenvereinbarungen nun auch einen Anhang über diese Geschäfte enthalten.
- **Einschüsse:** Undokumentierte Sell/Buy-Back-Transaktionen werden ohne Einschuss bei der Eröffnung und ohne tägliche Neubewertung zu Marktpreisen abgewickelt, was das Risiko dieser Transaktionen erhöht.
- **Preisbildung und Entgelt:** Der „Reposatz“ ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Termin- und dem Kassakurs des Wertpapiers. Auch die Behandlung der Kupons kann unterschiedlich sein.

Sell/Buy-Back-Transaktionen entwickelten sich anfangs an Märkten, an denen es keinen gesicherten rechtlichen Rahmen für Repogeschäfte gab oder an denen die Abwicklungs- und Computersysteme der Geschäftspartner nicht auf die Verarbeitung von Repogeschäften eingerichtet waren. Obgleich Repogeschäfte mittlerweile an Bedeutung gewinnen, spielen Sell/Buy-Back-Transaktionen an einigen nationalen Märkten (z. B. Spanien und Italien) aus historischen Gründen noch eine wichtige Rolle.

Wertpapierleihgeschäfte

Bei Wertpapierleihgeschäften handelt es sich um Handelsgeschäfte, bei denen ein Wertpapier rechtlich gesehen als Sicherheit gegen Kasse oder andere Wertpapiere verliehen (und nicht verkauft) wird. Diese Geschäfte werden grundsätzlich von der Wertpapierseite her ausgelöst. Der Hauptunterschied zu einem Repogeschäft besteht darin, dass es zu keinem rechtlichen Eigentumsübergang kommt. Es gibt auch einige andere Unterschiede technischer Art zu Repogeschäften:

- **Entgelt:** Die Entgeltzahlung erfolgt in Form einer Gebühr (statt eines Zinssatzes), ausgedrückt in Prozent des Marktwerts der verliehenen Wertpapiere. Geschäftspartnern, die die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen nicht genau verfolgen, mag diese Transaktionsform einfacher erscheinen als Repogeschäfte.
- **Sicherheiten:** Nicht nur Kasse, sondern auch Wertpapiere können bei Wertpapierleihgeschäften als Sicherheit dienen. Bei einer hohen Nachfrage nach bestimmten Wertpapieren können die verleihenden Geschäftspartner einen Gewinn erzielen, ohne das Geld – wie dies bei Repogeschäften erforderlich ist – reinvestieren zu müssen.

Üblicherweise werden bei Wertpapierleihgeschäften vor allem Aktien verwendet, während Repogeschäfte hauptsächlich über Anleihen abgeschlossen werden.

Finanzierungsalternative geltenden Wertpapiertransaktionen mit ähnlicher ökonomischer Wirkung näher erläutert.

Eine weitere Besonderheit des Repoverfahrens ist die spezifische Behandlung von Risiken, da die Nutzung von Repogeschäften als ein Verfahren zur Risikoübertragung und -begrenzung betrachtet werden kann. Grundsätzlich ist der Kreditgeber in einer unbesicherten Transaktion dem Risiko des Ausfalls des Kreditnehmers ausgesetzt. Dagegen mindert der Käufer („Kreditgeber“) in einem Repogeschäft sein Adressenausfallrisiko durch den Erhalt von Sicherheiten. Der Prozess der Risikobegrenzung durch die Stellung von Sicherheiten kommt erst bei einem Ausfall des Kreditnehmers zum Tragen (die Sicherheiten dienen als zusätzliche Absicherung). Die Verwertung der Sicherheiten führt jedoch nur dann zu den erwarteten Ergebnissen, wenn die mit dem Repogeschäft und den Sicherheiten verbundenen Risiken angemessen gesteuert werden.

Die mit dem Repogeschäft als solchem verbundenen Risiken sind rechtlicher und operationaler Natur. Die Steuerung der rechtlichen Risiken erfolgt, indem sichergestellt wird, dass das Repogeschäft auf der Grundlage einer angemessenen rechtlichen Dokumentation (in der Regel einer Rahmenvereinbarung) durchgeführt wird, die gemäß dem für die Transaktion maßgeblichen Recht einklagbar sein sollte. Solche Rahmenvereinbarungen, die in Abschnitt 3.2 näher untersucht werden, können als Standardvertrag für alle Repogeschäfte (einschließlich Sicherheitsabschlüssen, Neubewertungen zu Marktpreisen etc.) zwischen zwei Geschäftspartnern verwendet werden und gewährleisten, dass die als Sicherheiten zur Verfügung gestellten Vermögenswerte bei Ausfall eines Geschäftspartners unverzüglich und ohne Weiteres realisiert werden können. Die operationalen Risiken beziehen sich in erster Linie auf das Verlustrisiko, das sich aus der Unzulänglichkeit oder dem Versagen interner Prozesse, Personen und Systeme ergibt. Dieses Risiko ist bei Repogeschäften aufgrund der engen Einbindung des Back-Office-Bereichs (tägliche

Bewertung zu Marktpreisen, Einschüsse usw.) von besonderer Tragweite und wird durch Dokumentation und Implementierung der geeigneten Verfahren gesteuert.

Zu den sicherheitenspezifischen Risiken zählen das Markt-, das Kredit- und das Liquiditätsrisiko. Das Marktrisiko ist mit der Volatilität der Wertpapiere verknüpft, die zwischen dem Moment des Ausfalls eines Geschäftspartners und dem Augenblick, in dem die Sicherheiten verkauft werden können, von größter Relevanz ist. Das Kreditrisiko bezieht sich auf den Emittenten der Wertpapiere. Das Liquiditätsrisiko lässt sich daran messen, wie leicht sich die Sicherheiten bei Ausfall eines Geschäftspartners verwerten lassen und welche Auswirkungen ihr Verkauf auf den Marktpreis haben kann. Die Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken werden durch den Sicherheitsabschlag (der von der Art der Sicherheit abhängt), die tägliche Bewertung der Sicherheiten und die Einschüsse gesteuert. Der Sicherheitsabschlag kann auch vom Adressenausfallrisiko und von der Laufzeit des betreffenden Repogeschäfts abhängen.

Zweck von Repogeschäften

Ein Repogeschäft ist – wie auch unbesicherte Interbankenkredite, kurzfristige Wertpapiere und kurzfristige Derivate – ein Geldmarktinstrument, d. h. eine Transaktion mit einer Laufzeit zwischen einem Tag und einem Jahr. Die überwiegende Mehrheit der bei Repogeschäften als Sicherheiten verwendeten Vermögenswerte sind Schuldverschreibungen, aber es werden auch Dividendenwerte eingesetzt, obwohl deren Besonderheiten (z. B. unternehmensbezogene Handlungen wie etwa die Ausübung von Stimmrechten oder Fusionen) die operationale Handhabung solcher Repos erschweren.

Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal von Repogeschäften liegt darin, dass sie sowohl zur Beschaffung von Liquidität als auch von Wertpapieren geeignet sind. Der Repomarkt lässt sich daher als Kombination zweier sich ergänzender Marktsegmente, nämlich

eines liquiditätsinduzierten und eines wertpapierinduzierten Segments, mit einer breit gefächerten Gruppe von Marktteilnehmern beschreiben.

Im liquiditätsinduzierten Segment resultieren die Transaktionen aus der Bereitschaft eines Geschäftspartners, einen Kassenkredit aufzunehmen bzw. zu gewähren, wobei Wertpapiere als Sicherheiten dienen. In diesen Fällen liegt der Reposatz in der Nähe des Interbankensatzes (üblicherweise knapp darunter) und spiegelt so den Status des Repogeschäfts als „besicherte Kreditgewährung“ wider. Da es sich bei dem gewünschten Vermögenswert um Kasse handelt, spielen die Merkmale der im Austausch zur Verfügung gestellten Wertpapiere eine untergeordnete Rolle, sodass die Transaktionen in der Regel gegen so genannte General Collateral (GC) durchgeführt wer-

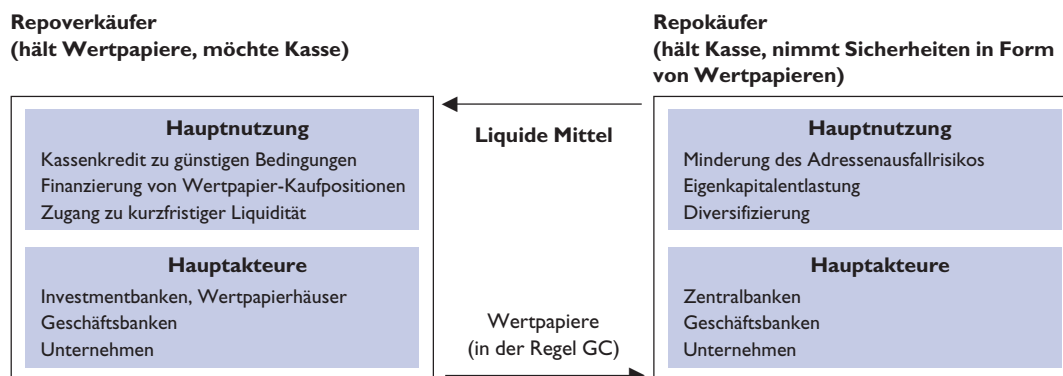
den. Bei GC-Repos können alle Wertpapiere, die zu einem nach Art und Kreditqualität abgegrenzten Sicherheitenkorb gehören, als Sicherheiten dienen. Solche GC-Baskets sind beispielsweise alle Staatsanleihen des Euro-raums oder alle Unternehmensanleihen, die in einem bestimmten Anleiheindex enthalten sind.

Der Anreiz für den Kassenkreditgeber (Wertpapiernehmer) im liquiditätsinduzierten Repo-Segment liegt in der Minderung des Risikos eines Ausfalls des „Kreditnehmers“. An die Stelle dieses Risikos treten mit den Sicherheiten verbundene Risiken, die je nach Art und Verwaltung der Sicherheiten im Allgemeinen niedriger einzustufen sind. Dieser Risikotransfer schlägt sich in den bankaufsichtlichen Eigenkapitalanforderungen für Repo-geschäfte nieder, wobei die adressenbezogene

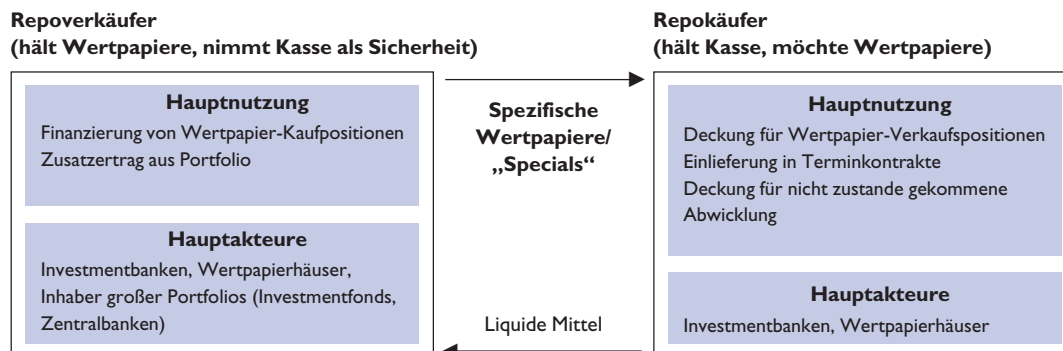
Abbildung 2

Der Repomarkt: Hauptnutzungsarten und wichtigste Marktakteure

Liquiditätsinduziertes Segment:



Wertpapierinduziertes Segment:



durch die sicherheitenbezogene Risikogewichtung ersetzt wird.² Unter der Voraussetzung, dass die Sicherheiten bestimmte Kriterien erfüllen, ermöglicht diese Substitution bei Repogeschäften eine geringere Eigenkapitalunterlegung als bei unbesicherten Kreditgeschäften. Dafür ist der Reposatz auf den ausgereichten Kassenkredit im Allgemeinen niedriger als der Satz für unbesicherte Kredite, da sich die Kreditrisikokomponente verringert. Der Kassenkreditnehmer (Wertpapiergeber) kann seinerseits Kredite in Form von liquiden Mitteln zu allgemein besseren Sätzen als im Falle unbesicherter Kredite aufnehmen oder eine Wertpapier-Kaufposition finanzieren, wobei das Marktrisiko für die Wertpapiere bei ihm verbleibt. Außerdem können sich Marktteilnehmer, denen keine unbesicherten Interbankenkredite gewährt werden, weil sie keinen Zugang zum Interbankenmarkt haben, über keine hinreichende Bonität verfügen oder deren Geschäftspartner die Grenzen ihres unbesicherten Kreditengagements erreicht haben, mit Hilfe von Repogeschäften liquide Mittel gegen Sicherheiten beschaffen.

Im wertpapierinduzierten Segment resultieren die Transaktionen aus der Bereitschaft eines Geschäftspartners, Kredite in Form eines spezifischen Wertpapiers aufzunehmen oder zu gewähren, wobei liquide Mittel als Sicherheit dienen. Dieses Segment setzt sich zwar nicht ausschließlich, aber doch zum größten Teil aus ganz bestimmten, stark nachgefragten Wertpapieren zusammen. Da diese besonders begehrt sind, ist ihr Reposatz deutlich niedriger als der Reposatz für General Collateral und der Interbankensatz. Solche stark nachgefragten Wertpapiere werden auch als Specials bezeichnet. Die Klassifizierung als Special ist dabei jedoch nicht auf Dauer angelegt, sondern zeitlich begrenzt.

Der Anreiz für den Wertpapiernehmer (Kassenkreditgeber) im wertpapierinduzierten Segment ergibt sich aus der Bereitschaft, ein spezifisches Wertpapier beispielsweise zur Deckung einer Verkaufsposition bei dem betreffenden Wertpapier, zur Absicherung gegen eine nicht zustande kommende Abwick-

lung oder zur Erfüllung eines Terminkontrakts zu erwerben. Der Wertpapiergeber (Kassenkreditnehmer) kann seinerseits entweder seine Wertpapier-Kaufposition finanzieren oder seine Wertpapiere bei Repogeschäften „beleihen“ und die erhaltenen liquiden Mittel zu einem höheren Satz reinvestieren (z. B. am unbesicherten Interbankenmarkt oder zu den Reposätzen für General Collateral), um Zusatzerträge zu erwirtschaften. Bei der Leihe von Specials handelt es sich also um ein Verfahren zur Optimierung von Wertpapierportfolios.

Natürlich ist eine beträchtliche Anzahl von Marktteilnehmern in beiden Segmenten tätig, insbesondere Intermediäre, Marktmacher und sonstige Geschäftspartner, die sowohl Repogeschäfte als auch inverse Repogeschäfte durchführen. Einige treten als Wertpapiernehmer bei GC-Repos in Erscheinung und versuchen dabei, einen Teil der GC-Wertpapiere als Specials in Repogeschäften einzusetzen. Marktmacher versuchen darüber hinaus, Arbitragemöglichkeiten zu nutzen, die sich aus Kursabweichungen zwischen dem Repomarkt und anderen Märkten ergeben, z. B. aus ungewöhnlich großen Differenzen zwischen Repos und Einlagen oder zwischen Repos und Derivaten. Repogeschäfte können auch zur Arbitrage beim Kauf bzw. Verkauf im Basishandel genutzt werden. Dies setzt eine Disparität zwischen dem Kassakurs eines Vermögenswerts und seinen Terminkursen (z. B. an den Terminmärkten) voraus.

Insgesamt gesehen sind Repogeschäfte ein Instrument zur Liquiditätssteuerung und Wertpapierfinanzierung, das eine Brücke zwischen dem Geldmarkt und dem Wertpapiermarkt schlägt. Damit ist ihre Bedeutung jedoch noch nicht hinreichend gewürdigt. Zu ihren wichtigsten Aufgaben zählt ihre Wirkung als Katalysator für Liquidität an anderen Märkten (und umgekehrt), wodurch über Repogeschäfte

² Dies gilt für Transaktionen, die im Anlagebuch ausgewiesen werden, d. h. nicht für Handelszwecke bestimmt sind. Bei im Handelsbuch ausgewiesenen Transaktionen (d. h. Positionen, die zu Handelszwecken im Sinne der Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (93/6/EWG) gehalten werden) können Banken zwischen internen, von Aufsichtsbehörden anerkannten Modellen und dem Bausteinprinzip, das spezifische und allgemeine Marktrisiken sowie Adressenausfallrisiken umfasst, wählen.

Kauf- und Verkaufspositionen bei Wertpapieren finanziert bzw. gedeckt werden können und die Marktteilnehmer einen weiteren Anreiz erhalten, aktiv an den Wertpapier- und Derivate-Märkten zu handeln. Die Einführung von Terminkontrakten wiederum hat allgemein zu einer Steigerung des Umsatzes an den Repomärkten geführt. Überdies trägt die Nutzung von Repogeschäften durch die Möglichkeit der Arbitrage zur Steigerung der

Effizienz von Preisgestaltungsmechanismen an verschiedenen Märkten bei. Schließlich können Repogeschäfte auch zum reibungslosen Funktionieren der Abwicklungssystem-Infrastruktur beitragen, da Kredite in Form spezifischer Wertpapiere aufgenommen werden können, um Störungen bei der Abwicklung (d. h. die Nichterfüllung von Verpflichtungen zur Lieferung spezifischer Wertpapiere zu einem bestimmten Zeitpunkt) zu vermeiden.

2 Entwicklung des Repomarkts im Euro-Währungsgebiet

In diesem Abschnitt werden der Repomarkt und seine jüngste Entwicklung in quantitativer Hinsicht beschrieben. Die meisten Angaben und einige der hier vorgestellten Ergebnisse wurden dem „Annual Money Market Survey“ des ESZB sowie dem „Semi-Annual Repo Market Survey“ des European Repo Council (ERC) entnommen.³ Bei der Erhebung des ESZB handelt es sich um eine Stromgrößenanalyse (Umsätze), bei der Umfrage des ERC hingegen um eine Bestandsgrößenanalyse (Bestände). Die ESZB-Erhebung für das Jahr 2002 wird in Kürze im Rahmen eines Berichts mit dem Titel „The Euro Money Market“ (abrufbar auf der Website der EZB unter „Publications“, www.ecb.int) veröffentlicht.

Wachsender Repomarkt seit Einführung des Euro

Die Größe des Repomarkts im Eurogebiet hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen. Gemäß dem „Annual Money Market Survey“ des ESZB, in der jeweils Angaben für das zweite Quartal eines Jahres analysiert werden, wuchs dieser Markt zwischen 1998 und 1999 um 20 %, von 1999 bis 2000 um 24 % und zwischen 2000 und 2001 um annähernd 45 %. Wie der „European Repo Market Survey“ des ERC zeigt, hält dieser Trend mit einer Zunahme um 13 % zwischen Juni und Dezember 2001 weiter an. Im selben Zeitraum wurden auf anderen Segmenten des Geldmarkts (unbesicherte Einlagen und Devisenswaps) nur ein geringfügiger Zuwachs und

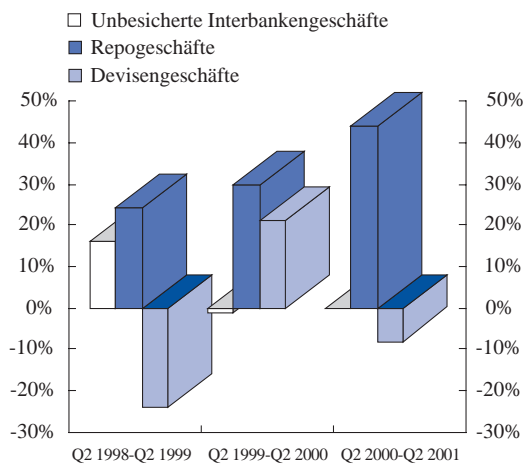
zum Teil sogar eine leichte Abnahme verzeichnet (siehe Abbildung 3). Der Anteil des Repomarkts am gesamten Kassamarkt wird derzeit auf 35 % bis 40 % geschätzt und entspricht damit in etwa dem Anteil des Einlagenmarkts.⁴

Trotz seines kräftigen Wachstums ist der Repomarkt im Euroraum allerdings nach wie vor kleiner als in den Vereinigten Staaten. Gemäß der ERC-Umfrage beliefen sich die ausstehenden Beträge aus Repogeschäften und inversen Repogeschäften am 12. Dezember 2001 auf 2,3 Billionen €. Zum Vergleich: Die entsprechenden Beträge, die der Federal Reserve Bank in New York von den Händlern für US-amerikanische Wertpapiere gemeldet wurden, summierten sich am selben Tag auf 3,5 Billionen USD. Diese gegenüber dem Repomarkt in den Euro-Ländern relativ hohe Aktivität am US-Repomarkt ist in erster Linie auf eine stärkere Nutzung von Repogeschäften im Verhältnis zu unbesicherten Kassenkrediten zurückzuführen. Da in den Vereinigten Staaten die Reposätze deutlich niedriger sind als die Einlagensätze, ist dort die Finanzierung über Repos attraktiver, was auf das

3 Der ERC ist ein von der International Securities Market Association (ISMA) in Zusammenarbeit mit der Finanzmarktorganisation ACI unterstütztes Gremium. Im Rahmen der Erhebung wurde eine Auswahl von 66 Banken in Europa nach dem Wert ihrer zum Geschäftsschluss am 12. Dezember 2001 offenen Repo-Kontrakte befragt. Zwar war der Euro mit 77 % der ausgewiesenen Beträge die vorherrschende Transaktionswährung, doch umfasste die Umfrage auch andere Währungen.

4 Diese Angaben wie auch die Angaben in Abbildung 3 sollten mit Vorsicht interpretiert werden, da einige der an der ESZB-Erhebung teilnehmenden Banken nicht immer für jedes Segment des Kassamarkts ihre Aktivitäten ausgewiesen haben.

Abbildung 3
Umsatz aus Repogeschäften in Relation zum Umsatz sonstiger Geldmarktinstrumente im Euro-Währungsgebiet
(Veränderung des Umsatzes gegen Vorjahr)



Quelle: „Annual money market surveys“ des ESZB.

Euro-Währungsgebiet nicht in gleichem Maße zutrifft (siehe Abbildung 4). In den Vereinigten Staaten betrug die durchschnittliche Differenz zwischen dem Interbankensatz und dem GC-Reposatz für Geschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten zwischen Juni vergangenen Jahres und Juni des laufenden Jahres 21 Basispunkte, verglichen mit neun Basispunkten im Eurogebiet. Hinzu kommt, dass die Effizienz der Abwicklungsinfrastruktur für Repogeschäfte – einem entscheidenden Element des Repo-Zyklus – in den Vereinigten Staaten, wo es nur wenige Systembetreiber gibt, höher ist als im Euroraum mit seiner nach wie vor fragmentierten Infrastruktur (siehe Abschnitt 3).

Der Großteil der Repogeschäfte im Euro-Währungsgebiet entfällt auf die kurzen Laufzeitbereiche, wobei Laufzeiten zwischen einem Tag und bis zu drei Monaten gut 95 % aller Repogeschäfte ausmachen. Dabei beträgt der Anteil der Overnight-Repogeschäfte rund 20 % aller Repogeschäfte und liegt damit deutlich unter dem entsprechenden Anteil des unbesicherten Markts (rund 65 %), was auf den bereits erwähnten hohen betrieblichen und abwicklungstechnischen Aufwand sowie Kreditrisikoerwägungen zurückzuführen ist.

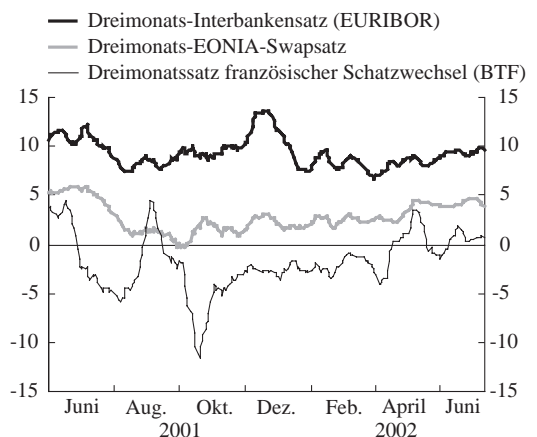
Die Liquidität und Effizienz des Repomarkts wird von der überwiegenden Mehrheit der Marktteilnehmer als zufrieden stellend erachtet; der Umfang der Transaktionen reicht in der Regel von 50 Mio € bis 100 Mio €. Aber auch größere Transaktionen bis zu 1 Mrd € gelten als unproblematisch. Gleichwohl werden solche Beträge nach Geschäftsabschluss für gewöhnlich – jedoch nicht immer – in mehrere kleinere Transaktionen aufgestückelt, um die Auswirkungen einer potenziellen Störung bei der Abwicklung zu verringern.

Grund für die signifikante Zunahme der Größe und Tiefe des Repomarkts im Eurogebiet ist vor allem die Notwendigkeit einer Verringerung der bankaufsichtlichen Eigenkapitalanforderungen als Reaktion auf die europäischen Eigenkapitalvorschriften. Darüber hinaus hat der Repomarkt von der im Finanzsektor weit verbreiteten Tendenz zur Begrenzung des Kreditrisikos profitiert, da die Attraktivität von Repogeschäften als Instrument der längerfristigen Kreditgewährung inzwischen gestiegen ist.

Veränderung der Marktstruktur

Seit Einführung des Euro hat der Repomarkt nicht nur hinsichtlich seiner Größe, sondern

Abbildung 4
Reposätze im Vergleich zu sonstigen Geldmarktsätzen
(Differenz zum Dreimonats-Reposatz, in Basispunkten, gleitender Zweiwochendurchschnitt)



Quellen: EZB, Reuters und Bloomberg.

auch im Hinblick auf seine Struktur an Reife gewonnen.

Inzwischen werden Repogeschäfte nicht mehr nur von regulären Geldmarktteilnehmern und Finanzabteilungen von Banken zu Finanzierungszwecken genutzt, sondern auch von anderen Finanzmarktakteuren. Fondsmanager, Kapitalgesellschaften und sogar Versicherungsgesellschaften haben ihr Portfolio-Management optimiert, um ihre Liquiditätshaltung zu verbessern. Darüber hinaus scheinen auch kleine und mittlere Banken den Repomarkt stärker in Anspruch zu nehmen. Die Nutzung von Repogeschäften durch eine breite Palette von Teilnehmern zeigt, dass sich der Markt zunehmend auch für Akteure des nichtfinanziellen Sektors öffnet, wohingegen der unbesicherte Geldmarkt nur Kreditinstituten zugänglich ist.

Obwohl 90 % aller Repogeschäfte nach wie vor auf Basis von Staatsanleihen getätigt werden, hat eine Diversifizierung der zugrunde liegenden Sicherheiten eingesetzt, wodurch sich der Kreis der Marktteilnehmer erweitert hat. Repogeschäfte gegen hypothekarisch gesicherte Anleihen (z. B. Pfandbriefe), Unternehmensanleihen und sogar Dividendenwerte sind keine Seltenheit mehr, wenngleich ihr Anteil am Gesamtmarkt laut ERC-Umfrage kaum mehr als 5 % beträgt. Für die zukünftige Entwicklung des Repomarkts wäre eine weitere Ausweitung der bei Repogeschäften akzeptierten Arten von Sicherheiten vorteilhaft, da für die Größe des Markts vor allem das Volumen der refinanzierungsfähigen Sicherheiten maßgeblich ist. In dieser Hinsicht scheinen sich Repogeschäfte mit nichtstaatlichen Vermögenswerten gegenwärtig im Euro-Währungsgebiet nur langsam zu entwickeln, da die Differenz zu den Sätzen für GC-Repos nur gering ist. Daher bestehen für die Marktteilnehmer nicht genügend Anreize, diese Sicherheiten zu akzeptieren.

Neben der Diversifizierung der Sicherheiten findet bei GC-Repos zudem ein breiter gefasster Korb von Staatsanleihen immer mehr Akzeptanz, sodass eine Mehrheit der Marktteilnehmer inzwischen die meisten Staatsan-

leihen aus dem Euroraum als Sicherheiten anerkennt. Dieser Trend ist in jüngster Zeit durch den EUREPO-Index verstärkt worden, dessen Einführung im März 2002 gemeinsam vom ERC, der European Banking Federation (EBF), der European Savings Banks Group (ESBG) und der European Association of Co-operative Banks (EACB) bekannt gegeben wurde. Der EUREPO ist der Satz, zu dem eine erstklassige Bank einer anderen erstklassigen Bank Finanzmittel in Euro anbietet und von dieser im Gegenzug EUREPO-General Collateral erhält. Bei einer gegebenen Regellaufzeit stellt der EUREPO-Index den Durchschnitt der von den EUREPO-Panel-Banken gemeldeten Sätze dar. Das Verzeichnis der allgemeinen EUREPO-Sicherheiten umfasst sämtliche auf Euro lautenden und von den Regierungen im Euro-Währungsgebiet begebenen oder garantierten Staatsanleihen und kurzfristigen Staatspapiere. Die Verwendung des EUREPO-Index dürfte somit schrittweise zu einer Harmonisierung der Reposätze für Staatspapiere in den verschiedenen Euro-Ländern führen.

Das in den letzten Jahren gestiegene Volumen der Repogeschäfte in Europa hat deutlich gemacht, wie schwierig und aufwendig die Steuerung der operationalen und risikospezifischen Aspekte von Repogeschäften ist, und die Entwicklung von Systemen und Dienstleistungen zur Verminderung des damit verbundenen hohen administrativen und abwicklungstechnischen Aufwands beschleunigt. Infolgedessen wurden neben der Nutzung von Systemen zur Sicherheitenverwaltung und elektronischen Handelsplattformen (siehe Kasten 2) auch Pläne zur Auslagerung entwickelt (etwa so genannte Tri-Party-Repos, also Repogeschäfte, bei dem eine Depotbank mit der Abwicklung des Geschäfts beauftragt wird).

Erstens können Marktteilnehmer mit Hilfe von Tri-Party-Repos die Abwicklung der Repogeschäfte weitgehend an einen Bevollmächtigten übertragen. Dabei vereinbaren die beiden Geschäftspartner den Austausch von Liquidität gegen Sicherheiten über einen unabhängigen Agenten. Als Sicherheiten können alle

Kasten 2

Elektronischer Repo-Handel

Repogeschäfte werden üblicherweise direkt zwischen zwei Geschäftspartnern oder über Broker ausgehandelt. Allerdings erhöht sich der Anteil der über elektronische Handelsplattformen getätigten Geschäfte zunehmend. So wurden den Umfrageergebnissen des European Repo Council (ERC) zufolge am 12. Dezember 2001 15 % der Repogeschäfte elektronisch durchgeführt, verglichen mit einem Anteil von 8 % im Juni 2001. Dagegen blieb der Anteil der direkt mit anderen Geschäftspartnern abgeschlossenen Geschäfte mit rund 45 % weitgehend unverändert. Der Anteil der über herkömmliche Broker ausgehandelten Geschäfte hat sich inzwischen von 46 % auf 40 % verringert. Elektronische Handelsplattformen bieten verschiedene Vorteile, wie beispielsweise Markttransparenz hinsichtlich der Preise und eine Verringerung der Abwicklungskosten, da der Clearing-Prozess verbessert werden kann. Einige Plattformen ermöglichen ihren Mitgliedern die Verbindung zu einem zentralen Clearing-Kontrahenten (CCP), der ihnen Anonymität und die Vorteile des Nettings sichert. Durch Netting können die Beteiligten ihre Repogeschäfte und inversen Repogeschäfte gegeneinander aufrechnen und brauchen so nur den Nettobetrag an Liquidität und Wertpapieren über die Zahlungs- und Abwicklungssysteme zu transferieren, wodurch sich der Abwicklungsaufwand verringert.¹ Das über zentrale Kontrahenten vorgenommene Netting ist noch effizienter, da der CCP sich zwischen die Geschäftspartner schaltet und so bei allen Transaktionen, nicht nur in den Geschäften zwischen den ursprünglichen Geschäftspartnern, als Kontrahent auftritt (dies wird als „Novation“ bezeichnet). So können die Teilnehmer ihr Risikomanagement vereinfachen, da viele Kontrahenten durch einen Einzigen ersetzt werden. Der größte Vorteil einer elektronischen Handelsplattform, die sich eines CCP bedient, liegt darin, dass Handel, Clearing und Abwicklung aus einer Hand erfolgen können und auch die Möglichkeit des Risikomanagements (Einschüsse, Verwendung eines Sicherheitspools usw.) gegeben ist. Ferner bieten einige Plattformen auch eine durchgängig automatisierte Abwicklung (straight-through processing) und sind offen konstruiert, sodass sie eine einfache Schnittstelle zwischen dem eigenen und bankinternen Systemen bieten. Im Allgemeinen sind sowohl Standard-Repogeschäfte mit vorgegebenen Konditionen (z. B. GC-Repos) als auch auf die Belange der Geschäftspartner zugeschnittene Transaktionen möglich. Schließlich können die Plattformen auch einige Formen des Sicherheitsmanagements anbieten, wie z. B. die Möglichkeit, Sicherheiten während der Laufzeit eines Geschäfts auszutauschen. Die wichtigsten elektronischen Plattformen am Euro-Repomarkt sind derzeit BrokerTec, die Repo Trading Facility der MTS-Gruppe und Eurex Repo.

1 Selbstverständlich sind weder Netting noch CCPs auf den elektronischen Repo-Handel beschränkt.

Wertpapiere (und sogar Finanzinstrumente) dienen, die von beiden Geschäftspartnern als refinanzierungsfähig anerkannt und in einem in der einschlägigen rechtlichen Dokumentation genau bezeichneten Wertpapierkorb enthalten sind. Zu den Aufgaben des Agenten, bei dem es sich häufig um einen führenden Zentralverwahrer oder eine Bank handelt, gehören die Abwicklung der Transaktion im Hinblick auf Clearing, Abrechnung und Sicherheitenverwaltung über die gesamte Dauer des Geschäfts. Tri-Party-Repos bieten verschiedene Vorteile. Sie ermöglichen es den Marktteilnehmern, Liquidität durch den Einsatz anderer Sicherheiten als Staatsanleihen zu gewöhnlich besseren Sätzen als am unbesicherten Kassamarkt aufzunehmen. Zudem

stellt die Auslagerung der Geschäftsabwicklung (Abrechnung und Verwahrung) an einen Bevollmächtigten eine Erleichterung für beide Geschäftspartner dar, da sie so die mit der Zersplitterung der Abwicklungsinfrastruktur im Euroraum verbundenen Schwierigkeiten umgehen können (siehe Abschnitt 3). Der Nachteil dieses Produkts liegt im Wesentlichen in den nach Einschätzung der Marktteilnehmer immer noch zu hohen Kosten, was seinen relativ geringen Marktanteil in Europa (laut ERC-Umfrage etwa 6 %) erklären könnte.

Zweitens bieten Sicherheitenverwaltungssysteme Geschäftspartnern, die ein Outsourcing ablehnen, eine praktische Möglichkeit zur in-

nerbetrieblichen Abwicklung von Repogeschäften. Die Entwicklung dieser Systeme erfolgte als Reaktion auf eine zunehmende Sensibilisierung für den Bedarf an sicheren und einheitlichen Risikosteuerungsverfahren seitens der Marktteilnehmer im Eurogebiet. In der Tat ist für Repogeschäfte eine effiziente Sicherheitenverwaltung im Hinblick auf die Sicherheitsabschläge, die tägliche Neubewertung zu Marktpreisen, den Margenausgleich, die Substitution von Sicherheiten sowie mögliche Positionslimits und Netting-Einrichtungen erforderlich. Mit Hilfe von Systemen zur Sicherheitenverwaltung können solche Einrichtungen betrieben und die daraus resultie-

renden operationalen Risiken durch Automation verringert werden. Größtes Hindernis für ihre Weiterentwicklung bleiben jedoch die damit verbundenen hohen Investitions- und Implementierungskosten, besonders bei kleinen oder nur gelegentlich am Repomarkt agierenden Teilnehmern.

Schließlich gewinnen elektronische Handelsplattformen wie an anderen Finanzmärkten auch am Repomarkt immer mehr an Bedeutung. Dies ist auf ihr Angebot an unterschiedlichen Dienstleistungen zurückzuführen, die in Kasten 2 näher erläutert werden.

3 Weitere Integration der Repomärkte im Euro-Währungsgebiet

Das Interesse der EZB an einem integrierten und effizienten Repomarkt

Reproverfahren und Repomärkte sind seit jeher bedeutsam für Zentralbanken, da sie dieses Instrument häufig für ihre geldpolitischen Operationen nutzen. Diese Einschätzung geht auch aus verschiedenen von Ausschüssen der Zentralbanken der G10-Staaten verfassten Berichten hervor (abrufbar unter www.bis.org). Die EZB und das Eurosystem insgesamt haben ein spezielles Interesse an Repogeschäften, da diese seit dem Eintritt in die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu den wichtigsten Instrumenten zählen, die im Rahmen der regelmäßigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems eingesetzt werden.

Das Eurosystem ist aufgrund seiner geldpolitischen Operationen und Innertageskreditgeschäfte der wohl bedeutendste Einzelnutzer von Sicherheiten im Euroraum. Die geldpolitischen Operationen des Eurosystems und insbesondere die zweiwöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden nicht nur in Form von Repogeschäften, sondern auch über besicherte Kredite (z. B. Pfandgeschäfte) abgewickelt. Dies hängt im Einzelnen von der jeweiligen operationalen Struktur der betreffenden nationalen Zentralbank ab. Abgesehen von den liquiditätszuführenden geldpoli-

tischen Geschäften müssen auch alle Innertageskredite, die die notwendige Liquidität für eine reibungslose Zahlungsabwicklung über das TARGET-System bereitstellen, voll besichert werden. Das Gesamtaufkommen aller im Zuge der Geschäfte des Eurosystems verwendeten Sicherheiten belief sich im Jahr 2001 auf durchschnittlich 560 Mrd €, von denen 230 Mrd € auf die geldpolitischen Operationen und 330 Mrd € auf Innertageskredite im Rahmen von TARGET-Zahlungen entfielen. Für die besicherten Operationen des Eurosystems wird ein breites Spektrum verschiedener Sicherheiten anerkannt, angefangen von Staatsanleihen des Euroraums über Pfandbriefe bis hin zu Unternehmensanleihen. Die Art der Sicherheit hat zwar keinen Einfluss auf den Kreditzins, doch werden verschiedene, auf das jeweilige Risikoprofil einer Sicherheit abgestimmte Sicherheitsabschläge in Anrechnung gebracht. Die Operationen des Eurosystems sind ein Beispiel für liquiditätsinduzierte Transaktionen, bei denen die Sicherheit mehr oder weniger bedeutungsneutral ist, solange sie die Zulassungskriterien erfüllt. Da das Eurosystem in großem Umfang Sicherheiten des privaten Repomarkts absorbiert, hat die EZB ein natürliches Interesse an der Liquidität, Effizienz und Integration dieses Markts, der den Geschäftspartnern des Eurosystems einen problemlosen Zugang zu refinanzierungsfähigen Sicherheiten bietet und

ihnen damit die Teilnahme an den entsprechenden Operationen ermöglicht.

Ein weiteres Augenmerk legt die EZB auf die Struktur und Funktionsweise des Euro-Geldmarkts insgesamt, von dem der Repomarkt ein Teilsegment ist. Da die EZB ihre Geldpolitik am Geldmarkt durchführt, stellt dieser die erste Verbindung zum geldpolitischen Transmissionskanal her. Darüber hinaus stellt die EZB die auf dem Geldmarkt insgesamt erforderliche Liquidität bereit und ist daher an einer gleichmäßigen Verteilung der Liquidität auf diesem Markt interessiert. Im Hinblick auf eine Verringerung der Volatilität der kurzfristigen Zinssätze ist es in der Tat unerlässlich, dass Finanzströme ungehindert von einem Geldmarktsegment in ein anderes fließen können. Aus diesem Grund würde ein stärker integrierter Repomarkt, der in Bezug auf Wertpapiere und Geschäftspartner von lokalen Aspekten losgelöst wäre, Repo-geschäfte zu einem echten Instrument der Liquiditätssteuerung machen, das dem unbesicherten Interbankenmarkt gleichgestellt wäre.

Über die reine Perspektive des Nutzers hinaus ist der Repomarkt für die EZB auch zur Gewährleistung der Finanzmarktstabilität bedeutsam. Die Möglichkeit der Marktteilnehmer, am Repomarkt Kredite in Form von Wertpapieren aufzunehmen, ist tatsächlich eine effizientere Methode, das Risiko eines Nichtzustandekommens der Wertpapierabwicklung zu mindern, als dies bei einem endgültigen Kauf der Wertpapiere am Markt der Fall wäre. Im Übrigen verringern Repomärkte als besicherte Märkte die systemischen Risiken, indem sie Kreditnehmern, die vorübergehend in Schwierigkeiten geraten, die Kreditaufnahme zu jeder Zeit problemlos ermöglichen und das Finanzsystem damit widerstandsfähiger gegen Schocks machen. Unter bestimmten Bedingungen – insbesondere bei abrupten Anpassungen der Standards für Sicherheiten (z. B. der Sicherheitsabschläge) in Zeiten großer Anspannung – kann die Verwendung von Sicherheiten die Marktdynamik allerdings auch verändern.

Auch die Integration des Repomarkts verfolgt die EZB mit großem Interesse, das aus ihrem Engagement für eine verbesserte Entwicklung und Integration des Finanzsystems des Euro-raums sowie für die Gewährleistung gleicher Wettbewerbsbedingungen und der Gleichbehandlung aller Geschäftspartner im Eurogebiet resultiert. Dies ist beim Repomarkt, der mehrere – auf Liquidität oder Wertpapieren beruhende – Märkte miteinander verknüpft, von besonderer Relevanz. Ein fragmentierter Repomarkt könnte die Funktionsweise anderer wichtiger Märkte wie der Anleihe- oder Terminmärkte in Mitleidenschaft ziehen. Es gilt daher sicherzustellen, dass die Repo-Teilnehmer überall am Geldmarkt des Euroraums auf das gesamte Spektrum der Geschäftspartner und Wertpapiere des Euroraums zurückgreifen können, und zwar ohne dabei unverhältnismäßig große Unterschiede in Bezug auf Kosten, Effizienz oder Komplexität in Kauf nehmen zu müssen.

Auch grundsätzlichere Überlegungen schließlich sprechen für eine Integration der Repomärkte. Ein integrierter Repomarkt ist für eine effiziente Allokation der Ressourcen im Eurogebiet und eine effiziente Nutzung des Kapitals durch die Banken unerlässlich. Er würde darüber hinaus auch zur Vervollständigung der Märkte beitragen, indem er das Spektrum der verfügbaren Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten erweitern würde. Darüber hinaus würde eine zunehmende Integration die Liquidität des Repomarkts steigern. Die Vorteile liegen auf der Hand: niedrigere Kapitalbeschaffungskosten auf Seiten der Kreditnehmer sowie eine effizientere Preisgestaltung innerhalb der Marktsegmente und finanzmarktübergreifend.

Integrationsfördernde Initiativen seit 1999

Die Einführung des Euro hat das Tempo der Integration aller Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets beschleunigt. Dies gilt auch für den Repomarkt, wo verschiedene Institutionen große Anstrengungen in Richtung Integration unternommen haben.

Marktverbände und Marktteilnehmer haben mehrere Initiativen zur Förderung der Integration der Repomärkte auf den Weg gebracht. Die ersten Initiativen nach der Einführung des Euro hatten eine Harmonisierung der Marktusancen und Risikomanagementverfahren (Konventionen, Bewertung zu Marktpreisen usw.) zum Ziel. Darüber hinaus verfolgten sie schon zu einem frühen Zeitpunkt die Absicht, eine standardisierte und harmonisierte rechtliche Dokumentation für den Repomarkt zu erstellen. Üblicherweise wurden die inländischen Transaktionen – gegebenenfalls – auf Basis verschiedener nationaler Rahmenverträge abgewickelt, während der dem englischen Recht unterliegende PSA/ISMA-Vertrag nahezu ausschließlich bei grenzüberschreitenden Transaktionen zum Einsatz kam. Letzterer wurde im Jahr 2000 dahingehend aktualisiert, dass er die Marktgegebenheiten auch in anderen Ländern (wie beispielsweise Italien und Spanien) berücksichtigt. Parallel dazu sollte die Schaffung des „European Master Agreement“ (EMA) im Jahr 2000 zu einer geringeren Verwendung der verschiedenen nationalen Verträge beitragen, da das EMA als ein in mehreren Rechtssystemen gültiger, mehrsprachiger und für unterschiedliche Produkte geeigneter Vertrag ausgelegt ist. Da es den Vertragsparteien vollkommen freisteht, sich auf das anwendbare Recht und die Gerichtsbarkeit zu einigen, eignet sich das EMA sowohl für Parteien, die derselben Rechtsordnung unterliegen, als auch für solche, die unterschiedlichen Rechtssystemen angehören. Das EMA könnte sich schrittweise zu einem Standardvertrag für den heimischen Repomarkt des Euro-Währungsgebiets entwickeln, wenngleich es sich bisher noch nicht entscheidend durchgesetzt hat. Die EZB hat die Einführung des EMA offiziell begrüßt und beschlossen, es für die Verwaltung ihrer Devisenreserven und Eigenmittel zu verwenden.

Neben anderen Initiativen hat der European Repo Council gemeinsam mit der European Banking Federation an der Einführung einer auf dem EUREPO-Index basierenden Referenzzinskurve für den Reposatz mitgewirkt, die zur Steigerung der Markttransparenz bei-

tragen und die Konvergenz der nationalen Repomärkte angesichts der Breite des GC-Korbs fördern soll. Darüber hinaus hat der ERC die halbjährliche Erhebung zum europäischen Repomarkt eingeführt und dient weiter als Diskussionsforum für Themen im Zusammenhang mit dem europäischen Repomarkt.

In den vergangenen Jahren haben auch die Gesetzgeber gehandelt, um die rechtliche Zuverlässigkeit von Besicherungstechniken und -verfahren – auch im Hinblick auf die Gültigkeit und Wirksamkeit der Verfahren zur Eigentumsübertragung, vor allem bei Insolvenz – sicherzustellen und zu steigern. Im Rahmen der Richtlinie des Europäischen Rats über Finanzsicherheiten, die im Juni 2002 in Kraft trat und bis Ende 2003 in nationales Recht umzusetzen ist, wurde eine Vielzahl dieser Aspekte geregelt. Die EZB hat den Vorschlag für diese Richtlinie in ihrer offiziellen Stellungnahme vom 13. Juni 2001⁵ als einen bedeutenden Beitrag zur Förderung der effizienten und sicheren Nutzung von Finanzsicherheiten auf inländischer und grenzüberschreitender Ebene, der über das hinausgeht, was bereits durch die „Finalitätsrichtlinie“ von 1998 erreicht wurde, ausdrücklich begrüßt.

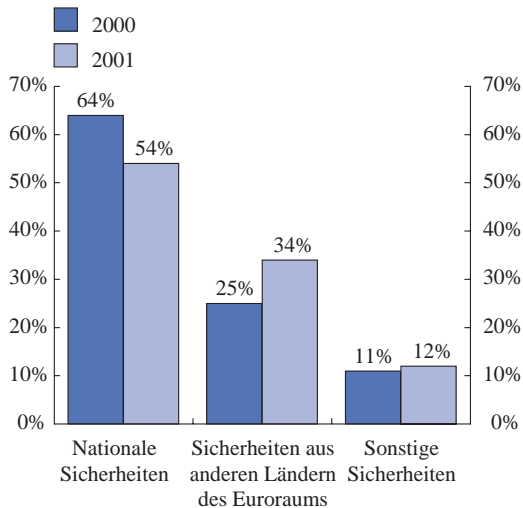
Auch die EZB selbst ist bestrebt, durch Gespräche mit Marktteilnehmern und Infrastrukturbetreibern sowie durch ihre Veröffentlichungen⁶ dazu beizutragen, das Bewusstsein der breiten Öffentlichkeit und der Fachkreise für die Notwendigkeit einer stärkeren Integration der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets zu schärfen.

Dank der Vielzahl von Initiativen zur Förderung der Marktintegration weisen Indikatoren in jüngster Zeit auf einen seit der Einführung des Euro gestiegenen Umfang grenzüberschreitender Transaktionen hin. So haben die Geschäftspartner in relativer Betrachtung verstärkt Sicherheiten aus anderen Ländern des Euroraums genutzt und damit ihre Ab-

5 *Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C 196 vom 12. Juli 2001, S. 10.*

6 *Siehe beispielsweise das Occasional Paper Nr. 1 der EZB mit dem Titel „The impact of the euro on money and bond markets“.*

Abbildung 5
Struktur der Sicherheiten am Repo-
markt des Euro-Währungsgebiets



Quelle: „Annual money market surveys“ des ESZB.
 Anmerkung: Die Angaben umfassen auch über Intermediäre (Wertpapierverwahrer, Depotbanken) abgewickelte Geschäfte.

hängigkeit von den nationalen Sicherheiten reduziert (siehe Abbildung 5). Dennoch bleiben die Internationalisierung und Integration der Repomärkte hinter dem Entwicklungsstand an den unbesicherten Märkten zurück. Dies wird durch die Tatsache veranschaulicht, dass 40 % der besicherten Kredite immer noch auf Geschäfte zwischen Geschäftspartnern desselben Euro-Landes entfallen, während es bei den unbesicherten Krediten nur 30 % sind. Dies lässt erkennen, dass nach wie vor gewisse Hindernisse existieren, die einer weiteren Integration des Repomarkts im Wege stehen und damit verhindern, dass die Marktteilnehmer uneingeschränkt mit allen Geschäftspartnern des Euro-Währungsgebiets Repogeschäfte abschließen können.

Verbleibende Integrationshindernisse

Die verbleibenden Integrationshindernisse sind durch die Verschiedenartigkeit der Wertpapierarten im Euroraum, die Fragmentierung der Infrastruktur, durch noch offene rechtliche und fiskalische Fragen sowie die Unterschiedlichkeit der Marktgepflogenheiten be-

gründet. Die Aufgabe, diese Barrieren abzubauen, liegt in den Händen unzähliger Akteure und hängt von der Art des jeweiligen Hindernisses ab. Bei den erwähnten Akteuren handelt es sich zum größten Teil um die Marktteilnehmer selbst (entweder direkt oder vertreten durch die jeweiligen Verbände), Gesetzgeber, Regulierungsbehörden, Zentralbanken und Infrastrukturbetreiber (z. B. Anbieter von Clearing- und Abrechnungssystemen).

Zunächst einmal stellt die Art und Weise, wie die Marktteilnehmer die unterschiedlichen nationalen Merkmale der in Repogeschäften als Sicherheit anerkannten Wertpapiere wahrnehmen, einen Teilaspekt der Fragmentierung des Repomarkts im Eurogebiet dar. Beispielsweise könnten angesichts der unterschiedlichen Bonitätseinstufung der Euro-Länder die Bedingungen von mit Staatsanleihen besicherten Repogeschäften länderabhängig voneinander abweichen (z. B. beim Reposatz oder Sicherheitsabschlag). Gleiches gilt für den divergierenden Liquiditätsgrad von Staatspapieren. Der Marktintegration wäre eine Erweiterung des eurobasierten GC-Konzepts, auf dessen Grundlage die Marktteilnehmer Wertpapiere mit ähnlichen, wenn auch nicht gleichen Merkmalen in ein und demselben Korb zusammenfassen könnten, förderlich. Stellvertretend für dieses Konzept sei auf die besicherten Operationen des Eurosystems verwiesen.

Ein weiterer bedeutsamer Aspekt der nationalen Merkmale von Wertpapieren liegt in deren steuerlicher Behandlung (insbesondere der Zinsen auf Staatsanleihen). Hier würde sich eine stärkere Harmonisierung im gesamten Euroraum positiv auswirken.

Auch die Organisation der Infrastruktur für die Abwicklung von Repogeschäften im Euro-Währungsgebiet stellt eine beträchtliche Hürde auf dem Weg zur weiteren Integration des Repomarkts und seiner Nutzung als Instrument der Liquiditätssteuerung dar. Die derzeitigen grenzüberschreitenden Abwicklungsverfahren sind fragmentiert und komplex und bedeuten für die Akteure am Repomarkt Kosten, Risiken und Ineffizienz. Als einfaches Bei-

spiel sei ein Teilnehmer genannt, der ein Repogeschäft abschließt, um sich Liquidität in Höhe von 100 Mio € gegen einen Korb von GC-Wertpapieren zu beschaffen. Angenommen, die Wertpapiere werden über fünf verschiedene Abrechnungssysteme abgewickelt, dann könnte es sein, dass der Geschäftspartner fünf verschiedene Verrechnungskonten in Systemen mit unterschiedlichen Geschäftszeiten, Abrechnungsfristen usw. unterhalten (oder einen respektive mehrere Intermediäre bzw. Verbindungen in Anspruch nehmen) muss. Daher ist eine stärkere Konsolidierung der Wertpapierabwicklungssysteme auf europäischer Ebene eine wiederkehrende Forderung der Teilnehmer am Repomarkt des Euroraums. Diesbezüglich haben sich die durch die Einführung des Euro frei gesetzten Wettbewerbskräfte allein noch nicht als stark genug erwiesen, um eine nennenswerte Konsolidierung zu bewirken. Mitte 2002 waren 19 nationale und zwei internationale Zentralverwahrer im Euro-Währungsgebiet tätig. Wenn eine Konsolidierung auf breiter Basis als zu langsam angesehen wird, dann sollte zumindest eine systemübergreifende Interoperabilität der Clearing- und Abrechnungsinfrastrukturen im Zusammenspiel mit einer stärkeren Harmonisierung und Standardisierung der Netting-, Betriebs- und Kommunikationsverfahren und -prozesse zwischen den einzelnen Systemen angestrebt werden. Parallel dazu gilt es, alle verbleibenden Zugangsbeschränkungen abzubauen.

Auch der zeitliche Rahmen der Abrechnungszyklen ist ein Bereich, in dem eine stärkere Standardisierung höchst willkommen wäre. Die Ausweitung einer effizienten taggleichen Abwicklung aller Geschäfte im Euroraum könnte auf mittlere Sicht die Nutzung von Repogeschäften zur Steuerung sehr kurzfristiger Liquidität beträchtlich erhöhen. Vor diesem Hintergrund sind das Europäische System der Zentralbanken (also die EZB und die 15 nationalen Zentralbanken der EU-Mitgliedsstaaten) und der Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) derzeit damit befasst, Standards auf dem Gebiet der Wertpapierabrechnung und -abwick-

lung auszuarbeiten. Ziel ist es, zu einer größeren Sicherheit, Effizienz und Harmonisierung unter den entsprechenden Dienstleistern zu gelangen. Darüber hinaus ist die EZB auch an anderen Initiativen beteiligt, sei es in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission (im Rahmen der Arbeitsgruppe Clearing und Abrechnung der Kommission und durch die aktive Teilnahme an der Vorbereitung von Konsultationen und Richtlinienentwürfen) oder mit Marktteilnehmern und Dienstleistern (durch die Gründung von Kontaktgruppen, die zu Beginn der einheitlichen Geldpolitik als Diskussionsforen konzipiert wurden).

Auf dem Gebiet der marktüblichen Praktiken schließlich sollte das Ziel, solide Risikomanagementverfahren zu etablieren, weiter verfolgt werden. Wie bereits bei den undokumentierten Sell/Buy-Back-Transaktionen in einigen Euro-Ländern zu sehen war, können ungeeignete Risikomanagementverfahren ein Grund für die zu geringe Offenheit nationaler Märkte sein. Um nicht nur einen höheren Grad der Standardisierung zu erreichen, sondern auch die Robustheit der Repomärkte in Zeiten der Anspannung zu stärken, sollten Merkmale wie eine systematische Dokumentation der Repos, die tägliche Neubewertung zu Marktpreisen sowie Einschüsse zur Regel werden. Neben der Wachsamkeit der Marktteilnehmer selbst ist auch der regulatorische Rahmen für die Repogeschäfte der Banken von essenzieller Bedeutung. Durch die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung („Basel II“) wird die Behandlung dieser Transaktionen auf der Grundlage eines stärker risikoorientierten Ansatzes neu geregelt. Zwar sind die endgültigen Vorschläge noch Gegenstand von Erörterungen, doch ist davon auszugehen, dass das neue Regelwerk eine Reihe von Optionen für die aufsichtliche Behandlung von Repos bieten wird, die der Funktion der Berichtspflicht gegenüber den Märkten sowie qualitativen Aspekten – zum Beispiel den Risikomanagementsystemen der einzelnen Banken – Rechnung tragen. Aus diesem Grund wird die Ausrichtung der regulatorischen Standards an den Marktgepflogenheiten dem reibungslosen Funktionieren des Repomarkts förderlich sein.

4 Schlussfolgerungen

Die Vorteile von Repogeschäften im Hinblick auf Risikominderung und Liquiditätssteuerung sind bei Marktteilnehmern wie Regulierungsbehörden weitgehend anerkannt. Infolgedessen entwickelt sich der Repomarkt im Euro-Währungsgebiet rasch und hat im Laufe der Zeit ein immer breiteres Spektrum von Marktakteuren angezogen, die mit einer immer größeren Vielfalt verschiedener Sicherheiten ihre Geschäfte tätigen. Wie sich gezeigt hat, stellt der Repomarkt auch ein wichtiges Bindeglied innerhalb der Finanzmärkte dar, da er die Liquidität und Funktionsweise anderer Märkte fördert und verbessert. Ungeachtet des beträchtlichen Fortschritts, der in diesem Bereich bereits erzielt wurde, bleibt das Zusammenwachsen der nationalen Re-

pomärkte zu einem einheitlichen Markt allerdings nach wie vor hinter den Erwartungen zurück. Den Marktteilnehmern wird es erst dann gelingen, die Vorteile von Repogeschäften voll auszuschöpfen, wenn ein einheitlicher Repomarkt an die Stelle der Vielzahl nationaler Märkte im Euroraum getreten ist. Vor diesem Hintergrund trägt die EZB als „Zentralbank des Euro“ eine gewisse Verantwortung dafür, das nötige Bewusstsein zu schaffen und anstehende Maßnahmen zu koordinieren, wo immer dies erforderlich ist. In diesem Sinne ist die EZB bereit, all jene Initiativen zu unterstützen, die einen Fortschritt auf dem Weg zur Marktintegration darstellen.