



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

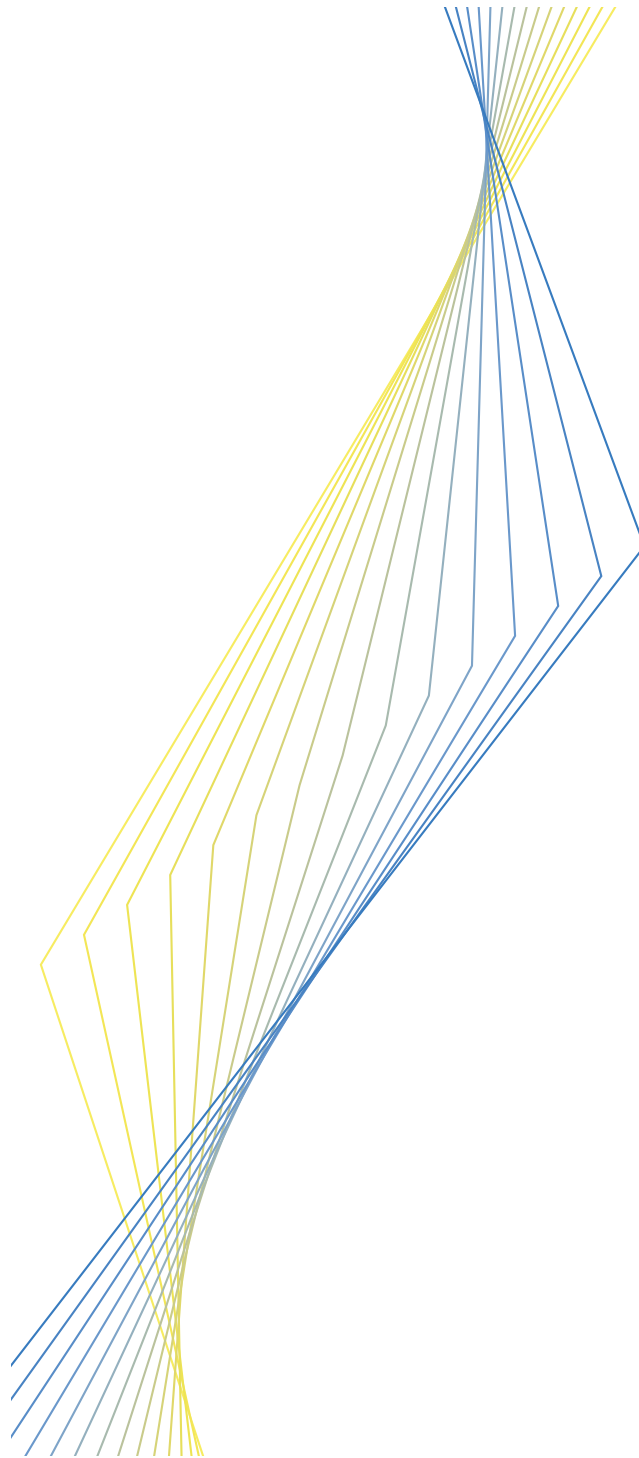
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

August 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

August 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 31. Juli 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	18
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	25
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	34
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juli 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
2 Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom dritten Quartal 2002 und sonstige verfügbare Indikatoren	21
3 Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum	31
4 Fusions- und Übernahmeaktivitäten und die Zusammensetzung der Kapitalbilanz im Euro-Währungsgebiet	39
Preisniveauekonvergenz und Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet	43
Jüngste Entwicklungen und Risiken im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets	55
Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euro-Währungsgebiet	71
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

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 1. August 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 Beschlüsse stützten sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen in den vergangenen Wochen sowie auf eine Einschätzung, wie diese Entwicklungen die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen haben. Der EZB-Rat kam zu dem Ergebnis, dass von den jüngsten Entwicklungen zwar weiterhin gemischte Signale ausgehen, die Risiken für die Preisstabilität jedoch wieder ausgewogener sind.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so belief sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von April bis Juni 2002 auf 7,4 % und blieb damit gegenüber dem Zeitraum von März bis Mai 2002 unverändert. Die monetären Daten für Juni 2002 weisen darauf hin, dass sich die kürzerfristige Dynamik von M3 sowie der Kreditvergabe an den privaten Sektor abgeschwächt hat. Bei der Interpretation dieser monatlichen Daten ist Vorsicht geboten, da die jüngsten monetären Entwicklungen durch ein recht hohes Maß an Volatilität gekennzeichnet sind. Im zweiten Quartal 2002 war das M3-Wachstum relativ kräftig. Diese Entwicklung könnte zwar teilweise erneute Portfolioumschichtungen nach M3 widerspiegeln, die mit der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten verbunden sind, sie scheint jedoch auch von fundamentalen Faktoren, wie beispielsweise dem niedrigen Zinsniveau und der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet, bestimmt zu sein. Insgesamt gesehen gibt die erhebliche Überschussliquidität im Euroraum weiterhin Anlass zur Besorgnis.

Was die zweite Säule angeht, so stehen die jüngsten Daten der Auffassung, dass sich

die Konjunktur im Eurogebiet allmählich erholt, nicht entgegen. Die Mehrheit der Umfrageergebnisse und der Vorlaufindikatoren im Euroraum verbesserte sich gegenüber dem ersten Quartal im zweiten Quartal weiter, wenn auch etwas langsamer; dies deutet auf eine etwas kräftigere konjunkturelle Belebung im zweiten Quartal des laufenden Jahres hin. Für die nähere Zukunft ist eine anhaltende Erholung weiterhin sehr wahrscheinlich. Das Fehlen größerer Ungleichgewichte im Euroraum, die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie eine Zunahme des real verfügbaren Einkommens, die sich aus dem Rückgang der im ersten Quartal 2002 vorübergehend hohen Teuerungsrate ergibt, dürften die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum stützen.

Dennoch herrscht im Hinblick auf bestehende Ungleichgewichte in anderen Teilen der Weltwirtschaft und die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten erhebliche Unsicherheit bezüglich der Stärke des derzeitigen Konjunkturaufschwungs. Die Aktienmärkte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten verzeichneten im Juli drastische Rückgänge und setzten damit den seit den Rekordständen von Anfang 2000 beobachteten Abwärtstrend fort. Bei höherer Volatilität an den Aktienmärkten kommt im jüngsten Rückgang der Aktienkurse zum Teil die wachsende Besorgnis über die Verlässlichkeit von Bilanzdaten, aber auch über Unternehmensgewinne, die niedriger ausfielen als erwartet, zum Ausdruck. Die Portfolioumschichtungen von Aktien zu anderen Anlageformen trugen zu einem beträchtlichen Rückgang der Anleiherenditen im Euroraum bei; diese Entwicklung war über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg zu beobachten.

Im Hinblick auf die Preisentwicklung deutet die Vorausschätzung von Eurostat darauf hin, dass die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI aufgrund eines ungünstigen Basiseffekts im Zusammenhang mit den Energiepreisen von 1,8 % im Juni 2002 auf 1,9 % im Juli anstieg. Die am HVPI gemessene Teuerung ohne die volatileren Komponenten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungs-

mittel verharnt seit Jahresbeginn auf einem hohen Niveau, was insbesondere die Entwicklung bei den Dienstleistungspreisen widerspiegelt.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so wird damit gerechnet, dass die HVPI-Steigerungsraten zum Teil aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel in den kommenden Monaten um einen Wert von 2 % schwanken werden. Der höhere Wechselkurs des Euro dürfte einen dämpfenden Effekt auf die Entwicklung der Teuerung haben, der sich größtenteils über einen längeren Zeitraum entfalten wird. Die Projektionen hinsichtlich der Preisentwicklung für das nächste Jahr beruhen weitgehend auf der Annahme von Lohnzurückhaltung. In dieser Hinsicht ist es Besorgnis erregend, dass das Lohnwachstum im Euroraum 2001 und Anfang 2002 trotz des gedämpften Wirtschaftswachstums tendenziell angestiegen ist. Übermäßige Lohnsteigerungen könnten zu zusätzlichem Kostendruck führen, was sich nicht nur auf die Preise, sondern auch auf die Wettbewerbsfähigkeit, das reale BIP-Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet auswirken könnte.

Insgesamt gesehen dürfte der höhere Wechselkurs des Euro zu einem geringeren Inflationsdruck beitragen. Dies schlägt sich auch in den Indikatoren der Erwartungen für die Verbraucherpreisentwicklung im Euroraum nieder. Andere Faktoren, insbesondere die Geldmengenentwicklung, aber auch die Lohnentwicklung sowie der Anstieg der Dienstleistungspreise, deuten allerdings nicht auf eine Abschwächung des längerfristigen Preisdrucks hin. Sämtliche Faktoren, die die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen könnten, müssen aufmerksam beobachtet werden.

Im Hinblick auf die Finanzpolitik im Euroraum ist es von entscheidender Bedeutung, dass alle Mitgliedstaaten eine mittelfristige Perspektive beibehalten, die im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt steht, und ihrer Verpflichtung nachkommen, bis 2003/04 einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt zu erzielen. In diesem Zusammenhang ist daran zu erinnern, dass die finanzpolitischen Zielsetzungen hinreichend ehrgeizige Anstrengungen für eine strukturelle Konsolidierung beinhalten und auf realistischen Wachstumsannahmen beruhen müssen. Bei der Gestaltung der Finanzpolitik der Mitgliedstaaten des Euroraums ist eine mittelfristige Perspektive erforderlich. Die Regierungen sind daher aufgerufen, die Reformen im Zusammenhang mit der Höhe und Struktur der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen voranzutreiben, um den notwendigen Spielraum für Steuersenkungen schaffen und die durch die Überalterung der Bevölkerung bedingte Belastung der öffentlichen Haushalte auffangen zu können.

In Bezug auf die Strukturreformen sollten die vor kurzem vom EU-Rat verabschiedeten Grundzüge der Wirtschaftspolitik entschlossen umgesetzt werden; dies würde entscheidend dazu beitragen, das trendmäßige Potenzialwachstum des Euro-Währungsgebiets zu erhöhen und die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit abzubauen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste befasst sich mit Preisniveauekonvergenz im Euroraum, der zweite Aufsatz bietet einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen und Risiken im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets, und der dritte Beitrag untersucht die Entwicklung von Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euroraum.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 1. August beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender 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).

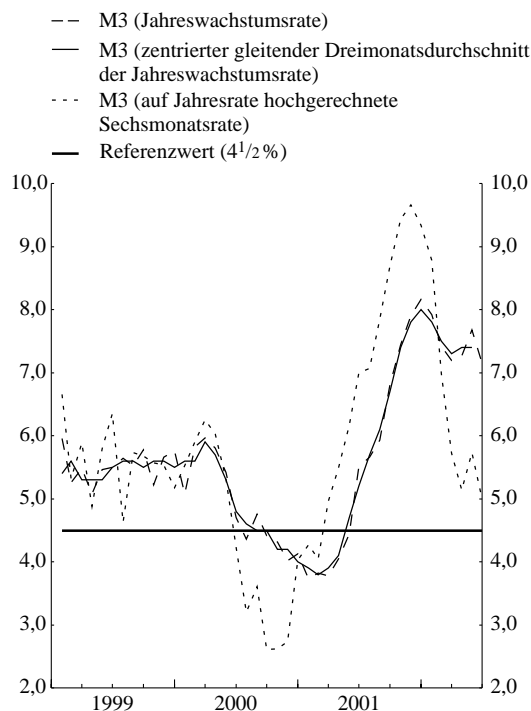
Rückgang des jährlichen M3-Wachstums im Juni

Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 lag im Zeitraum von April bis Juni 2002 bei 7,4 % und blieb damit gegenüber dem Zeitraum von März bis Mai unverändert. Die Jahreswachstumsrate von M3 verringerte sich von 7,7 % im Mai auf 7,1 % im Juni (siehe Abbildung 2). Dieser Rückgang war sowohl auf einen Basis-effekt als auch auf den vergleichsweise mode-

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)

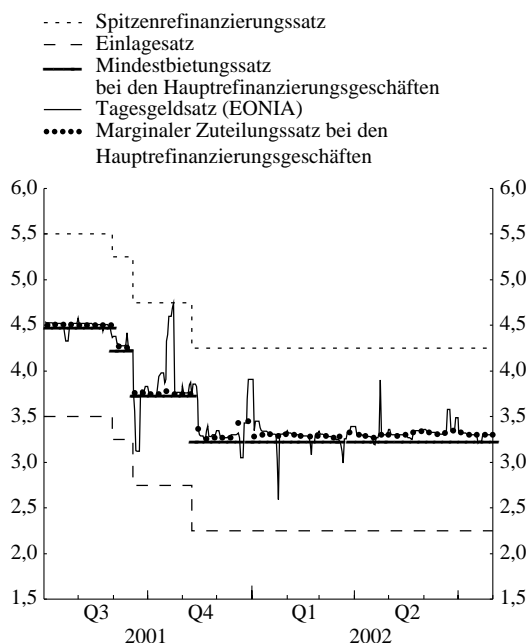


Quelle: EZB.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

raten monatlichen Anstieg im Juni zurückzuführen.

Bei der Interpretation der Verlangsamung des M3-Wachstums im Juni ist jedoch Vorsicht geboten, da die monatliche Geldmengenentwicklung in der jüngsten Vergangenheit von hoher Volatilität geprägt war. Insgesamt war im zweiten Quartal ein relativ starkes M3-Wachstum zu verzeichnen. Diese Entwicklung könnte teilweise erneute Portfolioumschichtungen zugunsten von M3-Instrumenten aufgrund der zuletzt wieder gestiegenen Unsicherheit an den Aktienmärkten und der Besorgnis über die Bilanzierungspraktiken von Unternehmen widerspiegeln. Im Gegensatz zur Entwicklung im Herbst 2001 dürften zugleich auch fundamentalere Faktoren, etwa die niedrigen Opportunitätskosten und die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet, zum Geldmengenwachstum beigetragen haben. Sowohl die nominale als auch die reale Geldlücke deuten nach wie vor darauf hin, dass im

Euroraum reichlich Liquidität vorhanden ist.¹ Insgesamt gibt die erhebliche Überschussliquidität im Euroraum weiterhin Anlass zur Sorge.

Der im Juni 2002 beobachtete Rückgang der Jahreswachstumsrate von M3 spiegelte eine schwächere Zunahme der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) und der marktfähigen Finanzinstrumente wider. Im Gegensatz dazu erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 geringfügig auf 6,9 %, gegenüber 6,8 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Dieser Anstieg ist auf das anhaltende Wiederanziehen des Bargeldumlaufs zurückzuführen. Im Juni setzte sich die bereits von März bis Mai beobachtete Zunahme des Bargeldumlaufs im Vormonatsvergleich in ähnlichem Umfang fort; saisonbereinigt erhöhte er sich um 10 Mrd €, was auf den raschen Wiederaufbau von Bargeldbeständen zurückzuführen sein dürfte. Zugleich dürften auch die derzeit niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung von in diesem Geldmengenaggregat enthaltenen Instrumenten und die konjunkturelle Erholung im Euroraum zur stärkeren Aus-

weitung der Geldmenge M1 beigetragen haben.

Bei den übrigen Komponenten von M3 verringerte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) von 6,7 % im Mai auf 6,1 % im Juni. Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ging im gleichen Zeitraum von 13,6 % auf 11,3 % zurück (siehe Tabelle I). Anders als in der Vergangenheit zog die gestiegene Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten im Juni keine wesentlich stärkere Nachfrage nach diesen Instrumenten nach sich. Dies könnte darin begründet liegen, dass die Anleger die Gelder aus dem Verkauf von Aktien primär in längerfristigen festverzinslichen Anleihen und weniger in kürzerfristigen Anlageformen investierten. Anders als im Herbst 2001 scheinen einige Anleger nun davon auszugehen, dass die anhaltende Abschwächung der Aktienkurse auf länger anhaltende Faktoren zurückzuführen ist. Darüber hinaus war

¹ Eine Beschreibung der realen und nominalen Geldlücke findet sich auf Seite 10 des Monatsberichts vom Juni 2002.

Tabelle I

Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	5,5	6,2	6,6	5,8	6,6	6,8	6,9
darunter: Bargeldumlauf	-18,5	-28,0	-20,0	-25,3	-22,0	-18,2	-14,4
darunter: Täglich fällige Einlagen	10,4	13,0	11,7	11,9	12,2	11,5	10,9
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	5,8	6,7	6,4	6,5	6,1	6,7	6,1
M2	5,7	6,4	6,5	6,2	6,3	6,7	6,5
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	20,6	15,6	13,1	13,7	13,3	13,6	11,3
M3	7,6	7,7	7,4	7,2	7,3	7,7	7,1
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	2,9	3,1	4,1	3,4	3,6	4,6	4,6
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,2	5,1	4,6	4,9	4,5	4,5	4,5
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,6	1,8	1,9	2,9	2,1	1,6	1,1
darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte	-0,8	-0,8	-0,9	0,1	-1,3	-1,0	-0,7
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	6,9	6,1	5,3	5,5	5,1	5,4	5,4
darunter: Buchkredite an den privaten Sektor	6,5	5,7	5,6	5,6	5,5	5,8	5,5

Quelle: EZB.

der Renditeabstand im Juni 2002 etwa 60 Basispunkte größer als im September 2001, wodurch längerfristige Anleihen gegenüber kürzerfristigen an Attraktivität gewannen. Im Einklang mit diesem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve nahmen die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im Berichtsmonat im Vorjahresvergleich weiterhin relativ stark zu (um 4,6 %, wie bereits im Vormonat).

Sinkende Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor

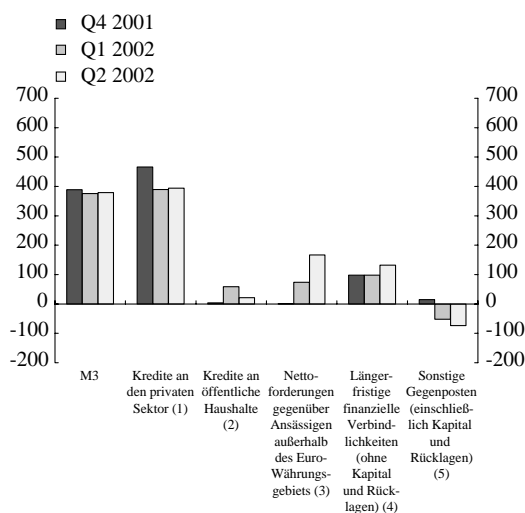
Auf der Aktivseite der MFI-Bilanz lag die jährliche Wachstumsrate der Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Juni 2002 bei 4,5 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert. Bei den zwei Hauptkomponenten dieser Position ging der jährliche Zuwachs der Kredite an die öffentlichen Haushalte von 1,6 % im Mai auf 1,1 % zurück, während sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor unverändert auf 5,4 % belief (siehe Tabelle 1 und Abbildung 3). Hinter der unveränderten Jahresrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor verbargen sich gegenläufige Entwicklungen bei den Teilkomponenten: Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der Buchkredite (von 5,8 % im Mai auf 5,5 %) und der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien wurde durch einen Anstieg der Jahreswachstumsrate der MFI-Bestände an Aktien, sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen ausgeglichen. Da der deutlichen Verlangsamung des Wachstums der Buchkredite im Juni drei Monate mit relativ starker monatlicher Expansion vorausgegangen waren und die monatlichen Daten eine hohe Volatilität aufweisen, sind diese zuletzt beobachteten Entwicklungen mit Vorsicht zu interpretieren.

Die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets stiegen im Juni 2002 stark an, und zwar in nicht saisonbereinigten Zahlen um 38,5 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juni erhöhten sich diese Forderungen um 166,5 Mrd €, nach 160,8 Mrd €

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.

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

in den zwölf Monaten bis Mai. Diese starke Zunahme in den letzten beiden Monaten spiegelte wohl die Rückführung von Kapital in den Euroraum sowie vermehrte Investitionen im Euroraum durch Gebietsfremde wider.

Im Mai leicht rückläufiges Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen

Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich geringfügig von 7,1 % im April 2002 auf 7,0 % im Mai. Diesem Rückgang lag eine Verringerung der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen um 0,3 Prozentpunkte auf 7,4 % im Mai dieses Jahres zugrunde. Im Gegensatz dazu wurde gleichzeitig eine Beschleunigung des jährlichen Wachstums des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2,6 Prozentpunkte auf 3,6 % verzeichnet (siehe Abbildung 4). Damit kehrte sich hier der seit März 2001 zu beobachtende rückläufige Trend um. Allerdings war der Anstieg relativ gering und ausschließlich auf die gestiegene Kreditauf-

nahme der öffentlichen Haushalte und der MFIs zurückzuführen. Dagegen nahm die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter ab.

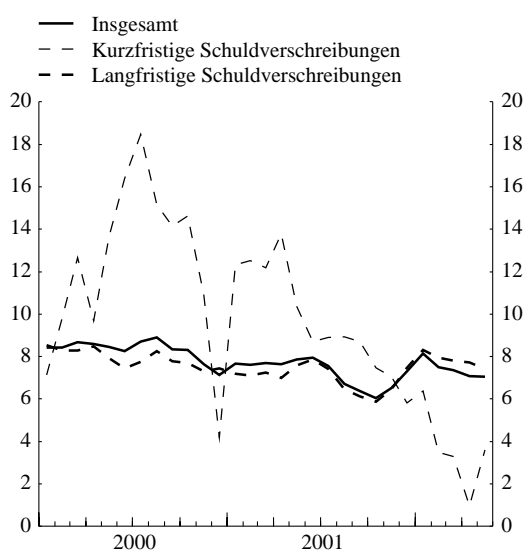
Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 6,7 % im April auf 7,1 % im Mai erhöhte. Gleichzeitig verringerte sich der Anteil der Euro-Schuldverschreibungen am gesamten Bruttoabsatz Gebietsansässiger von 93,5 % auf 91,6 %.

Aus der Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen von 4,5 % im April 2002 auf 5,3 % im Mai beschleunigte, wodurch sich der im bisherigen Jahresverlauf zu beobachtende rückläufige Trend umkehrte. Diesem Anstieg lag sowohl eine Zunahme der Jahresrate der Emission kurzfristiger als auch langfristiger Schuldverschreibungen auf 0,7 % bzw. 5,8 % im Mai zugrunde. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen stieg von 42,3 % im April auf 43,3 % im Mai an. Wie üblich hing dies insbesondere mit der Emissionstätigkeit von Finanzierungsgesellschaften zusammen, die an große Kapitalgesellschaften des Euroraums angeschlossen sind. Die hohen Zuwachsraten bei diesem Sektor sollten vor dem Hintergrund des insgesamt recht begrenzten Volumens der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen gesehen werden. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen fiel von 14,5 % im April auf 10,5 % im Mai. Die anhaltende Abnahme der Emissionstätigkeit dieses Sektors hängt offenbar mit der Verunsicherung hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten und den zurückgehenden Fusions- und Übernahmeaktivitäten zusammen. Der Umlauf an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen

kurzfristigen Schuldverschreibungen sank zwischen Mai 2001 und Mai 2002 um mehr als 10 %.

Was den Sektor der öffentlichen Haushalte anbelangt, so stieg die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von den Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 4,0 % im April auf 4,3 % im Mai. Grund für diesen Anstieg war, dass einige Länder des Euroraums in großem Umfang Staatsanleihen auflegten. Gleichzeitig beschleunigte sich das Jahreswachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen sonstiger öffentlicher Haushalte erheblich (von 26,6 % im April auf 30,3 % im Mai) und setzte damit den über weite Strecken dieses Jahres zu beobachtenden Trend fort. Beide Entwicklungen könnten mit einer Verschlechterung der Lage der öffentlichen Finanzen zusammenhängen. Die Bedeutung der vom Sektor der öffentlichen Haushalte begebenen Schuldverschreibungen zeigt sich daran, dass sich ihr Anteil am Gesamtwert der 20 größten Emissionen von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Eurogebiet zu-

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.

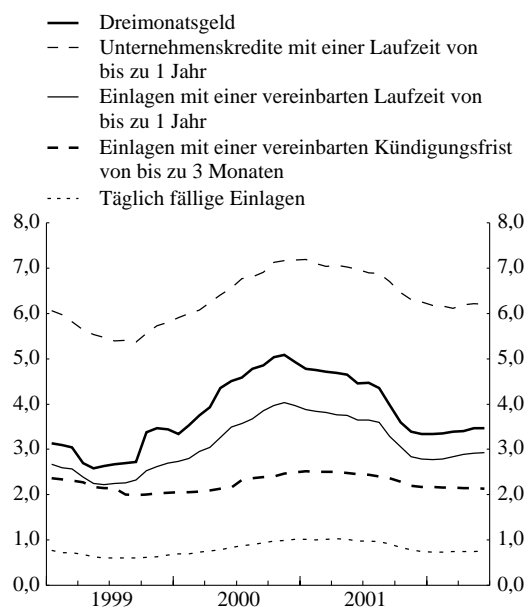
sammengenommen im Mai 2002 auf etwa 40 % belief.

Rückgang der langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Juni

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben im Juni 2002 im Vormonatsvergleich weitgehend unverändert. So stiegen beispielsweise die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr im Berichtsmonat um 2 Basispunkte und setzten damit ihren im bisherigen Jahresverlauf verzeichneten leichten Aufwärtstrend fort; die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten fielen hingegen um 2 Basispunkte (siehe Abbildung 5). Infolgedessen vergrößerte sich der Abstand zwischen diesen Einlagensätzen und den Dreimonats-Geldmarktsätzen im Juni auf 133 Basispunkte, den höchsten Wert dieses

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

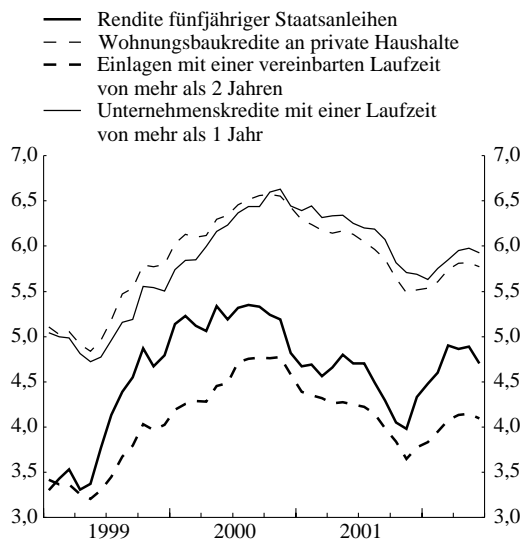


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit dem 1. 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 dem 1. Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Jahres. Der durchschnittliche Zinssatz für kurzfristige Unternehmenskredite blieb im Juni 2002 gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Die stabilen Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken spiegeln die im bisherigen Jahresverlauf relativ konstanten Dreimonats-Geldmarktsätze wider.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken fielen im Juni 2002 gegenüber dem Vormonat (siehe Abbildung 6). Zwischen Mai und Juni dieses Jahres gingen der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren um 5 Basispunkte und der Durchschnittssatz für langfristige Kredite um 6 Basispunkte zurück, womit sich der Aufwärtstrend, der im Dezember 2001 bzw. im Februar 2002 eingesetzt hatte, umkehrte. Im selben Zeitraum verringerte sich der durchschnittliche Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 4 Basispunkte. Der Rückgang der langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken entsprach der Entwicklung der Kapitalmarktzinsen, da die durchschnittliche

Rendite fünfjähriger Staatsanleihen, die im März 2002 einen Höchststand erreicht hatte, ihren seitdem rückläufigen Trend fortsetzte. Die Entwicklung der langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken spiegelt die zeitliche Verzögerung wider, mit der diese Zinssätze normalerweise auf die Entwicklung der Kapitalmarktzinssätze reagieren.

Rückgang der Geldmarktzinsen im Juli

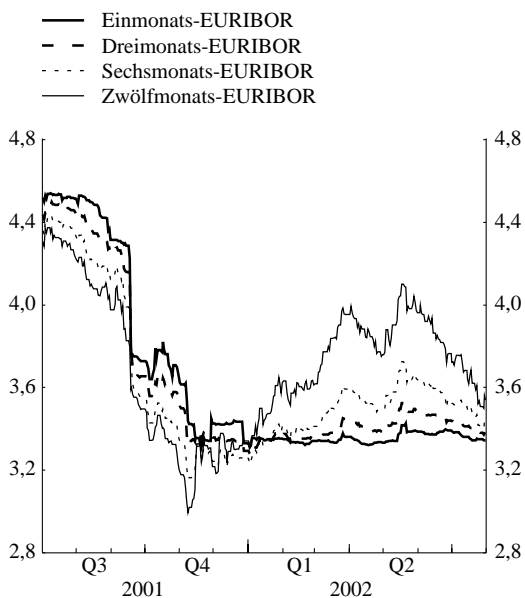
Die Geldmarktzinsen waren im Juli rückläufig und setzten damit den seit Ende Mai dieses Jahres zu beobachtenden Abwärtstrend fort, wobei der Rückgang bei den längeren Laufzeiten ausgeprägter war. Infolgedessen flachte sich die (positive) Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Juli ab. Darüber hinaus war im Berichtsmonat auch bei den Kurzfristzinsen, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, eine Abnahme zu verzeichnen.

Nachdem sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz Anfang Juli innerhalb einer Bandbreite von 3,32 % bis 3,34 % bewegt hatte, ging er allmählich zurück und näherte sich dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % (siehe Kasten 1). Die Zweiwochen-Geldmarktsätze blieben im Juli weitgehend unverändert und lagen etwa 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei den im Juli dieses Jahres abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 5 bis 8 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR gingen im Juli um 4 bzw. 6 Basispunkte zurück und lagen am Ende des Monats bei 3,35 % bzw. 3,38 % (siehe Abbildung 7). Bei dem am 25. Juli abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betrug der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,35 % bzw. 3,37 % und entsprachen damit in etwa dem zu diesem Zeitpunkt gültigen Dreimonats-EURIBOR. Sie lagen somit 3 bzw. 4 Basispunkte unter den

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

entsprechenden Sätzen des am 27. Juni abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt gingen die Zinssätze stärker zurück. Im Juli fielen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 12 bzw. 23 Basispunkte und betrugen am 31. Juli 3,42 % bzw. 3,54 %. Somit flachte die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, im Berichtszeitraum von 37 auf 19 Basispunkte ab.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die sich in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 und Anfang 2003 widerspiegeln, gingen im Laufe des Juli ebenfalls zurück. Die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2002 sowie im März 2003 zum Ausdruck kommen, fielen im Berichtsmonat um 16, 36 bzw. 49 Basispunkte und lagen am 31. Juli bei 3,35 %, 3,39 % bzw. 3,43 %.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juli 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	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	26.06.2002	10.07.2002	111,4	70,0	1,6	332	3,25	3,35	3,36
HRG	03.07.2002	17.07.2002	108,6	57,0	1,9	297	3,25	3,33	3,33
HRG	10.07.2002	24.07.2002	102,9	69,0	1,5	320	3,25	3,30	3,32
HRG	17.07.2002	31.07.2002	104,8	65,0	1,6	306	3,25	3,30	3,31
LRG	27.06.2002	26.09.2002	27,7	20,0	1,4	177	-	3,38	3,41

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften ging im Laufe der Mindestreserve-Erfüllungsperiode allmählich von 3,35 % auf 3,30 % zurück.

Der EONIA lag in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zwischen 3,35 % und 3,36 % und stieg aufgrund des Halbjahreseffekts am 28. Juni auf 3,49 % an. Vom 1. bis zum 9. Juli ging er dann allmählich zurück und erreichte 3,30 %. Auf diesem Stand verharrte er bis zum 15. Juli. Nach dem als Tender durchgeführten, am folgenden Tag zugeteilten Hauptrefinanzierungsgeschäft fiel er am 18. Juli aufgrund der als entspannt empfundenen Liquiditätslage auf einen Stand von 3,21 %. Die Mindestreserve-Erfüllungs-

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juni bis 23. Juli 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	190,6	0,2	+190,4
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	130,4	-	+130,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+ 60,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,2	-0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	369,1	428,1	-59,0
Banknotenumlauf	-	313,4	-313,4
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	54,4	-54,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	369,1	-	+369,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	60,3	-60,3
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,4
(d) Mindestreserve-Soll			130,7

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

periode endete am 23. Juli jedoch ausgeglichen; der EONIA stand zu diesem Zeitpunkt bei 3,31 %, und die Einlagefazilität wurde per saldo lediglich mit 2,1 Mrd € in Anspruch genommen. Die tagesdurchschnittlichen Überschussreserven (also die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 131,4 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 130,7 Mrd €) beliefen sich auf 0,7 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfende Wirkung der autonomen Faktoren, d. h. der nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, betrug per saldo durchschnittlich 59,0 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 55,9 Mrd € und 63,6 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich in der ersten Woche der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 3,2 Mrd €).

Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen setzt sich im Juli fort

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gingen vor dem Hintergrund anhaltender Turbulenzen an den Aktienmärkten von Ende Juni bis zum 31. Juli 2002 um rund 20 bzw. 35 Basispunkte auf 4,9 % bzw. 4,6 % zurück (siehe Abbildung 8). Damit vergrößerte

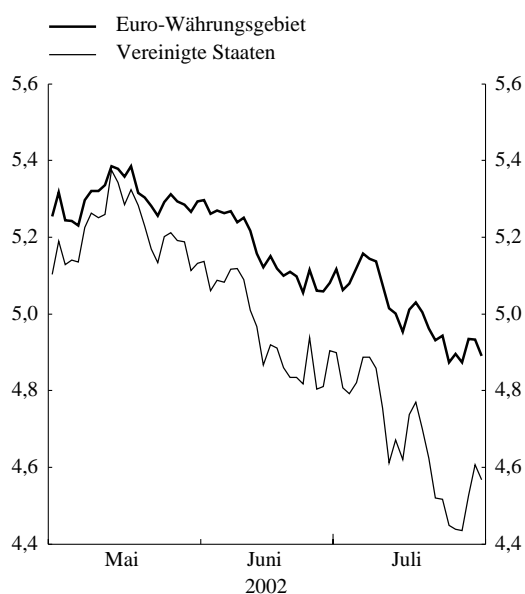
sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euro-Raum in diesem Zeitraum weiter um etwa 15 Basispunkte und belief sich am 31. Juli auf annähernd –30 Basispunkte.

In den Vereinigten Staaten war im Juli bei den Renditen der Staatsanleihen über das gesamte Fristenspektrum hinweg ein starker Rückgang zu verzeichnen, der bei den kurzen Laufzeiten am ausgeprägtesten war. Hauptursache für den allgemeinen Renditerückgang dürften die anhaltenden, aus Sicherheitsgründen vorgenommenen Mittelumrichtungen von den sich abschwächenden und turbulenten Aktienmärkten zu den liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen sein. Außerdem gingen die Marktteilnehmer wohl nunmehr davon aus, dass die Erholung der US-Konjunktur mit größerer Unsicherheit behaftet ist und hinter den zuvor gehegten Erwartungen zurückbleiben wird. Dafür spricht zum einen der starke Rückgang der Rendite zweijähriger Anleihen, der zu einem deutlich geringeren Renditevorsprung gegenüber den Dreimonats-Geldmarktsätzen führte. Zum anderen fiel die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen zwischen Ende Juni und dem 31. Juli um etwa 25 Basispunkte.

In Japan veränderte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Juni und dem 31. Juli nur geringfügig und lag zuletzt bei rund 1,3 %. Für Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Anleihen sorgte die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten, die

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

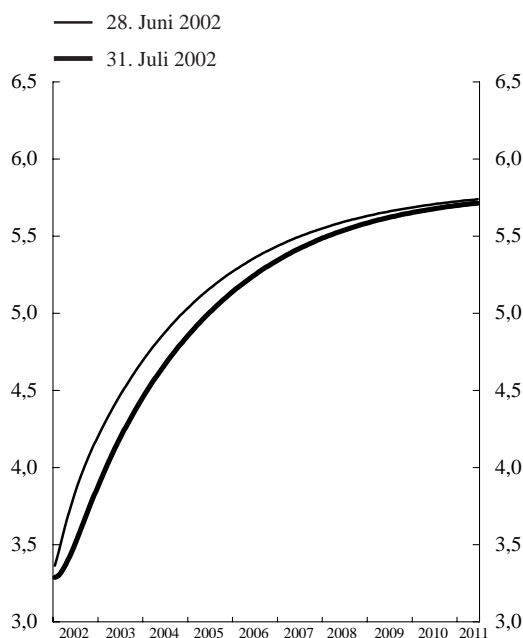
insgesamt auf leicht verbesserte Konjunkturperspektiven in Japan schließen lassen. Dem dürften allerdings – dem weltweiten Trend entsprechend – Mittelumschichtungen von Aktien zu sicheren Staatsanleihen entgegen gewirkt haben.

Im Euroraum sanken die Renditen der Staatsanleihen im Juli über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg, wenn auch nicht so stark wie in den Vereinigten Staaten. Die auf breiter Front zurückgehenden nominalen Anleiherenditen im Eurogebiet dürften zu einem guten Teil auf anhaltende Portfolioumschichtungen von den Aktien- zu den Anleihemärkten sowie auf ein Übergreifen der Entwicklungen an den US-Anleihemärkten zurückzuführen sein. Die reale Rendite französischer indexgebundener (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Anleihen gab von Ende Juni bis zum 31. Juli nur geringfügig um 5 Basispunkte nach, was auf eine sehr begrenzte Neueinschätzung der langfristigen Wachstumsperspektiven im Euroraum durch die Marktteilnehmer schließen lässt. Die entsprechende zehnjährige Breakeven-Inflationsrate fiel im gleichen Zeitraum um rund 10 Basispunkte. Wie bereits im Monat zuvor dürften sich darin teilweise die Auswirkungen der Portfolioumschichtungen von Aktien zu den liquidesten festverzinslichen Staatsanleihen widerspiegeln.

Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet verschob sich zwischen Ende Juni und dem 31. Juli nach unten (siehe Abbildung 9). Am ausgeprägtesten war der Rückgang bei den kurzen und mittleren Laufzeiten, während sich die Kurve am ganz kurzen Ende und am langen Ende nur leicht nach unten bewegte. Außer den oben erwähnten Auswirkungen der Mittelumschichtungen in sichere Anlageformen spiegelt sich im veränderten Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve möglicherweise auch die Einschätzung der Marktteilnehmer wider, dass die Abwärtsrisiken für die kurzfristigen Wachstumsperspektiven im Eurogebiet im Vergleich zum Vormonat leicht zugenommen 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.

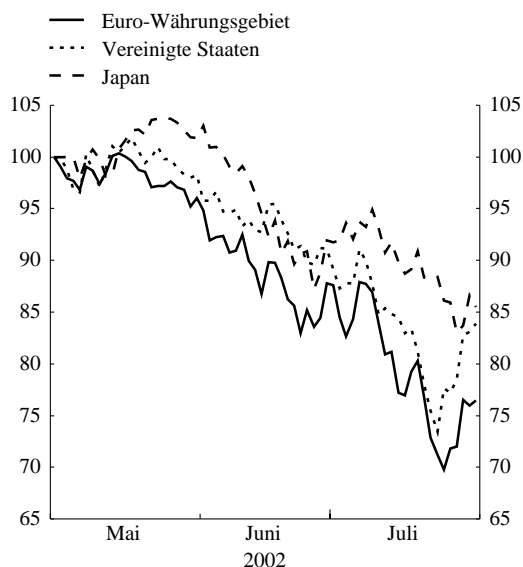
Von Ende Juni bis zum 31. Juli stieg die implizite Volatilität an den Anleihemärkten im Euroraum um rund 0,4 Prozentpunkte auf 5,1 %. Darin drückt sich eine leicht erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen aus, die eng mit den weltweit zunehmenden Turbulenzen an den Aktienmärkten zusammenhängen dürfte. Trotz dieses Anstiegs lag die implizite Volatilität am Anleihemarkt im Eurogebiet am 31. Juli noch nahe beim Durchschnitt der letzten Jahre.

Aktienkurse im Juli weltweit deutlich zurückgegangen

Vor dem Hintergrund anhaltender Bedenken hinsichtlich der Zuverlässigkeit ausgewiesener Unternehmensgewinne und Bilanzierungs-

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

(Index: 1. Mai 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.

praktiken in fast allen Wirtschaftsbereichen gingen die Aktienkursindizes in den großen Wirtschaftsräumen erheblich zurück. So büßten die Börsenkurse im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten von Ende Juni bis zum 31. Juli 2002, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und am Standard-&-Poor's-500-Index, 13 % bzw. 8 % ein (siehe Abbildung 10). Gegenüber ihren Höchstständen von Ende März 2002 brachen die Aktienkurse im Euroraum und den Vereinigten Staaten insgesamt um rund 28 % bzw. 22 % ein. In Japan sank der Nikkei 225 zwischen Ende Juni und dem 31. Juli dieses Jahres um 7 %.

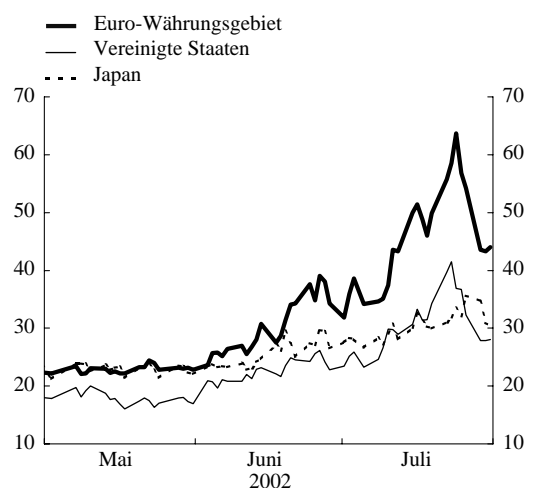
In den Vereinigten Staaten setzten die Aktienkursindizes ihren Abwärtstrend im Juli angesichts zahlreicher Fälle mangelhafter Unternehmensführung und -kontrolle fort. Gleichzeitig erhöhte sich zwischen Ende Juni und dem 31. Juli die Unsicherheit (gemessen an der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten

Volatilität) hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Aktienkurse deutlich (um 5 Prozentpunkte) auf ein Niveau, das weit über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag (siehe Abbildung 11). Schwächer als erwartet ausgefallene Gewinnmeldungen sowie Anschuldigungen im Hinblick auf Bilanzierungsunregelmäßigkeiten bei Unternehmen aus verschiedensten Wirtschaftszweigen, insbesondere aber aus dem Telekommunikationssektor trugen zu dieser Entwicklung bei. Die Aktienkurse von Unternehmen aus dem Einzelhandelssektor wurden auch von neuen Daten, die auf eine Verschlechterung des Verbrauchervertrauens in den USA hindeuteten, in Mitleidenschaft gezogen.

In Japan dürfte das insgesamt schlechte Abschneiden des Aktienmarkts in erster Linie auf Bedenken der Marktteilnehmer bezüglich der wirtschaftlichen Erholung in den USA zurückzuführen sein; dies könnte insbesondere vor dem Hintergrund der Yen-Aufwertung

Abbildung 11
Implizite Aktienkursvolatilität im
Euro-Währungsgebiet, in 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 Preisen von Aktienindexoptionen 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.

negative Auswirkungen auf die japanischen Exporte haben. Wie auch an anderen wichtigen Märkten nahm zwischen Ende Juni und dem 31. Juli die Unsicherheit, gemessen an der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten Volatilität, zu und erreichte ein Niveau, das nahezu 3 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag.

Im Euroraum fielen die Aktienkurse, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, auf ihren niedrigsten Stand seit November 1998. Gleichzeitig erhöhte sich die Unsicherheit – gemessen an der aus Optionen auf den Dow-

Jones-Euro-STOXX-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – zwischen Ende Juni und dem 31. Juli deutlich auf ein Niveau, das 18 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag. Die auf breiter Front zurückgehenden Aktienkurse dürften zusammen mit der stark gestiegenen Unsicherheit eine Erhöhung der Risikoprämien und möglicherweise eine Neueinschätzung der kurzfristigen Ertragslage der Unternehmen im Euroraum widerspiegeln. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren zeigt, dass die Kursverluste von Unternehmen aus der Versicherungsbranche besonders stark ausgeprägt waren.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im Juli 2002 vermutlich leicht gestiegen

Im Juli 2002 dürfte die Inflation gemessen am HVPI leicht gestiegen sein, wie aus der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung von 1,9 % hervorgeht (siehe Tabelle 2). Dieser Anstieg ist aller Wahrscheinlichkeit nach auf Basiseffekte infolge des Rückgangs der Ölpreise im Juli 2001 zurückzuführen, die allerdings teilweise durch niedrigere Vorjahresraten einiger Teilkomponenten kompensiert wurden. Über die Entwicklung der HVPI-Komponenten im Juli 2002 liegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch noch keine genauen Angaben vor.

Für Juni 2002 stehen detaillierte Angaben über die Teilkomponenten des HVPI zur Verfügung. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet betrug in diesem Monat 1,8 % und war damit um 0,2 Prozentpunkte geringer als im Mai. Dieser Rückgang war größtenteils durch niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel bedingt. Der Anstieg des HVPI gegenüber dem Vorjahr ohne diese beiden Komponenten lag dagegen im sechsten Monat in Folge unverändert bei 2,6 %.

Die Energiepreise sind im Juni 2002 mit -3,6 % gegenüber dem Vorjahr stärker zu-

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	2,4	2,1	2,6	2,1	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,9
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	2,3	1,7	2,2	1,4	2,1	2,0	2,0	1,3	1,0	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,5	5,1	4,7	4,9	2,8	4,8	4,2	3,6	2,7	2,3	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,8	3,3	3,5	3,5	3,1	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,0	7,9	6,7	7,0	2,4	7,1	5,5	4,1	2,1	1,1	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	1,0	0,2	0,9	0,7	0,7	1,0	1,2	0,6	0,3	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	0,9	1,6	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6	.
Energie	2,4	13,3	2,7	1,1	-4,1	-2,1	-2,4	-2,9	-1,6	-0,5	-2,9	-3,6	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,5	2,8	3,1	3,2	3,0	3,2	3,0	3,3	3,2	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	1,4	-1,0	-0,9	.	-1,1	-0,8	-0,8	-1,0	.	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,4	1,0	2,6	2,6	3,4	3,9	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ³⁾	0,9	1,5	0,1	0,2	-0,4	-0,9	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,3	2,6	2,7	2,7	2,9	3,0	.	.	.	.	.	.	.
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,3	3,2	3,4	3,7	3,3	3,9	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	29,0	22,4	24,6	27,8	23,5	27,9	29,3	28,1	25,8	25,9
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-10,4	-15,6	-3,6	-5,5	-4,0	-0,3	-1,4	-6,8	-8,4	-7,7

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 Juli 2002 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

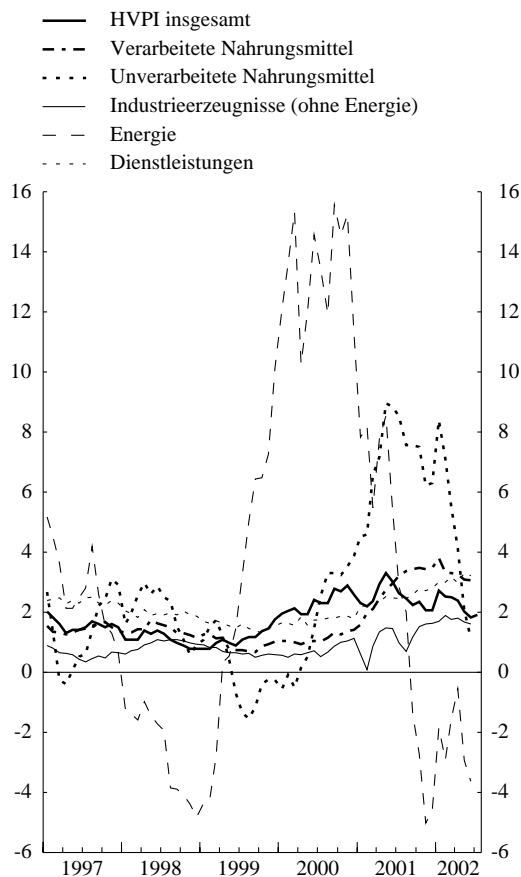
4) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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.

rückgegangen als im Mai (siehe Abbildung 12); ausschlaggebend hierfür war, dass die auf Euro lautenden Ölpreise im Juni um über 8 % gesunken sind. Der Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel um 1,0 Prozentpunkte auf 1,1 % im Juni 2002 resultierte aus einem weiteren Nachlassen des Effekts der Preiserhöhungen bei Gemüse, wie sie zu Beginn dieses Jahres aufgrund ungünstiger Witterungsverhältnisse in mehreren Ländern des Euroraums aufgetreten sind. Auch niedrigere Fleischpreise trugen zu dieser Entwicklung bei, wenn auch in wesentlich geringerem Umfang.

Der Preisanstieg bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ging im Vorjahrsvergleich abermals um 0,1 Prozentpunkte auf 1,6 % zurück. Dies lässt den Schluss zu, dass die indirekten Auswirkungen vergangener Schocks auf diese Komponente weiter an Bedeutung verlieren. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel belief sich im Juni 2002 auf 3,1 % und blieb somit gegenüber dem Vormonat unverändert.

Die Vorjahrsrate der Dienstleistungspreise sank im Juni 2002 um 0,1 Prozentpunkte auf 3,2 %. Ungeachtet der Tatsache, dass die Preise der Freizeitdienstleistungen und persönlichen Dienstleistungen nach wie vor verhältnismäßig stark anzogen, war dieser Rückgang im Wesentlichen auf diese Teilkomponente zurückzuführen. Die Gastronomiepreise wurden offenbar seit Anfang 2002 merklich von der Euro-Umstellung beeinflusst. Wenngleich davon auszugehen ist, dass die Jahreswachstumsraten in diesem Bereich noch einige Zeit über den historischen Durchschnittswerten liegen werden, sind die Steigerungsraten gegenüber dem Vormonat von ihrem sehr hohen Niveau zu Jahresbeginn wieder nahezu auf ihren Wert vor der Euro-Bargeldeinführung zurückgekehrt.

Der jüngsten Analyse von Eurostat zufolge entfällt auf die Auswirkungen der Euro-Bargeldeinführung voraussichtlich ein Anteil von 0,0 bis 0,2 Prozentpunkten am HVPI-Gesamtanstieg von 1,4 % zwischen dem zweiten Halbjahr 2001 und dem ersten Halbjahr 2002.

Im Mai 2002 stärkerer Rückgang der Erzeugerpreise gegenüber dem Vorjahr

Im Vorjahrsvergleich belief sich der Rückgang der industriellen Erzeugerpreise im Eurogebiet im Mai auf 1,0 %, nach 0,8 % im April (siehe Abbildung 13). Grund hierfür war im Wesentlichen der stärkere Rückgang der Energiepreise gegenüber dem Vorjahr. Diese Entwicklung wurde ebenfalls von den Konsumgüterpreisen gestützt, deren Jahresrate den niedrigsten Stand seit zwei Jahren erreichte. Maßgeblich hierfür dürften die nach-

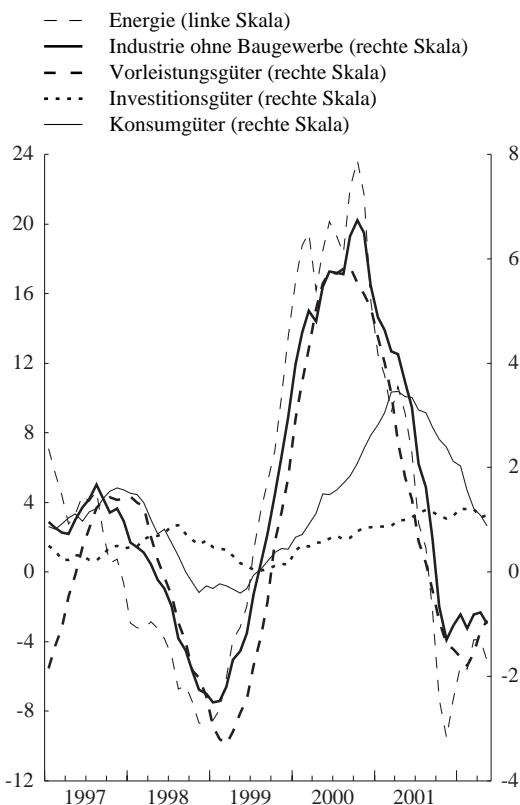
lassenden indirekten Auswirkungen vergangener Importpreissteigerungen gewesen sein.

Der Rückgang der Vorleistungsgüterpreise im Vergleich zum Vorjahr verlangsamte sich im Mai dagegen weiter. Darin spiegelt sich offenbar das Anziehen der Rohstoffpreise, insbesondere der Ölpreise, zwischen Januar und April 2002 wider. Im Mai erhöhte sich auch die Vorjahrsrate der Preise für Investitionsgüter.

Hinsichtlich der aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise deutet der im Juni 2002 verzeichnete erneute Anstieg des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet auf einen im dritten Monat in Folge zunehmenden Preisauftrieb bei den Vorleistungsgütern hin (siehe Abbildung 14).

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

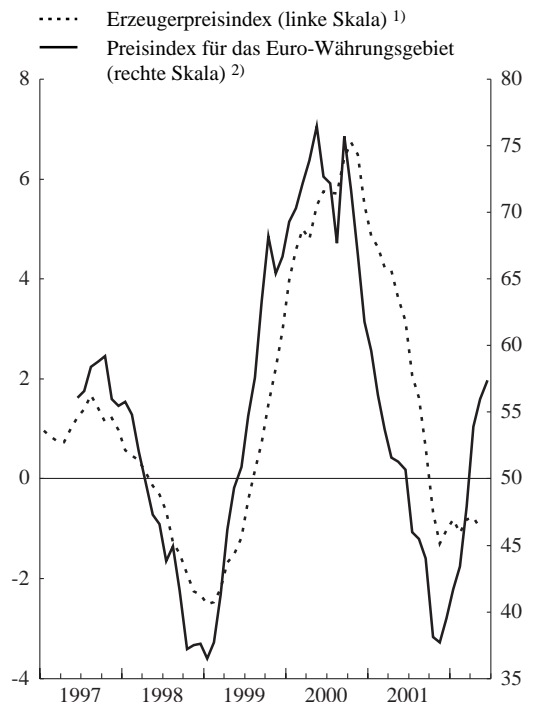
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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.

Arbeitskostenindikatoren im ersten Quartal 2002 gestiegen

Im ersten Quartal 2002 belief sich die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten auf 3,9 % und war damit um 0,5 Prozentpunkte höher als im Schlussquartal 2001. Dieser Anstieg beruhte größtenteils auf einem stärkeren Rückgang der Arbeitsproduktivität. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich geringfügig von 2,9 % auf 3,0 %, was auch den bisher vorliegenden Zahlen zur Entwicklung der Tariflöhne im ersten Quartal 2002 entspricht.

Der zweiten Eurostat-Schätzung zufolge erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Ge-

samtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im ersten Quartal 2002 auf 3,9 % und lag damit um 0,6 Prozentpunkte über der Rate im Schlussquartal 2001. Die Wachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde weist zwar wie die Entwicklung anderer Arbeitskostenindikatoren bereits seit Anfang 2001 eine steigende Tendenz auf, doch könnte sie von der veränderten Zahl der Arbeitstage in einigen Ländern beeinflusst sein.

HVPI-Inflation in den kommenden Monaten voraussichtlich bei rund 2,0 %

Auch wenn die kurzfristigen Inflationsaussichten in erster Linie von der Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses abhängen, wirken sich einige ungünstige Basiseffek-

te auf die volatileren Komponenten des HVPI und damit auch kurzfristig auf den HVPI insgesamt aus. Infolgedessen ist auf kurze Sicht mit einer Teuerung nach dem HVPI von rund 2 % zu rechnen, zumal es noch keine Anzeichen für ein Nachlassen des bisherigen Preisauftriebs bei den Dienstleistungspreisen gibt. Damit die Inflationsraten dauerhaft unter 2 % bleiben, müssen die Lohnsteigerungen mittelfristig mit Preisstabilität vereinbar bleiben.

Einen Überblick über die Indikatoren der Erwartungen des privaten Sektors vermittelt Kasten 2 mit dem Titel „Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom dritten Quartal 2002 und sonstige verfügbare Indikatoren“.

Kasten 2

Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom dritten Quartal 2002 und sonstige verfügbare Indikatoren

In diesem Kasten werden die verfügbaren Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors bezüglich der Inflation und des Wachstums im Euro-Währungsgebiet dargestellt. Im Folgenden werden die Ergebnisse des von der EZB in der zweiten Hälfte des Monats Juli 2002 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das dritte Quartal 2002 zusammengefasst. Der Titel der Umfrage macht deutlich, dass es sich bei den Teilnehmern um Fachleute sowohl aus Finanzinstituten als auch aus nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union handelt. Da den Umfrageteilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, auf die sie ihre Prognosen stützen können, ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse höchstwahrscheinlich relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln. Soweit möglich, wurden bei der Darstellung auch die sonstigen Quellen für die Erwartungen des privaten Sektors für die gleichen Prognosezeiträume berücksichtigt.¹

Inflationserwartungen für 2002, 2003 und 2004

Die SPF-Teilnehmer erwarten, dass die jährliche Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr 2,1 % betragen und 2003 auf 1,8 % zurückgehen wird (siehe nachstehende Tabelle). Damit blieben die Inflationserwartungen – gegenüber den in der vorherigen SPF-Erhebung von Mitte April 2002 ermittelten Erwartungen – für 2002 unverändert und wurden für 2003 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Als wichtigsten Grund für diese Abwärtskorrektur nennen die Umfrageteilnehmer die Aufwertung des Euro. Die Ergebnisse stehen weitgehend im Einklang mit den von Consensus Economics im Juli 2002 für die gleichen

¹ Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2002, 2003, 2004 und „in fünf Jahren, 2007“. Außerdem werden die für zwei zusätzliche „gleitende Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen dargelegt. Die gleitenden Zeitfenster erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Umfragedurchführung die jüngsten Daten zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Im SPF vom dritten Quartal 2002 erstreckten sich die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI bis Juni 2003 und 2004, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum ersten Quartal 2003 und 2004 und für die Arbeitslosenquote bis Mai 2003 und 2004. Mithilfe der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnitten für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (zweites und drittes Quartal 2002) sowie von Consensus Economics (Juli 2002)

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

	Umfragezeitraum					
	2002	Juni 2003	2003	Juni 2004	2004	Längerfristig ³⁾
Teuerung nach dem HVPI ¹⁾						
Jüngste Erhebung (2002 Q3)	2,1	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Vorherige Erhebung (2002 Q2)	2,1	-	1,9	-	-	1,9
Consensus Economics (Juli 2002)	2,1	-	1,9	-	-	1,8
Reales BIP-Wachstum						
Jüngste Erhebung (2002 Q3)	1,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
Vorherige Erhebung (2002 Q2)	1,4	-	2,6	-	-	2,5
Consensus Economics (Juli 2002)	1,3	-	2,7	-	-	2,4
Arbeitslosenquote ²⁾						
Jüngste Erhebung (2002 Q3)	8,4	8,2	8,1	7,8	7,8	7,1
Vorherige Erhebung (2002 Q2)	8,5	-	8,2	-	-	7,3

1) Die Ergebnisse des SPF beziehen sich auf den HVPI, die Angaben von Consensus Economics hingegen auf die aggregierten erwarteten Jahreswachstumsraten der nationalen Verbraucherpreisindizes (VPI). Für Letztere wird die Angabe für das Euro-Währungsgebiet aus den Daten von Consensus Economics auf der Grundlage von nationalen Angaben für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande errechnet, die rund 85 % des Euro-Währungsgebiets insgesamt ausmachen.

2) In Prozent der Erwerbspersonen.

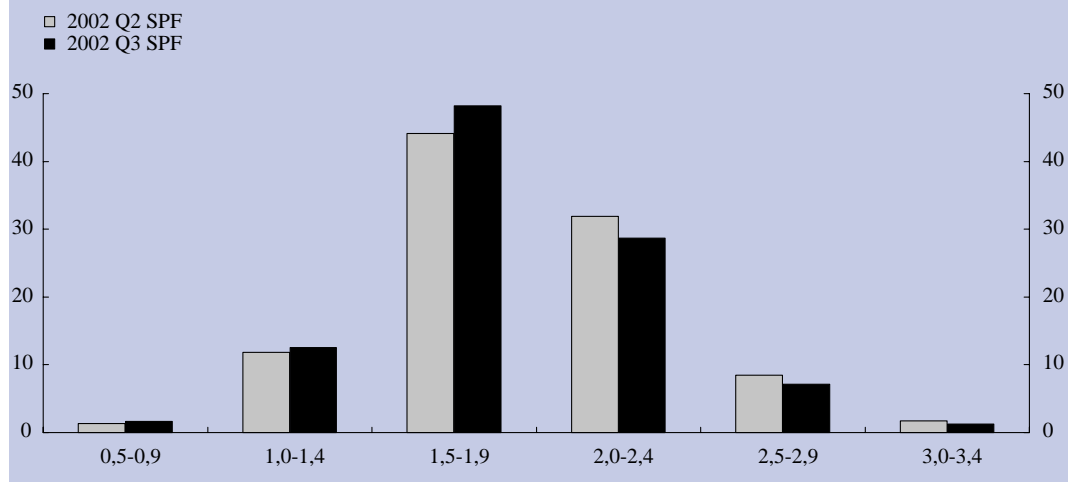
3) In der SPF-Umfrage Q3 beziehen sich die längerfristigen Inflationserwartungen auf das Jahr 2007, in der des Vorquartals (Q2) auf das Jahr 2006. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2008 bis 2012 (die Daten wurden in der Erhebung von Consensus Economics vom April 2002 veröffentlicht).

Zeiträume gemeldeten Daten (2,1 % bzw. 1,9 %). Für das Gesamtjahr 2004 erwarten die SPF-Umfrageteilnehmer eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,9 %. Für die gleitenden Zeitfenster Juni 2003 und Juni 2004 betragen die erwarteten Inflationsraten 1,8 % bzw. 1,9 %.

Wie im Monatsbericht vom März 2002 erläutert, sieht der SPF-Fragebogen auch vor, dass die Teilnehmer die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der die tatsächlichen Ergebnisse innerhalb bestimmter Intervalle liegen werden. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten beiden Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für 2003. Beide Verteilungen sind um das Intervall von 1,5 % bis

Abbildung A: Wahrscheinlichkeitsverteilung für die bei den letzten beiden SPF-Erhebungen erwartete durchschnittliche Inflation für 2003

(in %)



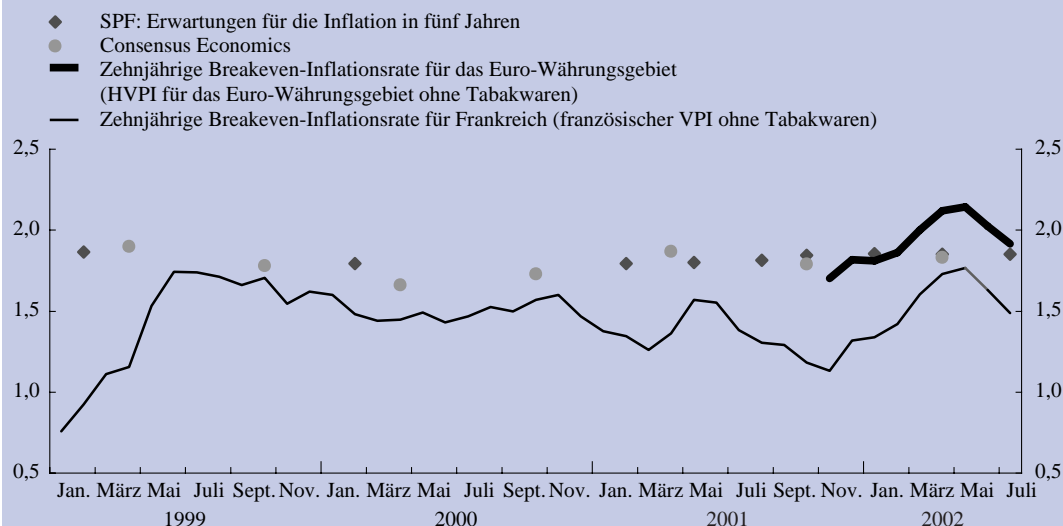
1,9 % herum zentriert, auf das in beiden Fällen mehr als 40 % der Wahrscheinlichkeitsmasse entfallen. Der Hauptunterschied zwischen den beiden Umfragen liegt in einer leichten Abwärtskorrektur der Beurteilung der Inflationsrisiken für 2003. Die Wahrscheinlichkeit, mit der die Teilnehmer erwarten, dass die Inflation bei oder über 2 % liegen wird, ging im SPF vom dritten Quartal 2002 auf 37 % zurück, während sie im SPF vom zweiten Quartal 2002 noch 43 % betragen hatte. Dies lässt darauf schließen, dass die Teilnehmer das „Risiko“, dass die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate 2003 über dem wahrscheinlichsten Intervall von 1,5 % bis 1,9 % liegen wird, bei der jüngsten Umfrage als etwas geringer einschätzen. Allerdings bleibt die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation 2003 bei oder über 2,0 % liegen könnte, immer noch höher als in den drei Umfragen, die vor dem SPF vom zweiten Quartal 2002 stattfanden.

Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Im SPF-Fragebogen werden die längerfristigen Inflationserwartungen der Prognostiker ermittelt, indem ihre Erwartungen für die Inflation „in fünf Jahren“ erfragt werden. Nach der SPF-Erhebung vom dritten Quartal 2002 wird – wie schon in der vorhergehenden Umfrage – erwartet, dass die durchschnittliche Inflationsrate im Jahr 2007 1,9 % betragen wird. Dieses Niveau stimmt weitgehend mit den von Consensus Economics im April 2002 für fünf Euro-Länder für den Zeitraum 2008 bis 2012 veröffentlichten Daten überein, wonach die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum insgesamt bei 1,8 % liegen dürften. Was die aus Finanzinstrumenten gewonnenen Indikatoren angeht, so zeigt Abbildung B, dass die so genannte zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die anhand der Renditen französischer an den HVPI für das Euro-Währungsgebiet gebundener Anleihen und vergleichbarer festverzinslicher Anleihen gewonnen wird, im Juni und Juli auf rund 1,9 % fiel, nachdem sie von November 2001 bis Mai 2002 von 1,7 % auf rund 2,1 % gestiegen war. Allerdings ist bei der Interpretation dieser Messgröße zu berücksichtigen, dass die Breakeven-Inflationsrate keine direkte

Abbildung B: Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate für Frankreich wird berechnet als Differenz zwischen den Renditen französischer OAT (durch künftige zusätzliche Tranchen aufstockbarer Staatsanleihen) mit Fälligkeit April 2009 und der realen Rendite französischer, an den französischen VPI gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009. Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet ist die Differenz zwischen den nominalen Renditen französischer OAT mit Fälligkeit 2012 und der realen Rendite französischer, an den HVPI im Euro-Währungsgebiet gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012. Die Angaben von Consensus Economics beziehen sich auf die Schätzung der durchschnittlichen Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet auf der Grundlage der im April 2002 für fünf große Länder des Euro-Währungsgebiets für den Zeitraum 2008 bis 2012 gemeldeten Erwartungen.

Messung der Inflationserwartungen der Märkte ermöglicht und daher, insbesondere durch eine Reihe von im Zeitablauf schwankenden Risikoprämien, verzerrt sein könnte.²

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

Die SPF-Teilnehmer haben ihre Erwartungen für die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des realen BIP für 2002 auf 1,2 % und damit gegenüber der vorangegangenen Umfrage um 0,2 Prozentpunkte nach unten revidiert. Allerdings wird erwartet, dass sich das Wachstum im Laufe des Jahres 2002 beleben und die Rate gegenüber dem Vorjahr im ersten Quartal 2003 2,4 % betragen wird. Für das erste Quartal 2004 wird mit einer Wachstumsrate von 2,5 % gerechnet, was auch dem für das Gesamtjahr erwarteten Durchschnitt entspricht. Als Risiken für die Wachstumsaussichten nannten einige Teilnehmer die jüngsten Finanzmarkturbulenzen und deren Auswirkungen auf das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen sowie auf die Investitionsentscheidungen. In der Juliausgabe von „Consensus Forecasts“ wird erwartet, dass die jährlichen Wachstumsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 bzw. 2003 durchschnittlich 1,3 % bzw. 2,7 % betragen werden. Diese Werte liegen leicht über den im SPF vom dritten Quartal 2002 ermittelten Erwartungen. Die langfristigen Wachstumsaussichten belaufen sich dem SPF zufolge für 2007 auf 2,5 % und auf der Grundlage der von Consensus Economics im April 2002 veröffentlichten Angaben auf durchschnittlich 2,4 % für den Zeitraum 2008 bis 2012. Sie liegen damit weiterhin im oberen Bereich der Schätzungen des trendmäßigen Potenzialwachstums im Euro-Währungsgebiet. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, dass eine Reihe von SPF-Umfrageteilnehmern ihre längerfristigen Wachstumserwartungen von weiteren Arbeitsmarktreformen im Euroraum abhängig machen.

Laut den Ergebnissen des SPF wird für 2002 eine Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet von 8,4 % erwartet. Dies stellt gegenüber der vorherigen SPF-Umfrage eine leichte Revision nach unten dar. Allerdings dürfte dies angesichts der veränderten Wachstumserwartungen eher auf Revisionen historischer Daten zurückzuführen sein als auf die Einschätzung, dass sich die Arbeitsmarktlage verbessert hat. Nach 2002 wird den Erwartungen zufolge die Arbeitslosigkeit zurückgehen und im Jahr 2003 durchschnittlich 8,1 % bzw. 2004 durchschnittlich 7,8 % betragen. Längerfristig wird eine Arbeitslosenquote von 7,1 % im Jahr 2007 erwartet.

² Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittlichen Inflationserwartungen während der Laufzeit der entsprechenden indexgebundenen Staatsanleihen wider; es handelt sich nicht um eine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (wie im Falle des SPF-Indikators für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich in dem Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 des Monatsberichts vom Februar 2002.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Reales BIP im ersten Quartal 2002 gestiegen

Laut der zweiten Schätzung von Eurostat nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets im ersten Vierteljahr 2002 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu (diese Angabe wurde um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert), nachdem es im Schlussquartal 2001 um 0,3 % gesunken war (siehe Tabelle 3). Der Anstieg des realen BIP ist in erster Linie auf den positiven Wachstumsimpuls des Außenbeitrags zurückzuführen, der von der Zunahme der Exporte und der Abnahme der Importe ausging und den negativen Beitrag der Vorratsveränderungen mehr als ausglich. Ausschlaggebend für die

dynamische Exportentwicklung war die Konjunkturerholung außerhalb des Euroraums. Die realen Bruttoanlageinvestitionen waren im ersten Quartal leicht rückläufig. Gleichzeitig stagnierten die realen privaten Konsumausgaben, was dem schwachen Arbeitsmarkt, insbesondere dem Anstieg der Arbeitslosigkeit, und der höheren Inflation zuzuschreiben war. Diese Faktoren wirkten sich im ersten Quartal ungünstig auf das real verfügbare Einkommen aus. Die Angaben zur Wertschöpfung deuten darauf hin, dass das höhere Exportwachstum vor allem in der Industrie zu einer Expansion beitrug.

Die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet (ohne Baugewerbe) nahm im Mai des

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 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,7	3,5	1,4	2,4	1,6	1,4	0,4	0,3	0,4	0,0	0,2	-0,3	0,3
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,4	3,0	0,8	1,7	1,2	0,7	-0,4	-0,4	-0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,2
Private Konsumausgaben	3,3	2,5	1,7	1,9	1,7	1,7	1,5	0,7	0,8	0,5	0,1	0,1	0,0
Konsumausgaben des Staats	2,1	1,9	2,2	2,1	2,2	2,4	2,2	2,2	0,7	0,4	0,3	0,7	0,6
Bruttoanlageinvestitionen	5,9	4,7	-0,5	1,4	0,1	-1,5	-2,0	-1,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,1
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	-0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-1,3	-0,8	-0,7	0,1	-0,3	-0,4	-0,3
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,7	0,7	0,4	0,7	0,8	0,7	0,7	-0,3	0,4	0,0	0,5
Exporte ⁵⁾	5,3	12,2	2,5	7,7	4,3	1,0	-2,7	-2,0	-0,2	-0,9	-0,3	-1,3	0,5
<i>darunter:</i> Waren	5,1	12,3	2,5	7,9	3,8	1,1	-2,6	-2,4	0,0	-1,3	0,0	-1,3	0,2
Importe ⁵⁾	7,4	10,9	0,8	6,0	3,4	-0,8	-5,1	-4,0	-2,0	-0,1	-1,5	-1,6	-0,8
<i>darunter:</i> Waren	7,3	11,3	0,4	6,3	3,3	-1,6	-5,9	-4,5	-2,8	-0,1	-1,8	-1,4	-1,3
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,3	-0,3	-0,7	-0,6	-1,2	-0,9	-0,1	1,4	-1,4	-0,3	1,4	0,1	0,1
Industrie	1,4	4,1	0,5	2,6	0,9	0,3	-1,8	-1,8	0,8	-1,0	-0,1	-1,6	0,8
Dienstleistungen	3,1	3,8	2,3	2,9	2,4	2,2	1,7	1,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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

*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).*

laufenden Jahres gegenüber dem Vormonat leicht ab (siehe Tabelle 4), nachdem sie unter dem Einfluss von Sonderfaktoren im März zunächst relativ kräftig gestiegen und im April dann wieder recht stark gesunken war. Die Erzeugung in der Industrie wurde in diesen beiden Monaten durch Streiks in einigen großen Ländern des Euroraums in Mitleidenschaft gezogen. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt erhöhte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Mai 2002 um 0,5 % und ließ somit eine anhaltende Ausweitung erkennen. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird jedoch die Quartalsrate im zweiten Vierteljahr niedriger ausfallen als im ersten Quartal, als sie 0,6 % betragen hatte. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass die Belegung wohl noch nicht in allen Sektoren Fuß gefasst hat. Die Erzeugung in der Konsumgüterbranche nahm zwar im Mai insgesamt weiter zu, doch nahm die Produktion von Gebrauchsgütern ab. Der Ausstoß in der Investitionsgüterindustrie war gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt weiter rückläufig, wenn auch nicht mehr so stark wie im ersten Quartal.

Die Produktion in der Vorleistungsgüterindustrie verringerte sich im Mai im zweiten Monat in Folge, gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt jedoch blieb das Wachstum deutlich im positiven Bereich.

Unternehmervertrauen weist auf anhaltendes Wachstum im zweiten Quartal hin

Im Allgemeinen haben sich die Ergebnisse der Branchenumfragen im zweiten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal verbessert. Gleichzeitig lässt das ungleichmäßige monatliche Verlaufsmuster der Indikatoren aber noch eine gewisse Unsicherheit über das Ausmaß der konjunkturellen Erholung erkennen.

Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im Juni 2002 leicht auf 51,8 Indexpunkte. Er blieb im zweiten Quartal dieses Jahres durchweg über der Schwelle, die eine Ausweitung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe signalisiert, stieg je-

doch nicht mehr so rasch an wie im ersten Vierteljahr (siehe Abbildung 15). Der jüngsten Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge hellte sich die Stimmung in der Industrie des Euroraums im zweiten Quartal gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr auf, trübte sich allerdings im Juni wieder etwas ein (siehe Tabelle 5). Der Anstieg dieses Indikators war im gesamten zweiten Quartal auch nicht mehr so stark wie im Vorquartal. Die Umfrageergebnisse deuten auf eine veränderte Einschätzung der Lagerhaltung hin: Immer weniger Unternehmen halten die Vorratsbestände für zu hoch. Im Quartalsvergleich stiegen im zweiten Vierteljahr auch die anderen Indexkomponenten (Produktionserwartungen und Beurteilung der Auftragslage). Die PMI-Daten weisen ebenfalls auf eine allgemein positive Entwicklung der

Konjunktur, der Auftragseingänge und der Fertigwarenlager hin.

Laut den Umfragen der Europäischen Kommission sank der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor im Euroraum im Juni, während die Ergebnisse der Umfrage zum Einkaufsmanager-Index uneinheitlich waren. Beide Umfragen wiesen für das zweite Quartal zwar eine gegenüber dem ersten Vierteljahr verbesserte Beurteilung der derzeitigen Konjunkturlage aus, doch hat sich die Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung verschlechtert. Wenngleich die Umfrageergebnisse auf eine leichte Konjunkturerholung im zweiten Quartal hinweisen, deutet sich jedoch auch an, dass eine weitere Belebung im Dienstleistungssektor ungewiss ist.

Tabelle 5

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

(saisonbereinigte Daten)

	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai	2002 Juni
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,2	2,6	-2,7	-1,3	-1,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,5	-0,3
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	7	12	6	3	0	1	2	0	2	2	1	3	2
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	-3	-10	-6	-3	-7	-7	-4	-4	-2	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	14	21	15	13	11	9	9	8	10	9	8	11	9
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	0	5	-1	-1	-4	-9	-10	-6	-10	-10	-10	-10	-11
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	5	8	-7	-8	-26	-18	-15	-21	-19	-13	-14	-14	-18
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	-0,4	-1,1	-0,8	-0,4	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,2	-0,4
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	81,9	83,9	82,8	82,4	81,3	80,8	.	80,8	-	-	80,7	-	-

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.

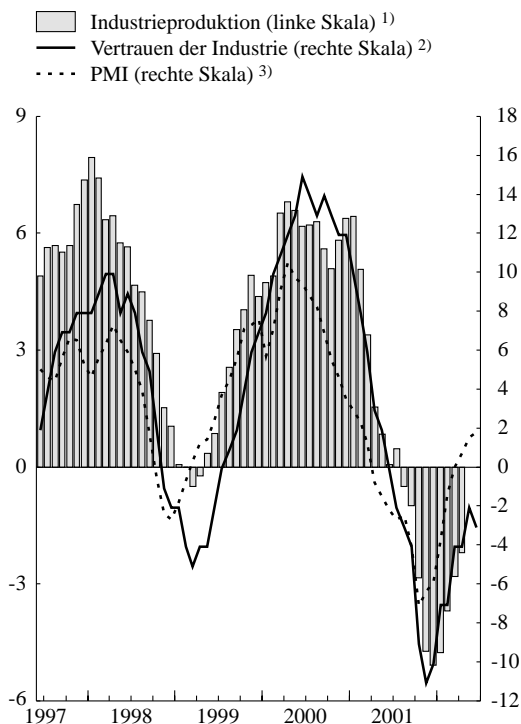
1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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.

Abbildung 15
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (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.

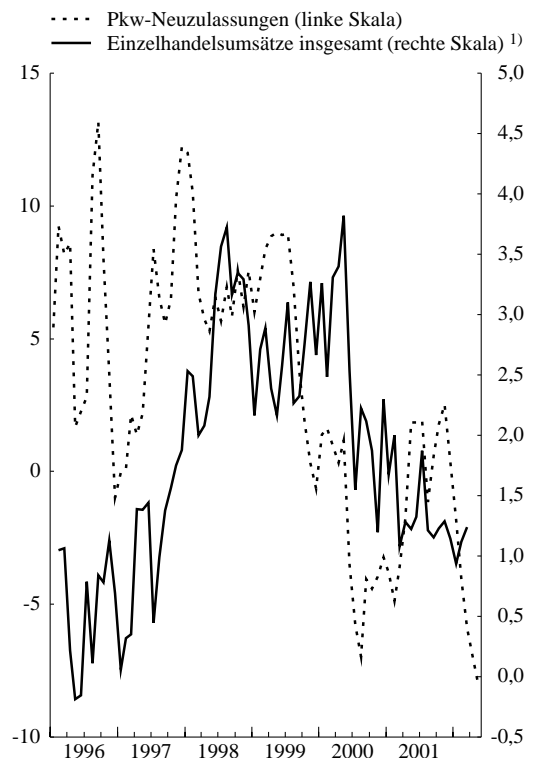
- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich bereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Weiterhin uneinheitliche Angaben zum privaten Verbrauch

Die Indikatoren zu den privaten Konsumausgaben zeichnen nach wie vor ein uneinheitliches Bild von der Entwicklung im zweiten Quartal 2002. Die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zeigen, dass das Verbrauchervertrauen im zweiten Quartal 2002 gegenüber dem Vorquartal trotz einer Abnahme im Juni insgesamt leicht gestiegen ist. Diese geringfügige Stimmungsaufhellung war insbesondere auf eine optimistischere Beurteilung der künftigen allgemeinen Wirtschaftslage zurückzuführen. Allerdings haben sich die Erwartungen der privaten Haushalte hinsicht-

lich der eigenen finanziellen Situation im zweiten Quartal erneut leicht verschlechtert, und es lässt sich nach wie vor keine deutliche Trendwende bei dieser Indexkomponente erkennen. Die Zuversicht im Einzelhandel verringerte sich im zweiten Quartal geringfügig gegenüber dem Vorquartal, sodass es in diesem Sektor noch keine Anzeichen eines Stimmungsumschwungs gibt. Im April sank das Umsatzvolumen im Einzelhandel um 1,0 % gegenüber dem Vormonat, blieb aber gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt unverändert. Die Zahl der Pkw-Neuzulassungen erhöhte sich dagegen, verglichen mit dem Vormonat, um 2,3 % im Mai und 2,0 % im Juni. Im zweiten Quartal insgesamt legten die Pkw-Zulassungen gegenüber dem Vierteljahr zuvor leicht zu, nachdem sie im ersten Quartal drastisch zurückgegangen waren. Im Vorjahrsver-

Abbildung 16
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (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.

gleich ließen weder die Wachstumsraten der Einzelhandelsumsätze noch der Pkw-Neuzulassungen klare Anzeichen für eine Erholung der privaten Konsumausgaben erkennen (siehe Abbildung 16).

Anhaltende Unsicherheit über das Ausmaß der Konjunkturerholung

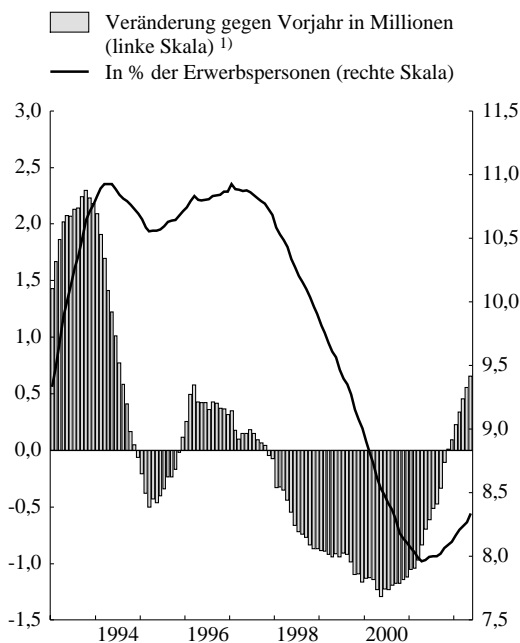
Die aktuellen Indikatoren zur Wirtschaftsentwicklung weisen darauf hin, dass das reale BIP im Quartalsvergleich im zweiten Vierteljahr 2002 etwas stärker als im Vorquartal gewachsen ist. Die Unsicherheit über das Ausmaß der derzeitigen Belebung ist jedoch groß. Mittelfristig bleibt eine Fortsetzung der Erholung das wahrscheinlichste Szenario. Der Rückgang der Inflationsraten von dem zeitweilig hohen Niveau des ersten Quartals 2002 dürfte die Zunahme des real verfügbaren Einkommens und damit auch der realen privaten Konsumausgaben ankurbeln. Zu den wachstumsfördernden Faktoren zählen des Weiteren die erwartete Umkehr des Lagerabbaus, das Fehlen größerer Ungleichgewichte im Euroraum und die günstigen Finanzierungsbedingungen. Trotz dieser Einschätzung bergen die künftige Ölpreisentwicklung und die bestehenden wirtschaftlichen Ungleichgewichte in anderen Regionen der Welt auf mittlere Sicht auch weiterhin Risiken.

Arbeitslosenquote im Mai 2002 unverändert

Wie bereits in der letzten Ausgabe des Monatsberichts angeführt, lag die standardisierte

Abbildung 17 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.

Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Mai bei 8,3 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 6). Allerdings nahm die Zahl der Arbeitslosen weiterhin zu, und zwar um rund 100 000 gegenüber April (d. h. deutlich stärker als in den Vormonaten). Diese Entwicklung deutet auf einen weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote für den Euroraum im zweiten Quartal 2002 hin.

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März	2002 April	2002 Mai
Insgesamt	9,4	8,5	8,0	8,0	8,0	8,1	8,2	8,1	8,2	8,2	8,2	8,3	8,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,5	16,6	15,7	15,6	15,7	15,9	16,2	16,0	16,1	16,2	16,3	16,3	16,5
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.

Nach Altersgruppen betrachtet erhöhte sich die Arbeitslosenquote im Mai sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen, und zwar auf 16,5 % bzw. 7,3 %. Damit gab es im Euro-Währungsgebiet in diesem Monat insgesamt fast 600 000 Arbeitslose mehr als im Mai letzten Jahres (siehe Abbildung 17), als die Arbeitslosigkeit im Vormonatsvergleich zu steigen begann. Erste Angaben zur Arbeitslosigkeit im Euroraum, die auf den verfügbaren nationalen Daten beruhen, lassen eine weitere Zunahme der Arbeitslosenzahl im Juni 2002 vermuten.

Stabiles Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2002

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Beschäftigungswachstum wurden leicht korrigiert. Es wird nunmehr geschätzt, dass die Beschäftigung im Euroraum im ersten Vierteljahr 2002 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen hat und das Wachstum somit, verglichen mit den vorangegangenen Quartalen, unverändert geblieben ist (siehe Tabelle 7).

Eine sektorale Aufschlüsselung der Beschäftigungsentwicklung zeigt, dass die Quartalsrate im Baugewerbe bei -0,2% liegt, verglichen mit -0,1% im Vorquartal. In der restlichen Industrie lag sie wie schon im Vorquartal bei -0,3 %. Der Dienstleistungssektor war nach wie vor die einzige Branche, die im ersten Quartal dieses Jahres einen positiven Beitrag zum Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet leistete; dieser Beitrag war mit einer vierteljährlichen Zunahme von 0,4 % in den letzten vier Quartalen unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die Beschäftigungsentwicklung in diesem Sektor, insbesondere im Teilbereich „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ relativ robust ist. Die aus den Branchenumfragen der Europäischen Kommission sowie den Umfragen zum Einkaufsmanager-Index bis Juni abzulesenden Beschäftigungserwartungen für das Euro-Währungsgebiet weisen für das Baugewerbe und den Dienstleistungssektor auf einen geringeren Beschäftigungszuwachs im zweiten Quartal 2002 hin. Dagegen sind die Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe leicht gestiegen. Eine eingehende Analyse der Entwicklung der Arbeitsproduktivität findet sich in Kasten 3.

Tabelle 7
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

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

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

Kasten 3

Die Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum

Der Produktivitätsentwicklung wurde in den vergangenen Jahren vor allem im Zusammenhang mit der Diskussion über die mögliche Entstehung einer so genannten „New Economy“ große Aufmerksamkeit gewidmet. Zur Messung der Produktivität wird aus praktischen Gründen und zur besseren internationalen Vergleichbarkeit häufig die durchschnittliche Arbeitsproduktivität herangezogen. Bei der Analyse der Entwicklungen im Euroraum geht man gewöhnlich von der Produktivität je Erwerbstätigen und nicht von der Produktivität je geleistete Arbeitsstunde aus; dieser Ansatz liefert jedoch bis zu einem gewissen Grad irreführende Ergebnisse. So war der Zuwachs der Arbeitsproduktivität gemessen an den geleisteten Arbeitsstunden in den vergangenen Jahren im Euroraum eindeutig höher als allgemein angenommen.

In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre nahm die Wachstumsrate der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität im Euroraum ab, während sie in den Vereinigten Staaten anstieg, und das Produktivitätswachstum in den USA legte stärker zu als im Euro-Währungsgebiet. Dieser klare Unterschied in der Produktivitätsentwicklung lässt sich an der Arbeitsproduktivität gemessen am BIP je Erwerbstätigen ablesen. Allerdings müssen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen im Zeitverlauf konstant bleiben, damit die Anzahl der Erwerbstätigen den Arbeitseinsatz verlässlich abbildet. Bei internationalen Vergleichen ist zudem die Leistung je Erwerbstätigen nur dann ein brauchbares Maß, wenn die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen in den gegenüberzustellenden Volkswirtschaften dasselbe Muster aufweisen. Beim Vergleich der Vereinigten Staaten mit dem Euroraum ist dies nicht der Fall. Im Eurogebiet war in den vergangenen 20 Jahren eine trendmäßige Abnahme der durchschnittlich jährlich geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen zu beobachten. Ein ähnlicher Rückgang fand in den Vereinigten Staaten nicht statt. Demzufolge scheint der viel diskutierte Unterschied im Produktivitätswachstum in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre weniger ausgeprägt gewesen zu sein als allgemein angenommen wurde (siehe Tabelle A). Darüber hinaus

Tabelle A: Durchschnittliche Zunahme der Arbeitsproduktivität

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

Berechnungsgrundlage	Zeitraum	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten
Erwerbstätige	1982–1989	2,0	1,4
	1990–1995	1,7	1,2
	1996–2001	1,1	1,7
Geleistete Arbeitsstunden	1982–1989	2,6	1,2
	1990–1995	2,3	1,2
	1996–2001	1,7	2,0

Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und von OECD-Angaben.

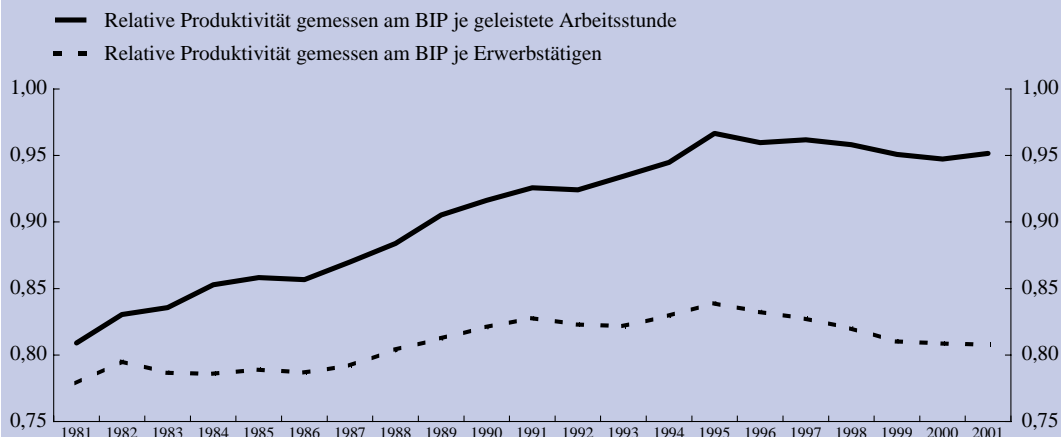
Arbeitsstunde bzw. gemessen am BIP je Erwerbstätigen dargestellt. Es zeigt sich, dass sich die Produktivitätsniveaus auf Basis der geleisteten Arbeitsstunden rascher annäherten als auf Basis der Erwerbstätigen. Überdies ist seit der Mitte der Neunzigerjahre eine Umkehr in der Entwicklung des Produktivitätsunterschieds gemessen anhand der Erwerbstätigen zu beobachten; an den geleisteten Arbeitsstunden gemessen ist diese Umkehr weniger stark ausgeprägt.

Worauf ist der Unterschied in der Entwicklung der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten zurückzuführen? Im Allgemeinen werden zur Analyse des Arbeitsproduktivitätswachstums zwei Faktoren herangezogen: die Kapitalintensivierung und das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität, ein Maß für die Effizienz des Wirtschaftsprozesses insgesamt. Als Beispiel für die Kapitalintensi-

sei darauf hingewiesen, dass sich die durchschnittliche Arbeitsproduktivität höchst prozyklisch verhält und dass es sich in Tabelle A um nicht konjunkturbereinigte Daten handelt. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre fiel der Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten stärker aus als im Euroraum, was zu einer Verzerrung der Daten über die relative Produktivitätsentwicklung zugunsten der USA führte.

Die Analyse des Verhältnisses zwischen dem Produktivitätsniveau im Eurogebiet und jenem in den Vereinigten Staaten stellt eine weitere Möglichkeit dar, um nachzuweisen, dass das Bild der Produktivitätsentwicklung von den jeweils verwendeten Messgrößen abhängt. In der unten stehenden Abbildung wird die relative Produktivität gemessen am BIP je geleistete

Relative Produktivität: Euro-Währungsgebiet und Vereinigte Staaten im Vergleich ¹⁾



Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und von OECD-Angaben.

Anmerkung: Die internationale Vergleichbarkeit des Produktivitätsniveaus wird durch die unterschiedlichen Messverfahren beeinträchtigt, sodass sich anhand der Zeitreihen vor allem die Entwicklung der relativen Produktivität ablesen lässt und weniger die relative Produktivität selbst.

1) Die relative Produktivität wird definiert als die Produktivität im Euro-Währungsgebiet in Prozent der Produktivität in den Vereinigten Staaten zu den Kaufkraftparitäten von 1996.

vierung ist etwa die vermehrte Investition in Informations- und Kommunikationstechnologien (IuK) zu nennen, die weitgehend als Ursache des beschleunigten Wachstums der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten angesehen wird. Dieser Faktor scheint jedoch das Wachstumsgefälle bei der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum nur zu einem geringen Teil zu erklären. Eine unlängst angestellte Wachstumsanalyse zeigte, dass der Beitrag von IuK-Kapital zum realen BIP-Wachstum, bereinigt um die Effekte unterschiedlicher Deflationierungsmethoden, in den USA nicht wesentlich von jenem im Euroraum abweicht (Tabelle B).

Das Anziehen des Wachstums der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre ist zum Teil auch auf eine stärkere Zunahme der Gesamtfaktorproduktivität

Tabelle B: Wachstumsbeiträge im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten – ein Vergleich verschiedener Analysen

(in Prozentpunkten)

	Wirtschaftsraum	Zeitraum	Wachstumsbeiträge ¹⁾	
			IuK-Kapital ²⁾	Zunahme der Gesamtfaktorproduktivität ³⁾
Vijselaar/Albers	Euro-Währungsgebiet	1991–1995	0,38	1,25
		1996–1999	0,73	0,40
Oliner/Sichel ⁴⁾	Vereinigte Staaten	1991–1995	0,57	0,92
		1996–1999	1,10	1,47
Jorgenson/Stiroh ⁵⁾	Vereinigte Staaten	1990–1995	0,40	0,73
		1995–1998	0,75	1,24

Quelle: Vijselaar und Albers, *New Technologies and Productivity Growth in the Euro Area*, ECB Working Paper No. 122, 2002.

1) Vijselaar/Albers: BIP; Oliner/Sichel: Produktion im gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft); Jorgenson/Stiroh: Produktion in der inländischen Privatwirtschaft.

2) Zur besseren Vergleichbarkeit wurde ein entsprechender US-amerikanischer Deflator für die Investitionen in IT-Ausrüstungen im Euro-Währungsgebiet verwendet.

3) Einschließlich Änderungen der Arbeitsqualität.

4) Oliner und Sichel, *The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 14 (4), 2000.

5) Jorgenson und Stiroh, *Raising the Speed Limit: US Economic Growth in the Information Age*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2000.

zurückzuführen. Im selben Zeitraum nahm das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität im Euroraum offenbar ab. Somit könnte die Gesamtfaktorproduktivität weitgehend als Erklärung für die Differenzen in der Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten dienen. In diesem Zusammenhang sollte erwähnt werden, dass bei der hier für das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität verwendeten Berechnungsmethode auch Veränderungen der Arbeitsqualität einfließen. Bei steigender Arbeitsmarktflexibilität in Verbindung mit einer zunehmenden Beschäftigung auch relativ gering qualifizierter und unerfahrener Arbeitskräfte, ist der durchschnittliche Beitrag der Arbeitsqualität geringer als in einer Situation, in der diese Personen nicht zu den Erwerbstätigen zählen. Demzufolge spiegelt das verzeichnete rückläufige Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität im Euroraum in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre vermutlich auch die zunehmende Beschäftigung von relativ gering qualifizierten und unerfahrenen Arbeitskräften wider. Überdies stieg das Beschäftigungswachstum von der ersten zur zweiten Hälfte der Neunzigerjahre im Euroraum rascher als in den USA, wodurch der Unterschied in der verzeichneten Zunahme der Gesamtfaktorproduktivität etwas zugunsten der Vereinigten Staaten verzerrt ist.

Dessen ungeachtet kann das beschleunigte Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität in den USA auch auf mehrere andere Faktoren, darunter sektorspezifische Entwicklungen der Gesamtfaktorproduktivität, sowie auf Faktoren wie Spillover-Effekte oder Netzwerkeffekte im Zusammenhang mit der Nutzung von IuK zurückgeführt werden. Wie die Arbeitsproduktivität verhält sich zudem auch die Gesamtfaktorproduktivität bekanntermaßen höchst prozyklisch, und die Daten in Tabelle B sind nicht konjunkturbereinigt.

Wenngleich es schwierig ist, die verschiedenen möglichen Ursachen des jüngsten Unterschieds in der Entwicklung der Gesamtfaktorproduktivität zu quantifizieren, ist es doch höchst unwahrscheinlich, dass Verzerrungen im verzeichneten Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität die Differenz voll bzw. zum Großteil erklären können. Die sektorale Zusammensetzung der Gesamtfaktorproduktivität und andere die Verwendung von Technologien beeinflussende Strukturfaktoren könnten zumindest einen Teil des Unterschieds im Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität, und somit auch der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität, erklären. So zeigte sich insbesondere im IuK-produzierenden Sektor, der in den USA bedeutend größer als im Euroraum ist, eine sehr starke Zunahme der Gesamtfaktorproduktivität. Darüber hinaus wird allgemein angenommen, dass andere Branchen in den Vereinigten Staaten dank des flexibleren Güter-, Kapital- und Arbeitsmarkts bessere Möglichkeiten zur Nutzung von technologischen Neuerungen haben.

Schließlich sollte auch darauf hingewiesen werden, dass die wichtigsten stilisierten Fakten hinsichtlich des BIP je geleistete Arbeitsstunde (wie in diesem Kasten dargestellt) auf Daten basieren, die von der EZB aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bzw. aus OECD-Quellen abgeleitet werden. Diese stilisierten Fakten unterscheiden sich teilweise von jenen, die sich aus allgemein verfügbaren Daten (in diesem Fall dem BIP je Erwerbstätigen) ergeben. Um also ein klares und allgemein akzeptiertes Bild von den tatsächlichen Entwicklungen zu erhalten, ist eine verbesserte Erfassung offizieller Daten aus dem Euroraum von wesentlicher Bedeutung.

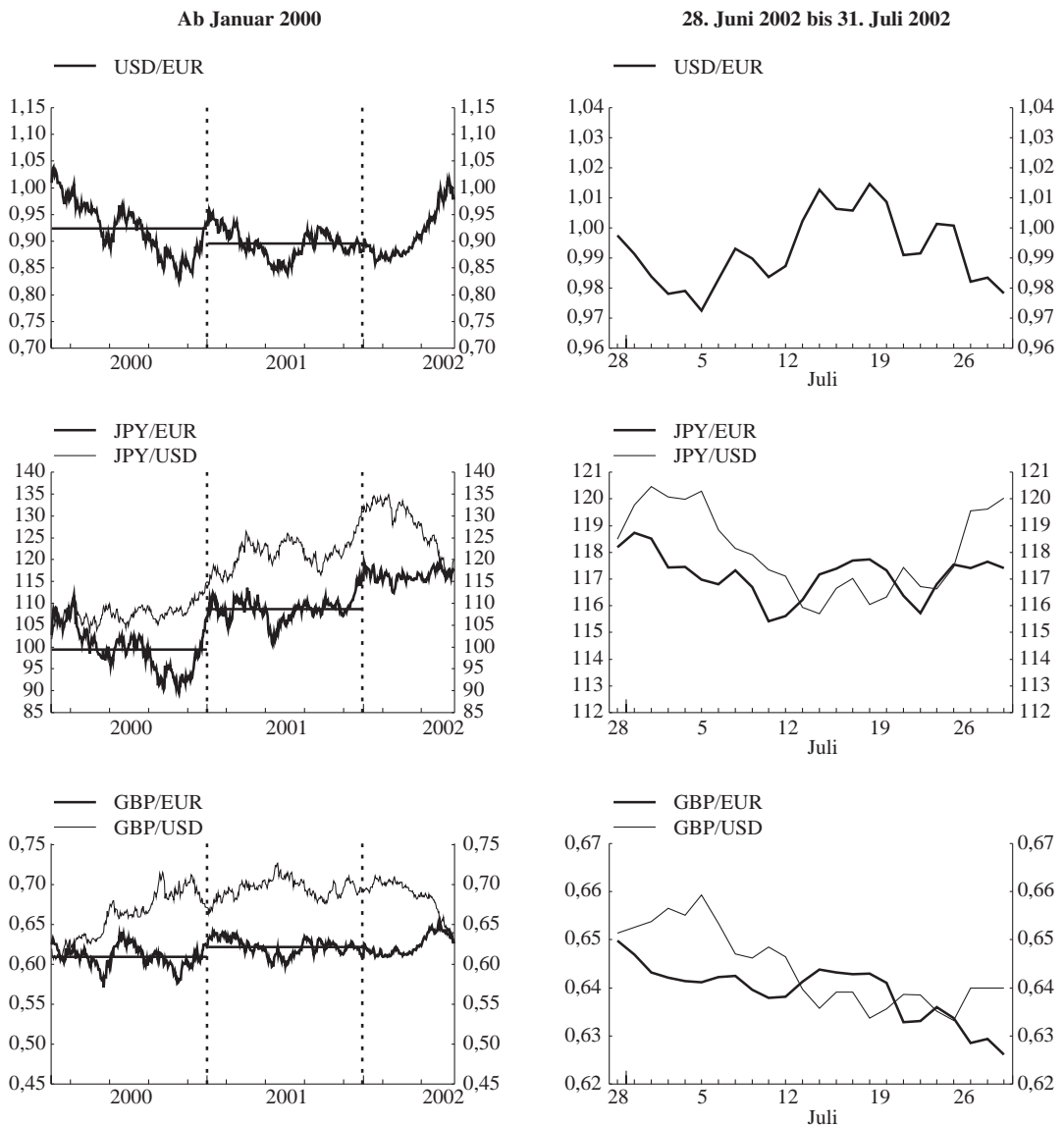
4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro im Juli 2002 etwas leichter

Nachdem der Euro in den Vormonaten deutlich an Wert gewonnen hatte, gab er im Juli gegenüber den meisten wichtigen Währungen nach. Am ausgeprägtesten war der Kursrückgang dabei gegenüber dem Pfund Sterling. Im Ergebnis lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro am 31. Juli um 1,7 % unter dem Niveau von Ende Juni.

Unter dem Einfluss anhaltender Zweifel an Unternehmensführung und -kontrolle sowie der Einhaltung der Rechnungslegungsstandards in den Vereinigten Staaten, die die US-Aktienkurse belasteten, verlor der US-Dollar im Verhältnis zum Euro in den ersten drei Juliwochen weiter an Wert. Zudem trugen die jüngsten Stimmungsindikatoren und Umfrageergebnisse sowie die Entwicklung an den Finanzmärkten zur Unsicherheit über die

Abbildung 18
Wechselkursentwicklung
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

kurzfristigen konjunkturellen Aussichten der Vereinigten Staaten bei. In diesem Umfeld befestigte sich der Euro in der dritten Juliwoche gegenüber dem US-Dollar auf 1,01 USD, seinen höchsten Stand seit Januar 2000. Gegen Monatsende, als die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten wieder anzogen, konnte der Dollar seine vorherigen Verluste gegenüber dem Euro wieder gut machen (siehe Abbildung 18). Am 31. Juli wurde der Euro zu einem Kurs von 0,98 USD gehandelt und damit 1,9 % unter seinem Wert von Ende Juni und 9,2 % über seinem Durchschnittsniveau im vergangenen Jahr.

Der japanische Yen wertete im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar und dem Euro auf. Ausschlaggebend hierfür waren weitere Anzeichen, dass die japanische Wirtschaft die Talsohle durchschritten hat, wie dies etwa die zuletzt veröffentlichten konjunkturellen Frühindikatoren und ein nachlassender Deflationsdruck zeigen. Trotz der anhaltenden Marktspekulationen über mögliche Devisenmarktinterventionen der japanischen Behörden, um den Höhenflug des Yen zu bremsen, kletterte die japanische Währung auf ihr höchstes Niveau gegenüber dem US-Dollar seit Februar 2001. Gegen Ende Juli ging der größte Teil dieser Wertzuwächse im Zuge der US-Dollar-Aufwertung wieder verloren. Am 31. Juli notierte der Euro bei 117,4 JPY und somit 0,7 % unter seinem Niveau von Ende Juni und 8 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

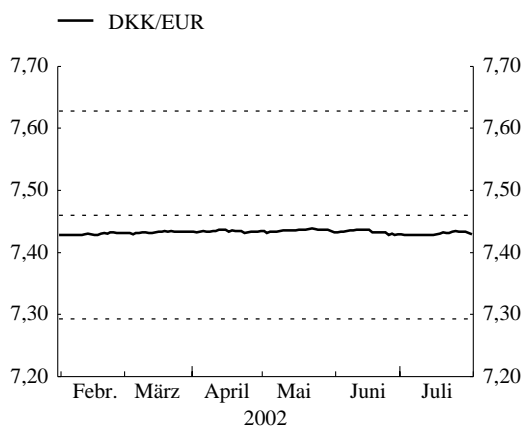
Das Pfund Sterling verteuerte sich im Juli gegenüber allen wichtigen Währungen. Im Verhältnis zum US-Dollar stieg es auf ein 27-Monats-Hoch. Gleichzeitig konnte es gegenüber dem Euro die Verluste vom Vormonat wieder ausgleichen. Die vorläufige Schätzung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal dieses Jahres stützte die Markteinschätzung, dass die insgesamt kräftige Konjunktur im Vereinigten Königreich trotz der weniger günstigen Entwicklung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und der Einzelhandelsumsätze andauert. Am 31. Juli lag der Kurs des Euro bei 0,63 GBP und damit 3,6 % unter

dem Stand von Ende Juni und 0,7 % über seinem Vorjahrsdurchschnitt.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone weiter in einem engen Band knapp unter ihrem Leitkurs im WKM II (siehe Abbildung 19). Der Kurs der schwedischen Krone zum Euro fiel zunächst kräftig (auf 9,54 SEK, das niedrigste Niveau im bisherigen Jahresverlauf), erholte sich dann aber wieder leicht. Der Schweizer Franken profitierte wie gewöhnlich in Zeiten globaler Finanzmarktspannungen von seinem Status als „sicherer Hafen“ und verbuchte im Juli Kursgewinne. Nach dem Beschluss der Schweizerischen Nationalbank vom 26. Juli, ihr 3-Monat-Libor-Zielband um 50 Basispunkte zu senken, fiel der Kurs der Schweizer Währung gegenüber allen wichtigen Währungen leicht zurück.

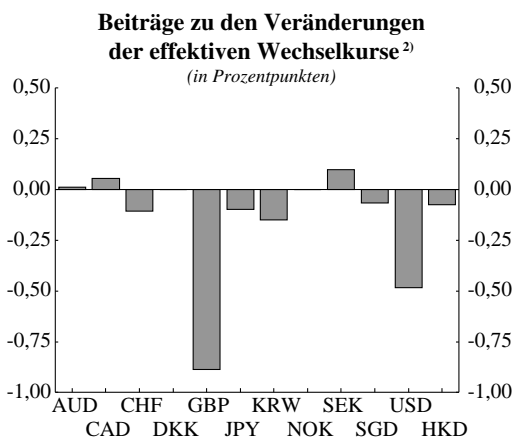
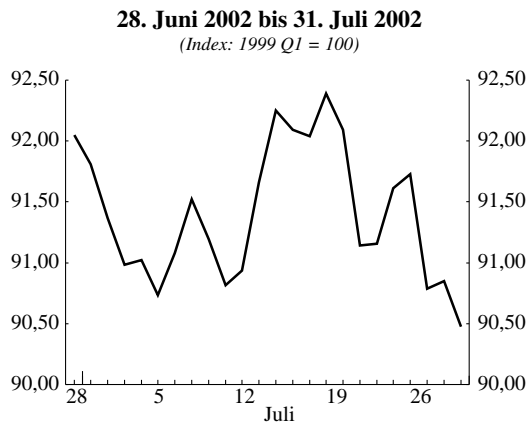
Im Juli pendelte der effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euroraums – innerhalb einer recht engen Spanne. Der leichte Anstieg des Euro gegenüber der schwedischen Krone wurde durch seinen Wertverlust insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling und dem US-Dollar mehr als ausgeglichen (siehe Abbildung 20). Am 31. Juli

Abbildung 19
Wechselkursentwicklung im WKM II
(Tageswerte)



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

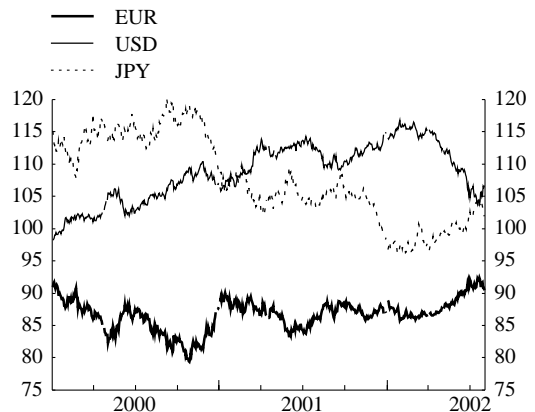
Abbildung 20
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾
 (Tageswerte)



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.

lag der Euro um 1,7 % unter seinem Niveau von Ende Juni, aber noch immer 4 % über seinem Durchschnittsstand im vergangenen Jahr. Abbildung 21 zeigt, dass der Kursanstieg des Euro im bisherigen Jahresverlauf mit einem starken Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar einherging, der am 31. Juli seinen Durchschnittswert von 2001 um fast 4 % unterschritt. Diese allgemeine Schwächeneigung des US-Dollar in den letzten Monaten wurde von einem kräftigen Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses des Yen begleitet, wenngleich die

Abbildung 21
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.

japanische Währung am 31. Juli wegen des starken Kursrückgangs im Herbst des vergangenen Jahres noch immer 3,2 % unter ihrem Durchschnittswert im Jahr 2001 notierte.

Kleiner Leistungsbilanzüberschuss im Mai 2002

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets verzeichnete im Mai 2002 einen kleinen Überschuss in Höhe von 0,1 Mrd €, verglichen mit einem Defizit von 2,2 Mrd € im Mai 2001 (siehe Tabelle 8). Dies war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 4,4 Mrd € auf 9,2 Mrd €) zurückzuführen, der die Zunahme des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (um 2,5 Mrd €) mehr als ausglich, während die Salden bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen praktisch unverändert blieben. Der Anstieg des Warenhandelsüberschusses im Mai gegenüber dem Vorjahr war dadurch bedingt, dass im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum die Einfuhren stärker abnahmen als die Ausfuhren.

In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres zusammengenommen wies die Leistungsbilanz einen Überschuss in Höhe von 5,4 Mrd € aus, nachdem im entsprechenden Vorjahrszeitraum noch ein Defizit von 19,4 Mrd € verzeichnet wurde. Dies war hauptsächlich auf eine deutliche Zunahme (um 31,8 Mrd €) des Warenhandelsüberschusses zurückzuführen.

Betrachtet man die Entwicklung im Vormonatvergleich auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so nahm der Warenhandelsüberschuss im Mai 2002 um 4,0 Mrd € zu, da bei den Warenausfuhren ein Plus von 4,0 % zu verzeichnen war, während die Wareneinfuhren um 0,9 % zurückgingen (siehe Abbildung 22). Während der Anstieg der Ausfuhr-

Tabelle 8

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - Mai	2001 Mai	2002 Jan. - Mai	2002 März	2002 April	2002 Mai
Saldo der Leistungsbilanz	-19,4	-2,2	5,4	7,1	-5,8	0,1
Einnahmen	710,3	148,3	690,5	140,5	136,1	140,8
Ausgaben	729,7	150,5	685,1	133,4	141,9	140,7
Saldo des Warenhandels	12,9	4,4	44,7	13,6	8,2	9,2
Ausfuhr	427,1	89,0	425,8	91,3	86,1	86,7
Einfuhr	414,2	84,7	381,0	77,7	77,9	77,6
Saldo der Dienstleistungen	-0,6	2,8	-2,0	-0,4	-0,1	2,8
Einnahmen	123,3	28,3	125,5	24,9	25,8	28,0
Ausgaben	123,9	25,6	127,5	25,3	25,9	25,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-20,0	-3,9	-23,2	-1,7	-7,9	-6,4
Saldo der laufenden Übertragungen	-11,7	-5,4	-14,1	-4,4	-6,0	-5,5
Saldo der Vermögensübertragungen	5,6	0,5	5,5	0,3	1,3	1,1
Saldo der Kapitalbilanz	32,6	-9,6	-24,6	15,3	-1,1	4,9
Direktinvestitionen	-81,3	-41,5	-4,0	-6,8	7,7	5,1
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-124,0	-51,8	-63,4	-14,5	-6,6	-14,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-77,2	-41,3	-40,2	-15,2	-3,0	-9,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-46,8	-10,5	-23,2	0,7	-3,6	-5,4
Im Euro-Währungsgebiet	42,7	10,3	59,4	7,6	14,3	19,7
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	41,8	10,2	27,5	7,0	6,7	9,0
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	0,9	0,1	31,9	0,6	7,6	10,7
Wertpapieranlagen	-42,6	15,1	-11,3	1,3	11,5	32,0
Dividendenwerte	28,5	44,3	20,0	-0,3	-0,7	21,9
Aktiva	-60,0	-14,5	-41,4	-9,4	-3,0	-5,8
Passiva	88,5	58,8	61,4	9,1	2,3	27,6
Schuldverschreibungen	-71,1	-29,2	-31,3	1,6	12,2	10,1
Aktiva	-71,7	-13,6	-65,4	-17,7	-5,6	-20,4
Passiva	0,5	-15,7	34,0	19,4	17,8	30,5
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-123,9	-26,4	-15,3	-5,5	19,3	37,1
Finanzderivate	3,2	3,6	0,4	-3,6	2,1	-1,9
Übriger Kapitalverkehr	140,4	16,8	-17,1	24,6	-30,8	-32,4
Währungsreserven	12,9	-3,6	7,4	-0,2	8,3	2,1
Restposten	-18,8	11,3	13,7	-22,7	5,6	-6,1

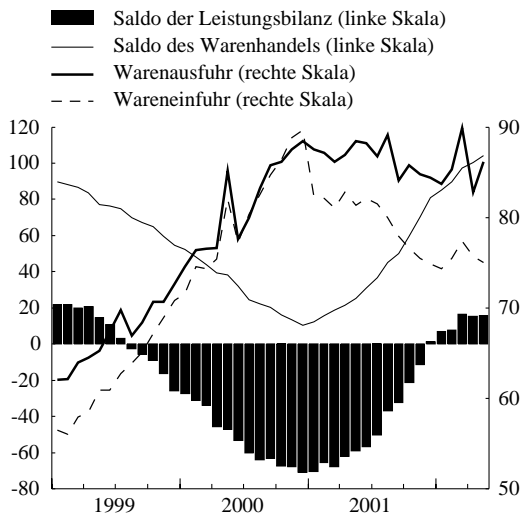
Quelle: EZB.

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.

Abbildung 22

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.

werte eine Belebung der Auslandsnachfrage widerspiegelt, ergab sich der geringfügige Rückgang der Importwerte vor allem aus der mit den niedrigeren Ölpreisen und der Euroaufwertung verbundenen Verbilligung der Einfuhrpreise.

Umfangreiche Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im Mai 2002

In der Kapitalbilanz waren im Mai 2002 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen umfangreiche Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 37,1 Mrd € zu verzeichnen, was insbesondere auf hohe Nettozuflüsse bei den Wertpapieranlagen (32,0 Mrd €) zurückging. Auch bei den Di-

rektinvestitionen ergab sich ein Nettozufluss (5,1 Mrd €), der jedoch etwas geringer als im Vormonat ausfiel. Bei den Wertpapieranlagen waren hohe Nettozuflüsse bei den Dividendenwerten (21,9 Mrd €) und Geldmarktpapieren (8,4 Mrd €) zu beobachten. Der Grund hierfür war die starke Nachfrage Gebietsfremder nach diesen Anlagemöglichkeiten im Eurogebiet. Bei den Anleihen wurde dagegen ein geringerer Netto-Kapitalzufluss (1,7 Mrd €) verbucht. Im Einzelnen erwarben ausländische Anleger per saldo Dividendenwerte des Euro-Währungsgebiets im Wert von 27,6 Mrd € und legten netto 16,6 Mrd € in Geldmarktpapieren an (siehe Tabelle 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese Entwicklung stand wahrscheinlich im Zusammenhang mit den bekannt gewordenen Fällen von Unregelmäßigkeiten bei der Unternehmensführung und Bilanzierung in den Vereinigten Staaten sowie der Tatsache, dass Geldmarktpapiere des Eurogebiets gegenwärtig eine höhere Rendite erbringen als Geldmarktpapiere, die in den Vereinigten Staaten begeben wurden.

In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres wurden bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen weiterhin Netto-Kapitalabflüsse verzeichnet, die allerdings mit 15,3 Mrd € wesentlich niedriger waren als im gleichen Vorjahrszeitraum (123,9 Mrd €). Dies entspricht der bisherigen, seit 1999 zu beobachtenden rückläufigen Entwicklung der Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen (siehe den Aufsatz „Entwicklung der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern“ im Monatsbericht vom Juli 2002). Fusionen und Übernahmen waren hierbei ein wichtiger Bestimmungsfaktor (siehe Kasten 4).

Kasten 4

Fusions- und Übernahmeaktivitäten und die Zusammensetzung der Kapitalbilanz im Euro-Währungsgebiet

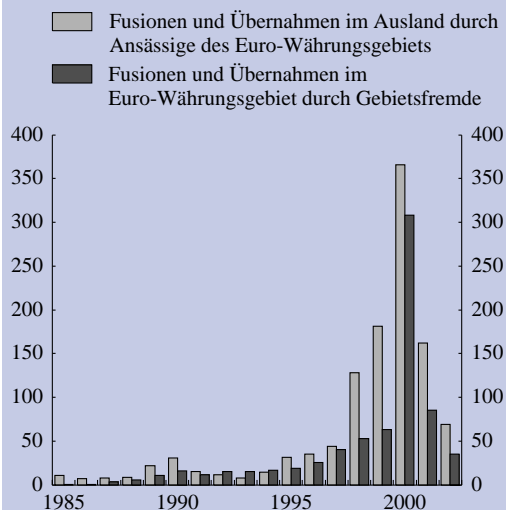
Die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen in der Zahlungsbilanz des Euroraums wurden in den Jahren 1998 bis 2002 stark durch Fusions- und Übernahmeaktivitäten beeinflusst (siehe den Artikel „Entwicklung der Direktinvestitions- und Wertpapierströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Drittländern“ im letzten Monatsbericht). Während dieses Zeitraums gingen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet viele Partnerschaften ein und investierten verstärkt in ausländische Firmen, um ihre Marktstellung weltweit zu stärken und technologisches Know-how zu erwerben. In diesem Kasten sollen die Entwicklung der Fusions- und Übernahmeaktivitäten der Unternehmen im Eurogebiet und deren Bedeutung für die Zusammensetzung der Kapitalbilanz des Euroraums genauer beleuchtet werden. Die Analyse beruht auf Angaben von Thomson Financial über bereits abgewickelte Fusionen und Übernahmen.

Deutliche Veränderungen bei der Entwicklung und Zusammensetzung der Fusionen und Übernahmen im Euroraum

Seit den Achtzigerjahren haben die Fusions- und Übernahmeaktivitäten von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern unterschiedliche Phasen durchlaufen. Nachdem bis 1997 nur wenige und relativ kleine Transaktionen verzeichnet wurden, stieg ihr Umfang 1998 stark an. Der Höhepunkt wurde im Jahr 2000 erreicht, als die aus Fusionen und Übernahmen resultierenden Investitionen von Unternehmen des Euroraums in Drittländern sprunghaft zunahm und einen Wert von 366 Mrd € erreichte. In der darauf folgenden Zeit gingen sie wieder spürbar zurück, und zwar auf 162 Mrd € im Jahr 2001 und 69 Mrd € im ersten Halbjahr 2002. Ein ähnlicher Verlauf (wenn auch in geringerem Ausmaß) war bei den fusions- und übernahmebedingten Investitionen Gebietsfremder im Euroraum zu beobachten (siehe Abbildung A).

Abbildung A: Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Euro-Währungsgebiet 1985-2002

(Mrd €, Jahreswerte)



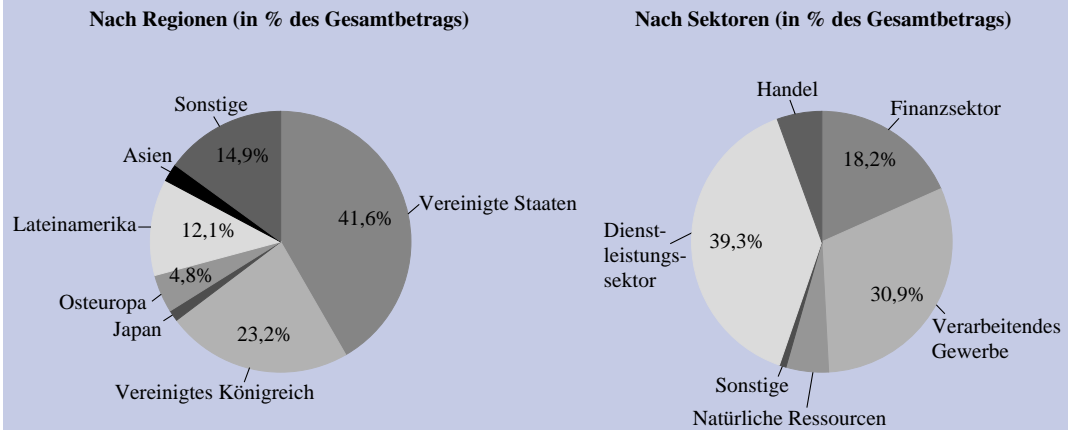
Quellen: Thomson Financial und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für 2002 erstrecken sich auf den Zeitraum von Januar bis Juni.

Die rasche Zunahme von Fusionen und Übernahmen Ende der Neunzigerjahre ereignete sich vor dem Hintergrund einer verstärkten wirtschaftlichen Globalisierung und eines zunehmenden Wettbewerbs, eines weltweit positiven gesamtwirtschaftlichen Umfelds sowie des boomenden Hochtechnologiesektors, insbesondere in den Vereinigten Staaten. Der starke Rückgang dieser Aktivitäten nach dem Jahr 2000 fiel mit den weltweiten Kurseinbrüchen an den Börsen, angeführt von den Technologieindizes, und einer Konjunkturabschwächung in den Industrieländern zusammen.

Die meisten Fusionen und Übernahmen durch Unternehmen des Euro-Währungsgebiets fanden in den Vereinigten Staaten statt. Ihr Anteil belief sich zwischen 1985 und 2002 auf 41,6 % (479 Mrd €) des Gesamtvolumens. Auch dem Vereinigten Königreich (23,2 % bzw. 267 Mrd €) und Lateinamerika (12,1 % bzw. 140 Mrd €) kam bei den Fusionen und Übernahmen durch Unternehmen des Euroraums eine große Bedeutung zu (siehe Abbildung B).

Abbildung B: Fusionen und Übernahmen im Ausland durch Ansässige des Euro-Währungsgebiets 1985 bis 2002



Quellen: Thomson Financial und EZB-Berechnungen.

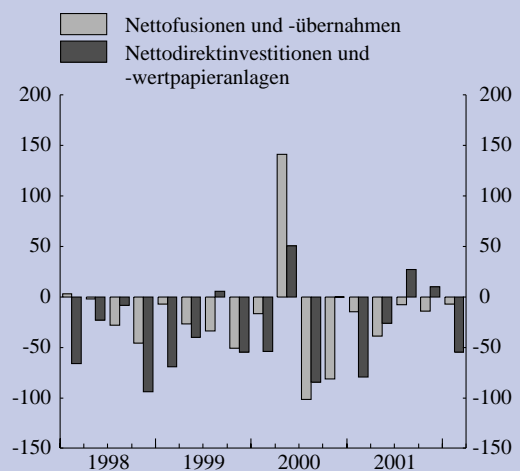
Bei einer sektoralen Aufgliederung der Fusions- und Übernahmeaktivitäten entfallen 39,3 % der Investitionen durch Unternehmen des Euroraums in Drittländern auf den Dienstleistungssektor, 30,9 % auf das verarbeitende Gewerbe und 18,2 % auf den Finanzsektor (siehe Abbildung B). Bemerkenswert dabei ist, dass sich die sektorale Struktur im Zeitraum von 1985 bis 2002 verändert hat. Bis Mitte der Neunzigerjahre wurden mehr als die Hälfte aller fusions- und übernahmebedingten Investitionen im verarbeitenden Gewerbe getätigt, wohingegen der Boom Ende der Neunzigerjahre vor allem den Dienstleistungssektor und insbesondere den Hochtechnologiebereich betraf. Auf Letzteren, der mehrere Unterkategorien (Biotechnologie, EDV-Ausrüstungen, Elektronik, Kommunikationstechnologien und sonstige Hochtechnologiebereiche) der in Abbildung B aufgeführten Sektoren umfasst, entfielen im Jahr 2000 rund 50 % aller mit Fusionen und Übernahmen verbundenen Investitionen. Im Zeitraum von 1985 bis 1997 belief sich sein Anteil dagegen auf rund 14 %. Dies macht deutlich, dass Fusions- und Übernahmeaktivitäten seit 1998 hauptsächlich im Hochtechnologiektor stattfanden.

Fusions- und Übernahmeaktivitäten haben großen Einfluss auf die Gesamtentwicklung der Kapitalströme bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Eurogebiets

Die Erfassung von Fusions- und Übernahmeaktivitäten in der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets hängt davon ab, wie diese abgewickelt wurden. Eine Fusion oder Übernahme, die bar abgewickelt wurde, wird in der Zahlungsbilanz des Euroraums bei den „Direktinvestitionen“ und beim „Übrigen Kapitalverkehr“ erfasst, wohingegen eine Abwicklung über Aktientausch unter den Posten „Wertpapieranlagen“ fällt. In Abbildung C wird der Umfang der Fusionen und Übernahmen der Entwicklung bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets gegenübergestellt. Daraus geht hervor, dass es in den meisten Quartalen seit 1998 erhebliche fusions- und

Abbildung C: Nettofusionen und -übernahmen und Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen 1998 bis 2002

(Mrd €)



Quellen: Thomson Financial, EZB und EZB-Berechnungen.

übernahmebedingte Netto-Kapitalabflüsse aus dem Euroraum gegeben hat. Eine nennenswerte Ausnahme stellt das zweite Quartal 2000 dar, als einige größere Käufe von Unternehmen im Eurogebiet durch ausländische Firmen zu beträchtlichen Netto-Kapitalzuflüssen geführt hatten. Die mit Fusionen und Übernahmen zusammenhängenden Netto-Kapitalabflüsse machten einen Großteil der Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen aus. Alles in allem kann festgestellt werden, dass die Fusions- und Übernahmeaktivitäten bei der Zusammensetzung der Kapitalbilanz des Euroraums in den vergangenen fünf Jahren eine wichtige Rolle gespielt haben.

Preisniveaukonvergenz und Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet

Der vorliegende Artikel bietet einen Überblick über das Ausmaß von Preisniveauunterschieden im Euroraum und die ihnen zugrunde liegenden Faktoren. Während ein gewisser Grad an Preisniveau-Streuung über Länder und Regionen hinweg – etwa aufgrund von unterschiedlichen nationalen Einkommensniveaus – in jedem Währungsgebiet anzutreffen ist, könnten große Preisunterschiede bei handelbaren Waren und Dienstleistungen durchaus als Anzeichen unzureichender Marktintegration und unvollkommenen Wettbewerbs gedeutet werden. Die vorhandenen Daten legen den Schluss nahe, dass die Preisniveaustreuung bei vielen handelbaren Waren und Dienstleistungen zwischen den Ländern des Euroraums nach wie vor höher als innerhalb der einzelnen Länder ist und somit Verbesserungen der Funktionsweise des Binnenmarkts noch möglich sind. Die Einführung des Euro stellt einen weiteren Schritt auf dem Weg zur Integration der europäischen Märkte dar. Durch den Wegfall von Wechselkursunsicherheiten, die Reduktion der Transaktionskosten und eine größere Preistransparenz sollten sich die Bedingungen für Handel und Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet verbessern und damit eine weitere Konvergenz der Preisniveaus bei handelbaren Waren und Dienstleistungen ermöglichen. Dennoch bestehen innerhalb des Euroraums weiterhin Handels- und Wettbewerbshemmnisse. Um den vollen Nutzen des Binnenmarkts ausschöpfen zu können, sollten also zusätzliche Anstrengungen zur Anpassung des rechtlichen Rahmens und zur Stärkung des Wettbewerbs an den europäischen Gütermärkten unternommen werden. Darüber hinaus würden integrierte, gut funktionierende Gütermärkte die Durchführung der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB erleichtern.

I Einleitung

Im Lauf der letzten zehn Jahre wurden in Europa wichtige Schritte zum Abbau von Handelshemmnissen und zur Liberalisierung der Märkte, vor allem der Gütermärkte, unternommen. All diese Maßnahmen in Form von nationalen und EU-weiten Reformen (einschließlich des Binnenmarktprogramms, der Liberalisierung einiger Versorgungsbranchen und einer effektiveren Wettbewerbspolitik) trugen zu einer Intensivierung des nationalen und grenzüberschreitenden Wettbewerbs innerhalb der EU bei. Ein schärferer Wettbewerb steigert in der Regel die Kosteneffizienz und Innovation in der Erzeugung, wodurch eine breitere Produktpalette zu niedrigeren Preisen angeboten werden kann. Überdies dürfte ein Mehr an Wettbewerb und Innovation zu Produktivitätszuwächsen und verbesserten Wachstums- und Beschäftigungsaussichten führen, während flexiblere und effizientere Märkte eine raschere Anpassung an wirtschaftliche Schocks ermöglichen würden. Dies wiederum würde die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum erleichtern.

Die Euro-Einführung stellt einen bedeutenden Schritt auf dem Weg zur weiteren Integration des Binnenmarkts dar; mit dem damit einhergehenden Wegfall von Wechselkurschwankungen werden Handel und Investiti-

onstätigkeit angeregt. Zudem trägt das Euro-Bargeld zur weiteren Verringerung der Transaktionskosten und zur Erhöhung der Preistransparenz über nationale Grenzen hinweg bei. Damit sollte es zu einer Stärkung des Wettbewerbs und – im Laufe der Zeit – zu einer geringeren Streuung des Preisniveaus innerhalb des Euro-Währungsgebiets kommen.

Dieser Artikel setzt sich mit den Unterschieden im Preisniveau von Waren und Dienstleistungen im Euroraum sowie ihren wichtigsten Ursachen, und hier insbesondere mit der Rolle des Wettbewerbs, auseinander. In einem integrierten Wirtschaftsraum dient die Preisniveaustreuung über Ländergrenzen hinweg häufig als Indikator für den Grad der Marktintegration. Mit dem Zusammenwachsen der europäischen Gütermärkte dürften sich die Unterschiede im Preisniveau der handelbaren Waren und Dienstleistungen verringern. Aus diesem Grund könnten große und beständige Unterschiede im Preisniveau von Gütern, die leicht grenzüberschreitend handelbar sind, dahin gehend interpretiert werden, dass im Euroraum nach wie vor Handels- und Wettbewerbshemmnisse existieren. Die Preise für nicht handelbare Waren und Dienstleistungen dürften in dem Ausmaß kon-

vergieren, wie sich auch die Einkommen annähern. Insgesamt kann jedoch davon ausgegangen werden, dass die Preisniveaustreuung im Eurogebiet bis zu einem gewissen Grad bestehen bleibt, wie auch die Beispiele anderer Währungsräume mit hoher Marktintegration zeigen.

Dieser Artikel ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden die Hauptursachen für die Preisunterschiede zwischen Ländern und Re-

gionen dargelegt. Im Anschluss daran folgt eine Beschreibung der Möglichkeiten zur Messung der Preisstreuung im Euroraum. In Abschnitt 4 wird beleuchtet, wie sich die Preisstreuung im Laufe der Zeit entwickelt hat. Die Auswirkungen des Wettbewerbs auf das Preisniveau und die Wirtschaftsentwicklung stehen im Mittelpunkt von Abschnitt 5. Den Abschluss bildet Abschnitt 6 mit einer Erörterung der wichtigsten politischen Implikationen der Preisniveaustreuung und -konvergenz.

2 Ursachen der Preisniveaustreuung zwischen Ländern und Regionen

Das „Gesetz des einheitlichen Preises“ besagt, dass auf einem integrierten Markt ohne Transportkosten international gehandelte Produkte an verschiedenen Orten zum selben Preis (ausgedrückt in der gleichen Währung) verkauft werden. Preisniveauunterschiede würden zu Arbitragegeschäften führen, d. h. Produkte würden an Orten gekauft, wo der Preis relativ niedrig ist, und dort verkauft, wo er relativ hoch ist; damit käme es zu einer Anpassung von Angebot und Nachfrage, sodass die Preise letztlich konvergieren. Aus empirischer Sicht dürfte das Gesetz des einheitlichen Preises nur für einige wenige weltweit gehandelte Güter im Großhandel (wie etwa Rohstoffe) Gültigkeit haben.

Viele Produkte, vor allem aber Dienstleistungen, sind nicht leicht grenzüberschreitend handelbar, wenn auch unter dem Einfluss der Marktliberalisierung und des technischen Fortschritts eine steigende Anzahl handelbar wird. Die Preise für diese nicht handelbaren Produkte werden eher von nationalen als von internationalen Angebots- und Nachfragebedingungen bestimmt. Bei der Analyse der Gründe für die Preisniveaustreuung zwischen einzelnen Ländern spielen insbesondere die unterschiedlichen *nationalen Einkommensniveaus* eine bedeutende Rolle. Die dem Phänomen zugrunde liegende Theorie basiert auf dem so genannten Balassa-Samuelson-Effekt, der besagt, dass ein Land mit einem höheren Produktivitätsniveau im Sektor der handelbaren Güter dort auch ein höheres Lohnniveau als andere Länder aufweist, während die Prei-

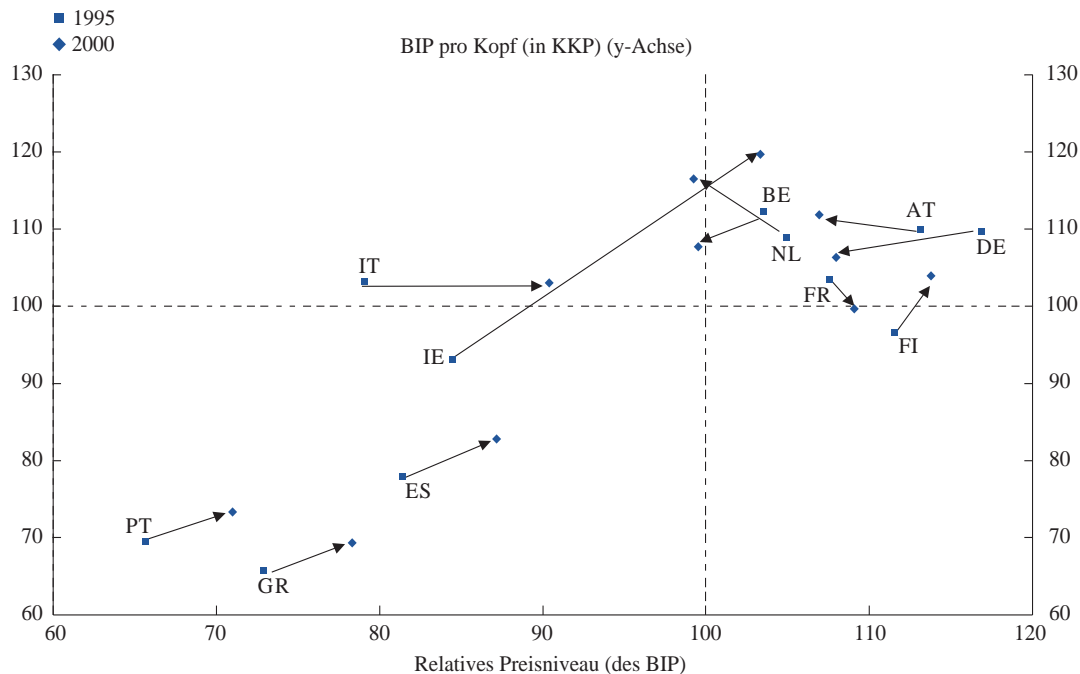
se für handelbare Güter auf dem Weltmarkt bestimmt werden. Unter der Annahme, dass sich die Löhne über Sektoren hinweg einander annähern, etwa aufgrund der Mobilität des Faktors Arbeit, ist in diesen Ländern das Lohnniveau im Sektor der nicht handelbaren Güter und in der gesamten Volkswirtschaft tendenziell höher als in Ländern mit einem niedrigeren Produktivitätsniveau. Da jedoch die Produktivität im Sektor der nicht handelbaren Güter normalerweise geringer ist als im Sektor der handelbaren Güter (und weniger Unterschiede von Land zu Land vorherrschen), sind die Produktionskosten und infolgedessen auch die relativen Preise für nicht handelbare Güter höher. Dementsprechend sind das Preisniveau bei den nicht handelbaren Gütern und das allgemeine Preisniveau in Ländern mit hoher Produktivität im Sektor der handelbaren Güter und einem insgesamt höheren Lebensstandard (bzw. BIP pro Kopf) eher höher. Dieser Zusammenhang wird durch die meisten empirischen Studien bestätigt. In dem Ausmaß, wie sich das Produktivitätsniveau über Ländergrenzen hinweg tendenziell angleicht, sollte sich auch das Preisniveau annähern. In Abbildung I wird gezeigt, dass die relativen Veränderungen des Preis- und Einkommensniveaus in den Ländern des Euroraums zwischen 1995 und 2000 im Großen und Ganzen mit der ökonomischen Theorie übereinstimmen.

Unterschiede in der *makroökonomischen Politik und der konjunkturellen Lage*, die sich kurzfristig auf die Preisniveauentwicklung auswir-

Abbildung I

Preis- und Einkommensniveaus in den Ländern des Euroraums: 1995 und 2000

(Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet = 100)



Quellen: Europäische Kommission, OECD und EZB-Berechnungen.

ken können, sind als weitere länderspezifische Ursachen für divergierende Preisniveaus zu nennen. Darüber hinaus stehen die Verkaufspreise unter dem Einfluss von unterschiedlichen nationalen *indirekten und sonstigen Steuern*. Zwar haben Beobachtungen gezeigt, dass indirekte Steuern das Preisgefälle tendenziell verstärken, doch zählen sie nicht zu den Hauptursachen für die Preisniveaustreuung zwischen den einzelnen Ländern. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Mehrwertsteuersätze in den Euro-Ländern zwischen 15 % und 21 % betragen und somit nicht sehr stark divergieren. Bei einigen Gütern, wie etwa alkoholischen Getränken, Tabakwaren oder Flüssiggas, können Verbrauchsteuern und andere Steuern allerdings für einen großen Teil der Preisstreuung verantwortlich sein. Nicht zuletzt sind auch *Transportkosten und nationale Vorlieben*, die kulturelle und sprachliche Besonderheiten widerspiegeln, nahe liegende Erklärungen für unterschiedliche Marktbedingungen und Preise in verschiedenen Ländern. In der Vergangenheit trugen Schwankungen des *no-*

minimalen Wechselkurses von einem Jahr zum nächsten ebenfalls zu Veränderungen des Preisniveaus in den Ländern des Euroraums bei (siehe Kasten I).

Divergierende Informations- und Produktionskosten, Marktgröße, unvollkommener Wettbewerb aufgrund von Marktkonzentration, Preisabsprachen, Produktdifferenzierung, Strategien zur Festsetzung von Preisen und unterschiedliche Regulierungssysteme gehören zu den branchen- bzw. produktspezifischen Faktoren, auf die Preisniveauunterschiede zurückgeführt werden können. Die meisten dieser Faktoren wirken sich auch auf die Wettbewerbsintensität an den verschiedenen Märkten aus. Veränderungen können sich hier einerseits aus dem technologischen Fortschritt, wie etwa die Entwicklung des Internets, das zu einer Verringerung der Informationskosten geführt hat, und andererseits aus politischen Maßnahmen ergeben; zu Letzteren zählen beispielsweise das Binnenmarktprogramm, die Liberalisierung der netzgebundenen Branchen, und, wie im Fall der Länder

des Euroraums, die Einführung einer gemeinsamen Währung mit der damit einhergehenden Reduktion der Kosten für grenzüberschreitende Transaktionen und Erhöhung der Preistransparenz. Diese Einflüsse sollten Arbitrage fördern bzw. für eine Stärkung des Wettbewerbs sorgen und somit zu einer Verringerung der regionalen Preisstreuung beitragen.

Die obigen Ausführungen lassen den Schluss zu, dass eine Reihe länderspezifischer Gründe, wie etwa Einkommensunterschiede, sowie die Intensität des nationalen und grenzüberschreitenden Wettbewerbs wichtige Faktoren für die Preisniveaustreuung im Euroraum sind.

3 Messung der Preisniveaustreuung im Euro-Währungsgebiet

Bei der Messung und beim Vergleich von Preisniveaus in den verschiedenen Ländern sind eine Reihe methodologischer und statistischer Aspekte zu beachten. So sollten etwa zum Preisvergleich nur ähnliche Produkte herangezogen werden. Allerdings können sich auch scheinbar identische Produkte voneinander unterscheiden: Oft werden sie an nationale oder regionale Markterfordernisse (die sich etwa aus besonderen Präferenzen oder rechtlichen Bestimmungen ergeben) angepasst oder weisen unterschiedliche Qualitätsstandards auf. Überdies ändern sich Produktpaletten im Laufe der Zeit, wodurch eine historische Analyse der Preisentwicklung für ein bestimmtes Produkt erschwert wird. Ähnliche Aspekte sind bei der Erfassung von Preisdaten zu beachten. Insbesondere sollten sich die Art der Verkaufsstellen (z. B. Supermärkte oder Spezialhändler) möglichst ähnlich und die Preise für das Land insgesamt repräsentativ sein. Da diese Voraussetzungen

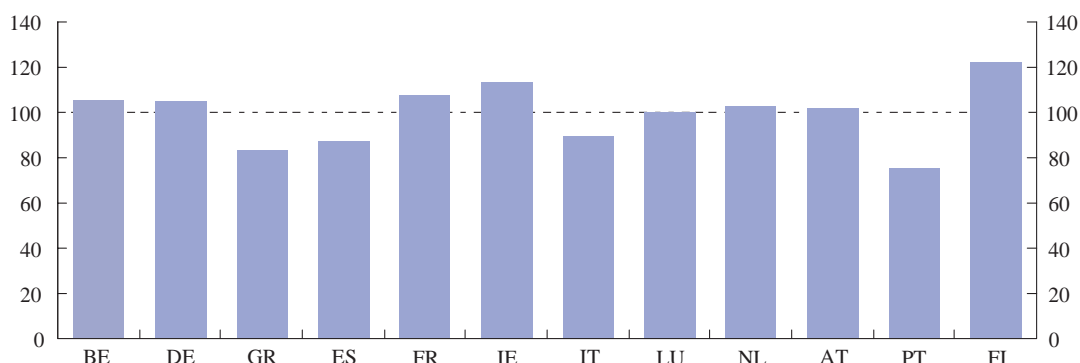
selten zur Gänze erfüllt werden können, ist bei der Interpretation von länderübergreifenden Preisniveauunterschieden ein gewisses Maß an Vorsicht geboten.

Für einen Ländervergleich auf aggregierter Ebene können relative Preisniveaus konstruiert werden (siehe Kasten 1). Abbildung 2 ist zu entnehmen, dass das Preisniveau gemessen an den Konsumausgaben privater Haushalte in den meisten Euro-Ländern nicht weit vom Durchschnitt des Euroraums abweicht: in Griechenland, Spanien und Portugal liegt es etwas darunter, in Irland und Finnland etwas darüber.

Ein Preisvergleich in spezifischen Produktkategorien zeigt, dass die Preisstreuung im Euroraum in diesen Gruppen breiter ist als in allen Kategorien zusammen betrachtet (siehe Tabelle 1). Erwartungsgemäß ergibt sich für handelbare Güter, wie etwa Lebensmittel, Kleidung und Einrichtungsgegenstände, eher eine gerin-

Abbildung 2
Relative Preisniveauindizes für die Länder des Euroraums im Jahr 2000 (Konsumausgaben privater Haushalte)

(Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Kasten I

Messung des Preisniveaus

Für einen länderübergreifenden Vergleich der Preisniveaus auf aggregierter Basis sind detaillierte Preisdaten für eine breite Produktpalette in den verschiedenen Ländern nötig. Die Umrechnung der Preisniveaus in eine gemeinsame Währung zeigt, in welchem Land die Preise insgesamt am höchsten sind. Während für eine Analyse der Preisentwicklung im Zeitverlauf in der Regel der Harmonisierte Verbraucherpreisindex herangezogen wird, sind für die Analyse der Preiskonvergenz in einem verschiedene Länder umfassenden Gebiet Preisdaten für eine vergleichbare und repräsentative Produktauswahl erforderlich. Zu diesem Zweck kommen häufig Kaufkraftparitäten (KKP) zur Anwendung, wodurch auch die internationale Vergleichbarkeit des BIP und seiner Komponenten gewährleistet ist. Die OECD und Eurostat berechnen KKP für alle EU-Mitgliedstaaten. In ihrer einfachsten Ausprägung sind KKP nichts anderes als relative Preise, die sich aus der Division des Preises eines Produkts (in der Landeswährung) durch den Preis desselben Produkts in einem anderen Land (ebenfalls in der Landeswährung) ergeben. Dementsprechend reflektieren die KKP das Einkommen, ausgedrückt in der nationalen Währung, das in jedem Land aufgewendet werden muss, um dieselbe Menge an Waren und Dienstleistungen zu kaufen. Anders ausgedrückt stellen die KKP die Umrechnungskurse dar, die die Kaufkraft verschiedener Währungen ausgleichen, indem die Unterschiede im Preisniveau der einzelnen Länder beseitigt werden. Das Verhältnis zwischen KKP und nominalem Wechselkurs ist das relative Preisniveau, das Auskunft darüber gibt, wie hoch die Lebenshaltungskosten in einem Land im Vergleich zu einem anderen sind. Wenn der nominale Wechselkurs der KKP entspricht, ist das relative Preisniveau in den betreffenden Ländern gleich. Mit der Euro-Bargeldeinführung ist die Notwendigkeit der Preisumrechnung für den Euroraum weggefallen (formal gesehen werden die Preise nicht erst seit dem 1. Januar 2002, sondern bereits seit Anfang 1999 in Euro angegeben, da zwischen dem 1. Januar 1999 und dem 1. Januar 2002 die nationalen Währungen nur Einheiten des Euro waren.)

KKP werden für einzelne Produkte, Produktgruppen und die Hauptaggregate des BIP ermittelt. Die KKP-Berechnungen von Eurostat basieren auf Marktpreisen, inklusive Steuern, von vergleichbaren und repräsentativen in der EU erhältlichen Waren und Dienstleistungen, und decken mehr als 200 Produktgruppen ab. Neue Preiserhebungen werden mindestens in einem Abstand von drei Jahren vorgenommen; die erzielten Paritäten werden jährlich durch detaillierte nationale Preisindizes aktualisiert. In den meisten Fällen werden die Preiserhebungen in den Hauptstädten der EU-Mitgliedstaaten durchgeführt und so angepasst, dass sie repräsentativ für den nationalen Durchschnitt sind.

Abgesehen von den Preisniveauindizes von Eurostat und der OECD bietet eine Reihe von auf die Datenerhebung spezialisierten Firmen spezifischere Preisniveaudaten mit einer engeren Definition des Marktes und der Einbeziehung spezialisierter Branchen an. Einige dieser Firmen erheben auch Einzelhandelspreise auf der Basis von Daten aus Strichcodescannern, die besonders detailliert sind und den Vorteil einer hohen Frequenz haben.

gere Preisstreuung als für weniger oder nicht handelbare Waren und Dienstleistungen, wie Mieten, Nachrichtenübermittlung und Bildungsleistungen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass bei gehandelten Gütern länderübergreifende Preisarbitrage und Wettbewerb eine größere Rolle spielen. Ferner ist bei Produktkategorien, die von nationalen Regelungen und Steuern stark betroffen sind, wie z. B. alkoholische Getränke und Tabakwaren, ebenfalls eine relativ hohe Preisstreuung zu beobachten.

Eine Reihe spezialisierter Firmen und Branchenverbände erfasst marktspezifische Daten für einzelne Produkte oder Produktgruppen. Analysen von Supermarktpreisen auf der Basis von Strichcodescanner-Daten durch die Europäische Kommission zeigen, dass in den Euro-Ländern die Preise relativ stark variieren. Am höchsten ist die Streuung bei den Preisen für Mineralwasser, das in Finnland fast viermal so viel kostet wie in Spanien (siehe Tabelle 2). Große Unterschiede gibt es auch

Tabelle 1**Relative Preisniveauindizes für ausgewählte Produktkategorien im Jahr 2000
(Konsumausgaben privater Haushalte)***(Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet = 100)*

Produktkategorie	Höchstes Preisniveau	Niedrigstes Preisniveau	Variationskoeffizient ¹⁾
Nahrungsmittel und alkoholfreie Getränke	115 (Finnland)	87 (Spanien)	9,2
Freizeit und Kultur	122 (Finnland)	87 (Griechenland)	9,6
Bekleidung und Schuhe	117 (Luxemburg)	79 (Portugal)	9,9
Möbel, Einrichtungsgegenstände und Instandhaltung	115 (Niederlande)	78 (Portugal)	10,6
Hotels, Cafés und Restaurants	126 (Finnland)	84 (Portugal)	11,9
Verkehr	129 (Finnland)	75 (Griechenland)	13,9
Elektrizität, Gas und andere Brennstoffe	132 (Niederlande)	66 (Griechenland)	16,3
Gesundheitspflege	137 (Finnland)	62 (Griechenland)	18,8
Bildungsleistungen	169 (Luxemburg)	63 (Portugal)	29,4
Nachrichtenübermittlung	159 (Finnland)	68 (Griechenland)	29,7
Alkoholische Getränke und Tabakwaren	175 (Irland)	72 (Spanien)	30,2
Wohnungsmieten	141 (Irland)	33 (Portugal)	30,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Der Variationskoeffizient wird zur Darstellung der Preisniveaustreuung um den Mittelwert verwendet. Er ist als Verhältnis der Standardabweichung zum Stichprobenmittel definiert. Je höher der Wert, desto höher ist die Preisniveaustreuung zwischen den Ländern.

bei den Preisen für andere Produkte, wie Kaffee und Mehl, die im teuersten Land um das Zwei- bis Dreifache höher als im billigsten Land sind. Bei Betrachtung einer größeren Bandbreite von Supermarktpreisen (ohne indirekte Steuern) stellt die Kommission fest, dass die Preise in Deutschland, Spanien und den Niederlanden im Vergleich zu anderen

Euroraum-Ländern relativ niedrig sind, während das Preisniveau in Griechenland und Finnland eher hoch ist. „Europaweite“ Markenartikel sind zwar im Allgemeinen teurer, dafür variieren ihre Preise aber von Land zu Land weniger stark als jene von nationalen Marken oder multinationalen Markenprodukten, die es nur in wenigen Mitgliedstaaten gibt.

Tabelle 2**Preisindizes ausgewählter Supermarktwaren in den Ländern des Euroraums: 1999-2000***(Durchschnitt für das Euro-Währungsgebiet je Produkt = 100, inklusive MwSt; für Luxemburg sind keine Daten verfügbar)*

	„Europaweite“ Markenartikel			„Nicht europaweite“ Markenartikel					
	Limonaden – Cola	Shampoo	Instantkaffee	Butter	Mehl	Kaffee (gemahlen, Bohnen)	Kristallzucker	Milch (ultra- hoch erhitzt, halbfett)	Mineralwasser
Belgien	107	90	94	101	:	86	89	90	95
Deutschland	79	84	89	90	117	83	:	97	131
Griechenland	99	:	78	:	:	135	:	:	88
Spanien	101	77	88	125	88	56	89	82	47
Frankreich	85	102	94	102	119	112	120	103	69
Irland	100	128	101	79	:	186	114	:	174
Italien	95	85	135	128	145	78	:	123	59
Niederlande	126	127	87	87	64	72	87	88	82
Österreich	98	100	104	105	118	:	106	:	72
Portugal	89	93	119	101	76	102	100	80	
Finnland	121	114	109	82	73	91	96	139	184
Variationskoeffizient	14,2	18,1	16,2	16,6	28,9	37,1	12,3	20,8	47,5

Quellen: Europäische Kommission, „Wirtschaftsreform: Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter- und Kapitalmärkte“ („Cardiff-Bericht“), 2001, und EZB-Berechnungen. Siehe auch Europäische Kommission, „Price differences for supermarket goods in Europe“, 2002. In der Tabelle ist das Preisniveau einer Auswahl von Supermarktprodukten in Relation zu einem einfachen Euroraum-Durchschnitt für jedes Land des Euro-Währungsgebiets dargestellt. Als „europaweite“ (s. o.) Markenartikel gelten Markenprodukte, die in mindestens sieben EU-Ländern angeboten werden, während Markenprodukte, die in weniger als sieben EU-Mitgliedstaaten erhältlich sind, hier als „nicht europaweite“ Markenartikel bezeichnet werden.

4 Preisniveaueinkonvergenz im Euro-Währungsgebiet

Vor allem in den späten Achtziger- und frühen Neunzigerjahren kam es sowohl in der EU als auch im Euroraum im Zeitverlauf zu einer Annäherung der Preise, in erster Linie für handelbare Güter, wie die Ergebnisse einer Reihe von Studien über die Preisniveaueinkonvergenz belegen. Dies dürfte eine Folge der Umsetzung des Binnenmarktprogramms gewesen sein, das einem Abbau von Handelshemmnissen und einer Stärkung des länderübergreifenden Wettbewerbs diente. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre verlangsamte sich offenbar der Prozess der Preiskonvergenz, möglicherweise auch deshalb, weil sich die Inflationsraten in den Ländern des Euroraums einander nach unten annäherten.

Tatsächlich spricht nichts dafür, dass sich die Preise in allen Ländern des Eurogebiets auf ein und dasselbe Niveau einpendeln. Auch auf integrierten nationalen Märkten besteht ein gewisses Maß an regionaler Preisniveaustreuung. Das Ausmaß dieser Preisdivergenzen innerhalb eines Landes kann als Benchmark verwendet werden, um festzustellen, wie weit sich die Preise im Euroraum einander noch annähern können. Die Ergebnisse der meisten Studien, in denen die Situation der Euro-Länder untereinander jener innerhalb der einzelnen Länder gegenübergestellt wird, sprechen dafür, dass die Preisniveaustreuung zwischen Ländern tendenziell größer als innerhalb der Länder ist. So stellte etwa die Europäische Kommission in einer Studie fest, dass die maximale Preisstreuung zwischen den EU-Ländern (gemessen an der Differenz zwischen Maximal- und Minimalpreis in Prozent des Minimalpreises) bei einer Reihe von elektronischen Markengeräten zwischen 30 % und 40 % betrug, während sich der Preisniveaueinkonvergenzunterschied innerhalb der EU-Staaten normalerweise auf rund 10 % bis 20 %¹ belief. Dieses Ergebnis trifft auch auf die Euro-Länder zu. Analog dazu kam die Kommission 2002 zu dem Schluss, dass die Preisunterschiede bei Supermarktwaren innerhalb der EU-Mitgliedstaaten im Allgemeinen um das Vier- bis Sechsfache geringer als zwischen den EU-Ländern sind.

Ein von der Kommission angestellter Vergleich mit den Vereinigten Staaten, einem Währungsraum mit einem hohen Grad an Integration von ungefähr derselben Größe wie der Euroraum, ergab, dass 1998 die Preisniveaustreuung bei sechs Produktgruppen² zwischen den EU-Ländern 15 %, zwischen 15 US-amerikanischen Städten hingegen lediglich 12 % betrug. Insgesamt zeigte sich, dass die Preise in den USA in allen Produktkategorien, vor allem aber in der Gruppe der handelbaren Güter, weniger streuen. In einer weiteren Studie, die auf Daten von 165 verschiedenen Waren und Dienstleistungen aus städtischen Gebieten basiert, wird jedoch darauf hingewiesen, dass der Spielraum für eine weitere Annäherung des Preisniveaus bei handelbaren Gütern im Euroraum begrenzter sein dürfte (siehe Tabelle 3). Dieser Studie zufolge liegt die Preisniveaustreuung bei handelbaren Gütern in den Städten der Euro-Länder bereits relativ nahe an den US-Werten des Jahres 1999. Das etwas überraschende Ergebnis, dass die Differenzen bei den Preisen für nicht handelbare Waren und Dienstleistungen in US-Städten größer als im Euroraum sind, lässt sich in erster Linie mit dem deutlich größeren Gewicht, das dem Wohnungsbereich in den USA beigemessen wird, und mit den hohen Wohnungspreisen in New York erklären, wodurch es zu einer Verzerrung der Daten kommt. Werden die Daten aus New York wie im Bericht der Europäischen Kommission nicht einbezogen, zeigt sich im Jahr 1998 für die EU eine höhere Preisstreuung bei Wohnungen als in den USA.

Die Preise der handelbaren und nicht handelbaren Waren bzw. Dienstleistungen bewegen sich infolge einer voranschreitenden Integra-

¹ Europäische Kommission, „Price dispersion in the Internal Market“, 2001.

² Lebensmittel, Wohnungen, Versorgungsleistungen, Verkehr, Gesundheitsfürsorge und verschiedene Waren und Dienstleistungen (inklusive Dienstleistungen der Unterhaltungsindustrie, Restaurantmahlzeiten, Bekleidung und alkoholische Getränke), bereinigt um indirekte Steuern. Siehe Europäische Kommission „Preisniveau und Preisstreuung in der EU“, Europäische Wirtschaft Nr. 7, Juli 2001.

Tabelle 3**Preisstreueung zwischen Städten im Euroraum und in den USA**

Preisindex		Standardabweichung ¹⁾ der lokalen Preise		
		1990	1995	1999
Euroraum (11 Städte)	Insgesamt	0,12	0,12	0,10
	Handelbare Güter	0,11	0,07	0,05
	Nicht handelbare Güter	0,26	0,32	0,28
Vereinigte Staaten (14 Städte)	Insgesamt	0,15	0,14	0,16
	Handelbare Güter	0,04	0,03	0,03
	Nicht handelbare Güter	0,51	0,49	0,56

Quelle: J. Rogers, G. Hufbauer und E. Wada, „Price level convergence and inflation in Europe“, Institute for International Economics, Working Paper 01-1, 2001. Autorisierter Nachdruck.

1) Die Standardabweichung misst die Streuung der Daten. Eine niedrige Standardabweichung zeigt eine geringe Streuung an.

tion nicht in dieselbe Richtung. Innerhalb eines integrierten Wirtschaftsraums nähern sich in Ländern mit einem niedrigeren Einkommensniveau die Preise für nicht handelbare Güter tendenziell dem Preisniveau in Ländern mit hohem Einkommen an, und zwar in dem Ausmaß, wie auch der Lebensstandard und das Produktivitätsniveau sich schrittweise an die jeweiligen Werte der reicheren Länder angleichen. Bei den Preisen für handelbare Waren und Dienstleistungen kommt es hingegen durch den verstärkten Wettbewerb eher zu einer Annäherung nach unten. In beiden Fällen sollten die Preise aber über Ländergrenzen hinweg konvergieren. Kurzfristig kann sich die Preisstreueung allerdings je nach Ausgangslage und Zeitpunkt der Umsetzung von Liberalisierungsmaßnahmen in verschiedenen Ländern erhöhen. So kam es etwa bei der Liberalisierung des Elektrizitäts- und Telekommunikationsmarkts für bestimmte Kundenkreise bzw. bei bestimmten Kategorien von Dienstleistungen zu größeren Preisunterschieden, während das allgemeine Preisniveau in diesem Bereich im Euroraum sank. Wesentlich ist, dass

Preiskonvergenz nicht per se als Zeichen eines effizienten Marktes zu interpretieren ist. Das Preisniveau kann in verschiedenen Ländern ähnlich sein, obwohl die Märkte an Wettbewerb und Effizienz zu wünschen übrig lassen. So können etwa die Preise aufgrund von Preisabsprachen zwischen Firmen auf einem suboptimalen Stand verharren und damit kaum Differenzen aufweisen. Jedoch ist ein Sinken der Preise in einem von zunehmendem Wettbewerbsdruck gekennzeichneten Markt in Verbindung mit einer länderübergreifenden Annäherung der Preise durchaus als Anzeichen für eine Verbesserung der Funktionsweise dieser Märkte zu werten.

Grundsätzlich bleibt also selbst in einem hoch integrierten Währungsgebiet aller Wahrscheinlichkeit nach stets ein gewisser Grad an Preisstreueung bestehen. Allerdings deuten Vergleiche von Preisniveauunterschieden zwischen den Euro-Ländern sowie innerhalb einzelner Länder des Euroraums und innerhalb der Vereinigten Staaten darauf hin, dass es noch Spielraum für eine weitere Annäherung der Preise im Euro-Währungsgebiet gibt.

5 Auswirkungen des Wettbewerbs

Märkte, auf denen vollkommener Wettbewerb herrscht, werden im Allgemeinen als Idealsituation wahrgenommen, in der die Ressourcenallokation am effizientesten und der Wohlfahrtsgewinn für die Volkswirtschaft am größten ist. Dies ergibt sich aus der Tatsache, dass an diesen Märkten kein Wirtschaftsakteur den Markt dominieren kann und die Produzenten über Wirtschaftlichkeit und Innovation miteinander konkurrieren, wodurch die Preise und Gewinne auf optimalem und niedrigem Niveau gehalten werden können. Außerdem dürften aus verstärktem Wettbewerb und Innovation Produktivitätsgewinne und verbesserte Wachstums- und Beschäftigungsaussichten erwachsen.³ An den meisten Märkten haben Firmen jedoch eine gewisse Machtstellung inne, d. h. sie können über andere Maßnahmen ihre Preise und Gewinne zumindest teilweise mitbestimmen. Dazu gehören etwa Produktdifferenzierung, Branding, Kundendienstleistungen, die Kontrolle von Vertriebsnetzen oder Marktzugangsbeschränkungen durch Preisabsprachen, strategische Partnerschaften oder strategische Preisgestaltung. An diesen Märkten sind Preise und Gewinne in der Regel höher als an Märkten mit vollkommenem Wettbewerb.

Eine Verschärfung des Wettbewerbs dürfte demgemäß die Preise für einen bestimmten Zeitraum drücken, und zwar bis ein niedrigeres Gleichgewichtspreisniveau erreicht wird. Wie die Preisentwicklung im Telekommunikationssektor in den vergangenen vier Jahren zeigt, können diese Effekte relativ signifikant und dauerhaft ausfallen.⁴ Allerdings besteht auch die Möglichkeit, dass sich die Preise einiger Waren und Dienstleistungen mit der Liberalisierung und der Verschärfung der Wettbewerbsbedingungen kurzfristig erhöhen, insbesondere an Märkten, wo ein etabliertes Unternehmen vom Staat subventioniert wurde bzw. es zu einer Quersubventionierung über Aktivitäten an verschiedenen Märkten kam. Obwohl das Messen des Wettbewerbsgrads ein beträchtliches methodologisches Problem darstellt, wird in den meisten empirischen Studien die Ansicht vertre-

ten, dass ein schärferer Wettbewerb die Effizienz steigert sowie Kosten und Preise drückt. Überdies dürften Preisanpassungen an Märkten mit stärkerem Wettbewerbsdruck rascher stattfinden.⁵ Ebenso unterstützt die empirische Evidenz generell die Ansicht, dass ein höherer Marktöffnungsgrad, d. h. ein stärkerer Wettbewerb aus dem Ausland, positive Wohlfahrts- und Einkommenseffekte erzeugt.

So wie sich die Wettbewerbsbedingungen im Laufe der Zeit verändern – etwa infolge von Marktentwicklungen, Liberalisierungsmaßnahmen, Strukturreformen oder aufgrund des technischen Fortschritts – stellt auch die Anpassung einschlägiger Rechtsvorschriften und politischer Maßnahmen zur Gewährleistung wirkungsvoller Wettbewerbsbedingungen eine permanente Herausforderung für politische Entscheidungsträger dar. In der EU ist für die Überwachung der Wettbewerbspolitik am Binnenmarkt die Kommission zuständig; sie überprüft sowohl Unternehmensverhalten (Kartelle, Fusionen und Übernahmen) als auch staatliche Interventionen (staatliche Beihilfen). Auch wenn nicht zuletzt infolge der Umsetzung des Binnenmarktprogramms bereits wichtige Handels- und Wettbewerbsbeschränkungen in der EU gefallen sind und der Anteil des Handels innerhalb des Euroraums in Prozent des BIP stetig ansteigt, sind die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf den inländischen Wettbewerb in ihrer gesamten Tragweite schwer abzuschätzen. Die oben erwähnten Unterschiede im Preisniveau bei international handelbaren Waren und Dienstleistungen sowie Untersuchungen wie der jährliche Cardiff-Bericht der Kommission deuten aber darauf hin, dass die Wettbewerbsintensität im Euroraum von Land zu Land

3 Eine ausführlichere Erläuterung des wirtschaftlichen Nutzens von Gütermarktreformen ist dem Artikel „Gütermarktreformen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2001 zu entnehmen.

4 Siehe EZB, *Price effects of regulatory reform in selected network industries*, März 2001.

5 Siehe zum Beispiel S. Nickell, *Competition and Corporate Performance*, in: *Journal of Political Economy* 104(4), 1996, und M. Asplund und R. Friberg, *Links between Competition and Inflation*, in: *Quarterly Review of Sveriges Riksbank* 3/1998.

variiert und dass nach wie vor Handelshemmnisse, z. B. auf dem Dienstleistungsmarkt, bestehen.

Für die Wettbewerbsbeschränkungen und Marktverzerrungen im Euro-Währungsgebiet sind mehrere Faktoren verantwortlich. Dazu gehören staatliche Beihilfen (die in bestimmten Branchen, z. B. im Schienen- oder Luftverkehr, nach wie vor beträchtlich sind, auch wenn ihre Bedeutung allgemein im Abnehmen begriffen ist), die anhaltend wichtige Rolle des öffentlichen Sektors, das Maß an Transparenz der Beschaffungsregeln für öffentliche Aufträge sowie Fragen bezüglich der Harmonisierung technischer Standards und Patentregelungen. Des Weiteren sind in diesem Zusammenhang länderspezifische Unterschiede im Steuersystem, Arbeitsmarktrigiditäten und zersplitterte Finanzmärkte zu erwähnen. Zusätzlich dazu existiert eine Reihe von Ausnahmen vom Grundprinzip des freien Waren- und Dienstleistungsverkehrs innerhalb des Binnenmarkts. So gilt für den Automarkt eine so genannte Gruppenfreistellung von den EU-Wettbewerbsregelungen. Zuletzt wurde jedoch eine Reihe von Regeländerungen verabschiedet (siehe Kasten 2).

Die Einführung des Euro stellt einen weiteren Schritt auf dem Weg zur europäischen Integration dar. Die damit einhergehende Beseitigung von Wechselkursunsicherheiten regte den Handel und die Investitionstätigkeit an. Nun wird die gemeinsame Währung als Katalysator für die weitere wirtschaftliche Integration dienen. Ferner reduzierten sich mit der Euro-Bargeldeinführung die Transaktionskosten und es kam länderübergreifend zu einer Erhöhung der Preistransparenz. All dies sollte zu einer Verbesserung der Bedingungen für den Handel, die Investitionstätigkeit, die Mobilität von Arbeitskräften und den Wettbewerb im Euroraum beitragen. In der weiteren Folge sollten sich die Preise in den einzelnen Euro-Ländern mit der Zeit einander annähern, im Fall der handelbaren Waren und Dienstleistungen höchstwahrscheinlich nach unten. Da es jedoch nach wie vor Anzeichen für verbliebene Handels- und Wettbewerbs-hemmnisse an den Gütermärkten im Euroraum gibt, besteht noch Spielraum für weitere Maßnahmen zur Stärkung und Förderung des Wettbewerbs in Europa.

Kasten 2

Preisunterschiede und Verkaufs- bzw. Vertriebsregelungen in der Kraftfahrzeugbranche im Euroraum

Im Euro-Währungsgebiet bestehen große und anhaltende Unterschiede bei den Preisen für Kraftfahrzeuge. In der unten stehenden Tabelle sind die Preisdifferenzen (in Prozent) zwischen dem teuersten und dem billigsten Teilnehmerland für verschiedene Autoklassen angeführt. Der Tabelle ist zu entnehmen, dass die drei hier dargestellten grob gefassten Pkw-Klassen beträchtliche Preisunterschiede aufweisen. Ferner wird beim Vergleich der Preissituation im November 2001 mit jener im November 1998 ersichtlich, dass per saldo die Unterschiede relativ konstant geblieben sind.

Preisunterschiede bei Pkws im Euroraum

(Preisunterschiede in % vor indirekten Steuern auf Basis von Europreisen; Vergleich zwischen dem teuersten und dem billigsten Land des Euroraums)

Pkw-Klassen (Durchschnitt der fünf meistverkauften Pkws)	01.11.1998	01.11.1999	01.11.2000	01.11.2001	01.05.2002
Durchschnittlicher Kleinwagen	23,8	21,7	21,7	22,9	21,2 ¹⁾
Durchschnittlicher Mittelklassewagen	23,7	21,4	23,2	28,0	26,0
Durchschnittlicher Oberklassewagen	22,7	20,1	22,4	21,9	20,0

Quelle: Europäische Kommission.

1) Durchschnitt der vier meistverkauften Pkws.

Der Kraftfahrzeugsverkauf und -vertrieb in der EU unterliegt noch keinen konventionellen EU-weiten Wettbewerbsregeln. Stattdessen kommt derzeit eine Gruppenfreistellung (Verordnung (EG) der Kommission Nr. 1475/95) zur Anwendung, die Herstellern die Möglichkeit gibt, Händlern exklusive Verkaufsrechte in festgelegten Regionen unter Einhaltung bestimmter Regelungen zu gewähren, wodurch der internationale Wettbewerb und Handel effektiv eingeschränkt werden. Meist wird für diese Ausnahmeregelung das Argument ins Treffen geführt, dass Kraftfahrzeuge technisch aufwendige Produkte sind und daher qualifiziertes Verkaufs- und Servicepersonal nötig ist, um den Kunden adäquate Qualitätsstandards bieten zu können.

Angesichts der von der Europäischen Kommission georteten Wettbewerbsprobleme, die sich in den oben erwähnten beträchtlichen und beständigen Preisunterschieden widerspiegeln, präsentierte die Kommission am 17. Juli 2002 Wettbewerbsvorschriften für die Kraftfahrzeugbranche. Diese werden die derzeit geltende, Ende September 2002 auslaufende Gruppenfreistellungs-Verordnung ersetzen. Ziel der Neuerung ist die Stärkung des Wettbewerbs in den einzelnen Mitgliedstaaten und die Verbesserung der Funktionsweise des Binnenmarkts in der Kraftfahrzeugbranche bei gleichzeitiger Wahrung des Verbraucherschutzes. Unter anderem wird der grenzüberschreitende Kauf neuer Pkws erleichtert und Händlern die Möglichkeit eingeräumt, Filialen in anderen EU-Ländern zu eröffnen und Autos verschiedener Marken anzubieten sowie frei zu entscheiden, ob sie Wartungs- und Reparaturarbeiten selbst ausführen oder ein zugelassenes Mitglied des Vertriebssystems damit beauftragen. Die neue Verordnung tritt am 1. Oktober 2002 in Kraft. Für die Anpassung bestehender Verträge wird eine einjährige Übergangsfrist gewährt. Eine längere Übergangsfrist (bis 30. September 2005) gilt für Händler, die weitere Filialen in anderen EU-Ländern eröffnen wollen.

Die neuen Regelungen dürften im Laufe der Zeit sowohl den grenzüberschreitenden als auch den nationalen Wettbewerb verstärken und damit vor allem in den teuersten Ländern einen Abwärtsdruck auf die Autopreise erzeugen. Dadurch sollte es zu einer EU-weiten Annäherung des Preisniveaus in der Autobranche kommen. Angesichts des erheblichen Gewichts, das den Preisen für Neuwagen, Ersatzteile, Wartung und Reparatur privater Verkehrsmittel im HVPI beigemessen wird (annähernd 6 %), dürften sich diese Maßnahmen spürbar auf den HVPI für das Euro-Währungsgebiet insgesamt auswirken, wenngleich eine exakte Schätzung der Auswirkungen nur schwer möglich ist.

6 Schlussbemerkungen

In einem stark integrierten Wirtschaftsraum kann die Preisniveaustreuung zwischen einzelnen Ländern als Indikator für den Grad der Marktintegration und des Wettbewerbs herangezogen werden. Während seit den späten Achtzigerjahren die Preisunterschiede im Euroraum abgenommen haben, scheinen die Preise zwischen den Euro-Ländern nach wie vor stärker zu streuen als innerhalb der Länder. Das bedeutet – vor allem hinsichtlich der Preisunterschiede bei handelbaren Waren und Dienstleistungen –, dass die Funktionsweise des Binnenmarkts weiter verbessert werden kann.

Auch wenn eine hohe regionale Preisstreuung im Euro-Währungsgebiet als Zeichen eines geringen Grades an wirtschaftlicher Inte-

gration gedeutet werden kann, stellt sie für die gemeinsame Geldpolitik der EZB an sich kein Problem dar, ist doch das Ziel ihrer geldpolitischen Strategie als HVPI-Änderungsrate für den gesamten Euroraum definiert. Marktkräfte und Reformen zur Förderung von Wettbewerb und Flexibilität können aber einen Abwärtsdruck auf das Preisniveau ausüben und damit gleichzeitig im Laufe der Zeit die Preisniveaustreuung reduzieren. Diese strukturellen Änderungen im Preisniveau können sich temporär auf die HVPI-Teuerung auswirken. Eine derartige Entwicklung war etwa an den zuletzt liberalisierten Versorgungsmärkten zu beobachten und könnte sich in ähnlicher Form bei künftigen Strukturformen wiederholen. Langfristig wird es zur Bildung eines neuen Gleichgewichtspreisni-

veaus kommen und die relative Größe der Angebots- und Nachfrageeffekte sowie ihre Verteilung in den einzelnen Sektoren wird die allgemeine Anpassung der relativen Preise bestimmen, während Änderungen im allgemeinen Preisniveau durch monetäre Entwicklungen ausgelöst werden.

Effizient funktionierende wettbewerbsfähige Gütermärkte sind insgesamt im Interesse der europäischen Bürgerinnen und Bürger. Verschärfter Wettbewerb sollte nicht nur zu einer kosteneffizienteren und innovativeren Produktion führen, sondern über niedrigere Preisniveaus auch die Realeinkommen der Verbraucher erhöhen. Überdies sollten aus einem Mehr an Wettbewerb und Innovation Produktivitätszuwächse sowie verbesserte Wachstums- und Beschäftigungsaussichten resultieren, während gleichzeitig die Volkswirtschaft insgesamt flexibler wird, was naturgemäß eine raschere Anpassung an wirtschaftliche Schocks ermöglicht. Dies würde wiederum die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum erleichtern.

Bei den politischen Entscheidungsträgern besteht ein ausgeprägtes Bewusstsein für die Notwendigkeit von Strukturreformen zur Förderung des Wettbewerbs und der Integration an den EU-Gütermärkten. Unerlässlich sind in diesem Zusammenhang unter anderem ausgefeilte nationale und EU-weite wettbewerbspolitische Maßnahmen zur Förderung effektiven Wettbewerbs und integrierter Märkte. Gut funktionierende Kapital- und Arbeitsmärkte sind eine Voraussetzung für effiziente Gütermärkte, d. h. bei der Ausarbeitung und Umsetzung der Reformen wäre eine ganzheitliche Vorgehensweise wünschenswert. Schlussendlich sollte nicht unerwähnt bleiben, dass die Euro-Einführung und der technologische Fortschritt, wie etwa das Internet, die grenzüberschreitende Preistransparenz weiter erhöhen und die Informationskosten senken. Auch damit wird ein Beitrag zur Integration der Gütermärkte, und in der weiteren Folge zur Reduktion der Preisniveaustreuung, im Euroraum geleistet.

Jüngste Entwicklungen und Risiken im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets

Dieser Aufsatz gibt einen Überblick darüber, wie stark die Banken im Euroraum Risiken ausgesetzt sind, und untersucht die Auswirkungen des Konjunkturabschwungs im Jahr 2001. Er beschreibt, inwieweit sich das Risikoprofil der Banken im Eurogebiet aufgrund der jüngsten strukturellen Entwicklungen, wie etwa der Ausweitung des Investmentbankings, der Fusionen und der Verbriefung von Krediten sowie verbesserter Risikomanagementtechniken, verändert hat. Der vorliegende Beitrag weist ausdrücklich darauf hin, dass das Umfeld, in dem die Banken im vergangenen Jahr agierten, wegen der relativ schwachen Konjunktur in allen großen Volkswirtschaften sowie der Ereignisse vom 11. September in den Vereinigten Staaten recht komplex war und beurteilt die Auswirkungen dieser ungünstigen Bedingungen auf die Stabilität der Banken sowie deren Geschäftserfolg insgesamt. Er geht sowohl auf Bilanzinformationen der Banken als auch auf Finanzmarktpreise ein und führt Gründe dafür an, weshalb Letztere bei der Beurteilung der künftigen Solidität des Bankensektors hilfreich sein können. Schließlich gibt der Aufsatz einen Überblick über die Stabilität der Banken des Euroraums insgesamt und weist auf die Widerstandsfähigkeit dieses Sektors gegenüber den negativen Entwicklungen im Jahr 2001 sowie auf die etwas verbesserten auf die Zukunft ausgerichteten Indikatoren der Finanzkraft der Banken Anfang 2002 hin.

I Einleitung

Banken spielen im Finanzsystem eine zentrale Rolle, da sie Gelder von Sparern an Investoren weiterleiten. Eine effiziente Allokation von Kapital ist Voraussetzung für mittelfristiges Wirtschaftswachstum. Neben dieser bedeutenden Funktion für das Wachstum nimmt das Bankensystem auch bei den Zahlungsverkehrssystemen eine zentrale Stellung ein und spielt bei der Übermittlung der Geldpolitik eine wichtige Rolle. Die Stabilität des Bankensystems ist daher für das Eurosystem von größtem Interesse. Das Binnenmarktrecht, durch das die grenzüberschreitende Bereitstellung von Finanzdienstleistungen in der Europäischen Union liberalisiert wurde, führte in den letzten Jahren zu einem stärker integrierten und wettbewerbsfähigeren Bankensystem. Diese Entwicklung wurde durch die Einführung der einheitlichen Währung und von Großbetragszahlungssystemen für das gesamte Euro-Währungsgebiet weiter vorangetrieben. Im Zusammenspiel mit anderen Faktoren wie etwa der Globalisierung und dem technischen Fortschritt führte dies zu einer schnelleren Konsolidierung des Bankensektors im Eurogebiet. Vor diesem Hintergrund hat die Beurteilung der Solidität des Bankensektors unter Berücksichtigung des gesamten Euroraums immer mehr an Bedeutung gewonnen.

Bei der Erfüllung wichtiger wirtschaftlicher Aufgaben gehen Banken zwangsläufig Risiken

ein. Ein Risiko besteht darin, dass ein Kreditnehmer seinen Kredit nicht zurückzahlen kann; dies wird als Kreditrisiko bezeichnet. Darüber hinaus können Banken bei der Umwandlung kurzfristiger Einlagen in langfristige Kredite (oder festverzinsliche langfristige Schuldverschreibungen) ein erhebliches Zinsrisiko eingehen. Bei steigenden Kurzfristzinsen erhöhen sich auch die Finanzierungskosten der Banken, während ihre Zinseinkünfte – sofern Festzinssätze vereinbart wurden – unverändert bleiben. Außerdem können veränderte Finanzmarktpreise zu einer schlechteren Bewertung der Portfolios der handelbaren Bankaktiva führen oder zur Folge haben, dass die Einkünfte aus der Verwaltung von fremden Vermögenswerten schwanken. Hierbei handelt es sich um das so genannte Marktrisiko. Des Weiteren können Banken auch einem Liquiditätsrisiko ausgesetzt sein, welches sich aus der Kurzfristigkeit der Finanzierung durch Kunden- und Interbankeinlagen ergibt: Wenn eine große Anzahl von Einlegern aus irgendeinem Grund ihre Einlagen gleichzeitig abhebt oder die Bank ihre kurzfristige Kreditaufnahme nicht über den Interbankenmarkt verlängern kann, kommt es zu Liquiditätsengpässen. Schließlich sind Banken auch verschiedenen operativen Risiken ausgesetzt. Zu diesen zählen unvorhergesehene Ereignisse (Naturkatastrophen, Computerabstürze usw.), die die Kontinuität des

Geschäftsablaufs einer Bank gefährden, sowie das Versagen interner Kontrollmechanismen und Betrug.

Ziel dieses Beitrags ist es, die Bedeutung der einzelnen Risiken für Banken des Euro-Währungsgebiets vor dem Hintergrund der jüngeren Entwicklung der Wirtschaftslage und der Finanzmärkte zu untersuchen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Ereignissen des Jahres 2001 und den aktuellen Aussichten, wie sie sich im Juni des laufenden Jahres darstell-

ten. Der Aufsatz ist wie folgt untergliedert: Abschnitt 2 untersucht die wichtigsten Veränderungen in der Geschäftstätigkeit der Banken im Euroraum, um deren geändertes Risikoprofil zu beleuchten. In Abschnitt 3 werden der Geschäftserfolg der Banken im vergangenen Jahr und seine Hauptbestimmungsfaktoren dargestellt. Abschnitt 4 schließlich beurteilt die Aussichten für die Stabilität des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet.

2 Veränderungen des Risikoprofils der Banken

Das Risikoprofil der Banken im Euroraum hat sich stark gewandelt. Ursachen hierfür sind die Expansion der Banken in das Wertpapier- und Versicherungsgeschäft, die verstärkte Verbriefung von Forderungen und die Verwendung anderer komplexer Instrumente zur Risikoübertragung sowie die grenzüberschreitende Ausdehnung und Konsolidierung zur Bildung immer größerer und weiter verzweigter Finanzgruppen. Hierdurch wurden zwar die Risiken der Banken stärker gestreut, es könnten aber auch neue Risiken entstanden sein. Im Allgemeinen unterstreicht diese Veränderung des Risikoprofils, wie wichtig es für Banken ist, ausgefeilte Risikomanagementsysteme zu verwenden.

2.1 Kreditrisiken

Das relativ hohe Wachstum der Kreditvergabe der Banken des Euroraums an private Nicht-MFIs, das laut Geld- und Bankenstatistik der EZB 1999 bei 10 % und 2000 bei 9,6 % lag, gab Anlass zu Bedenken hinsichtlich eines steigenden Kreditrisikos, da der Kreditzuwachs eine stärkere Verschuldung des Sektors der Unternehmen und der privaten Haushalte zur Folge hatte. Im Jahr 2001 verlangsamte sich das Kreditwachstum auf 6,1 %. Allerdings wurde das Kreditrisikomanagement der Banken beträchtlich verfeinert, wodurch sich zumindest die Sensibilisierung der Banken für die Risiken erhöht hat, die normalerweise in einer Zeit hohen Kredit-

wachstums vermehrt auftreten. Hier greifen Banken immer häufiger auf komplexe Instrumente zur Übertragung von Kreditrisiken, wie die Verbriefung oder Derivate, zurück.

Die Bündelung von Bankkrediten in Schuldverschreibungen, die an Anleger verkauft werden können, wird als Verbriefung bezeichnet. Es gibt zwei Hauptarten der Verbriefung. Bei der ersten handelt es sich um die Begebung von Schuldverschreibungen durch die Bank selbst, die die Kredite und das damit zusammenhängende Kreditrisiko weiterhin in ihrer Bilanz ausweist. Die zweite Art erfolgt über den Verkauf der Aktiva an gesonderte Einrichtungen, den so genannten Zweckgesellschaften, wodurch das Kreditrisiko nicht länger in der Bankbilanz erscheint. Angaben des European Securitisation Forum zufolge wurde diese Form der Verbriefung 2001 rapide ausgeweitet, und zwar auf 154 Mrd €, gegenüber 78 Mrd € im Jahr zuvor. Dagegen verringerte sich der Anteil der ersten Verbriefungsform um 2 % auf 210 Mrd €. Zum Vergleich: Die Vergabe neuer Kredite durch Banken im Eurogebiet ging im vergangenen Jahr auf 366 Mrd € zurück, während sich der Umlauf auf 7 366 Mrd € erhöhte. Wenngleich die Verbriefung derzeit nur einen relativ geringen Anteil an der gesamten Geschäftstätigkeit der Banken hat, wächst sie doch deutlich schneller als die Kreditgewährung insgesamt.

Kreditderivate stellen eine weitere wichtige Instrumentenkategorie zur Übertragung von

Kreditrisiken dar. Sie sind mittlerweile das am stärksten wachsende Segment im außerbörslichen Derivatehandel. Aus einer aktuellen Untersuchung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) über Devisen- und Derivatmärkte geht hervor, dass sich der Nominalwert von außerbörslich gehandelten Kreditderivaten seit 1998 weltweit versiebenfacht hat und im Juni 2001 bei 694 Mrd USD lag, wobei der Anteil der im Eurogebiet ansässigen Banken 32 % ausmachte. Eine jüngere Studie der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) weist auf das starke Wachstum dieser Geschäfte hin, die im zweiten Halbjahr 2001 um weitere 45 % zunahm.

Schließlich wurde die Übertragung des Kreditrisikos auch durch die steigende Marktfähigkeit von Krediten, in erster Linie durch die zunehmende Vergabe von Konsortialkrediten durch Banken, erleichtert. Daten von Capital Data Loanware zufolge nahmen Konsortialkredite, die an Geschäftspartner im Euroraum vergeben wurden, in den Jahren 1999 und 2000 mit einem Volumen von rund 800 Mrd € pro Jahr jeweils um mehr als 70 % gegenüber dem Vorjahr zu. Ausschlaggebend hierfür war die Notwendigkeit, auf zukünftiges Wachstum ausgerichtete Konsolidierungsmaßnahmen und Investitionen in den Bereichen Telekommunikation und Technologie zu finanzieren. Im Jahr 2001 verringerte sich die Wachstumsrate der Konsortialkredite mit den zunehmenden Schwierigkeiten, denen sich diese Wirtschaftszweige ausgesetzt sahen, deutlich.

Es könnte voreilig sein, endgültige Schlussfolgerungen bezüglich der Auswirkungen dieser Innovationen auf das Kreditrisiko von Banken zu ziehen. Grundsätzlich stellen Instrumente zur Übertragung von Kreditrisiken eine positive Entwicklung dar, weil sie eine Umverteilung der Risiken auf die Marktteilnehmer gestatten, die diese am besten verkraften können. Allerdings versetzen sie Finanzinstitute auch in die Lage, neue Risiken einzugehen, da diese Instrumente auch zum Aufbau umfassender ungesicherter und fremdfinanzierter Positionen eingesetzt werden können.

Darüber hinaus kann die zu beobachtende Konzentrierung des weltweiten außerbörslichen Derivatehandels bei wenigen großen finanziellen Mittlern eine bedeutende Risikokonzentrierung und Anfälligkeit gegenüber Adressenausfallrisiken (wie auch gegenüber den mit diesen Instrumenten zur Übertragung des Kreditrisikos verbundenen Markt- und Liquiditätsrisiken) zur Folge haben. Auch der Markt für Kreditderivate weist einen hohen Konzentrationsgrad auf. Einer Umfrage im Risk Magazine vom Februar 2002 zufolge entfällt über ein Drittel des gesamten weltweiten Handels mit diesen Derivaten auf zwei Geldinstitute. Zum Teil lässt sich diese Konzentrierung auf die jüngste Konsolidierungswelle im Bankgewerbe zurückführen. Dadurch entstehen immer größere und komplexere Finanzinstitute, die an verschiedenen Großkundenmärkten und im Bereich der Finanzdienstleistungen für Privatkunden eine starke Marktstellung einnehmen. In Europa war die Einführung des Euro Auslöser für eine besonders ausgeprägte Entwicklung hin zur Konsolidierung, da die Unterteilung der Märkte nach den verschiedenen Währungen eine volle Ausnutzung der Skalenvorteile verhindert hatte. Dem Wert der Transaktionen nach fanden 70 % der in den vergangenen zehn Jahren erfolgten Fusionen und Übernahmen zwischen Finanzinstituten im Euroraum während der letzten drei Jahre statt.¹

Die Banken haben auch ihre grenzüberschreitenden Kreditengagements erhöht. In jüngster Zeit wuchsen die grenzüberschreitenden Ausleihungen – insbesondere innerhalb des Euroraums – erheblich rascher als die inländische Kreditgewährung. Zwar ist der Anteil der grenzüberschreitenden Ausleihungen mit rund 11 % der gesamten Kreditvergabe der Banken im Eurogebiet an Nicht-MFIs noch verhältnismäßig gering, doch sind die Bankkonzerne auch durch den Eintritt in ausländische Märkte vermehrt Kreditengagements eingegangen. Auf Filialen ausländischer Banken entfallen derzeit durchschnittlich 5 % der

¹ Quelle (aller Daten zu Fusionen und Übernahmen von Banken): Thomson Financial Securities Services.

gesamten Aktiva von Banken im Eurogebiet, wenngleich ihr Marktanteil in einigen Ländern (insbesondere Portugal und Irland) mit über 10 % des inländischen Geschäftsvolumens erheblich höher ist. In der Vergangenheit kam es recht selten zu grenzübergreifenden Fusionen, jedoch hat sich ihr Anteil im Laufe der Zeit erhöht, und im Zeitraum von 1999 bis 2001 entfielen auf sie rund 25 % des Geschäftsvolumens von Banken im Euroraum. Die Banken tendierten außerdem dazu, nicht nur Fusionen und Übernahmen zu tätigen, sondern auch grenzübergreifende Allianzen zu bilden, wozu auch der Austausch von Minderheitsbeteiligungen zählt. Aufgrund des Erwerbs von Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen erhöhte sich der Anteil an Banken im Besitz von ausländischen Instituten im Euroraum im Durchschnitt auf über 20 %.²

Auch in Ländern außerhalb des Euroraums haben die Kreditengagements gebietsansässiger Banken – in erster Linie durch die Gründung oder Übernahme von Filialen an den dortigen Finanzmärkten – zugenommen. Die größten mit Finanzinstituten außerhalb des Euroraums getätigten Transaktionen betrafen Übernahmen in den Vereinigten Staaten. Einige Großbanken im Eurogebiet erzielen mittlerweile 10 % bis 20 % ihrer Gesamterträge auf Konzernebene aus dem USA-Geschäft. Auch in Schwellen- und Entwicklungsländern wurde expandiert. Vor allem Banken aus Ländern, die in geographischer Nähe zu Mittel- und Osteuropa liegen (z. B. Deutschland, Italien und Österreich), haben ihr Geschäft in dieser Region weiter ausgebaut. Lateinamerika – und hier insbesondere Brasilien und Argentinien – war bis zum Beginn der Krise in Argentinien vor allem für spanische Großbanken ein attraktives Ziel für Expansionsaktivitäten. Insgesamt hat sich das Kreditengagement von Banken des Euroraums in Schwellenländern in Mittel- und Osteuropa und Lateinamerika in den vergangenen zwei Jahren erhöht, während es im asiatisch-pazifischen Raum leicht zurückgegangen ist (siehe Abbildung 1). Das Gesamtvolumen derartiger Engagements betrug im Dezember 2001 780 Mrd €.

Die Auswirkungen der Diversifizierung in Auslandsmärkte auf das gesamte Kreditrisiko der Banken lassen sich nur schwer quantifizieren. Während die Risikostreuung die Stabilität des Bankensystems erhöht haben dürfte, könnte das erhöhte Risiko durch stärkere Konjunkturschwankungen und Märkte, an denen Banken zunächst über weniger Erfahrung als an ihren angestammten Finanzplätzen verfügen, möglicherweise negative Folgen haben. Argentiniens Zahlungsunfähigkeit kann als ein Beispiel für diese potenziell höheren Risiken dienen (siehe Abschnitt 3.1).

2.2 Risiken in Verbindung mit Wertpapiermärkten

Die verstärkte Beteiligung von Banken am Wertpapiergeschäft hat zu einer Erhöhung verschiedener damit verbundener Risiken geführt. Dies gilt nicht nur für das Marktrisiko, sondern auch für das Risiko eines stärker schwankenden Ertragsvolumens und das Kreditrisiko, was sich dergestalt äußern kann, dass die Bonität der Bankkunden, die ihr Kapital an den Wertpapiermärkten anlegen, durch sinkende Kurse beeinträchtigt wird.

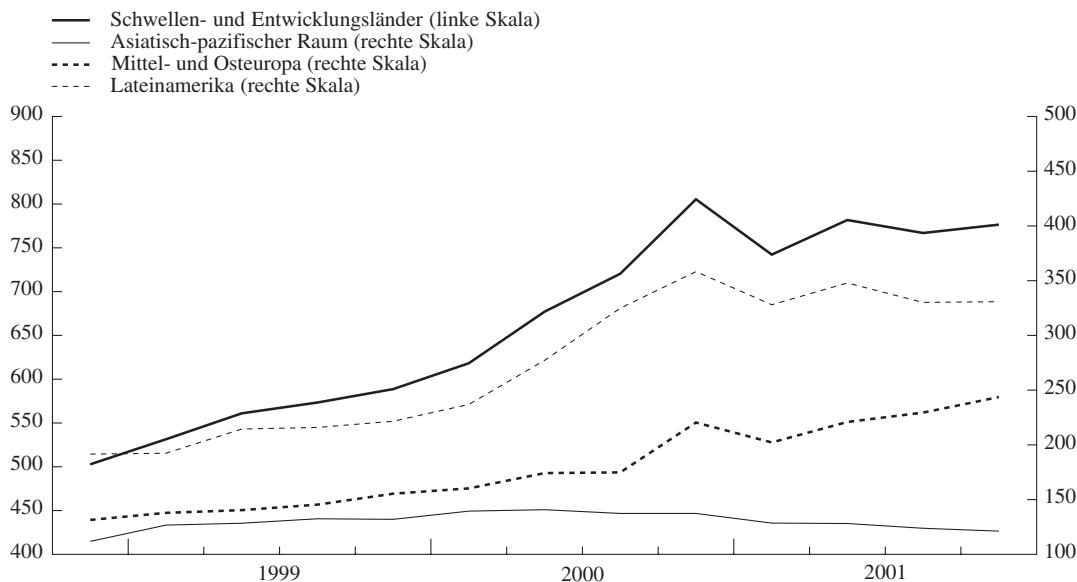
Die zunehmende Bedeutung der Wertpapiermärkte für die Banken hat sich aus der steigenden Attraktivität von Wertpapieren als Anlageform, insbesondere über Investmentfonds und versicherungsnahe Produkte, ergeben. Die Anlage in Aktien und Investmentzertifikaten durch private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen im Eurogebiet erhöhte sich bis Mitte des Jahres 2000 stetig (siehe Tabelle 1). Infolgedessen sank der Anteil von Bankeinlagen an den finanziellen Vermögenswerten der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Unternehmen bis Ende 1999 auf rund 29 % bzw. 10 %. Die Banken des Euroraums konnten sich diese verstärkte Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich der Vermögensverwaltung über ihr großes Zweigstellennetz im Privatkundengeschäft zunutze machen und erreichten so eine be-

² Geschätzt auf der Grundlage der in der IBCA-Datenbank BankScope verfügbaren Daten zu 570 Banken im Eurogebiet.

Abbildung 1

Gesamtes Bruttoengagement von Banken des Euro-Währungsgebiets in Schwellenländern (einschließlich lokaler Forderungen in den nationalen Währungen)

(Mrd €, Quartalswerte)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

herrschende Stellung in der gesamtwirtschaftlichen Vermögensverwaltung (in vielen Ländern zeichnen sie beispielsweise für mehr als 80 % des gesamten Investmentfondsgeschäfts verantwortlich).

Die Emission von Aktien und Anleihen durch den europäischen Unternehmenssektor nahm bis Anfang des Jahres 2001 rapide zu, wodurch die gestiegene Nachfrage nach Wertpapieren befriedigt werden konnte (siehe Abbildung 2). Hierdurch ist der Markt für Dienstleistungen im Bereich des Investmentbankings erheblich gewachsen, und einige Großbanken im Euroraum sind mittlerweile weltweit als Investmentbanken tätig. US-amerikanische Investmentbanken sind erfolgreich in den europäischen Markt vorgedrungen. Sie konnten ihren Marktanteil in der Konsortialführung von Anleiheemissionen durch Unternehmen des Eurogebiets auf nunmehr rund 40 % ausweiten, gegenüber 8 % im Jahr 1995 (Quelle: Capital Data Bondware). Im gleichen Zeitraum verringerte sich der Marktanteil der Banken des Euroraums von rund 70 % auf 35 %, wobei der verbleibende Anteil von 25 % in erster Linie auf Banken im Vereinigten Kö-

nigreich, Japan und der Schweiz entfällt. Allerdings sind die Erträge der Banken des Euroraums aufgrund der insgesamt starken Zunahme der Emissionstätigkeit und der Beteiligung mehrerer finanzieller Mittler an den einzelnen Emissionen bis zur Jahresmitte 2001 gestiegen, und zwar ungeachtet der Tatsache, dass sich der Marktanteil dieser Banken auch in ihrer Tätigkeit als mitführende Konsorten bei Anleiheemissionen von gebietsansässigen Unternehmen leicht verringert hat. Ähnlich verhält es sich bei der Vermittlung von Aktienemissionen. Auch hier werden hohe Wachstumsraten verzeichnet, allerdings konnten die Banken des Euroraums ihren Marktanteil bei über 40 % des Geschäftsvolumens halten.

Die Erweiterung des Leistungsspektrums um das Wertpapiergeschäft erfolgte teilweise durch „organisches“ Wachstum. Fusionen und Übernahmen wurden von den Banken vermehrt genutzt, um von der Entwicklung der Wertpapiermärkte zu profitieren und über ein großes Zweigstellennetz verschiedene Allfinanzprodukte anzubieten. Es sind auch neue Arten von Konglomeratsstrukturen, wie die

Tabelle I**Finanzielle Vermögenswerte der nichtfinanziellen Sektoren (private Haushalte und Unternehmen) im Euro-Währungsgebiet***(in % der Gesamtsumme, Stand am Jahresende)*

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					Private Haushalte				
	Bargeld und Einlagen	Schuldverschreibungen und Buchkredite	Aktienbesitz und Investmentfondsanteile	Versicherungen	Sonstige	Bargeld und Einlagen	Schuldverschreibungen und Buchkredite	Aktienbesitz und Investmentfondsanteile	Versicherungen	Sonstige
1995	15	14	40	2	30	39	15	24	21	2
1996	15	14	43	1	27	37	14	25	21	2
1997	13	13	46	1	26	35	12	29	22	2
1998	12	12	50	1	24	32	11	33	22	2
1999	10	13	54	1	21	29	9	38	22	2
2000	10	14	55	1	20	29	10	37	23	1
2001 ¹⁾	10	15	54	1	20	29	10	37	23	1

Quellen: EZB (jährlich erscheinende „Monetary Union Financial Accounts“), Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

1) Anhand von Stromgrößen geschätzt.

Verbindung von Bankgeschäften und der Verwaltung von Pensionsfonds, und Banken-Versicherungskonzerne entstanden. Im Eurogebiet entfielen in den letzten drei Jahren dem Wert nach etwa 32 % aller im Finanzsektor abgeschlossenen Geschäfte auf sektorenübergreifende Fusionen und Übernahmen.

Infolge des Wachstums der Bereiche Investmentbanking und Vermögensverwaltung sind die Gewinne und die zinsunabhängigen Erträge der gebietsansässigen Banken aus Provisionen und Gebühren vor dem Hintergrund eines bis zur Jahresmitte 2000 sehr günstigen Marktklimas stark gestiegen. Im Jahr 2000 machten die konsolidierten Erträge aus dem zinsunabhängigen Geschäft bereits 57 % der gesamten Nettoerträge der 50 größten Banken im Euroraum aus, während sich dieser Anteil im Jahr 1995 noch auf unter 30 % belaufen hatte. Bei den größten im Wertpapiergeschäft tätigen Banken fiel diese Gewichtsverlagerung noch stärker aus. So entfielen 70 % der gesamten konsolidierten Erträge auf die zinsunabhängigen Erträge, und bei einigen Banken wurden über 50 % der gesamten auf Konzernebene erzielten Erträge allein durch das Investmentbanking erwirtschaftet.

Durch diese Veränderungen im Geschäftsprofil der Banken haben die herkömmlichen Kredit- und Zinsrisiken gegenüber den mit Wert-

papieremissionen und der Vermögensverwaltung verbundenen Risiken an Bedeutung verloren. Insgesamt betrachtet mag diese Entwicklung zu höheren Gewinnen infolge der Diversifizierung der Erträge geführt haben. Allerdings können die Erträge aus dem zinsunabhängigen Geschäft mit Wertpapieren auch bei einer verbesserten Diversifizierung der Einnahmequellen mindestens genauso konjunktur reagibel wie Zinseinkünfte sein.³ Das Marktrisiko der Banken kann sich auch durch ihre eigenen Wertpapierportfolios im Zusammenhang mit den angebotenen Dienstleistungen in den Bereichen Vermögensverwaltung und Investmentbanking (wie die Emissionstätigkeit) oder durch die den Anlegern angebotenen Leistungsgarantien erhöht haben. Auch hier lassen sich die gesamten Auswirkungen auf die Risiken nur schwer einschätzen, zumal sie von Bank zu Bank recht unterschiedlich sein dürften.

2.3 Liquiditätsrisiken

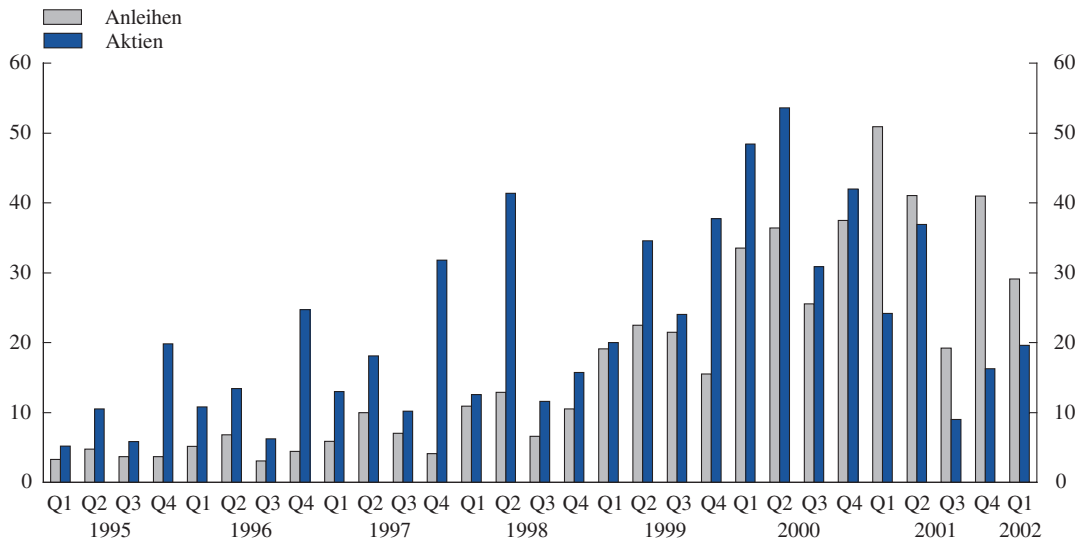
Die Disintermediation und der Einsatz komplexer Finanzinstrumente haben auch Einfluss darauf, wie die Banken mit ihrem Liquiditätsrisiko umgehen. Es gibt Anzeichen dafür, dass das Liquiditätsrisiko der Banken im Euroraum

³ Siehe EZB, „EU Banks' Income Structure“, April 2000.

Abbildung 2

Emission von Anleihen und Aktien in der Europäischen Union ¹⁾

(Mrd €)



Quelle: Capital Data Bondware.

1) Die Angaben umfassen Emissionen in allen Währungen von in der Europäischen Union ansässigen nichtfinanziellen Unternehmen.

abgenommen hat. Erstens hat sich der Anteil der Einlagen an der Mittelbeschaffung der gebietsansässigen Banken kontinuierlich auf nunmehr rund 35 % der gesamten Verbindlichkeiten verringert. Ferner haben die handelbaren Wertpapiere unter den bankeigenen Aktiva an Bedeutung gewonnen, wobei sich ihr jeweiliger Anteil von Bank zu Bank allerdings erheblich unterscheiden kann. Wie bereits erwähnt, hat die seit der Einführung des Euro zunehmende Tiefe und Liquidität der Wertpapiermärkte die Verbriefung auch im Falle der üblicherweise nicht marktfähigen Vermögenswerte, z. B. der Kredite an mittelständische Unternehmen, attraktiver werden lassen. Eine Folge der Verbriefung ist, dass der Anteil der schwer realisierbaren Aktiva in den Bankbilanzen abnimmt.

Darüber hinaus hat sich die Fähigkeit der Banken, Liquiditätsrisiken zu bewältigen, auch aufgrund der zunehmenden Integration, Tiefe

und Liquidität der Geldmärkte im Gefolge der Euro-Einführung sowie durch neue Technologien im Zahlungsverkehr und Finanzinnovationen erhöht.⁴ Die Banken im Euroraum haben von den verbesserten Möglichkeiten bereits durch eine stärkere Erschließung von Liquiditätsquellen im grenzüberschreitenden Interbankgeschäft Gebrauch gemacht. Allerdings kann sich die Gefahr starker Schwankungen in der Liquiditätsausstattung in Zeiten einer angespannten Marktsituation dadurch erhöht haben, dass zum Zwecke der Mittelbeschaffung zunehmend auf den Großkundenmarkt und komplexe Finanzinstrumente, deren potenzielle Konsequenzen für die Liquiditätsausstattung sich nur schwer quantifizieren lassen, zurückgegriffen wird.

4 Siehe EZB, „Developments in banks' liquidity profile and management“, Mai 2002.

3 Der Geschäftserfolg der Banken und seine Bestimmungsfaktoren im Jahr 2001

Der Geschäftserfolg des Bankensektors hängt vom Ausmaß der Risiken im geschäftlichen Umfeld der Banken, von ihrem Risikoprofil, ihrer Fähigkeit, mit diesen Risiken umzugehen und ihrer Widerstandskraft gegenüber Verlusten ab. Im Jahr 2001 operierten die Banken in einem recht ungünstigen geschäftlichen Umfeld, zumindest hinsichtlich des Kredit- und Marktrisikos und des Risikos schwankender Erträge.

3.1 Qualität der Kreditengagements

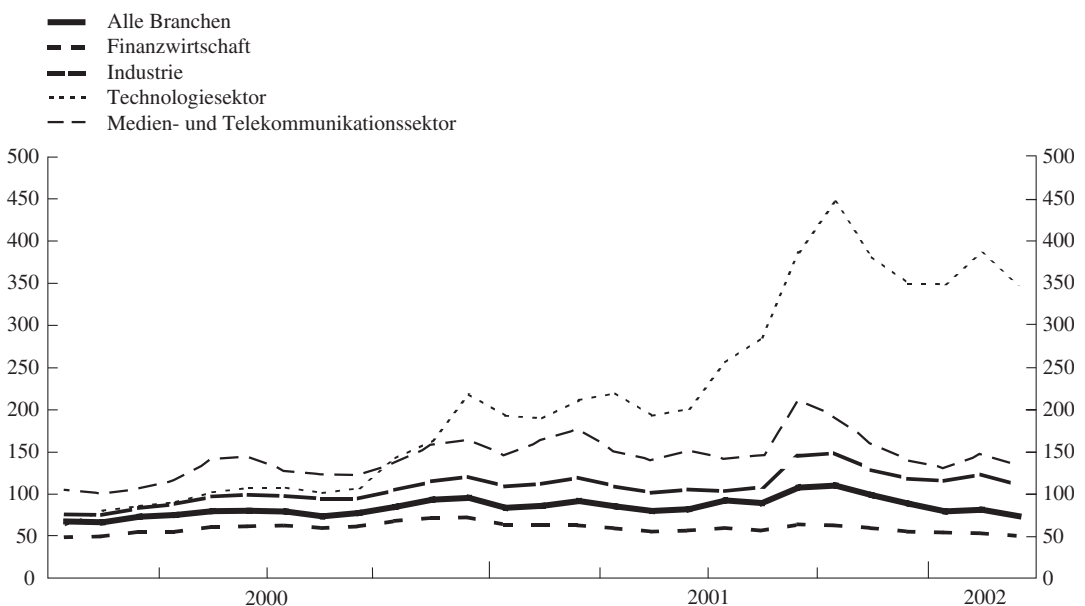
Das Jahr 2001 stand unter dem Zeichen einer weithin zu beobachtenden Konjunkturschwäche sowohl in Industrie- als auch in Entwicklungsländern, die niedrigere Unternehmensgewinne und eine steigende Zahl an Konkursen (wovon auch einige große Unternehmen betroffen waren) mit sich brachte und so dazu führte, dass es stärker als zuvor auch tatsächlich zu Kreditausfällen kam. Die eingetrübte Konjunktur wurde noch durch die Ereignisse

des 11. September in den Vereinigten Staaten verschärft, die bestimmte Wirtschaftszweige wie Fluglinien und Versicherungsunternehmen besonders stark in Mitleidenschaft zogen. Die Terroranschläge fanden zu einem Zeitpunkt statt, als sich die drei größten Wirtschaftsräume (die Vereinigten Staaten, Japan und das Euro-Währungsgebiet) zum ersten Mal seit langen Jahren mit einer Konjunkturabschwächung konfrontiert sahen. Das Wachstum des realen BIP lag 2001 im Euro-Raum und den Vereinigten Staaten erheblich unter dem Potenzial, und Japan verzeichnete sogar ein Minuswachstum. Vor dem Hintergrund eines nachlassenden Inflationsdrucks sanken die Kurzfristzinsen im Euroraum und den Vereinigten Staaten deutlich und verharrten in Japan auf einem extrem niedrigen Niveau.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen vergrößerten sich weltweit bis zum dritten Quartal 2001, worin sich Erwartungen einer niedrigeren Qualität der Aktiva und

Abbildung 3
Durchschnittliche Renditeabstände zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen weltweit

(in Basispunkten; Monatswerte)



Quelle: JP Morgan.

höherer Kreditausfallrisiken widerspiegeln (siehe Abbildung 3). In der ersten Hälfte des laufenden Jahres hat sich die Situation in den meisten Branchen aufgrund von Anzeichen eines Konjunkturumschwungs verbessert. Dennoch blieben die Renditeabstände im Falle stärker risikobehafteter Kreditnehmer mit einem „Speculative Grade“-Rating und bei Unternehmen aus den Sektoren Technologie und Telekommunikation auf einem erhöhten Stand.

Argentinien sah sich 2001 gravierenden wirtschaftlichen Schwierigkeiten gegenüber und war schließlich nicht mehr in der Lage, seine Auslandsschulden zu bedienen. Die Ursachen der Krise lagen in der Anbindung der Landeswährung an den sich aufwertenden US-Dollar verbunden mit der raschen Abwertung des brasilianischen Real und fallenden Rohstoffpreisen. Die Krise führte zu ernstesten Problemen im argentinischen Bankensystem, in dem ausländische Banken eine wichtige Rolle spielen. Im Gegensatz zu früheren Krisen in den

asiatischen Schwellenländern oder in Russland kam es kaum zu Ansteckungseffekten auf andere Schwellenländer.

Diese Entwicklungen spiegeln sich in den Messgrößen für die Qualität der Aktiva von Banken im Euroraum wider. In Tabelle 2 zeigt sich, dass von 2000 bis 2001 die Rückstellungen gemessen am Gesamtertrag um 50 % zugenommen haben. So haben die spanischen Banken als Reaktion auf die Krise in Argentinien praktisch ihr gesamtes Kreditengagement in dem Land abgeschrieben. Die Bilanzdaten sprechen allerdings dafür, dass die spanischen Banken, wie auch die Banken im Euro-Währungsgebiet generell, trotz substanzieller Ertragseinbußen der Krise und dem ungünstigen Wirtschaftsumfeld recht gut trotzen und ihre Eigenmittelbasis weiterhin deutlich über den Mindestkapitalanforderungen halten konnten.

Insgesamt wird der Eindruck einer bereits in beträchtlichem Umfang stattfindenden Bilan-

Tabelle 2

Indikatoren der Liquidität, Aktivaqualität, Ertragslage und Solvenz der 50 größten Banken im Euro-Währungsgebiet

(in %)

	1997	1998	1999	2000	2001
Zunahme der Gesamtaktiva	10,9	10,6	22,7	14,3	7,0
Liquidität					
Liquide Vermögenswerte/Kundeneinlagen und kurzfristige Verbindlichkeiten	29,0	28,5	27,6	27,4	27,2
Handelbare Wertpapiere/Buchkredite insgesamt	10,6	13,4	15,6	15,9	14,7
Qualität der Aktiva¹⁾					
Rückstellungen für Verluste aus Kreditgewährung (Erfolgsrechnung)/operatives Gesamtergebnis ²⁾	13,2	11,7	9,1	7,6	11,5
Rücklagen für Verluste aus Kreditgewährung/notleidende Kredite („Deckungsquote“)	74,3	65,9	66,3	70,9	75,7
Notleidende Kredite/Buchkredite insgesamt	5,0	6,1	5,6	5,0	4,6
Ertragslage					
Zinsunabhängige Erträge/operatives Gesamtergebnis	41,9	46,2	49,8	57,0	53,3
Gesamtsumme der Betriebskosten/operatives Gesamtergebnis	64,6	62,4	62,7	64,3	65,0
Eigenkapitalrentabilität (nach Steuern)	7,6	9,8	12,5	15,8	12,2
Gesamtkapitalrentabilität (nach Steuern)	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5
Solvenz					
Risikogewichtete Gesamteigenkapitalquote	10,7	10,6	10,5	10,4	10,4
Risikogewichtete Kernkapitalquote (Tier 1)	7,2	7,0	7,2	7,2	7,1

Quelle: Fitch BankScope. Konsolidierte Daten.

1) Aufgrund beschränkter Datenverfügbarkeit sind bei bestimmten Indikatoren möglicherweise nicht alle 50 Banken berücksichtigt.

2) Einschließlich der Abschreibung des Geschäftswerts ausländischer Niederlassungen durch Banken mit Kreditengagements in Argentinien.

zierung von Forderungsausfällen durch die Tatsache bestätigt, dass Ende 2001 der Bestand an notleidenden Aktiva der größten Banken im Eurogebiet ungeachtet der sich über das gesamte letzte Jahr hinweg verschlechternden Aktivaqualität geringer war als im Jahr zuvor. Darüber hinaus sind die Banken in ihrer Rückstellungspolitik offensichtlich konservativer geworden, denn das Deckungsverhältnis zwischen den Rückstellungen und dem Volumen an notleidenden Aktiva insgesamt ist im Durchschnitt besser geworden. In der Regel vergeht jedoch eine geraume Zeit, bis sich eine geringere Aktivaqualität in den Büchern der Banken widerspiegelt. Daher lässt sich nicht mit Sicherheit sagen, bis zu welchem Punkt die Banken ihre Rückstellungen weiter aufstocken müssten, um dem verschlechterten Umfeld Rechnung zu tragen.

3.2 Marktrisiken und Ertragslage

Der Konjunkturabschwung spiegelte sich allseits in einem über das gesamte Jahr 2001 hindurch weltweit schlechten Abschneiden der Aktienmärkte wider und machte die Kursgewinne der Jahre 1999-2000 teilweise wieder zunichte. Am härtesten waren die Rückschläge dort, wo die Aktienkurse zuvor besonders stark zugelegt hatten, wie zum Beispiel in den Bereichen Technologie und Telekommunikation. Bedenken hinsichtlich des Erholungstempos der Unternehmenserträge sowie der Verlässlichkeit und Genauigkeit von Bilanzierungsvorschriften nach einer Reihe von Insolvenzfällen wirkten sich im laufenden Jahr negativ auf die Aktienkurse aus. Auch die Aktienkurse im Bankensektor wurden schwer in Mitleidenschaft gezogen. Dies zeigt, dass die Entwicklung der Bankenergebnisse mit der gesamtwirtschaftlichen Lage zusammenhängt, spiegelt aber auch das starke Kreditengagement der Banken in den Branchen wider, die durch die Terroranschläge vom vergangenen September besonders hart getroffen wurden, wie z. B. die Fluggesellschaften und die Tourismusbranche.

Ein ähnliches Bild geben die impliziten Volatilitäten der Aktienkurse ab. Im dritten Quartal 2001 erhöhte sich die Volatilität um das Zweifache. Im vierten Quartal verharrte sie – sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euro-Währungsgebiet – überwiegend auf relativ hohem Niveau. Anfang 2002 bildete sie sich zeitweise allerdings wieder zurück und spiegelte damit die besseren Konjunkturaussichten wider. In den Sommermonaten war dann wieder eine stärkere Unsicherheit am Aktienmarkt zu verzeichnen.

Die Baissestimmung an den Börsen sorgte gegen Ende 2001 und ins Jahr 2002 hinein auch für eine deutlich geringere Emissionstätigkeit am Primärmarkt, hauptsächlich bei den Dividendenwerten (siehe Abbildung 2). Auch der Boom bei den Investmentfonds und anderen Geschäften der Vermögensverwaltung wurde negativ beeinflusst; Gleiches galt für das Versicherungsgeschäft (insbesondere bei fondsgebundenen Versicherungen), da die Kunden verstärkt risikoärmere Produkte nachfragten, wie etwa Geldmarktfonds, Rentenfonds und Spareinlagen, statt verwalteter Wertpapier-Investmentfonds. Infolgedessen schrumpften die zinsunabhängigen Erträge der Banken aus Geschäften am Wertpapiermarkt – nach dem Rückgang ihres Geschäfts im Investmentbanking und der sonstigen Vermögensverwaltung – stark (siehe Tabelle 2). Davon waren auf das Aktiengeschäft spezialisierte Banken besonders betroffen. Im Jahr 2001 dürften die aufgrund der Einkommensdiversifizierung erwirtschafteten Erträge aus dem Wertpapiergeschäft gering ausgefallen sein, da das zunehmende Kreditrisiko mit Ertragseinbußen (und bisweilen tatsächlich eintretenden Marktrisiken) aus dem Wertpapiergeschäft einherging.

Ein weiter anwachsendes Kreditvolumen und die Entwicklung der Fristenstruktur der Kreditvergabe sorgten bei den Banken im Eurogebiet 2001 für steigende Netto-Zinseinkünfte. Dies deutete auf zunehmende Erlöse aus Fristentransformationen und geringere Zinsrisiken hin, wie sie in einem Umfeld niedrigerer Kurzfristzinsen und steilerer Zinsstrukturkurven typisch sind. Tendenziell steigen

bei fallenden Kurzfristzinsen die Zinseinkünfte, sofern die Banken über eine überproportionale Kurzfristfinanzierung verfügen und ihre langfristigen Kredite festverzinslich gewähren. Die robuste Entwicklung der Nettozinseinkünfte stellte ein Gegengewicht zu den gesunkenen zinsunabhängigen Erträgen dar.

3.3 Finanzielle Gesamtsituation der Banken

Die Ertragslage der größten Banken im Eurogebiet verschlechterte sich im Jahr 2001 deutlich, hauptsächlich infolge der vermehrten Rückstellungen und niedrigeren zinsunabhängigen Erträge, während sich die Kosten weiter in Grenzen hielten (siehe Tabelle 2). Von 2000 bis 2001 ging bei den 50 größten Banken die durchschnittliche Eigenkapitalrendite nach Steuern von rund 16 % auf 12 % zurück. Allerdings sollte dies vor dem Hintergrund der bemerkenswert hohen Gewinne der beiden Vorjahre gesehen werden.

Trotz höherer Kreditrisiken und geringerer Erträge waren die Liquiditätskennzahlen der größten Banken im Euroraum im Durchschnitt

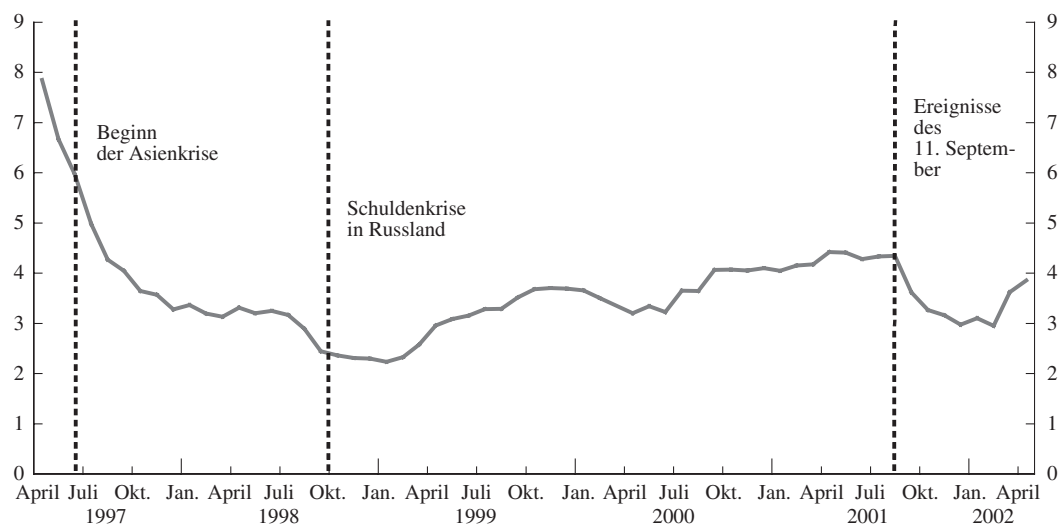
recht stabil. Die Gesamtkennziffern sind im Schnitt deutlich über den Mindestkapitalanforderungen von 8 % geblieben. Auch die Kernkapitalquoten (Tier I) haben sich auf einem soliden Niveau behauptet. Die Banken im Euroraum waren offensichtlich ausreichend mit Kapital ausgestattet, um Verluste aufzufangen. Die Tatsache, dass die Eigenkapitalquoten trotz der recht großen Schwankungen beim Wachstum der Gesamtkтива und den Erträgen stabil geblieben sind, ist doch bemerkenswert. Dahinter dürfte sich ein aktives Kapitalmanagement durch die Banken verbergen, das darauf abzielte, unabhängig von der Geschäftslage einen steten Puffer über die vorgeschriebenen Mindestanforderungen hinaus sicherzustellen. Es ist allerdings auch möglich, dass das Gesamtbild aufgrund der Verzögerungen, mit denen sich Kreditausfälle in den Bilanzen der Banken niederschlagen, verzerrt ist und die Daten für 2002 diesbezüglich aufschlussreicher sind.

Neuere Untersuchungen deuten darauf hin, dass für die Überwachung der Stabilität der Banken und des Bankensektors die Marktpreise der von Banken emittierten Wertpapiere hilfreich sein können. So scheint die

Abbildung 4

Mittlere Entfernung zur Ausfallschwelle („Distance to Default“) der 50 größten Banken im Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Monatswerte)



Quellen: Datastream und Fitch BankScope.

1) „Distance to Default“ ist definiert als die Anzahl der Standardabweichungen von der Ausfallschwelle, an der die Vermögenswerte gleich den Verbindlichkeiten sind.

Kasten

Die Nutzung von Marktinformationen zur Überwachung von Banken

Finanzmarktinformationen sind aus drei Gründen für die Überwachung des Bankensektors von Interesse. Erstens können Marktpreise Banken zur Disziplin zwingen und ihre Risikobereitschaft einschränken, da sie höhere Finanzierungskosten auf sich nehmen müssen, um Marktteilnehmer für das gestiegene Risiko zu entschädigen. Zweitens liefern Marktindikatoren Beobachtern eine Messgröße für die Finanzmarktstabilität, die eine Reihe vorteilhafter Eigenschaften haben kann. Im Gegensatz zu Bilanzinformationen, die den Aufsichtsinstanzen in der Regel nur vierteljährlich und der Öffentlichkeit oft nur jährlich zugänglich gemacht werden, sind die Marktpreise häufiger verfügbar, wodurch eine kontinuierliche Überwachung der Banken möglich ist. Mithilfe von Marktpreisen lassen sich Informationen auch bequem zusammenfassen. Bilanzinformationen können ein differenziertes und komplexes Bild von der Finanzmarktstabilität liefern. Allerdings kann es sich als schwierig erweisen, Gesamteinschätzungen vorzunehmen, und die Beobachter müssen möglicherweise selbst beurteilen, welche Variablen von besonderer Bedeutung sind. Daher können Märkte die Einschätzungen von Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden durch ihre eigenen Beurteilungen sinnvoll ergänzen. Drittens sind Marktpreise von Natur aus zukunftsorientiert, da sie die Erwartungen der Marktteilnehmer ausdrücken; bei Bilanzinformationen handelt es sich dagegen tendenziell lediglich um die Widerspiegelung der vergangenen Entwicklung.

Auf der Grundlage jüngerer Forschungsergebnisse der EZB zu europäischen Banken können vor allem zwei marktbezogene Messgrößen für die Überwachung der Finanzmarktstabilität von Nutzen sein, und zwar der Renditeabstand zwischen nachrangigen Schuldverschreibungen von Banken und Staatsanleihen sowie die Entfernung zur Ausfallschwelle („Distance to Default“). Beide Messgrößen stellen eindeutige Indikatoren für das Kreditausfallrisiko der Banken dar. Bei der Entfernung zur Ausfallschwelle handelt es sich um die Anzahl der Standardabweichungen des Vermögenswerts von der Ausfallschwelle. Sie wird anhand des Marktwerts der Aktiva einer Bank und dessen Volatilität sowie der Verbindlichkeiten der Bank ermittelt. Die ersten beiden Kennziffern können mit Hilfe der Optionspreistheorie aus den Börsendaten der Bank abgeleitet werden. Die Ausfallschwelle wird definiert als der Punkt, an dem der Wert der Aktiva einer Bank exakt dem Wert ihrer Passiva entspricht (d. h. das Eigenkapital ist gleich null). Der vorliegende Aufsatz befasst sich aus zwei Gründen mit der Entfernung zur Ausfallschwelle als geeigneter Messgröße. Zum einen stehen zusammenhängende Börsendaten der 50 größten Banken des Euro-Währungsgebiets zur Verfügung, und zum anderen hat eine Untersuchung ergeben, dass die beiden genannten Indikatoren unterschiedlicher Natur sind: Die „Distance to Default“ ist eher auf die Zukunft ausgerichtet, während die Renditedifferenz hauptsächlich auf größere Finanzprobleme reagiert und enger mit den (auf die Vergangenheit bezogenen) Bilanzvariablen korreliert. Darüber hinaus wurde festgestellt, dass das Signal, das vom Renditeabstand nachrangiger Schuldverschreibungen ausgeht, zuweilen von der Erwartung geschwächt wird, dass der Staat einspringt, falls die Bank in Schwierigkeiten geraten sollte.

Um die Eignung der Entfernung zur Ausfallschwelle als Indikator zu veranschaulichen, wird in Abbildung 4 die Entwicklung dieser Messgröße im Zeitverlauf anhand ihrer Reaktion auf bestimmte Schocks an den Finanzmärkten untersucht. Bei allen wichtigen Wirtschaftereignissen der jüngsten Zeit, die zu Finanzmarkturbulenzen und Unsicherheit bezüglich der künftigen Wirtschaftsentwicklung führten, wie etwa der Asienkrise, der Schuldenkrise in Russland und den Terroranschlägen vom 11. September, wiesen die größeren Banken des Euroraums eine deutliche Verringerung der mittleren Entfernung zur Ausfallschwelle auf. So führte die russische Schuldenkrise im Oktober 1998 zu einer Verringerung der Entfernung zur Ausfallschwelle um rund 30 %, das heißt, die Märkte gingen von einem um 30 % höheren Risiko der Banken im Eurogebiet aus. Auch bei der Asienkrise im Jahr 1997 und bei den Terroranschlägen am 11. September des vergangenen Jahres war ein deutlicher Rückgang der Entfernung zur Ausfallschwelle zu beobachten. Interessanterweise wies dieser Indikator bei der Asienkrise und der russischen Schuldenkrise einige Vorlaufeigenschaften auf, was bei den völlig unvorhersehbaren Ereignissen des 11. September nicht der Fall war.

Entfernung zur Ausfallschwelle („Distance to Default“) ein geeigneter zusammenfassender Indikator für die Solidität der Banken zu sein. Nähere Informationen über die Berechnung der Entfernung zur Ausfallschwelle und deren Nutzen finden sich im Kasten. In Abbildung 4 wird die mittlere Entfernung zur Ausfallschwelle bei den 50 größten Banken im Euroraum aufgezeigt. Nach den Krisen in den Schwellenländern von 1997/1998 war bei den Abständen zur Ausfallschwelle bis Mitte 2001 ein kontinuierlicher Aufwärtstrend zu beobachten, was auf eine Verbesserung der systemischen Stabilität des Bankensektors schließen lässt. In der zweiten Jahreshälfte 2001

wandelte sich die positive Einschätzung infolge der negativen Entwicklungen im Geschäftsumfeld der Banken, und die Entfernungen zur Ausfallschwelle begannen sich bei den größten Banken im Eurogebiet zu reduzieren. Dies war ein deutliches Indiz für ein erhöhtes Risiko im Bankensektor. Die Terroranschläge vom 11. September hatten eine Verringerung der Entfernung zur Ausfallschwelle um rund 20 % im Vormonatsvergleich und im Winter 2001/2002 eine weitere Verringerung um insgesamt 20 % zur Folge. Danach erholte sich dieser Indikator dann wieder in einer annähernd gleichen Größenordnung.

4 Aussichten für das Risikoprofil der Banken

In die Zukunft weisende Beurteilungen der Risikoprofile im Bankensektor sind offenkundig schwierig anzustellen und mit großer Unsicherheit behaftet. Daher stehen im Blickfeld dieses Abschnitts die an den Märkten erwarteten Bankenrisiken, die in einer Reihe von Indikatoren ihren Niederschlag finden.

Wie im vorstehenden Kasten erläutert, liegt einer der Hauptvorteile bei den Entfernungen zur Ausfallschwelle darin, dass sie in die Zukunft gerichtete Risikoeinschätzungen sind. Vor diesem Hintergrund ist die Abbildung 4 zu sehen. In allen Fällen scheint die Beurteilung am Markt Anfang 2002 nach oben revidiert worden zu sein, das heißt, die Stabilität des Bankensektors im Euroraum wird positiver bewertet. In den ersten Monaten des Jahres 2002 nahm die mittlere Entfernung zur Ausfallschwelle deutlich zu.

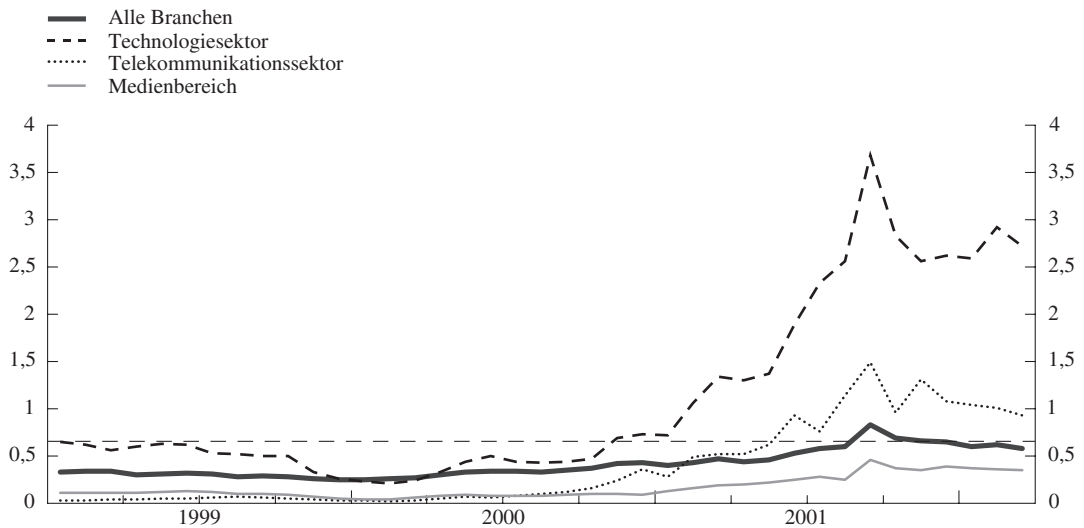
Trotz der sich in den marktbasieren Messzahlen für die Bankenstabilität offenbarenden besseren längerfristigen Perspektive dürften sich die Bilanzindikatoren der Banken im Jahresverlauf 2002 weiter verschlechtern. Dies ist eine Folge der Vergangenheitsorientierung von Bilanzen sowie der Tatsache, dass sich typische Kennzahlen der Aktivaqualität, wie etwa Rückstellungen für Kreditausfälle und

ProblemDarlehen, in den Bilanzen der Banken erst mit zeitlicher Verzögerung widerspiegeln. Spezifische auf die Zukunft ausgerichtete Messzahlen der Portfolioqualität von Banken beinhalten die erwarteten Ausfallraten (die Wahrscheinlichkeit, dass eine Firma binnen Jahresfrist ihre Schulden nicht bedienen kann) im Unternehmensbereich, wie in Abbildung 5 dargestellt wird. Aus den Zahlen geht hervor, dass die erwartete Ausfallhäufigkeit noch hoch ist, besonders in den Bereichen Technologie und Telekommunikation. Dies steht im Einklang mit den anhaltend hohen Anleiherenditeabständen in diesen Branchen. Selbst bei einer Betrachtung des Markts insgesamt ist das Ausfallrisiko nach wie vor bedeutend höher als noch vor einigen Jahren, obgleich es im ersten Halbjahr 2002 rückläufig war und am Anleihemarkt unter der Ausfallrisikoschwelle für Emittenten mit einem „Speculative Grade“-Rating lag (waagerechte Linie in Abbildung 5). Folglich ist der Unternehmenssektor offensichtlich weiterhin anfällig und birgt somit weiter ein Gefährdungspotenzial für die Banken. Insbesondere die Bereiche Technologie und Telekommunikation dürften weiter geschwächt bleiben. Wie bereits erwähnt, war die Kreditvergabe der Banken an diese Sektoren recht ausgeprägt, auch wenn die Banken in letzter Zeit zu größerer Zurückhaltung tendierten.

Abbildung 5

Erwartete Kreditausfallhäufigkeit bei EU-Unternehmen ¹⁾

(Ausfallquoten für Einjahreszeiträume in %; Monatswerte)



Quelle: KMV Corporation.

1) Erwartete Ausfallquote für den dem jeweiligen Stichtag folgenden Zwölfmonatszeitraum.

Die waagerechte Linie gibt die erwartete Ausfallschwelle für Emittenten mit einem „Speculative Grade“-Rating an.

Es gilt allgemein als unumstritten, dass auf mittlere bis lange Sicht den meisten Phasen von Bankeninstabilität eine erhebliche Ausweitung der Kreditgewährung an den privaten Sektor vorangeht, was zu einer überhöhten Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen führt. Tatsächlich hat sich der in Prozent des BIP gemessene Verschuldungsgrad der privaten Haushalte sowie der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum in den letzten Jahren erhöht: Die Verschuldung der privaten Haushalte lag im Jahr 2001 bei über 50 % des BIP (1995: 42 %), während der Verschuldungsgrad der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zwischen 1995 und 2001 von 61 % auf 78 % anstieg. Die höhere Verschuldung ging mit deutlich gestiegenen Zinsausgaben einher. Diese erhöhten sich bei den privaten Haushalten zwischen 1999 und 2001 (in Prozent des BIP) von 3,2 % auf 3,3 %, während sie bei den nichtfinanziellen Unternehmen im selben Zeitraum von 3,5 % auf 4 % zunahm. Zwar hat sich der Anstieg des Verschuldungsgrads sowohl bei den privaten Haushalten als auch den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in jüngerer Zeit abgeflacht, der Verschuldungszuwachs nichtfinanzieller

Kapitalgesellschaften war im Jahr 2001 jedoch nach wie vor hoch.

Daher bedarf es zweifellos einer genauen und kontinuierlichen Beobachtung dieses Trends, denn die Zahlen könnten Indiz für sich weiterhäufende Zahlungsausfälle von Unternehmen und weiter ansteigende Kreditrisiken in den kommenden Jahren sein. Der vorliegende Aufsatz hat jedoch auch aufgezeigt, dass im Euro-Währungsgebiet ein immer ausgefeilteres Risikomanagement der Banken, sich neu erschließende Möglichkeiten der Absicherung gegen Kredit- und Marktrisiken sowie eine bessere Diversifizierung und adäquate Kapitaldecke zu beobachten sind; dies dürfte die Banken in eine relativ günstige Position versetzen, die ihnen ein Auffangen der genannten Risiken ermöglicht.

Als Fazit lässt sich feststellen, dass der Bankensektor im Euro-Währungsgebiet trotz einer Reihe ungünstiger Entwicklungen im Jahr 2001 in einer robusten Verfassung geblieben ist. Im Großen und Ganzen ist der Liquiditätsgrad der Banken nicht beeinträchtigt worden bzw. hat sich sogar verbessert, und ge-

gen die im Jahr 2001 eingetretenen Risiken haben die Banken bereits in erheblichem Maße Vorsorge betrieben. Anfang 2002 zeichneten die Marktindikatoren ein günstigeres Bild von den Risiken der Banken. Es bestehen jedoch – besonders bei den Kreditrisiken – nach wie vor wichtige Faktoren, die Anlass zur Besorgnis geben, denn die Perspektiven

für bestimmte Branchen und Länder bleiben weiterhin unklar, wie sich in den jüngsten Entwicklungen am Aktienmarkt zeigt.

Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Aufsatz werden Ersparnis, Finanzierung und Investitionen (Sach- und Geldvermögensbildung) im Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum von 1995 bis 2001 im Rahmen der jährlichen Vermögensbildungs- und Finanzierungskonten, die in diesem Monatsbericht (Tabelle 6.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) erstmals für den Euroraum veröffentlicht werden, analysiert. Anhand dieser Konten lässt sich der bisherige Untersuchungsumfang auf Basis der vierteljährlichen Betrachtung der Geldvermögensbildung und Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) auf eine breitere Grundlage stellen, indem ein weiteres Spektrum von Sektoren und Finanzierungsinstrumenten erfasst wird und die Angaben zu den finanziellen Transaktionen mit denen zur Ersparnis und Sachvermögensbildung zusammengeführt werden.

Vergleicht man den Finanzierungssaldo des öffentlichen und des privaten Sektors, so ist festzustellen, dass die vergangenen Jahre durch eine signifikante Gewichtsverlagerung geprägt waren. Mitte der Neunzigerjahre finanzierten die privaten Haushalte ein erhebliches Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, wobei der Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weitgehend ausgeglichen blieb. Dagegen ging der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte zu Beginn dieses Jahrzehnts mit einem größeren Kreditbedarf des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und einer ausgeglicheneren Finanzlage der öffentlichen Haushalte einher.

Zwischen 1995 und 2001 verringerte sich der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte vor allem infolge eines Rückgangs der Sparquote, während die Sachvermögensbildung (vorwiegend im Wohnungsbaubereich) verhältnismäßig stabil blieb. Dieser Gesamtrückgang der Sparquote des privaten Sektors könnte zum Teil mit einem Anstieg des Nettogeldvermögens der privaten Haushalte in Verbindung stehen. Die Verschuldung dieses Sektors nahm zwar zu, blieb aber in Relation zum BIP niedriger als in anderen großen Industrieländern. Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet war durch einen steigenden Anteil von Aktien und sonstigen Anteilsrechten (insbesondere Investmentzertifikaten) gekennzeichnet.

Vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen und zum Teil als Folge reger Fusions- und Übernahmeaktivitäten tätigten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Betrachtungszeitraum umfangreiche Investitionen in Sach- und insbesondere in finanzielle Vermögenswerte. Diese Entwicklung ging mit einem merklichen Anstieg der Unternehmensverschuldung einher. Aufgrund des trendmäßigen Rückgangs der Zinssätze bis 1999 war die Zinslast der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften allerdings zu Beginn dieses Jahrzehnts geringer als noch Mitte der Neunzigerjahre. Die Finanzierung des Unternehmenssektors erfolgte in erster Linie durch die Aufnahme von Krediten und die Ausgabe von Aktien, doch kam auch der Emission von Schuldverschreibungen eine zunehmende Bedeutung zu.

Unterdessen war das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte dank der anhaltenden Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in der Zeit von 1995 bis 2001 stark rückläufig, sodass das Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum im Durchschnitt einen moderaten Finanzierungsüberschuss gegenüber der übrigen Welt erzielte.

I Einleitung

Auf der Grundlage der Finanzierungs- und Vermögensbildungskonten lassen sich Ersparnis, Finanzierung und Investitionen in den einzelnen Sektoren des Euroraums umfassend analysieren. Im Vermögensbildungskonto wer-

den Bruttoersparnis und Nettovermögenstransfers (im Folgenden vereinfacht „Ersparnis“) mit der Sachvermögensbildung (definiert als Bruttoinvestitionen zuzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten nichtfinanziel-

len Aktiva) ins Verhältnis gesetzt. Das Finanzierungskonto weist den Nettozugang an Verbindlichkeiten aus und stellt diesem die Geldvermögensbildung (wie z. B. Einlagen, Schuldverschreibungen, Aktien) gegenüber (siehe Kasten).

Der Zusammenhang zwischen dem Finanzierungs- und dem Vermögensbildungskonto zeigt sich in deren Ausgleichsposten, dem Finanzierungssaldo. Hierbei handelt es sich um die Differenz zwischen Ersparnis und Sachvermögensbildung oder anders ausgedrückt

Kasten

Vermögensbildungs- und Finanzierungskonto

Die in diesem Aufsatz analysierten Jahresangaben betreffen die Vermögensbildungs- und Finanzierungskonten im integrierten System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

Das Vermögensbildungskonto (Tabelle A) zeigt den Saldo zwischen Bruttoersparnis und Nettovermögenstransfers und der Sachvermögensbildung (Zugang an nichtfinanziellen Aktiva). Die Sachvermögensbildung setzt sich hauptsächlich aus den Bruttoanlageinvestitionen, aber auch den Vorratsveränderungen und dem Nettozugang an Wertsachen (z. B. Grundstücken) und nichtproduzierten nichtfinanziellen Aktiva (z. B. UMTS-Lizenzen) zusammen. Übersteigt die Summe aus Bruttoersparnis und Nettovermögenstransfers die Sachvermögensbildung, so zeigt dies, dass Mittel zur Finanzierung anderer Sektoren zur Verfügung stehen (Finanzierungsüberschuss); übersteigt dagegen die Sachvermögensbildung die Summe aus Bruttoersparnis und Nettovermögenstransfers, so ist eine Finanzierung durch andere Sektoren erforderlich (Finanzierungsdefizit).

Tabelle A: Vermögensbildungskonto

Veränderungen	
Aktiva	Ersparnis und Vermögenstransfers
Bruttoanlageinvestitionen	Bruttoersparnis
Vorratsveränderungen	Nettovermögenstransfers
Nettozugang an sonstigen nichtfinanziellen Vermögenswerten (z. B. Grundstücke, UMTS-Lizenzen)	
<i>Finanzierungsüberschuss (+)/Finanzierungsdefizit (-)</i>	

Das Finanzierungskonto (Tabelle B) zeigt die Nettozugänge an Forderungen und Verbindlichkeiten, aus denen sich der Finanzierungssaldo zusammensetzt. Ein positiver Finanzierungssaldo wird auch als Finanzierungsüberschuss und ein negativer als Finanzierungsdefizit bezeichnet. Bei einem Sektor mit einem Finanzierungsüberschuss ist der Zugang an Forderungen größer als der an Verbindlichkeiten, während bei einem Sektor mit einem Finanzierungsdefizit der Zugang an Verbindlichkeiten größer als der an Forderungen ist. Aufgrund von Unterschieden in den statistischen Quellen kommt es jedoch gewöhnlich zu Differenzen zwischen dem im Vermögensbildungskonto und im Finanzierungskonto ausgewiesenen Finanzierungsüberschuss bzw. -defizit.

Ferner entspricht der Finanzierungssaldo einer Volkswirtschaft gegenüber der übrigen Welt der Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Nettovermögenstransfers. Übersteigt die gesamtwirtschaftliche Ersparnis die gesamtwirtschaftliche Sachvermögensbildung, so ergibt sich tatsächlich ein Überschuss bei Leistungsbilanzsaldo und Nettovermögenstransfers zusammengenommen. Abweichungen zwischen den Angaben in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und den Zahlungsbilanzangaben zum

Tabelle B: Finanzierungskonto

Veränderungen	
Aktiva	Passiva
Nettozugang an Forderungen	Nettozugang an Verbindlichkeiten
	<i>Finanzierungsüberschuss (+)/Finanzierungsdefizit (-)</i>

Leistungsbilanzsaldo und zum Saldo der Vermögensübertragungen können sich aufgrund von Differenzen in den statistischen Quellen ergeben.

Das Vermögensbildungskonto und das Finanzierungskonto bilden zusammen das Vermögensänderungskonto (Tabelle C). Auf diesem Konto werden alle Transaktionen erfasst, die zu Veränderungen der Vermögenswerte (Sach- und Geldvermögensbildung) und Verbindlichkeiten innerhalb des Rechnungszeitraums beitragen. Dabei stehen der Ersparnis, den Nettovermögenstransfers und dem Zugang an Verbindlichkeiten (Finanzierung) als Gegenposten die Sach- und Geldvermögensbildung (Investitionen) gegenüber. Die Bruttoersparnis bildet den Ausgleichsposten zwischen dem Zugang an Forderungen und Verbindlichkeiten (und Nettovermögenstransfers). Komponenten, die neben Transaktionen zu Vermögensänderungen beitragen, sind Neubewertungen und sonstige in den entsprechenden Konten ausgewiesene reale Vermögensänderungen.

Tabelle C: Vermögensänderungskonto

Veränderungen	
Aktiva	Passiva, Ersparnis und Vermögenstransfers
Bruttoanlageinvestitionen	Bruttoersparnis
Vorratsveränderungen	Nettovermögenstransfers
Nettozugang an sonstigen nichtfinanziellen Vermögenswerten (z. B. Grundstücke, UMTS-Lizenzen)	Nettozugang an Verbindlichkeiten
Nettozugang an Forderungen	

zwischen dem Nettozugang an Forderungen und dem Nettozugang an Verbindlichkeiten. Übersteigt die Ersparnis die Sachvermögensbildung, so resultiert daraus ein Finanzierungsüberschuss, d. h. der betreffende Sektor (für gewöhnlich die privaten Haushalte) ist in der Lage, anderen Sektoren im Inland bzw. der übrigen Welt finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen. Ist hingegen die Sachvermögensbildung höher als die Ersparnis, so bedeutet dies ein Finanzierungsdefizit und damit den Bedarf eines Sektors (in der Regel der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften), von anderen Sektoren im Inland oder der übrigen Welt finanzielle Mittel in Anspruch zu nehmen.

In diesem Aufsatz werden die Wirkungszusammenhänge zwischen Erwerbs- und Vermögenseinkommen, Ersparnis, Finanzierung sowie Sach- und Geldvermögensbildung im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von 1995 bis 2001 dargestellt. In Abschnitt 2 des Aufsatzes werden Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euroraum gesamtwirtschaftlich analysiert, während die Abschnitte 3 und 4 die privaten Haushalte bzw. die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beleuchten. In Abschnitt 5 werden die wichtigsten Ergebnisse abschließend zusammengefasst.

2 Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euro-Währungsgebiet

In den Jahren von 1995 bis 2001 (siehe Tabelle 1) lagen die Ersparnis und die Sachvermögensbildung des Euro-Währungsgebiets relativ stabil bei rund 22 % bzw. zwischen 20 % und 21 % des BIP.¹ Auf sektoraler Ebene war hingegen eine merkliche Verlagerung des öffentlichen gegenüber dem privaten Finanzierungssaldo zu verzeichnen. Angesichts der Tatsache, dass in diesem Zeitraum die Sachvermögensbildung der verschiedenen Sektoren in Prozent des BIP weitgehend konstant blieb, ist in dieser Entwicklung vor allem ein verändertes Sparverhalten zu sehen.

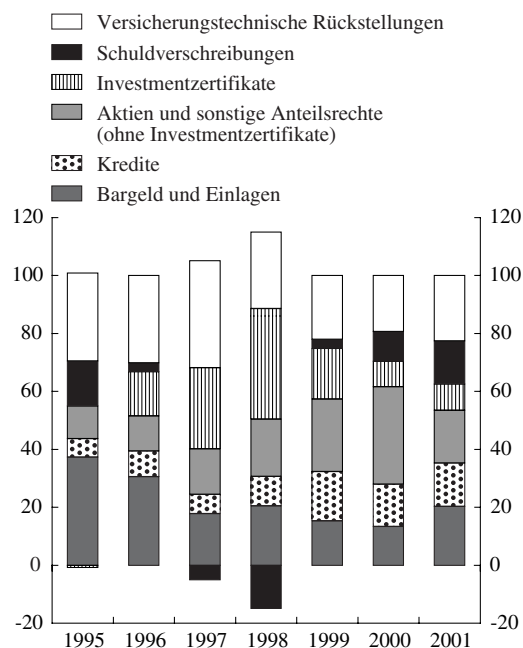
Während die privaten Haushalte zwischen 1995 und 2001 der wichtigste Netto-Gläubigersektor im Euroraum blieben, ging die Ersparnis in diesem Bereich um etwa 2 Prozentpunkte des BIP zurück. Entsprechend sank auch die Ersparnis der nichtfinanziellen

Kapitalgesellschaften um annähernd 3 Prozentpunkte des BIP. Diese Entwicklungen spiegelten sich in vollem Umfang in einer höheren Ersparnis der öffentlichen Haushalte wider, die wiederum auf den in den vergangenen Jahren verzeichneten Prozess der Haushaltskonsolidierung im Eurogebiet zurückzuführen war.

Die Ersparnis der öffentlichen Haushalte stieg in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre tatsächlich deutlich an. Diese Verbesserung wurde zu großen Teilen in den Jahren 1996 und 1997 erzielt, also im Vorfeld der Überprüfung der zur Einführung des Euro erforderlichen Erfüllung der Konvergenzkriterien durch die Länder des Euroraums. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war die in dieser Zeit weitgehend stabile Quote der laufenden öffentlichen Einnahmen (in Relation zum BIP) sowie der Rückgang der laufenden öffentlichen Ausgaben. Die Sachvermögensbildung des öffentlichen Sektors verharrete hingegen in diesem Zeitraum annähernd unverändert bei rund 2,5 % des BIP. Insgesamt sank das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Hand zwischen 1995² und 1997 merklich, während in den Folgejahren ein eher moderater Rückgang bis auf 1,3 % des BIP im Jahr 2001 verzeichnet wurde (siehe Tabelle 1). In der Zeit von 1995 bis 2001 trat der öffentliche Sektor mit Ausnahme eines geringfügigen Finanzierungsüberschusses im Jahr 2000, der auf die Mehreinnahmen aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen durch die Regierungen der Euro-Länder zurückzuführen war, durchweg als Nettoschuldner auf.

Abbildung 1
Geldvermögensbildung der nicht-finanziellen Sektoren

(Anteil an der gesamten Geldvermögensbildung in %)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Ohne Finanzderivate und sonstige Forderungen. Für 1997 und 1998 entsprechen die negativen Zahlen Nettoverkäufen von Schuldverschreibungen.

1 Dies bedeutete einen geringen Finanzierungsüberschuss gegenüber der übrigen Welt. Die Zahlungsbilanzstatistik des Euro-Währungsgebiets, die auf verschiedenen Quellen beruht, zeigt ein ähnliches Gesamtbild, weist jedoch stärkere Abweichungen im Jahresvergleich aus.

2 Es ist zu beachten, dass die Angaben aufgrund einer unterschiedlichen statistischen Behandlung bestimmter Transaktionen in den Jahren 1995 (Schuldenübernahme durch den Erblastentilgungsfonds in Deutschland) und 2000 (Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen) von denen in Tabelle 7 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts abweichen.

Die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen kann somit als entscheidender Faktor dafür gewertet werden, dass die Ersparnis der privaten Haushalte vom Staatssektor zu den Unternehmen umgelenkt wurde. Dies betrifft zwar vorwiegend die geringere Verwendung

der privaten Ersparnis für staatliche Schuldverschreibungen, doch Privatisierungen, d. h. die Verringerung des von der öffentlichen Hand gehaltenen Bestands an Aktien und sonstigen Anteilsrechten, verstärkten diese Entwicklung ebenfalls. Darüber hinaus trugen

Tabelle I

Vermögensbildungs- und Finanzierungskonten

(in % des BIP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vermögensbildungskonto							
A Bruttoersparnis und Nettovermögenstransfers							
(„Ersparnis“)	21,6	21,2	21,8	21,9	21,8	22,0	21,7
Private Haushalte	12,3	11,6	10,9	10,3	10,0	9,6	9,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	12,1	10,0	9,8	10,3	9,6	9,4	9,3
Öffentliche Haushalte (Staat)	-4,4	-1,7	-0,2	0,2	1,2	1,6	1,2
Finanzielle Kapitalgesellschaften	1,5	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,3
B Bruttoinvestitionen und Zugang an Wertsachen							
(„Sachvermögensbildung“)	20,7	20,0	20,0	20,6	21,0	21,4	21,0
Private Haushalte	6,9	6,7	6,4	6,4	6,5	6,6	6,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	10,7	10,2	10,6	11,2	11,4	12,8	11,4
Öffentliche Haushalte (Staat)	2,6	2,5	2,3	2,4	2,5	1,4	2,5
Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
C Finanzierungsüberschuss/Finanzierungsdefizit							
(gemäß Vermögensbildungskonto) (= A-B)	0,9	1,3	1,8	1,3	0,9	0,5	0,7
Private Haushalte	5,5	4,9	4,5	4,0	3,5	3,1	3,3
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	1,5	-0,2	-0,8	-0,9	-1,7	-3,4	-2,1
Öffentliche Haushalte (Staat)	-7,0	-4,1	-2,6	-2,2	-1,3	0,2	-1,3
Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,9	0,7	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7
Finanzierungskonto							
D Nettozugang an Forderungen¹⁾							
	28,0	30,1	32,7	39,2	47,9	41,5	36,1
Private Haushalte	8,2	7,9	7,9	7,6	8,6	7,3	7,7
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3,4	3,7	3,5	6,4	8,8	10,8	7,6
Öffentliche Haushalte (Staat)	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,5	1,3	0,2
Finanzielle Kapitalgesellschaften	16,5	18,1	21,4	25,2	30,1	22,0	20,6
E Nettozugang an Verbindlichkeiten¹⁾							
	27,5	29,4	31,4	38,3	47,6	41,7	35,4
Private Haushalte	2,5	2,9	2,9	3,6	4,3	3,3	2,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,6	4,9	5,0	7,9	11,3	15,8	10,5
Öffentliche Haushalte (Staat)	7,1	4,6	2,6	2,1	1,7	1,1	1,5
Finanzielle Kapitalgesellschaften	15,2	17,1	20,9	24,7	30,3	21,5	20,7
F Finanzierungsüberschuss/Finanzierungsdefizit							
(gemäß Finanzierungskonto) (= D-E)	0,5	0,7	1,3	0,9	0,4	-0,3	0,7
Private Haushalte	5,7	5,0	4,9	4,0	4,3	4,0	5,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	0,8	-1,2	-1,5	-1,5	-2,5	-5,0	-2,9
Öffentliche Haushalte (Staat)	-7,3	-4,1	-2,6	-2,1	-1,3	0,2	-1,3
Finanzielle Kapitalgesellschaften	1,3	1,0	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,1
Statistische Differenz (C-F)							
	0,3	0,6	0,5	0,3	0,5	0,8	-0,1
Private Haushalte	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,8	-1,0	-1,7
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	0,6	1,0	0,7	0,5	0,7	1,5	0,8
Öffentliche Haushalte (Staat)	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Kapitalgesellschaften	-0,3	-0,3	0,2	0,0	0,6	0,2	0,8

Quelle: EZB.

1) Grundsätzlich sind die Angaben nicht konsolidiert. Dies gilt allerdings nicht für einige Transaktionen (insbesondere zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften). Bei den Finanzderivaten und sonstigen Forderungen/Verbindlichkeiten sind die Netto-transaktionen auf der Aktivseite ausgewiesen.

der Rückgang des gesamtstaatlichen Defizits sowie die Rückführung der Schuldenquote zu einer Senkung der Zinssätze bei, was die private Investitionstätigkeit ankurbelte.

Neben der Entwicklung des Finanzierungssaldos ist auch eine Analyse der Kanäle, die für die Finanzierung der Sach- und Geldvermö-

gensbildung im Euroraum in Anspruch genommen werden, relevant. Diesbezüglich ist ein wesentliches Merkmal darin zu sehen, dass Finanzinstitute nach wie vor eine wichtige Funktion bei der Finanzierung der Vermögensbildung im Eurogebiet innehaben. Wenngleich die Bedeutung der marktfähigen Finanzierungsinstrumente für die Finanzierung

Tabelle 2
Geldvermögensbildung im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Euro-Währungsgebiet ¹⁾							
Bargeld und Einlagen (1)	9,0	7,0	6,8	7,2	8,8	5,3	7,9
Kredite (2)	7,8	6,8	7,7	8,4	14,1	12,2	9,7
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	4,1	7,1	5,8	6,0	6,2	3,3	7,2
Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) (4)	2,7	2,9	4,0	6,5	9,4	12,5	5,4
Investmentzertifikate (5)	0,3	2,6	4,4	7,1	5,2	4,3	3,0
Versicherungstechnische Rückstellungen ²⁾ (6)	3,7	3,4	3,9	3,5	4,1	3,8	3,6
Sonstiges ³⁾ (7)	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	-0,6
Gesamtwirtschaftliche Geldvermögensbildung (8 = 1+2+3+4+5+6+7)	28,0	30,1	32,7	39,2	47,9	41,5	36,1
Private Haushalte							
Bargeld und Einlagen (1)	3,4	2,6	1,2	1,6	1,8	0,7	2,2
Kredite (2)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	1,5	0,4	-0,3	-1,9	-0,2	1,2	1,5
Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) (4)	0,3	0,3	0,8	0,4	0,7	0,5	0,1
Investmentzertifikate (5)	-0,3	1,3	2,6	4,5	2,6	1,5	1,0
Versicherungstechnische Rückstellungen ²⁾ (6)	3,3	3,4	3,7	3,4	3,9	3,7	3,4
Sonstiges ³⁾ (7)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Geldvermögensbildung insgesamt (8 = 1+2+3+4+5+6+7)	8,2	7,9	7,9	7,6	8,6	7,3	7,7
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							
Bargeld und Einlagen (1)	0,6	1,0	0,4	0,9	0,4	1,2	1,4
Kredite (2)	0,7	1,0	0,8	1,5	2,8	2,5	2,1
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,6	0,7
Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) (4)	1,1	1,1	1,3	2,8	4,4	6,1	2,9
Investmentzertifikate (5)	0,1	0,4	0,3	0,5	0,4	0,1	0,3
Versicherungstechnische Rückstellungen ²⁾ (6)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstiges ³⁾ (7)	0,6	0,4	0,8	0,8	0,1	0,2	0,1
Geldvermögensbildung insgesamt (8 = 1+2+3+4+5+6+7)	3,4	3,7	3,5	6,4	8,8	10,8	7,6
Öffentliche Haushalte (Staat)							
Bargeld und Einlagen (1)	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,5
Kredite (2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1
Aktien und sonstige Anteilsrechte (ohne Investmentzertifikate) (4)	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	-0,2
Investmentzertifikate (5)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstiges ³⁾ (6)	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4
Geldvermögensbildung insgesamt (7 = 1+2+3+4+5+6)	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,5	1,3	0,2

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

- 1) Das Euro-Währungsgebiet umfasst die folgenden Sektoren: private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, öffentliche Haushalte (Staat) und finanzielle Kapitalgesellschaften.
- 2) „Versicherungstechnische Rückstellungen“ umfassen Produkte von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.
- 3) Der Posten „Sonstiges“ umfasst die Nettotransaktionen in Finanzderivaten und sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten sowie für das Euro-Währungsgebiet das Währungsgold und Sonderziehungsrechte. Sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten beziehen sich auf Transaktionen wie z. B. Handelskredite und Anzahlungen.

der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zunimmt, lässt sich zudem nicht generell für den gesamten nichtfinanziellen Sektor feststellen, dass Wertpapiere an die Stelle von Krediten getreten seien. Überdies ist der Umfang der Finanztransaktionen mit der übrigen Welt beträchtlich angestiegen.

Was Finanzintermediäre betrifft (siehe Abbildung 1 und Tabelle 2), wurden in der Zeit von 1995 bis 2001 durchschnittlich etwa zwei Drittel des Geldvermögens der nichtfinanziellen Sektoren (ohne Finanzderivate und sonstige Forderungen) in Finanzinstrumente dieser Intermediäre gelenkt (entweder Bargeld und Einlagen, Investmentzertifikate oder Produkte von Versicherungsgesellschaften), wäh-

rend sich der Direkterwerb von Aktien und sonstigen Anteilsrechten per saldo auf 20 %, die Kreditvergabe (vorwiegend Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) auf 11,5 % und der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen auf 4 % beliefen.

Im Hinblick auf die Finanzierungsarten stellten die Kredite im Zeitraum von 1995 bis 2001 mit 53 % aller Mittelaufnahmen die bei weitem wichtigste Quelle der nichtfinanziellen Sektoren dar (siehe Abbildung 2 und Tabelle 3). Dies war unter anderem auf die gestiegene Bedeutung der Kredite zwischen verbundenen Unternehmen sowie der Kredite von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften in den Jahren 1998 bis 2000 zurück-

Tabelle 3
Finanzierung im Euro-Währungsgebiet
(in % des BIP)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Euro-Währungsgebiet¹⁾							
Bargeld und Einlagen (1)	8,9	8,4	8,8	10,8	14,7	8,2	9,1
Kredite (2)	7,1	6,0	6,5	7,9	12,0	12,7	8,9
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	5,1	6,7	5,5	5,4	7,9	6,1	6,5
Sonstiges ²⁾ (4)	3,8	3,5	4,0	3,7	4,2	3,9	3,7
Fremdfinanzierung (5 = 1+2+3+4)	24,9	24,5	24,9	27,7	38,8	30,9	28,2
Aktien und sonstige Anteilsrechte (6)	2,6	4,9	6,5	10,6	8,8	10,8	7,2
Nettozugang an Verbindlichkeiten (7 = 5+6)	27,5	29,4	31,4	38,3	47,6	41,7	35,4
Private Haushalte							
Kredite	2,5	2,8	2,9	3,5	4,3	3,3	2,6
Nettozugang an Verbindlichkeiten (= Fremdfinanzierung)	2,5	2,9	2,9	3,5	4,3	3,3	2,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							
Kredite (1)	2,3	2,6	2,7	4,1	6,6	8,4	5,2
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (2)	-1,6	0,1	0,2	0,4	0,8	0,9	1,5
Sonstiges ²⁾ (3)	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1
Fremdfinanzierung (4 = 1+2+3)	0,9	2,8	3,1	4,6	7,6	9,4	6,7
Aktien und sonstige Anteilsrechte (5)	1,7	2,1	2,0	3,3	3,6	6,4	3,8
Nettozugang an Verbindlichkeiten (6 = 4+5)	2,6	4,9	5,0	7,9	11,3	15,8	10,5
Öffentliche Haushalte (Staat)							
Bargeld und Einlagen (1)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2
Kredite (2)	1,5	0,0	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4
Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) (3)	5,4	4,3	2,4	2,5	1,8	1,4	1,7
Nettozugang an Verbindlichkeiten (= Fremdfinanzierung) (4 = 1+2+3)	7,1	4,6	2,6	2,2	1,7	1,1	1,5

Quelle: EZB.

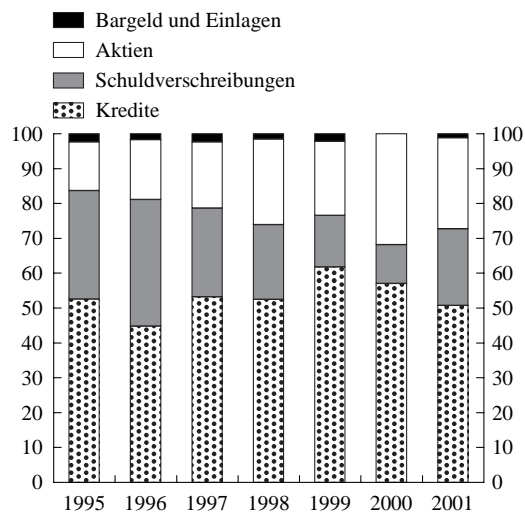
Anmerkung: Ohne Finanzderivate und sonstige Verbindlichkeiten. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Das Euro-Währungsgebiet umfasst die folgenden Sektoren: private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, öffentliche Haushalte (Staat) und finanzielle Kapitalgesellschaften.

2) Hauptsächlich versicherungstechnische Rückstellungen (Produkte von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen).

Abbildung 2 Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

(in % der gesamten Finanzierung)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Ohne Finanzderivate und sonstige Verbindlichkeiten.

zuführen. Während die relative Bedeutung von Aktien und sonstigen Anteilsrechten für die Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren in diesem Zeitraum zunahm, ging der An-

teil der Schuldverschreibungen zurück, was im Wesentlichen dem verminderten Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte zuzuschreiben war. Die Emission von Unternehmensanleihen hat allerdings seit der Einführung des Euro stark zugenommen.

Die steigende Bedeutung von Finanztransaktionen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt hing unter anderem mit umfangreichen Direktinvestitionen von Kapitalgesellschaften zusammen. Ansässige im Eurogebiet erwarben zwischen 1997 und 2000 per saldo deutlich mehr ausländische Aktien, worin sich vor allem die umfangreichen Übernahmen ausländischer Gesellschaften durch im Euroraum ansässige Unternehmen widerspiegeln. Im Gegensatz dazu erwarben Gebietsfremde in den Jahren 1999 und 2000 in großem Umfang Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Vor dem Hintergrund sinkender Aktienkurse und großer finanzieller Unsicherheit im zweiten Halbjahr 2001 gingen die Investitionen von Gebietsansässigen in ausländische Anteilsrechte im vergangenen Jahr erheblich zurück.

3 Ersparnis, Finanzierung und Investitionen der privaten Haushalte

Die zwischen 1995 und 2000 rückläufige Ersparnis der privaten Haushalte gemessen am BIP resultierte zum einen aus einem relativ geringen Anstieg der verfügbaren Einkommen und zum anderen aus einem Rückgang der Sparquote (d. h. der Ersparnis in Relation zum verfügbaren Einkommen) (siehe Abbildung 3). Das schwache Wachstum der verfügbaren Einkommen war auf den in diesem Zeitraum zumeist gedämpften Anstieg der Arbeitnehmerentgelte und geringere Nettozinserträge der privaten Haushalte zurückzuführen. Mit dem Rückgang der Sparquote setzt sich ein längerfristiger Trend fort, der vermutlich noch dadurch verstärkt wurde, dass das Vermögen der privaten Haushalte infolge der sich über weite Strecken des Betrachtungszeitraums günstig entwickelnden Aktienkurse und Preise für Wohnimmobilien zunahm (das Nettogeldvermögen je Einwohner im Euro-Währungsgebiet stieg zwischen 1995 und

2000 um 56 % auf 34 000 €³⁾). Im Jahr 2001 erhöhte sich die Sparquote der privaten Haushalte leicht, was auf den drastischen Rückgang der Aktienkurse, das abnehmende Verbrauchervertrauen und die Zuspitzung der Situation an den Arbeitsmärkten zurückzuführen sein dürfte. Während die Ersparnis in Relation zum BIP zwischen 1995 und 2000 rückläufig war, blieb die Sachvermögensbildung der privaten Haushalte (vorwiegend im Bereich Wohnungsbau) gemessen am BIP weitgehend unverändert. Infolgedessen verringerte sich der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte zwischen 1995 und 2000, stieg aber im Jahr 2001 wieder leicht an.

Der rückläufige Finanzierungsüberschuss spiegelte sich in einem höheren Wachstum der Kredite an private Haushalte zwischen 1995

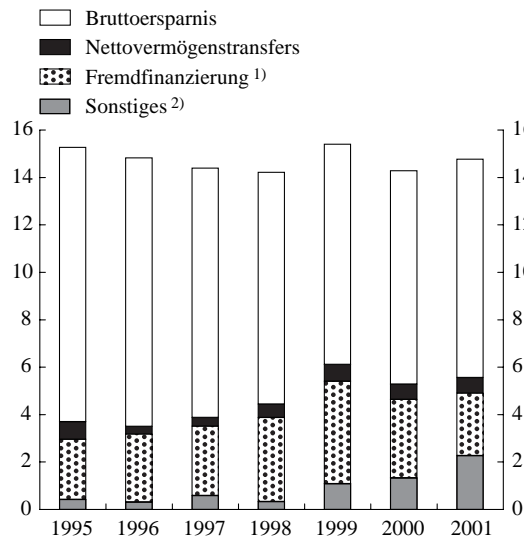
3 Bestandsangaben zum Geldvermögen sind lediglich bis zum Jahr 2000 verfügbar.

Abbildung 3

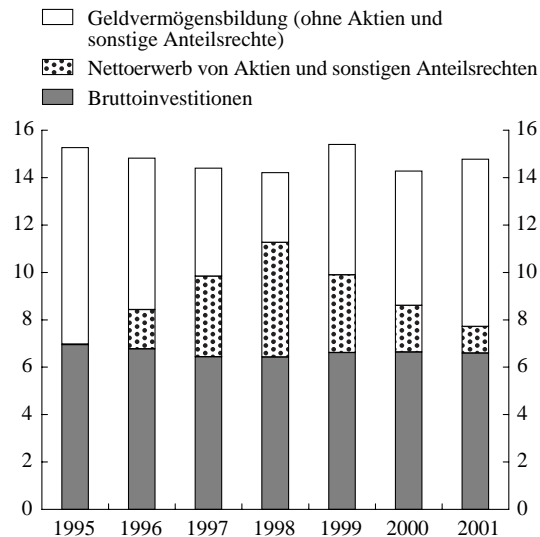
Ersparnis, Finanzierung und Investitionen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

a) Ersparnis und Finanzierung



b) Vermögensbildung



Quelle: EZB.

1) Hauptsächlich Kredite.

2) Einschließlich Nettotransaktionen in Finanzderivaten, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und statistische Differenz.

und 1999 wider (siehe Tabelle 3). Im Einklang mit den günstigen Kreditbedingungen stieg das Verhältnis der Nettokreditaufnahme zum BIP von 2,5 % im Jahr 1995 auf 4,3 % im Jahr 1999. Infolgedessen nahm die Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zum BIP in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre im Euroraum stetig zu, blieb jedoch unter der in Japan, den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich verzeichneten Quote. Im Jahr 2001 drosselten die privaten Haushalte ihre Kreditnachfrage angesichts der konjunkturellen Abschwächung und höherer Zinssätze, und ihre Schuldenquote stabilisierte sich. Die Zinsausgaben der privaten Haushalte, in denen sich die Schuldenentwicklung und die Auswirkungen veränderter Zinssätze widerspiegeln, gingen zwischen 1995 und 1999 gemessen am BIP zurück, stiegen anschließend aber wieder an (siehe Abbildung 4).

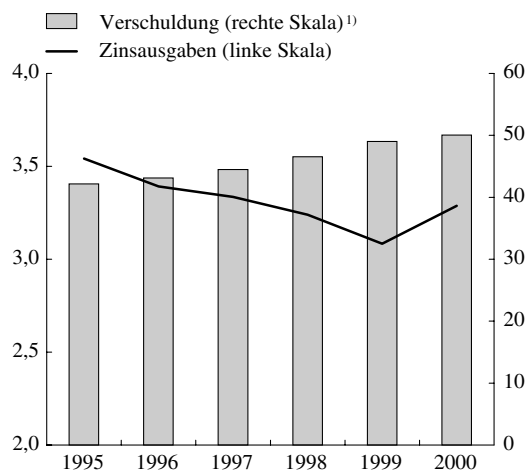
Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte blieb über den gesamten Berichtszeitraum in Relation zum BIP weitgehend stabil (zwischen 7,5 % und einem Höchststand von 8,6 % im Jahr 1999). Bei der Struktur der

Geldvermögensbildung waren jedoch zwischen 1995 und 2001 beträchtliche Unterschiede zu verzeichnen (siehe Abbildung 3 und 5).

Abbildung 4

Verschuldung und Zinsausgaben der privaten Haushalte

(in % des BIP)

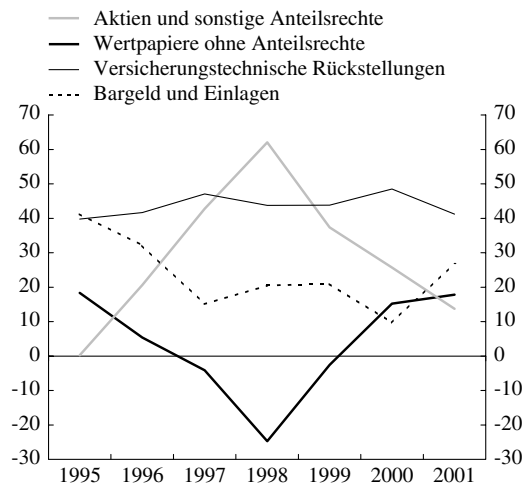


Quelle: EZB.

1) Hauptsächlich Kredite.

Abbildung 5 Geldvermögensbildung der privaten Haushalte

(Anteil an der gesamten Geldvermögensbildung in %)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Ohne Finanzderivate und sonstige Forderungen.

In einem Umfeld sprunghaft steigender Aktienkurse erhöhte sich bei den privaten Haushalten 1998 vor allem der Nettozugang an Aktien und sonstigen Anteilsrechten (einschließlich Investmentzertifikaten) auf rund drei Fünftel ihrer Geldvermögensbildung insgesamt (siehe Abbildung 5). In der Folgezeit verringerte sich dieser Anteil, was zum Teil mit dem im Jahr 2000 einsetzenden Rückgang der Aktienkurse zusammenhing. Bei Schuldverschreibungen hingegen traten die

privaten Haushalte von 1997 bis 1999 als Nettoverkäufer auf. Auch der Anteil von Bargeld und Einlagen an der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte war zwischen 1995 und 2000 rückläufig. Gegen Ende des Berichtszeitraums allerdings erhöhten sich die Anlagen sowohl in Schuldverschreibungen als auch in Bargeld und Einlagen erheblich, da die privaten Haushalte angesichts schwacher Aktienkurse und der Unsicherheit an den Finanzmärkten im Jahr 2001 sicheren und liquiden Finanzanlagen den Vorzug gaben. Eine stabile Komponente der Geldvermögensbildung privater Haushalte in diesem Zeitraum blieben die Anlagen in Produkten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

Zwei weitere Aspekte sind ebenfalls bemerkenswert. Zum einen setzten die privaten Haushalte im Hinblick auf die Laufzeitstruktur überwiegend auf mittel- und langfristige Finanzanlagen, wobei zwischen 1995 und 2001 nahezu 80 % der gesamten Geldvermögensbildung auf Aktien oder Vermögenswerte mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr⁴ entfielen. Zum anderen hat der hohe Anteil der Aktienanlagen (insbesondere in Aktienfonds) die Sensitivität des Geldvermögens privater Haushalte gegenüber Aktienkursveränderungen erhöht. So wurden die zwischen Ende 1997 und dem ersten Quartal 2000 verzeichneten kumulativen Bewertungsgewinne bei den Geldvermögenswerten der privaten Haushalte im Jahresverlauf 2001 fast vollständig wieder aufgezehrt.

4 Ersparnis, Finanzierung und Investitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Bei den zwischen 1995 und 2001 insgesamt rückläufigen Sparquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Verhältnis zum BIP lassen sich zwei Phasen unterscheiden. Zwischen 1996 und 1998 war bei einem verhaltenen Wachstum der Lohnstückkosten und geringeren Nettozinsausgaben der Unternehmen eine leichter Anstieg der Unternehmensersparnis in Relation zum BIP zu verzeichnen. Ab 1999 führten höhere Arbeitskosten und Zinsausgaben zu einem Rückgang

der Unternehmensersparnis, der durch die Konjunkturabschwächung im Jahr 2001 noch verschärft wurde (siehe Tabelle 1).

Unterdessen nahm die Sachvermögensbildung zwischen 1996 und 2000 zum Teil aufgrund

4 Umfassen den Erwerb von langfristigen Schuldverschreibungen, Aktien (einschließlich Investmentzertifikaten) und versicherungstechnische Rückstellungen. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die verfügbaren Daten derzeit keine Abgrenzung zwischen Geldmarktfondsanteilen und Investmentzertifikaten erlauben.

des trendmäßigen Rückgangs der Realzinssätze im Vorfeld der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion und wegen des kräftigen Wirtschaftswachstums der Jahre 1998 bis 2000 zu. Auch die rückläufige Teuerung und die Haushaltskonsolidierung trugen zu dieser Entwicklung bei. Im Jahr 2001 jedoch war die Sachvermögensbildung im Verhältnis zum BIP in einem Umfeld schwächerer Wirtschaftstätigkeit und sinkender Unternehmensgewinne wieder rückläufig. Insgesamt vergrößerte sich das Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von 0,2 % des BIP im Jahr 1996⁵ auf 3,4 % im Jahr 2000 (unter anderem aufgrund der erheblichen Ausgaben für UMTS-Lizenzen), bevor es sich im Jahr 2001 wieder auf 2,1 % des BIP verringerte (siehe Abbildung 6).

Der gestiegene Finanzierungsbedarf sowie beträchtliche Finanzinvestitionen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen führten bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu einem außergewöhnlich starken Anstieg

des Nettozugangs an Verbindlichkeiten in Relation zum BIP. Die entsprechende Quote erhöhte sich von 2,6 % im Jahr 1995 auf 15,8 % im Jahr 2000, ging im Jahr 2001 jedoch wieder auf 10,5 % zurück.

Was die Finanzierungsstruktur anbetrifft, so stieg der Anteil der Fremdfinanzierung (in erster Linie Kredite und emittierte Schuldverschreibungen) von 58 % des Nettozugangs an Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Jahr 1996 auf 68 % im Jahr 1999 (siehe Abbildung 7). Vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen sowie von nicht zum MFI-Sektor zählenden Finanzinstituten gewannen an Bedeutung. Darin spiegeln sich Transaktionen zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen bzw. die indirekte Emission von Schuldverschreibungen über Zweckgesellschaften wider. Die nichtfi-

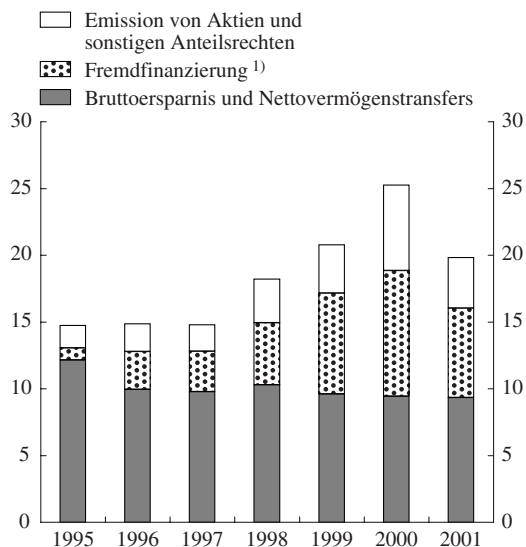
5 Die Angaben für 1995, die einen Überschuss in Höhe von 1,5 % des BIP ausweisen, stehen im Zeichen umfangreicher Vermögenstransfers im Rahmen der deutschen Vereinigung.

Abbildung 6

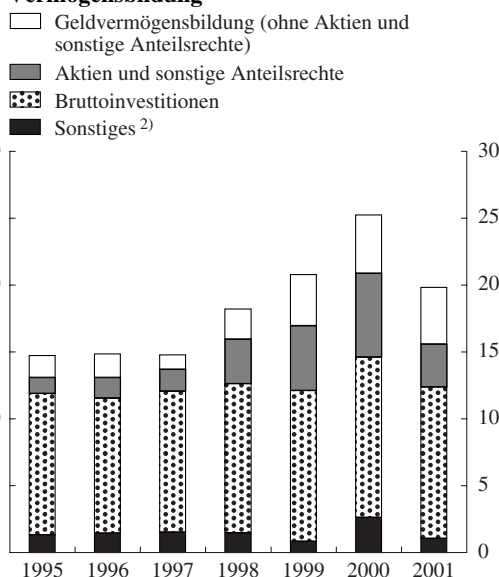
Ersparnis, Finanzierung und Investitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

a) Ersparnis und Finanzierung



b) Vermögensbildung



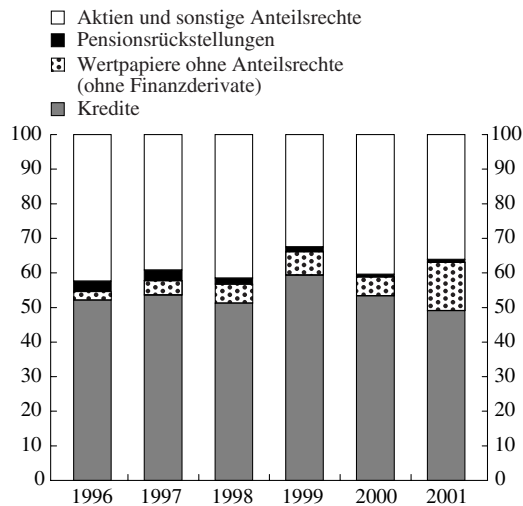
Quelle: EZB.

1) Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) und Pensionsrückstellungen.

2) Einschließlich Nettotransaktionen in Finanzderivaten, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und statistische Differenz.

Abbildung 7 Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(in % der gesamten Finanzierung)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Ohne Finanzderivate und sonstige Verbindlichkeiten. Die Summe der Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) und versicherungstechnischen Rückstellungen ist definiert als Fremdfinanzierung.

nanziellen Kapitalgesellschaften emittierten in diesem Zeitraum auch deutlich mehr Schuldverschreibungen, während der Anteil der MFI-

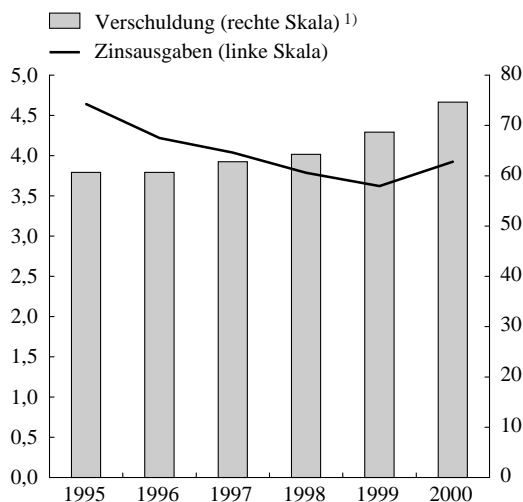
Kredite am gesamten Nettozugang an Verbindlichkeiten zurückging.

Die Emission von Aktien und sonstigen Anteilsrechten schwankte im Zeitraum von 1996 bis 2000 anteilmäßig zwischen 33 % und 42 % des gesamten Nettozugangs an Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 7). Ausschlaggebend hierfür waren insbesondere die in diesem Zeitraum außergewöhnlich regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten, deren Finanzierung teilweise über die Emission von Aktien im Tausch gegen Anteile an der übernommenen Gesellschaft erfolgte.

Im Jahr 2001 nahmen sowohl die Kreditfinanzierung als auch die Aktienemission im Zuge eines schwachen Wirtschaftswachstums und eines drastischen Rückgangs der Fusionen und Übernahmen erheblich ab (eine Ausnahme bildete dabei die Emission von Unternehmensanleihen). Die rückläufigen Fusions- und Übernahmeaktivitäten führten im Jahr 2001 auch dazu, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Anlagen in Aktien und sonstigen Anteilsrechten zurückschraubten und stattdessen mehr liquide Mittel erwarben (siehe Abbildung 9).

Abbildung 8 Verschuldung und Zinsausgaben der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(in % des BIP)

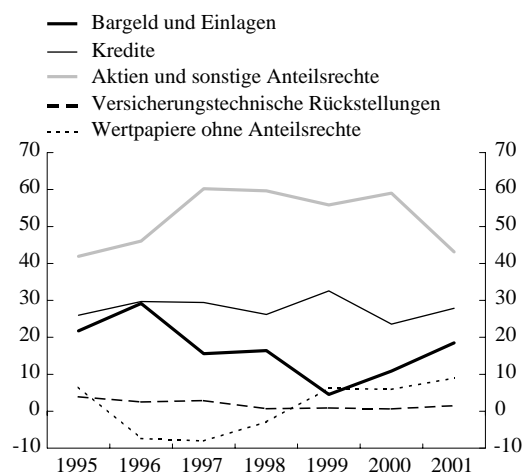


Quelle: EZB.

1) Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne Finanzderivate) und Pensionsrückstellungen.

Abbildung 9 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Anteil an der gesamten Geldvermögensbildung in %)¹⁾



Quelle: EZB.

1) Ohne Finanzderivate und sonstige Forderungen.

Trotz des im Berichtszeitraum gestiegenen Schuldenstands der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften fielen die Zinsausgaben gemessen am BIP im Jahr 2000 niedriger aus als

1995 (siehe Abbildung 8). Gleichzeitig erhöhte die zunehmende Verschuldung die Zins sensitivität der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

5 Schlussbemerkungen

Zwischen 1995 und 2001 war im Euro-Währungsgebiet eine Verlagerung zwischen den öffentlichen und privaten Finanzierungssalden zu beobachten. Nachdem die privaten Haushalte Mitte der Neunzigerjahre für ein beträchtliches Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors aufgekommen waren, kehrte der Staatssektor zu Beginn des neuen Jahrtausends wieder zu einer ausgeglicheneren Position zurück, und der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte ging mit einem höheren Nettokreditbedarf des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften einher.

Die Verschuldung der privaten Haushalte nahm im Verlauf der Neunzigerjahre zu und erhöhte die Sensitivität der Haushaltseinkommen gegenüber Zinsänderungen. Im Vergleich zu anderen großen Industrieländern hielt sich der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP im Euroraum jedoch weiterhin in Grenzen. Aufgrund der niedrigeren Kreditzinsen war auch die Zinsausgabenquote der privaten Haushalte gemessen am BIP im Jahr 2000 trotz steigender Verschuldung nicht höher als 1995. Im Hinblick auf die Geldvermögensbildung verstärkten die privaten Haushalte ihre Anla-

gen in Aktien und sonstigen Anteilsrechten (vor allem Investmentzertifikaten) in Relation zum BIP, was zu einer höheren Sensitivität des Vermögens der privaten Haushalte gegenüber Aktienkursschwankungen führte.

Die Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Relation zum BIP nahm im Laufe der Neunzigerjahre stärker zu als bei den privaten Haushalten. Der Schuldenanstieg ist vor dem Hintergrund größerer Übernahmeaktivitäten, des Rückgangs der realen Kreditzinsen bei sinkender Inflation und Konsolidierung der öffentlichen Finanzen sowie des relativ kräftigen Wirtschaftswachstums zwischen 1998 und 2000 zu sehen. Diese Umstände waren Unternehmensinvestitionen förderlich. Die steigende Verschuldung, niedrigere Unternehmensgewinne und ein seit dem Jahr 2000 rückläufiges Geldvermögen führten im Jahresverlauf 2001 zu einer Bilanzverschlechterung bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Allerdings lag die Zinsbelastung trotz der etwas höheren Zinsausgabenquote bezogen auf das BIP weiterhin unter der Zinslast des Jahres 1995.

