



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2004

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

MONATSBERICHT

MONATSBERICHT
JANUAR

BCE ECB EZB EKT EKP

1000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT JANUAR 2004

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

© Europäische Zentralbank, 2004

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 14. Januar 2004.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



INHALT

EDITORIAL	5
WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN	9
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	12
Preise und Kosten	30
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	37
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	43
Kästen:	
1 Weltweite Trends bei den Geldmengenaggregaten in den vergangenen Jahren	13
2 Neue EZB-Statistik über den Handel mit börsennotierten Aktien	20
3 Der Einfluss indirekter Steuern und administrierter Preise auf die Teuerung	32
AUFSÄTZE	
Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik	49
Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen	61
Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet	75
STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS	SI
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2003	V
GLOSSAR	IX

ABKÜRZUNGEN

LÄNDER

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

SONSTIGE

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

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



EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 8. Januar 2004 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Dieser Beschluss spiegelt die Auffassung des EZB-Rats wider, dass der aktuelle geldpolitische Kurs geeignet ist, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Die Einschätzung hinsichtlich einer anhaltenden wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet hat sich nicht grundlegend geändert. Jüngste Wechselkursentwicklungen werden sich zwar voraussichtlich dämpfend auf die Exporte auswirken, die Exporttätigkeit dürfte jedoch weiter vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft profitieren, und die Bedingungen für eine Belebung der inländischen Nachfrage bleiben günstig. Gleichzeitig sollten sich die Importpreise im Eurogebiet aufgrund der Aufwertung des Euro etwas schwächer entwickeln und so zur Eindämmung der Inflationsrisiken beitragen. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Entwicklungen, die die Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht beeinflussen könnten, sorgfältig beobachten. Was die Wechselkurse betrifft, so heben wir in der gegenwärtigen Situation insbesondere die Bedeutung der Stabilität hervor und sehen übermäßige Wechselkursschwankungen mit Besorgnis.

Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse bestätigen aktuelle Indikatoren, dass das weltwirtschaftliche Wachstum weiter zunimmt. Auch für das Euro-Währungsgebiet deuten die jüngsten Daten zur Produktion und zum Vertrauen auf eine anhaltende konjunkturelle Erholung hin, und die Wachstumsdynamik dürfte sich im Jahresverlauf 2004 verstärken. Diese Einschätzung wird durch alle verfügbaren Prognosen öffentlicher und privater Organisationen sowie durch die Entwicklung an den Finanzmärkten gestützt.

Was das außenwirtschaftliche Umfeld betrifft, so hat sich die zuletzt beobachtete Wechselkursentwicklung negativ auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure im Euroraum ausgewirkt. Dennoch sollten die Ausfuhren aus dem Euro-Währungsgebiet insgesamt aufgrund der immer höheren weltweiten Nachfrage weiterhin zunehmen. Betrachtet man die binnenwirtschaftlichen Faktoren, so dürfte das Wachstum der Investitionsausgaben von den anhaltenden Anpassungsbemühungen der Unternehmen zur Steigerung der Produktivität und der Ertragskraft sowie von dem niedrigen Zinsniveau und den allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren. Die privaten Konsumausgaben sollten durch eine Zunahme des real verfügbaren Einkommens gestützt werden, die teilweise den günstigen Auswirkungen der Euro-Aufwertung auf die Terms of Trade und die Teuerung zuzuschreiben ist.

Die kurzfristigen Risiken, mit denen diese Aussichten behaftet sind, bleiben ausgewogen. Längerfristig betrachtet besteht nach wie vor Unsicherheit im Zusammenhang mit den anhaltenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten in einigen Regionen der Welt und deren potenziellen Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit des weltwirtschaftlichen Wachstums. Dieser Herausforderung ist mit einer dauerhaft tragfähigen Wirtschaftspolitik und mit strukturellen Reformen zu begegnen, die einem stabilen Gleichgewicht zwischen Ersparnisbildung und Investitionen in allen wichtigen Partnerländern förderlich sind, das Produktionspotenzial im Eurogebiet erhöhen und eine weitere Zunahme des weltweiten Handels mit Waren und Dienstleistungen begünstigen.

Was die Preisentwicklung betrifft, so wird nach wie vor davon ausgegangen, dass die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI auf kurze Sicht um die 2 %-Marke schwanken wird, nachdem sie im Dezember der Vorausschätzung von Eurostat zufolge 2,1 % betrug. Ungünstige Entwicklungen bei Nahrungsmittel- und Ölpreisen sowie Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise haben die kurzfristigen Inflationsaussichten nachteilig beeinflusst.

Die jährlichen Inflationsraten dürften jedoch im Laufe dieses Jahres sinken und in der Folgezeit auf einem stabilitätsgerechten Niveau verharren. Diese Erwartung basiert auf der Annahme, dass die Lohnentwicklung angesichts einer allmählichen konjunkturellen Erholung gemäßigt bleiben wird. Ferner dürften die Auswirkungen der Euro-Aufwertung auf die Importpreise den Preisdruck abschwächen. Ein Inflationsrückgang spiegelt sich auch in den verfügbaren Prognosen und Projektionen wider. Es ist jedoch wichtig, sich vor Augen zu halten, dass diese zukunftsgerichteten Analysen auf einer Reihe von Annahmen beruhen, und deshalb alle Risikofaktoren, die hinsichtlich der Aussichten für die Preisstabilität bestehen, berücksichtigt werden müssen. Aus diesem Grund ist es erforderlich, die Inflationserwartungen auch weiterhin genau zu verfolgen.

Aus der monetären Analyse geht hervor, dass das kräftige Geldmengenwachstum in den letzten Jahren dazu geführt hat, dass im Euroraum deutlich mehr Liquidität vorhanden ist, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigt wird. Gleichzeitig ist das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor in den vergangenen Monaten aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und der allgemeinen Erholung des wirtschaftlichen Umfelds gestiegen.

Der Aufbau von Überschussliquidität dürfte keine Gefahr für die Preisstabilität darstellen, solange die konjunkturelle Erholung langsam vonstatten geht. Sollte der hohe Liquiditätsüberschuss allerdings auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbestehen, könnte er zu inflationärem Druck führen. Es ist daher wichtig, die monetäre Entwicklung sorgfältig zu beobachten.

Insgesamt deutet die wirtschaftliche Analyse nach wie vor darauf hin, dass das Hauptszenario für die mittelfristige Preisentwicklung mit Preisstabilität in Einklang steht. Auch wenn während eines wirtschaftlichen Aufschwungs gewisse Risiken entstehen können, wird diese

Einschätzung ebenfalls durch die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse bestätigt.

Was die Finanzpolitik angeht, so wird 2004 ein äußerst wichtiges Jahr werden, um die Glaubwürdigkeit des institutionellen Rahmens und das Vertrauen in die Solidität der öffentlichen Finanzen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zu stärken. Zusammen mit den Bestimmungen des EG-Vertrags bleibt der gesamte finanzpolitische Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts von zentraler Bedeutung und muss in allen Punkten respektiert werden. Dies sind die Grundlagen für das Vertrauen in die WWU. Sie sind von entscheidender Bedeutung nicht nur für die Stabilität, sondern auch für das Wachstum und stellen eine Voraussetzung für weiterhin niedrige Risikoprämien an den Finanzmärkten dar. Der EZB-Rat fordert daher die Regierungen und den ECOFIN-Rat dringend auf, ihrer Verantwortung gerecht zu werden und ihren im vergangenen November eingegangenen Verpflichtungen nachzukommen.

Der EZB-Rat unterstützt ausdrücklich die derzeitigen Bemühungen der Regierungen, die Strukturreformen auf dem Gebiet der Finanzpolitik sowie an den Arbeits- und Gütermärkten voranzutreiben. Weitere Reformen, die auf den bereits umgesetzten Maßnahmen aufbauen, sind angezeigt, um die größten Herausforderungen für das Euro-Währungsgebiet erfolgreich zu bewältigen, nämlich den Abbau der hohen strukturellen Arbeitslosigkeit, die Erhöhung des Produktionspotenzials, die Steigerung der Produktivität, die Verringerung der Ineffizienz der Steuersysteme und die Vorbereitung der Gesundheits- und Rentensysteme auf die Überalterung der Bevölkerung. Der Prozess der strukturellen Reformen ließe sich merklich beschleunigen, wenn sich die Sozialpartner uneingeschränkt dafür einsetzen würden, das Euro-Währungsgebiet zu einer dynamischeren, innovativeren und wettbewerbsfähigeren Volkswirtschaft zu machen. Dies würde es außerdem erleichtern, der Öffentlichkeit die Vorteile von strukturellen Reformen zu vermitteln.

Der Monatsbericht hat ein neues, leserfreundlicheres Gesicht bekommen. Von nun an wird in dem Teil zu den wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen jeder Abschnitt mit einer Zusammenfassung beginnen, und es wird ein neuer Abschnitt mit dem Titel „Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets“ enthalten sein. Darüber hinaus wurde die „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ neu gegliedert, und der Monatsbericht wurde um ein Wirtschaftsglossar ergänzt.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste bietet einen Überblick über die im Euro-Währungsgebiet seit Anfang der Neunzigerjahre im Bereich der Finanzpolitik gesammelten Erfahrungen. Der zweite beschreibt die verschiedenen Möglichkeiten, wie aus Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Eurogebiet gewonnene Daten bei der Wirtschaftsanalyse genutzt werden können. Der dritte Aufsatz befasst sich mit der Messung der Gewinnentwicklung im Euroraum.

WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets ist nach wie vor insgesamt günstig. Die Erholung der globalen Konjunktur und des Welthandels beschleunigt sich weiter, und die finanziellen Bedingungen sind vorteilhaft. Darüber hinaus bleibt der Inflationsdruck in anderen wichtigen Volkswirtschaften verhältnismäßig gering, wengleich die Preise für Öl wie auch für sonstige Rohstoffe auf Dollarbasis gestiegen sind (während sie sich in Euro vergleichsweise wenig verändert haben).

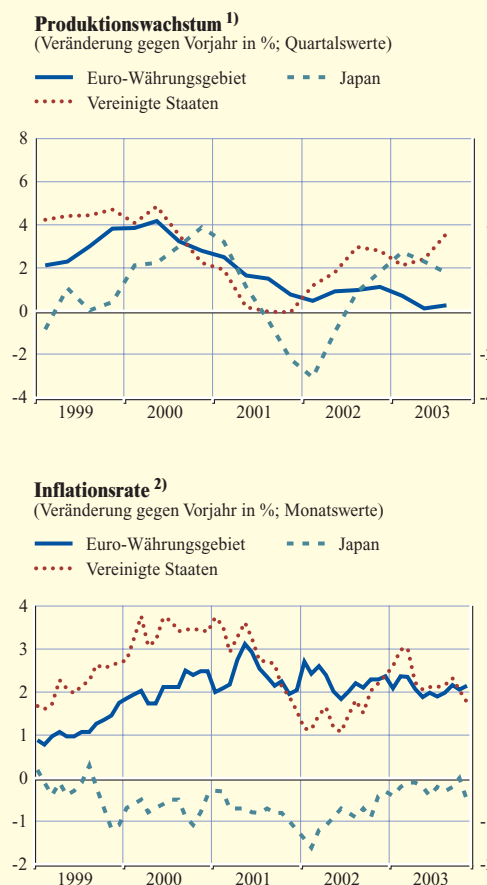
WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Jüngsten Daten zufolge gewinnt der weltwirtschaftliche Aufschwung gestützt auf eine allgemeine Belebung des Handels sowie eine in den meisten Ländern stärkere Inlandsnachfrage und günstige Finanzierungsbedingungen weiter an Dynamik.

In den Vereinigten Staaten bestätigen die jüngsten Entwicklungen, dass sich die konjunkturelle Erholung fortsetzt. Die realen privaten Konsumausgaben werden von Rückerstattungen der persönlichen Einkommensteuer und steigenden realen Lohnzuwächsen getragen, wodurch die noch verhaltene Belebung des Beschäftigungswachstums mehr als ausgeglichen wird. Zuletzt veröffentlichte Daten deuten darauf hin, dass der Wiederanstieg der Unternehmensinvestitionen, der im zweiten Quartal 2003 einsetzte, anhält. Umfrageindikatoren lassen insbesondere den Schluss zu, dass der aktuelle Aufschwung im verarbeitenden Gewerbe zunehmend zum Wachstum der privaten Unternehmensinvestitionen beiträgt. Sowohl die privaten Konsumausgaben als auch die privaten Investitionen werden nach wie vor durch die Entwicklung an den Finanzmärkten unterstützt, da die Aktienkurse weiter anziehen, die Zinssätze niedrig sind und die Aufschläge bei Unternehmensanleihen sinken. Die jährliche VPI-Inflation ging im November auf 1,8 % zurück; ohne Nahrungsmittel und Energie fiel die VPI-Inflationsrate auf 1,1 % (siehe Abbildung 2).

In Japan wurde das reale BIP-Wachstum gegenüber dem Vorquartal im dritten Quartal 2003 von vormals geschätzten 0,6 % auf 0,3 % nach unten korrigiert. Die im Dezember durchgeführte Tankan-Umfrage der Bank von Japan weist allerdings auf eine breit angelegte Verbesserung der derzeitigen Geschäftslage hin. Trotz einer ermutigenden konjunkturellen Entwicklung ist weiterhin eine leichte Deflation zu verzeichnen. Die Verbraucherpreise sanken im No-

Abbildung 1 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



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

1) Für das Euro-Währungsgebiet werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten. Bei allen Ländern sind die BIP-Zahlen saisonbereinigt.

2) Auf Basis des HVPi.

vember um insgesamt 0,5 % gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie im Vormonat unverändert geblieben waren; die Verbraucherpreise ohne frische Nahrungsmittel gingen dagegen um 0,1 % zurück.

Im Vereinigten Königreich setzt sich der Aufschwung fort. Das reale BIP-Wachstum stieg im dritten Vierteljahr auf eine Quartalsrate von 0,8 %. Am 10. Dezember gab die britische Regierung ein neues Inflationsziel bekannt, das nicht mehr an den RPIX, sondern fortan an den HVPI (im Vereinigten Königreich VPI genannt) gebunden ist. Das Inflationsziel, das zuvor als Anstieg des RPIX innerhalb eines Zwölfmonatszeitraums um 2,5 % festgelegt war, wird jetzt als Anstieg des HVPI innerhalb eines Zwölfmonatszeitraums um 2 % definiert. Im November verlangsamte sich die jährliche Inflationsrate nach dem HVPI auf 1,3 %. Die konjunkturellen Aussichten für das Vereinigte Königreich lassen ein stetiges Wachstum der Konsumausgaben bei einer gleichzeitigen starken Ausweitung der Staatsausgaben sowie einer moderaten Zunahme der Unternehmensinvestitionen erwarten.

In Asien (ohne Japan), wo China die am schnellsten wachsende Volkswirtschaft bleibt, ist eine nach wie vor sehr rege Konjunktur zu verzeichnen, die sich insbesondere auf den Export stützt. In den der EU beitretenden Staaten hellen sich die allgemeinen Wachstumsaussichten weiter auf. Wie die jüngsten Daten zeigen, hat die Konjunktorentwicklung in Lateinamerika durch die faktische Stagnation in Mexiko und Brasilien viel von ihrer früheren Dynamik eingebüßt.

ROHSTOFFMÄRKTE

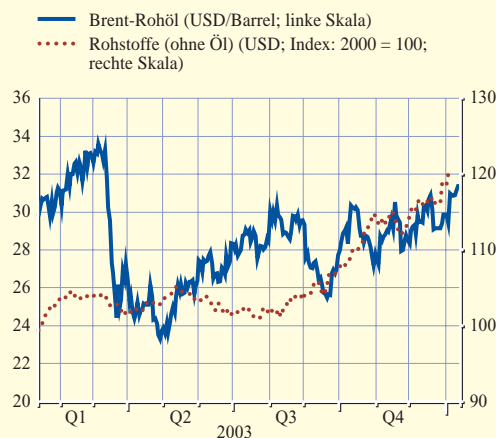
Die Ölpreise sind seit Anfang Dezember letzten Jahres im Steigen begriffen. Der Preis für Rohöl der Marke Brent erreichte am 14. Januar 2004 einen Stand von 32 USD. Hinter diesem Anstieg verbergen sich eine kräftige Nachfrage in den Vereinigten Staaten und Asien, ein markanter Rückgang der kommerziellen Ölvorräte in den Vereinigten Staaten sowie Bedenken hinsichtlich der politischen Stabilität im Nahen Osten. Außerdem hat die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) die hohen Preise verteidigt, um den Verlust der Kaufkraft ihrer Ölexporteinnahmen im Zusammenhang mit der Abwertung des US-Dollar zu kompensieren. Bei den sonstigen Rohstoffpreisen kam es in der zweiten Jahreshälfte 2003 zu einem relativ starken Anstieg (auf Dollarbasis), der durch die verbesserte globale Wirtschaftslage angetrieben wurde (siehe Abbildung 2). Mehrere Rohstoffe werden derzeit zu Preisen nahe ihrem höchsten Stand seit vielen Jahren gehandelt. In Euro gerechnet fällt der Anstieg der Preise für Öl und andere Rohstoffe jedoch gemäßiger aus.

AUSBLICK AUF DIE AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt deuten amtliche und private Prognosen auf eine Fortsetzung der Konjunkturerholung im Jahr 2004 hin. Ungeachtet dessen, dass sich das reale BIP-Wachstum der USA nach den in jüngster Zeit hohen Zuwachsraten abschwächen könnte, scheinen die Vereinigten Staaten weiter der Hauptmotor des weltwirtschaftlichen Wachstums zu sein. Darüber hinaus ist

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten

(vom 14. Januar 2003 bis 13. Januar 2004)



Quellen: Datastream und Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

davon auszugehen, dass von Asien und hier vor allem von China auch künftig Impulse auf den Welthandel und den globalen Konjunkturaufschwung ausgehen werden.

Die Risiken für eine weltweite Wirtschaftserholung scheinen insgesamt weitgehend ausgewogen zu sein. Einerseits bestehen wirtschaftliche Friktionen und Ungleichgewichte fort. Erstens haben die privaten Haushalte, Unternehmen und Regierungen hohe Schuldenstände aufgebaut, die ihre Anfälligkeit gegenüber negativen Schocks erhöhen. Im Falle der Vereinigten Staaten trüben das hohe Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizit die Aussichten. Zweitens sind die Rohstoffpreise verhältnismäßig hoch und könnten im gesamten Jahr 2004 auf einem hohen Niveau verharren. Andererseits könnte die sich abzeichnende Zunahme der Unternehmensinvestitionen in den Vereinigten Staaten, sofern sie sich als nachhaltig erweist, einen zusätzlichen Beitrag zum Produktionswachstum leisten.



2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Seit dem Höchststand vom Sommer 2003 ist das Wachstum der Geldmenge M3 – wenn auch langsam – zurückgegangen. Offenbar haben die Anleger im Euroraum nur sehr zögerlich damit begonnen, ihre Portfolios von monetären Anlageformen in längerfristige Finanzaktiva umzuschichten, nachdem sich die Situation an den Finanzmärkten verbessert und die Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten abgenommen hat. Gleichzeitig hat das niedrige Zinsniveau weiterhin die Nachfrage nach liquiden Anlageformen gestützt. In diesem Umfeld kam es in den vergangenen Monaten zu einer Beschleunigung des Wachstums der MFI-Kredite an den privaten Sektor. Insgesamt ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist.

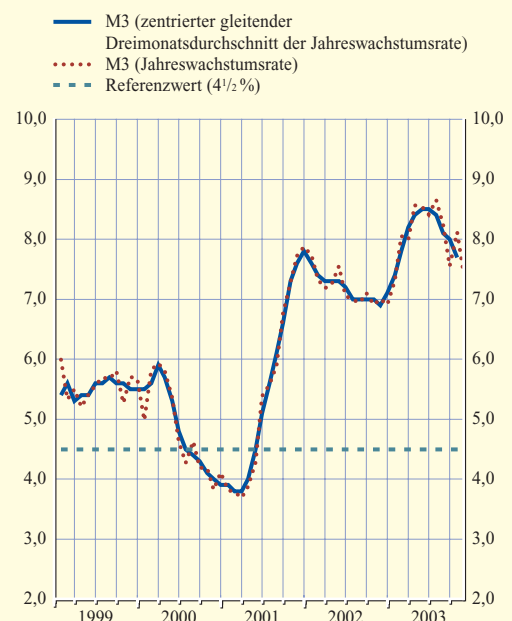
WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Nachdem sich das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 im Oktober 2003 sehr stark ausgeweitet hatte, blieb es im November gegenüber dem Vormonat unverändert. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 ging auf 7,4 % zurück, verglichen mit 8,1 % im Oktober und 7,5 % im September (siehe Abbildung 3). Diese Entwicklung war im Wesentlichen auf die Umkehr umfangreicher Transaktionen der Zentralstaaten zurückzuführen, die für den kräftigen Anstieg von M3 im Oktober verantwortlich waren. Betrachtet man statt der sehr volatilen monatlichen Entwicklung die längerfristige Entwicklung, so hat das Geldmengenwachstum seinen Höchststand vom Sommer 2003 zwar offenbar hinter sich gelassen, schwächte sich anschließend jedoch nur sehr langsam ab. Die verbesserte Lage am Finanzmarkt und der geringere Grad an Unsicherheit über die Wirtschaftsperspektiven haben offenbar dazu geführt, dass die Wirtschaftsteilnehmer eher gewillt sind, in längerfristige Finanzaktiva zu investieren. Gleichzeitig haben aber das sehr niedrige Zinsniveau und die entsprechend niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung das Geldmengenwachstum weiter angeheizt.

Trotz der Verlangsamung des M3-Wachstums ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Diese reichliche Liquiditätsausstattung stellt zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Gefahr für die Preisstabilität dar, da sich die Wirtschaft im Euroraum derzeit nur langsam erholt. Sollte der Liquiditätsüberschuss allerdings auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung hoch bleiben, könnte dies zu inflationären Spannungen führen. Daher ist es umso wichtiger, die weitere Entwicklung der aufgebauten Liquidität und deren Verwendung genau zu verfolgen, zumal die hohe Präferenz der Anleger für liquide Anlageformen zum Großteil weltweit zu beobachten war (siehe Kasten 1).

Abbildung 3 M3-Wachstum und der Referenzwert

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



Quelle: EZB.

Kasten I

WELTWEITE TRENDS BEI DEN GELDMENGENAGGREGATEN IN DEN VERGANGENEN JAHREN

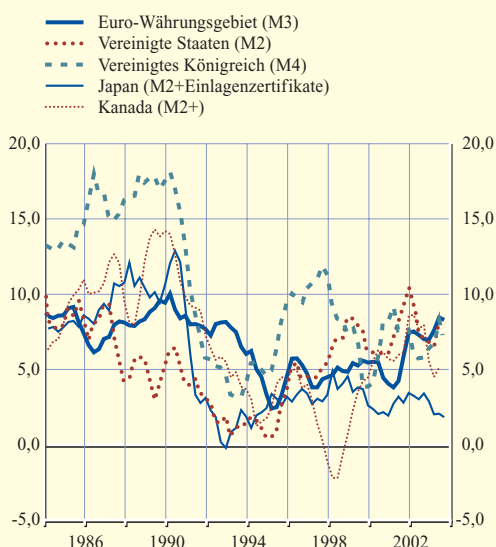
In den letzten Jahren wiesen die Trends bei den Geldmengenaggregaten in den wichtigen Industrieländern viele Gemeinsamkeiten auf. In diesem Kasten wird die Entwicklung der weit gefassten Geldmenge in den fünf größten entwickelten Wirtschaftsräumen seit Anfang der Achtzigerjahre analysiert. Darüber hinaus wird ein globales Geldmengenaggregat vorgestellt, das als einfache Summe der (in Euro umgerechneten) Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets, der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs, Japans und Kanadas ermittelt wird und dazu dienen soll, den Zusammenhang zwischen der Geldmenge und anderen gesamtwirtschaftlichen Variablen weltweit zu untersuchen.

Entwicklung der weit gefassten Geldmenge in den größten entwickelten Wirtschaftsräumen

Abbildung A zeigt die Jahreswachstumsraten eines wichtigen Geldmengenaggregats für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, Japan und Kanada in Landeswährung.¹ Über einen längeren Zeitraum hinweg sind einige ähnliche Entwicklungen festzustellen. Vor allem in den Achtzigerjahren war ein starkes Geldmengenwachstum zu beobachten, das Anfang der Neunzigerjahre deutlich zurückging und anschließend wieder leicht anstieg.

Abbildung A Wachstum der weit gefassten Geldmenge innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets

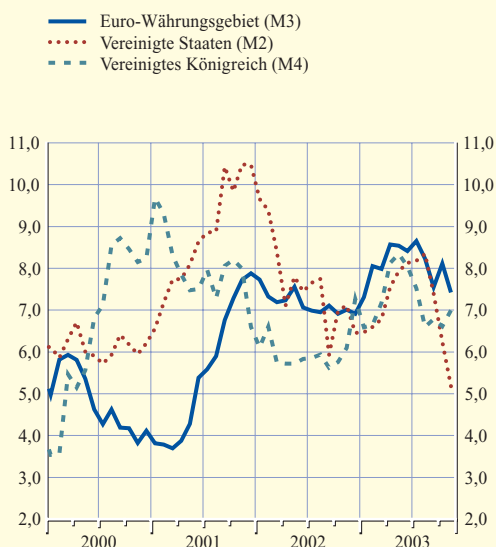
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: EZB und BIZ.
Anmerkung: Zugrunde liegende Angaben in Landeswährung.

Abbildung B Wachstum der weit gefassten Geldmenge im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: EZB und BIZ.
Anmerkung: Zugrunde liegende Angaben in Landeswährung.

¹ Die Geldmengenaggregate sind: M3 für das Euro-Währungsgebiet, M2 für die Vereinigten Staaten, M4 für das Vereinigte Königreich, M2 plus Einlagenzertifikate für Japan und M2+ für Kanada.

In Abbildung B werden die jüngsten Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich detaillierter dargestellt.² In allen drei Wirtschaftsräumen war das Geldmengenwachstum in den vergangenen Jahren relativ hoch, vor allem wenn man die geringe Preissteigerung berücksichtigt. Im Vereinigten Königreich setzte im Jahr 2000 ein Rückgang des M4-Wachstums ein. In den Vereinigten Staaten und im Euroraum stieg das weit gefasste Geldmengenaggregat im Jahr 2001 deutlich an; ursächlich hierfür waren in beiden Fällen Portfolioumschichtungen zulasten der Finanzmärkte. Wenngleich länderspezifische Faktoren teilweise zu diesen Trends beitrugen, spielten auch wichtige länderübergreifende Faktoren eine Rolle. Hierzu zählen die gestiegene Aktienkursvolatilität, der anhaltende Rückgang der Aktienkurse und die höhere wirtschaftliche Unsicherheit, die insbesondere nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 aufkam.

Anfang 2003 lassen sich ähnliche, parallel verlaufende Aufwärtstrends bei den drei Geldmengenreihen beobachten, die vermutlich durch die gestiegene Unsicherheit der Investoren im Zusammenhang mit der damaligen geopolitischen Lage ausgelöst wurden. Die relativ niedrigen Zinssätze trugen ebenfalls erheblich zum Anstieg des Geldmengenwachstums bei. Dennoch scheint sich das Geldmengenwachstum in jüngster Zeit stabilisiert zu haben, und es sind Anzeichen einer Verlangsamung zu erkennen, da vor dem Hintergrund einer geringeren Marktvolatilität einige Portfolioumschichtungen zurück in Aktien vorgenommen wurden.

Zusammenhang zwischen globalem Geldmengenwachstum und anderen globalen gesamtwirtschaftlichen Variablen

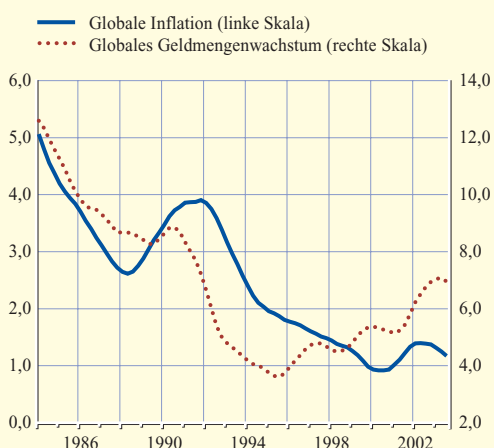
In Abbildung C wird die Entwicklung der Jahreswachstumsrate der (nominalen) globalen Geldmenge und der weltweiten Inflation (gemessen anhand des globalen BIP-Deflators) dargestellt. Obwohl es einige Phasen gibt, in denen die Entwicklung dieser beiden Variablen nur begrenzt miteinander zusammenzuhängen scheint, zeigt sich insgesamt eine positive Korrelation zwischen der globalen Inflation und dem weltweiten Geldmengenwachstum. Die Abbildung zeigt, dass auf das rückläufige Wachstum der globalen Geldmenge ein Zeitraum sinkender Teuerungsraten in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre folgte. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen seit Mitte 1995 nicht mehr so ausgeprägt. Während das Wachstum der globalen Geldmenge seit Mitte der Neunzigerjahre zunahm, ging die weltweite Inflation weiter zurück und stieg erst ab 2001 wieder an.

In Abbildung D werden die Entwicklungen der realen globalen Geldmenge und des realen globalen BIP miteinander verglichen. Wie bei der Inflation zeigt sich auch hier eine positive Korrelation zwischen dem Wachstum der realen globalen Geldmenge und dem realen weltweiten Wirtschaftswachstum: Zeiträume, in denen das reale globale BIP-Wachstum relativ hoch ist, scheinen mit Phasen einherzugehen, in denen die reale globale Geldmenge ebenfalls verhältnismäßig stark zunimmt (und umgekehrt). Die größte Ausnahme hierbei stellt der Zeitraum seit Mitte 2001 dar, in dem das jährliche Wachstum der realen globalen Geldmenge merklich zugenommen hat, während das reale globale BIP-Wachstum deutlich zurückgegangen ist. Dies ist ein weiteres Anzeichen dafür, dass die heftigen Turbulenzen an den Finanzmärkten, die mit der weltweit gestiegenen wirtschaftlichen, finanziellen und geopolitischen Unsicherheit in den letzten Jahren zusammenhingen, zu einer stärkeren Präferenz der Wirtschaftsteilnehmer für liquide

² In Japan und Kanada wurden die Entwicklungen offenbar weitgehend von binnenwirtschaftlichen Faktoren beeinflusst und weisen weniger Gemeinsamkeiten mit der Entwicklung im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich auf.

Abbildung C Globales Geldmengenwachstum und globale Inflation

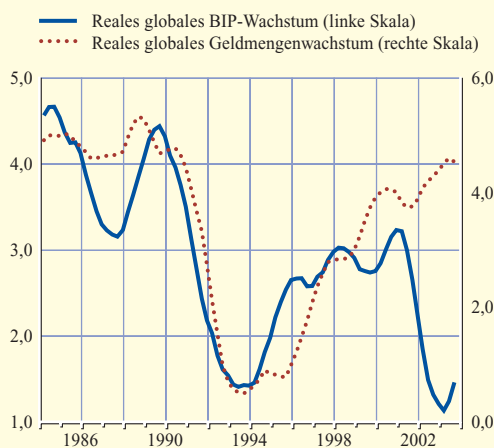
(gleitender Zweijahresdurchschnitt der jährlichen prozentualen Veränderungen; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Eurostat, BIZ und OECD.
Anmerkung: Bei der globalen Geldmenge handelt es sich um die einfache Summe der weit gefassten Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich, in Japan und in Kanada, die auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen in Euro umgerechnet wurden. Die globale Inflation stellt das gewichtete Mittel der Inflationsraten (gemessen anhand des BIP-Deflators) des Euro-Währungsgebiets, der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs, Japans und Kanadas dar, das unter Verwendung von BIP-Gewichten berechnet wurde.

Abbildung D Reales globales BIP-Wachstum und reale globale Geldmenge

(gleitender Zweijahresdurchschnitt der jährlichen prozentualen Veränderungen; Quartalswerte)



Quellen: EZB, Eurostat, BIZ und OECD.
Anmerkung: Das Wachstum des realen globalen BIP wird als gewichtetes Mittel der Wachstumsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich, in Japan und in Kanada unter Verwendung von BIP-Gewichten berechnet. Die reale globale Geldmenge errechnet sich aus der nominalen globalen Geldmenge, deflationiert mit dem BIP-Deflator des Euro-Währungsgebiets.

und sichere Anlageformen (wie sie in den weit gefassten Geldmengenaggregaten enthalten sind) geführt hat. Die Differenz zwischen dem realen globalen Geldmengenwachstum und dem realen globalen BIP-Wachstum (gemessen am gleitenden Zweijahresdurchschnitt) erreichte mit 3,4 Prozentpunkten im ersten Quartal 2003 einen Höchstwert und ging in den folgenden zwei Quartalen nur geringfügig zurück.

Insgesamt zeigt der Vergleich, dass die jüngste augenscheinliche Abkoppelung des Geldmengenwachstums von der Entwicklung des nominalen BIP kein Phänomen war, das sich allein auf das Eurogebiet beschränkte. Vielmehr scheinen viele gemeinsame Faktoren zu ähnlichen Entwicklungen in anderen wichtigen Volkswirtschaften geführt zu haben. Mit Blick auf die Zukunft bleibt ungewiss, wie die derzeit hohe Überschussliquidität verwendet wird. Es ist zwar möglich, dass eine gestiegene Liquiditätspräferenz der Wirtschaftsakteure bei ihrer Portfoliostrategie zu einem strukturellen Merkmal werden kann, aber es besteht auch das Risiko, dass die Überschussliquidität künftig weltweit zu einer höheren Inflation bzw. zum erneuten Entstehen von Kursblasen führen kann.³ Aus diesem Grund muss die weitere Entwicklung dieser Geldbestände genau beobachtet werden.

³ Siehe auch den Kasten „Mögliche Verwendungen der im Euro-Währungsgebiet akkumulierten Überschussliquidität“ im Monatsbericht vom Oktober 2003, S. 10–12.

Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; die Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % von M3 ¹⁾	Jahreswachstumsrate					
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Okt.	2003 Nov.
M1	42,9	8,8	10,1	11,3	11,4	12,2	10,7
Bargeldumlauf	6,2	12,9	39,1	35,8	29,6	26,1	26,3
Täglich fällige Einlagen	36,7	8,2	6,5	8,0	8,9	10,2	8,4
M2-M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	42,1	4,8	4,3	5,4	5,6	4,4	4,6
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	17,1	1,5	0,4	-0,2	-1,6	-4,0	-3,1
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	25,0	7,6	7,5	9,8	11,4	11,0	10,7
M2	85,0	6,7	7,1	8,2	8,4	8,2	7,6
M3-M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	15,0	8,5	10,5	9,8	7,4	7,6	6,4
M3	100,0	7,0	7,6	8,4	8,3	8,1	7,4
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	169,3	4,1	4,2	4,7	5,4	5,7	6,3
Kredite an öffentliche Haushalte	36,4	2,0	2,1	3,4	4,8	6,7	7,1
Buchkredite an öffentliche Haushalte	13,5	-1,2	-1,2	-0,5	1,0	1,4	1,5
Kredite an den privaten Sektor	132,9	4,7	4,8	5,1	5,5	5,5	6,0
Buchkredite an den privaten Sektor	115,5	4,8	5,0	4,6	4,9	5,1	5,6
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	51,2	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	6,6

Quelle: EZB.

1) Stand: Ende November 2003. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die jährliche Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 war im November nach wie vor hoch (siehe Tabelle 1). Offenbar stockten die Wirtschaftsakteure (sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums) ihre Bargeldbestände nach der Euro-Bargeldumstellung im Januar 2002 weiter auf. Zudem war diese Einlagenart aufgrund der sehr niedrigen Opportunitätskosten der Haltung täglich fälliger Einlagen nach wie vor recht attraktiv.

Nachdem sie seit Mai 2003 rückläufig gewesen war, blieb die jährliche Wachstumsrate der gesamten kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im November weitgehend unverändert. Es gibt auch erste Anhaltspunkte dafür, dass die seit Ende 2002 zu beobachtende Verringerung des Wachstumsgefälles zwischen kurzfristigen Termineinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) und kurzfristigen Spareinlagen (Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) möglicherweise zum Stillstand gekommen ist. Der drastische Rückgang hing mit starken Umschichtungen von kurzfristigen Termineinlagen in kurzfristige Spareinlagen zusammen, die wiederum hauptsächlich durch die Verringerung des Abstands zwischen den Zinsen der MFIs für diese Einlagen bedingt waren. Die jüngste Stabilisierung der Zinsspanne dürfte erklären, weshalb die Wirtschaftsteilnehmer ihr Kapital offenbar nicht mehr aus kurzfristigen Termineinlagen herausnehmen.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente (von denen die Geldmarktfondsanteile die wichtigsten sind) ging im November auf 6,4 % zurück. Betrachtet man statt der sehr volatilen monatlichen die längerfristige Entwicklung, so lässt die Mäßigung dieser Wachstumsrate nach dem ersten Quartal 2003 darauf schließen, dass die Wirtschaftsakteure offenbar vorsichtig damit begonnen haben, ihre Portfolios umzuschichten, indem sie verstärkt in längerfristige Anlageformen, die nicht zu M3 gehören, investieren.

WICHTIGE GEGENPOSTEN ZU M3

Bei den wichtigsten Gegenposten zu M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor im November auf 5,6 %, verglichen mit 5,1 % im Oktober (siehe Tabelle 1), womit sich frühere Hinweise auf eine Beschleunigung des Kreditwachstums bestätigten. Die stärkere Kreditnachfrage durch den privaten Sektor hing wahrscheinlich mit den günstigeren Wirtschaftsaussichten und den nach wie vor niedrigen Kreditzinsen der Banken im Euroraum zusammen. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass das Kreditwachstum um die Jahreswende aufgrund gesetzlicher und steuerlicher Änderungen zugenommen haben könnte. Deshalb bleibt abzuwarten, ob sich die Beschleunigung des Wachstums der MFI-Kredite im Jahr 2004 bestätigt.

Die Jahreswachstumsrate der weiter gefassten Kreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor (wazu neben den MFI-Krediten auch MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors zählen) stieg ebenfalls beträchtlich an und betrug im November 6,0 %. Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Kredite an die öffentlichen Haushalte setzte ihren Aufwärtstrend fort und belief sich im November auf 7,1 % (nach 6,7 % im Vormonat), worin sich der Anstieg der Haushaltsdefizite widerspiegelte.

Im Jahresverlauf 2003 verstärkte sich allmählich die Nachfrage der Anleger nach längerfristigen Einlagen und Bankschuldverschreibungen. Dies war wohl auf den steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve zurückzuführen, wodurch diese Anlageformen attraktiver waren als kürzerfristige Anlagen. Folglich nahm die jährliche Zuwachsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) allmählich zu und belief sich im November auf 6,6 %, verglichen mit 5,0 % im März. Dies untermauert ebenfalls die Hypothese, dass die Wirtschaftsakteure – wenn auch sehr vorsichtig – damit begonnen haben, ihre Portfolios umzuschichten, indem sie stärker in längerfristige Vermögenswerte investieren.

Der Vorjahrsabstand der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde verringerte sich im November im fünften Monat in Folge. Veränderungen dieser Forderungen sind vor allem auf Transaktionen zwischen Gebietsfremden und Nicht-MFIs im Euroraum zurückzuführen, die über den MFI-Sektor des Eurogebiets abgewickelt werden. Die Zahlungsbilanzdaten (welche nur bis Oktober vorliegen) lassen darauf schließen, dass der geringere Vorjahrsabstand der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Gebietsfremde hauptsächlich darauf zurückzuführen war, dass Gebietsansässige vermehrt ausländische Anleihen und Dividendenwerte erwarben. Im Gegensatz dazu rührte die kräftige Zunahme des Vorjahrsabstands dieser Forderungen zwischen Mitte 2001 und Mitte 2003 insbesondere daher, dass Ansässige im Euro-Währungsgebiet weniger ausländische Dividendenwerte und Gebietsfremde später dann mehr Anleihen des Euroraums erwarben. Der in den vergangenen fünf Monaten beobachtete Rückgang dieser Rate steht daher offenbar mit einer gewissen Umkehr vergangener Portfolioumschichtungen in Einklang, die mit dem Abklingen der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten zusammenhing.

Insgesamt war das gemäßigte M3-Wachstum der vergangenen Monate vor allem durch die Wachstumsbeschleunigung bei den längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) und einen Rückgang des Vorjahrsabstands der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Gebietsfremde bedingt (siehe Abbildung 4). Alle Faktoren gemeinsam deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsakteure im Euroraum wohl damit begonnen haben, allmählich stärker in längerfristige Finanzaktiva und weniger in kurzfristige M3-Instrumente zu investieren. Gleichzeitig heizte das spürbar gestiegene jährliche Wachstum der MFI-Kredite an den privaten Sektor und an die öffentlichen Haushalte nach wie vor das Wachstum der Geldmenge M3 an.

2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Oktober 2003 geringfügig. Eine bemerkenswerte Entwicklung war der Anstieg der Wachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen, durch den der in den Sommermonaten beobachtete leichte Rückgang teilweise korrigiert wurde. Die jährliche Zuwachsrate der von Gebietsansässigen begebenen börsennotierten Aktien stieg im Oktober weiter leicht an.

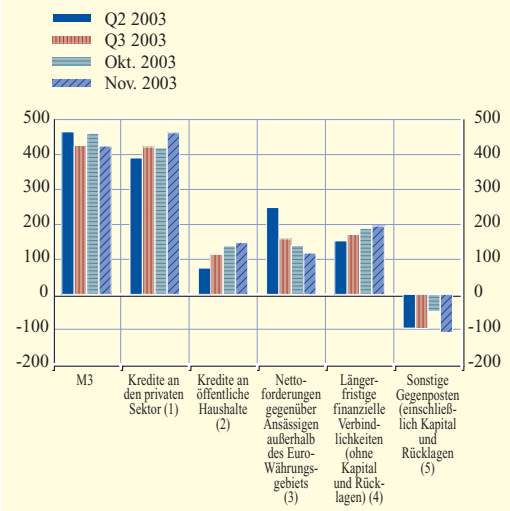
SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Im Oktober 2003 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen auf 7,1 %, nach 6,9 % im September (siehe Abbildung 5). Dahinter verbargen sich ein Anstieg der Jahreswachstumsrate der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen um 0,9 Prozentpunkte auf 10,3 % sowie ein Anstieg des jährlichen Wachstums der Emission langfristiger Schuldverschreibungen um 0,2 Prozentpunkte auf 6,8 %.

Eine Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass sich das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen von 8,8 % im September auf 9,4 % im Oktober 2003 erhöhte (siehe Tabelle 2). Diese Entwicklung korrigierte zum Teil den leichten Rückgang der Vorjahrsrate während der Sommermonate. Das jährliche Wachstum der

Abbildung 4 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



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

Tabelle 2 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

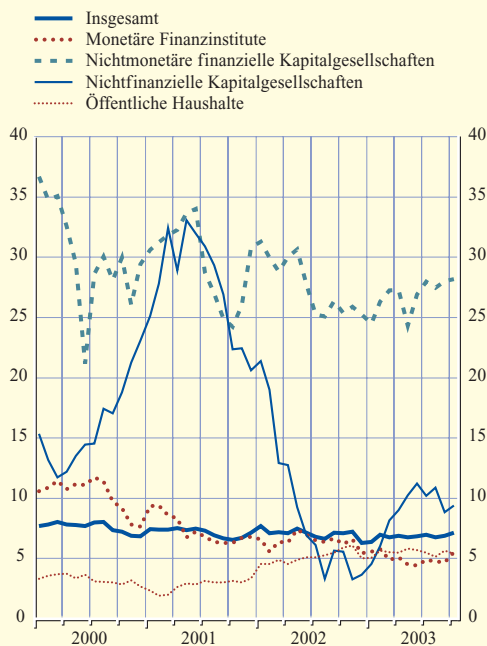
Emittentengruppe	Umlauf in Mrd EUR 2003 Q3	Jahreswachstumsrate in % ¹⁾					
		2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Sept.	2003 Okt.
Emission von Schuldverschreibungen:	8,657	6,9	6,7	6,8	6,9	6,9	7,1
MFIs	3,264	6,1	5,4	4,7	4,8	4,7	5,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	641	25,5	26,0	26,2	27,8	28,0	28,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	577	4,2	6,2	10,2	10,0	8,8	9,4
Öffentliche Haushalte	4,173	5,7	5,4	5,7	5,4	5,7	5,4
Darunter:							
Zentralstaaten	3,964	4,8	4,4	4,7	4,7	4,9	4,6
Sonstige öffentliche Haushalte	209	28,4	31,4	28,8	22,0	23,2	21,3
Emission börsennotierter Aktien:	3,304	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
MFIs	495	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1	1,1
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	307	0,5	0,3	2,0	2,1	1,9	1,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,502	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0

Quelle: EZB.

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

Abbildung 5 Aufgliederung der Emission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

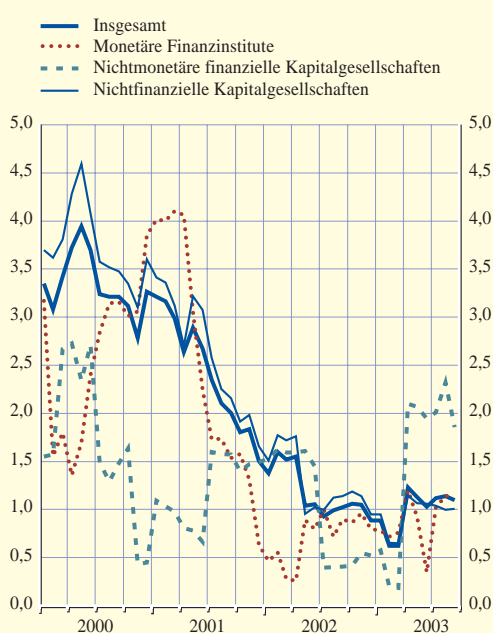


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Wachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und enthalten keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

Abbildung 6 Aufgliederung der Emission börsennotierter Aktien durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Wachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und enthalten keine Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen.

von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war im Oktober mit einer Rate von 28,2 % nach wie vor hoch. Darin spiegelten sich teilweise indirekte Emissionen durch vor allem zum Telekommunikations- und Versorgungssektor zählende nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über deren Finanztöchter wider.

Beim öffentlichen Sektor belief sich die Jahreswachstumsrate der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im Oktober 2003 auf 4,6 % und entsprach damit weitgehend der zwischen Januar und Oktober in diesem Sektor verzeichneten durchschnittlichen Jahresrate. Bei den sonstigen öffentlichen Haushalten (zu denen hauptsächlich Länder und Gemeinden zählen) war auch weiterhin eine sehr rege Emission von Schuldverschreibungen zu verzeichnen.

BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euroraum begebenen börsennotierten Aktien bewegt sich seit April 2003 zwischen 1,0 % und 1,3 % (siehe Abbildung 6, Tabelle 2 und Kasten 2 „Neue EZB-Statistik über den Handel mit börsennotierten Aktien“). Im Oktober 2003 lag sie bei 1,1 %. Eine Aufschlüsselung nach den einzelnen Sektoren zeigt, dass die jährlichen Wachstumsraten der Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (die rund drei Viertel des Gesamtumlaufs ausmachen) sowie durch MFIs im Oktober gegenüber dem Vormonat mit 1,0 % bzw. 1,1 % unverändert waren. Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie sonstigen, nicht dem

MFI-Sektor zuzurechnenden Finanzintermediären) war die jährliche Zuwachsrate im Oktober mit 1,9 % gegenüber dem Vormonat ebenfalls unverändert.

Kasten 2

NEUE EZB-STATISTIK ÜBER DEN HANDEL MIT BÖRSENNOTIERTEN AKTIEN

In dieser Ausgabe des Monatsberichts wird erstmals eine Statistik über die monatlichen Transaktionen mit börsennotierten Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet veröffentlicht (siehe Tabelle 4.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“); die Zeitreihe beginnt im Januar 1999. Sie ergänzt die bereits bestehende Statistik über den Umlauf mit Daten zur Neuemission und Tilgung von börsennotierten Aktien. Der Hauptnutzen der neuen Statistik liegt darin, dass sie genaue Messgrößen für die Mittelaufnahme durch die Emission börsennotierter Aktien zur Verfügung stellt. Diese Messgrößen unterscheiden sich von denjenigen, die auf einem Vergleich der Angaben zum Umlauf basieren, dadurch, dass sie keine Neubewertungen, Umgruppierungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen enthalten. Aus geldpolitischer Sicht ist eine Beobachtung der Aktienemission interessant, da diese eine wichtige Finanzierungsquelle darstellt. Der direkte Zugang zu Finanzmitteln über die Aktienmärkte stellt eine Alternative zum Rückgriff auf die Anleihemärkte oder auf Finanzintermediäre, z. B. Banken, dar. Verlagerungen zwischen den einzelnen Finanzierungsformen können mit der Zeit auch den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik beeinflussen. In diesem Kasten werden die neue Statistik beschrieben und einige ihrer Hauptmerkmale, etwa die Schwankungen der Emission börsennotierter Aktien in den letzten Jahren, dargestellt.

Darstellung der neuen Statistik

Aktien umfassen alle Vermögenswerte, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften verbrieften. Im Allgemeinen haben die Aktionäre Anspruch auf einen Anteil am Unternehmensgewinn und im Falle der Liquidation am Gesellschaftsvermögen. In den meisten Fällen haben sie auch ein Stimmrecht bei den Hauptversammlungen des Unternehmens. Die Besitzer von Aktien haben in der Regel ein Eigentumsrecht am Unternehmen, während die Besitzer von Schuldverschreibungen Gläubiger sind. Zu den börsennotierten Aktien zählen alle Aktien, die an einer amtlichen Börse oder einem anderen geregelten Markt gehandelt werden.¹

Die Statistik über börsennotierte Aktien unterscheidet zwischen Emissionen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, Monetärer Finanzinstitute und nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften.

Die Angaben zu den Transaktionen mit börsennotierten Aktien liefern Informationen über die Höhe der vom Emittenten aufgenommenen Mittel. Sie beziehen sich auf börsennotierte Aktien, bei denen der Emittent Wertpapiere gegen Bargeld verkauft (Bruttoabsatz), bzw. auf Rückkäufe von börsennotierten Aktien durch den Emittenten, bei denen der Investor für die Wertpapiere Bargeld erhält (Tilgungen). Zum Bruttoabsatz gehören Transaktionen, bei denen Aktien von Kapitalgesellschaften erstmals an einer Börse notiert werden (z. B. Erstemissionen) und Erhöhungen des Eigenkapitals (z. B. Zweitemissionen). Ein Beispiel für eine Tilgung ist der Rückkauf von Aktien durch ein Unternehmen, der zu einer Verringerung des Eigenkapitals

¹ Siehe auch den Kasten „Jüngste Verbesserungen bei der Statistik über Wertpapieremissionen“ im Monatsbericht vom Januar 2003.

führt. Beim Nettoabsatz handelt es sich um die Differenz zwischen dem Bruttoabsatz und den Tilgungen.

Die Transaktionen und der Umlauf der börsennotierten Aktien werden zum Marktwert angegeben. Dies bedeutet bei der Transaktionsstatistik, dass der Bruttoabsatz und die Tilgungen zu dem Kurs bewertet werden, zu dem die Transaktion stattfand. Beim Umlauf wird der Marktwert berechnet, indem die Anzahl der umlaufenden Aktien am Ende des Referenzzeitraums mit dem letzten für diesen Referenzzeitraum notierten Kurs multipliziert wird. Das heißt, dass der gemeldete Umlauf jeden Monat anhand der letzten Kursnotierung neu bewertet wird.

Allerdings eignen sich intertemporale Vergleiche des Umlaufs zu Marktkursen nicht, wenn es darum geht, die Wachstumsraten der Emissionstätigkeit zu messen, da ihr Informationsgehalt durch nicht transaktionsbedingte Veränderungen, wie Aktienkursbewegungen, verzerrt würde. Um dies zu vermeiden, werden die neu veröffentlichten Daten über Transaktionen mit börsennotierten Aktien mit dem Umlauf zu Marktwerten kombiniert. Auf diese Weise wird ein „Index“ des fiktiven Bestands erstellt, mit dem die Jahreswachstumsraten für die börsennotierten Aktien berechnet werden, wie es bereits bei Schuldverschreibungen und monetären Aggregaten und ihren Gegenposten in der MFI-Bilanz geschieht.

Jüngste Entwicklungen bei der Emission börsennotierter Aktien

Die Entscheidung eines Unternehmens, Wertpapiere zu emittieren, wird vor allem durch seinen Finanzierungsbedarf beeinflusst, und die Wahl der Instrumente spiegelt zum Großteil die relativen Preise dieser Instrumente sowie Überlegungen zu steuerlichen Aspekten, Insolvenzkosten, Agency-Costs und asymmetrische Informationen wider.

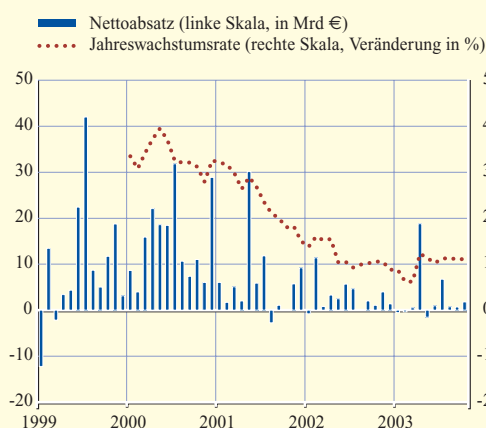
Die Begebung börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet unterlag in den letzten Jahren gewissen Schwankungen.²

Die jährliche Wachstumsrate der börsennotierten Aktien von Emittenten des Euro-Währungsgebiets betrug in der ersten Hälfte des Jahres 2000, bevor die Aktienkurse zu fallen begannen, rund 3,0 % (siehe Abbildung A). Danach war sie über einen längeren Zeitraum hinweg deutlich rückläufig und belief sich im März 2003 auf 0,6 %. Zuletzt hat sich die Emissionstätigkeit leicht erholt, und seit April 2003 liegt die Jahreswachstumsrate geringfügig über 1,0 %.

Die verhaltene Konjunktorentwicklung in den Jahren 2001 und 2002 und das Platzen der Technologieblase dürften zum Rückgang der Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten beigetragen haben. In diesem Zeitraum führten der deutliche Rückgang der Aktienkurse, die

Abbildung A Nettoabsatz und Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet emittierten börsennotierten Aktien

(Monatswerte)



Quelle: EZB.

² Siehe auch den Kasten „Jüngste Entwicklungen bei der Aktienemission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom März 2003.

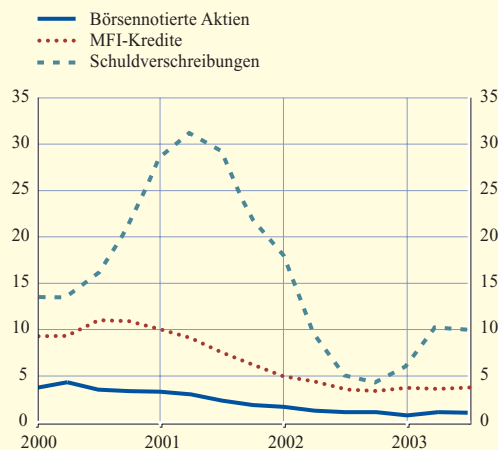
hohe Kursvolatilität und höchstwahrscheinlich steigende Aktienrisikoprämien zusammen mit niedrigen Zinssätzen zu relativ hohen Eigenkapitalkosten, und diese Faktoren verringerten auch das Interesse vieler Unternehmen an einer Finanzierung über die Aktienmärkte. Umgekehrt trug die Erholung der Aktienkurse seit dem letzten Tiefstand im März 2003 dazu bei, die Kosten für Aktienemissionen zu senken. Dies war zusammen mit der Verbesserung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage einer der Hauptgründe für den Anstieg der Jahreswachstumsrate der börsennotierten Aktien von Emittenten im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2003.

Die Begebung von börsennotierten Aktien insgesamt wird vor allem von der Emissionstätigkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bestimmt (siehe Abbildung 6 im Haupttext). Auf diesen Sektor entfielen Ende Oktober 2003 drei Viertel des Gesamtumlaufs. Damit handelt es sich um das mit Abstand größte Segment des Marktes für börsennotierte Aktien.

Bei der Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet ist allerdings im Vergleich zu anderen Arten der Außenfinanzierung ein Rückgang zu verzeichnen. Abbildung B zeigt, dass seit dem Jahr 2000 bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die Jahreswachstumsrate der Emissionen börsennotierter Aktien stets niedriger war als die entsprechenden Jahreswachstumsraten der begebenen Schuldverschreibungen und MFI-Kredite. Außerdem deuten die jährlichen Angaben zu den Transaktionen im Rahmen der Finanzierungsrechnungen darauf hin, dass der Anteil der emittierten börsennotierten Aktien im Vergleich zu nichtbörsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechten von 1999 bis 2002 ebenfalls zurückging. Hinsichtlich der Finanzierungsstruktur von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet machte der Umlauf börsennotierter Aktien Ende 2002 nur 17 % der Passiva des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aus (siehe Abbildung C). Es ist bemerkenswert, dass der Anteil nichtbörsennotierter Aktien und sonstiger Anteilsrechte fast doppelt so hoch war wie der Anteil der börsennotierten Aktien.

Abbildung B Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften über börsennotierte Aktien im Vergleich zu Schuldverschreibungen und MFI-Krediten

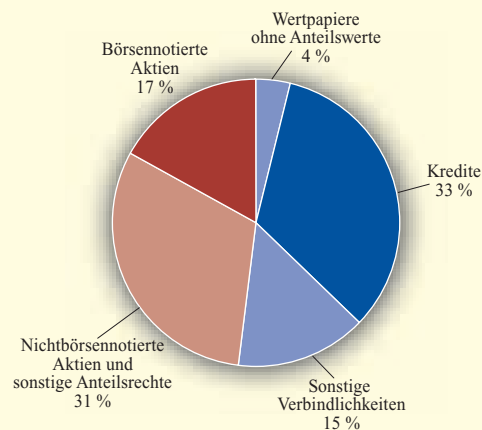
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte¹⁾)



Quelle: EZB.
1) Quartalsdurchschnitt der monatlichen Vorjahrsraten für börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen.

Abbildung C Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften am Jahresende 2002

(in % der gesamten Verbindlichkeiten Ende 2002)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Sonstige Verbindlichkeiten umfassen Handelskredite und empfangene Anzahlungen.

2.3 GELDMARKTSÄTZE

Nach einem leichten Anstieg im November gingen die Geldmarktsätze im Verlauf des Monats Dezember 2003 und der ersten Januarhälfte 2004 wieder zurück. Der Rückgang war bei den längeren Laufzeiten am stärksten ausgeprägt. Infolgedessen flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt ab.

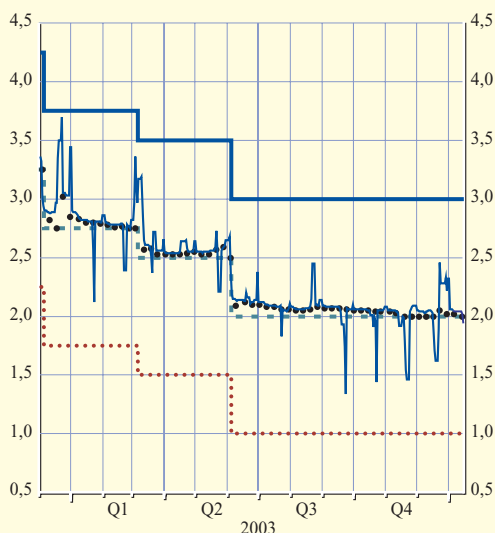
Zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 lag der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz meist knapp über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2 %. In der zweiten Dezemberhälfte 2003 unterlag der EONIA gewissen Schwankungen, da der Tagesgeldsatz von der sich verändernden Einschätzung der Liquiditätslage gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode und später von dem üblichen Jahresultimoeffekt beeinflusst wurde, der darauf zurückzuführen ist, dass die Finanzinstitute bestrebt sind, ihre Bilanzen zum Jahresende anzupassen (siehe Abbildung 7).

Die EURIBOR-Sätze waren zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 rückläufig. Der Zwölfmonats-EURIBOR verringerte sich um 28 Basispunkte auf zuletzt 2,19 %. Bei den kürzeren Laufzeiten fiel der Rückgang der Zinssätze moderater aus. Im Ergebnis flachte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) ab. Am 14. Januar 2004 betrug sie 12 Basispunkte, nach einem Stand von 32 Basispunkten Ende November 2003 (siehe Abbildung 8). Die Sätze für Laufzeiten von bis zu sechs Monaten lagen am 14. Januar relativ nahe an dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2 %.

Abbildung 7 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)

- Spitzenrefinanzierungssatz
- Einlagesatz
- - - Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- Tagesgeldsatz (EONIA)
- Marginaler Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften

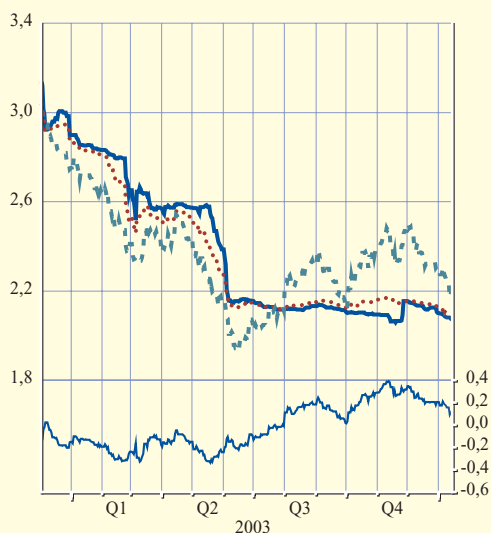


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 8 Kurzfristzinsen und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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

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



Quelle: Reuters.

Der Rückgang der kurzfristigen Geldmarktsätze schlug sich allgemein in der Entwicklung der impliziten Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte nieder. So verringerte sich beispielsweise der Zinssatz, der in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2004 zum Ausdruck kommt, zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 um 61 Basispunkte auf 2,25 %. Dies lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen im Berichtszeitraum nach unten korrigiert haben.

Bei den im Dezember letzten Jahres sowie in der ersten Januarhälfte abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems bewegten sich die Zuteilungssätze relativ nahe an dem für diese Geschäfte geltenden Mindestbietungssatz. In diesem Zeitraum lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 1 bzw. 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz. Bei dem am 18. Dezember 2003 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft entsprachen die Zuteilungssätze weitgehend dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und waren gegenüber den entsprechenden Sätzen des am 27. November 2003 abgewickelten Geschäfts nahezu unverändert.

2.4 ANLEIHEMÄRKTE

Im Euroraum und in den Vereinigten Staaten waren die langfristigen Renditen von Staatsanleihen zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 rückläufig. Die implizite Volatilität an den Anleihemärkten blieb in diesem Zeitraum stabil, verharrte jedoch vor allem in den Vereinigten Staaten auf einem hohen Niveau.

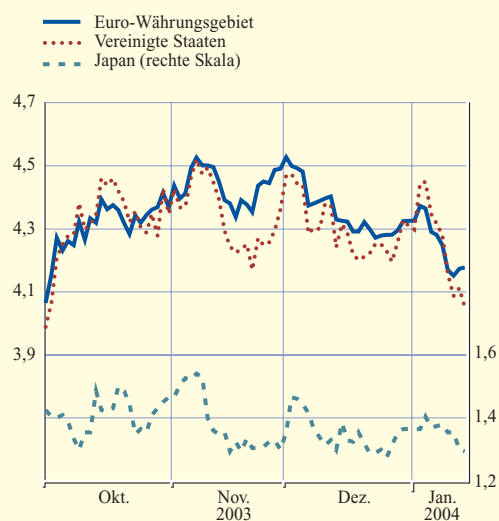
VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Berichtszeitraum um 30 Basispunkte zurück und erreichten am 14. Januar einen Stand von 4 % (siehe Abbildung 9). Die Anleiherenditen wurden in diesem Zeitraum von mehreren Faktoren beeinflusst. Zum einen stellte sich unter den Marktteilnehmern die Erwartung ein, dass die US-amerikanische Notenbank die Leitzinsen länger als zunächst erwartet auf dem derzeit niedrigen Niveau halten wird. Zum anderen übte die Veröffentlichung positiver gesamtwirtschaftlicher Daten zeitweise einen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen aus.

Die langfristigen Inflationserwartungen der Anleger dürften zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 etwas zurückgegangen sein. Hierauf lässt die Entwicklung der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen vergleichbaren nominalen und inflationsindexierten Staatsanleihen errechnet, schließen, die sich um 10 Basispunkte verringerte. Die implizite Volatilität an den

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen

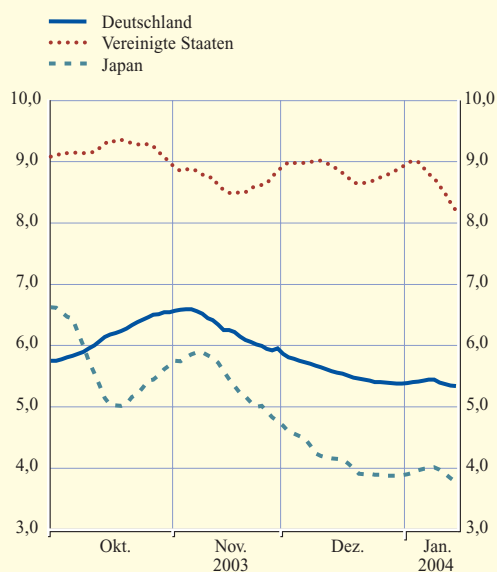
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 10 Implizite Volatilität an den Anleihemärkten

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

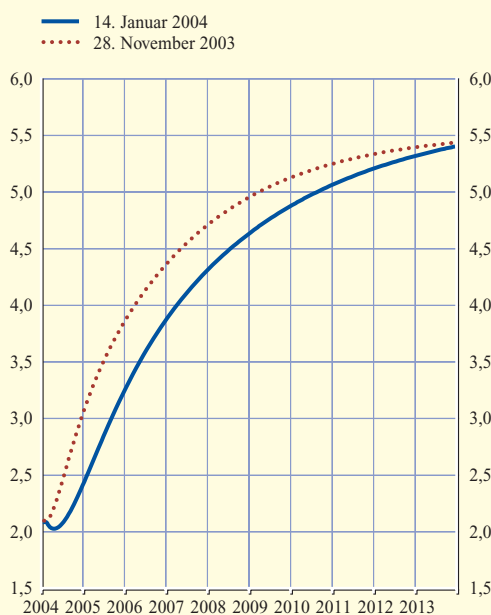


Quelle: Bloomberg.

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

Abbildung 11 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

Anleihemärkten – eine Messgröße für die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Anleiherenditen – ging in den Vereinigten Staaten im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte 2004 etwas zurück (siehe Abbildung 10), war aber längerfristig betrachtet nach wie vor hoch.

JAPAN

In Japan waren die langfristigen Anleiherenditen im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte dieses Jahres weitgehend stabil und beliefen sich auf etwa 1,3 %. Darin dürfte sich die Erwartung der Marktteilnehmer widerspiegelt haben, dass die Kurzfristzinsen auf mittlere Sicht auf dem derzeit sehr niedrigen Niveau verharren. Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern nahm im gleichen Zeitraum scheinbar ab, worauf ein Rückgang der impliziten Volatilität am Anleihemarkt hindeutet.

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euro-Währungsgebiet gingen die Staatsanleiherenditen im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte 2004 über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg zurück. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen fielen von Ende November 2003 bis zum 14. Januar 2004 um 30 Basispunkte auf zuletzt 4,2 %. In dem allgemeinen Rückgang der Anleiherenditen spiegelten sich offensichtlich teilweise die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, dass die kurzfristigen Zinssätze im Euroraum länger als noch Ende November angenommen niedriger bleiben würden (siehe Abbil-

dung 11). Die Wirkung der veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten, die das Szenario einer Konjunkturerholung im Euroraum weitgehend stützten, wurde durch die Besorgnis der Marktteilnehmer über die möglichen negativen Folgen der jüngst erfolgten starken Euro-Aufwertung für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft im Eurogebiet teilweise wieder aufgehoben. Die langfristigen durchschnittlichen Wachstumserwartungen der Anleger scheinen sich zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 verschlechtert zu haben. Darauf deutet die Verringerung der Renditen inflationsindexierter (an den HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) zehnjähriger Staatsanleihen um 20 Basispunkte auf zuletzt 1,9 % hin. Darüber hinaus kam es im selben Zeitraum zu einem leichten Rückgang (um rund 10 Basispunkte) der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen Staatsanleihen im Zehnjahresbereich errechnet.

Die an den Anleihemärkten im Euroraum herrschende Unsicherheit hat sich in den vergangenen Wochen wenig verändert. Darauf weist die jüngste Entwicklung der impliziten Volatilität an den Anleihemärkten hin. Diese lag am 14. Januar 2004 geringfügig unter ihrem seit Januar 1999 gemessenen Durchschnitt.

2.5 MFI-ZINSSÄTZE

Im Zeitraum von Juni bis November 2003 blieben die kurzfristigen MFI-Zinsen im Neugeschäft weitgehend unverändert, während bei den langfristigen MFI-Zinsen eine uneinheitliche Entwicklung zu beobachten war.

KURZFRISTIGE MFI-ZINSSÄTZE

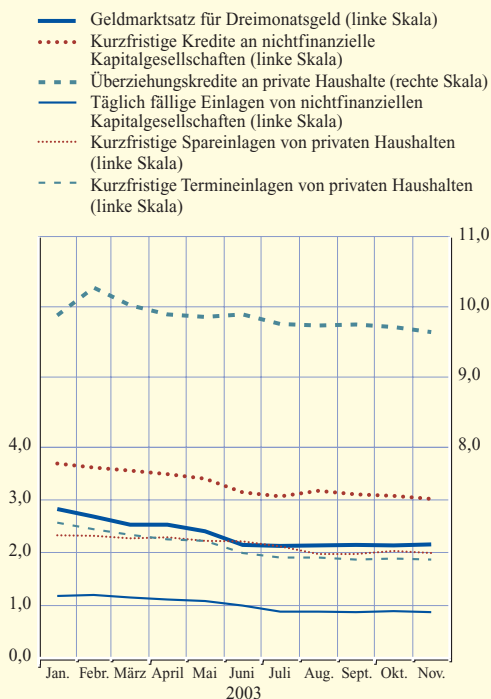
Die meisten kurzfristigen MFI-Zinsen blieben im November wie schon in den vorausgegangen vier Monaten im Großen und Ganzen unverändert, nachdem sie im ersten Halbjahr 2003 rückläufig gewesen waren (siehe Abbildung 12). Insgesamt gingen im Zeitraum von Januar bis November 2003 die Zinssätze für kurzfristige Spareinlagen privater Haushalte (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) und für täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um jeweils mehr als 30 Basispunkte zurück, während der Zinssatz für kurzfristige Termineinlagen von privaten Haushalten (mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr) um 70 Basispunkte sank. Im selben Zeitraum fielen die Zinsen für kurzfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer variablen Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr) und der Zinssatz für Überziehungskredite an private Haushalte um rund 65 bzw. 25 Basispunkte. Es ist zweckmäßig, die Entwicklung der kurzfristigen MFI-Zinssätze mit den Veränderungen der Geldmarktsätze zu vergleichen. So verzeichnete z. B. der Geldmarktsatz für Dreimonatsgelder von Januar bis November einen Rückgang von insgesamt rund 65 Basispunkten.

LANGFRISTIGE MFI-ZINSSÄTZE

Die Entwicklung der langfristigen MFI-Zinsen im Neugeschäft war im November 2003 durchwachsen (siehe Abbildung 13). Während sich für die privaten Haushalte die Zinsen für langfristige Termineinlagen und langfristige Wohnungsbaukredite in diesem Monat nach oben bewegten, sanken für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die Zinssätze für langfristige Kredite und Termineinlagen im selben Zeitraum. Seit Juni, als bei den Staatsanleiherenditen ein Aufwärtstrend einsetzte, hatte sich der Großteil der Langfristzinsen gleichfalls recht uneinheitlich entwickelt. So war der Zinssatz für langfristige Termineinlagen von privaten Haushalten (mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren) zwischen Juni und November weitgehend unverändert, wäh-

Abbildung 12 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

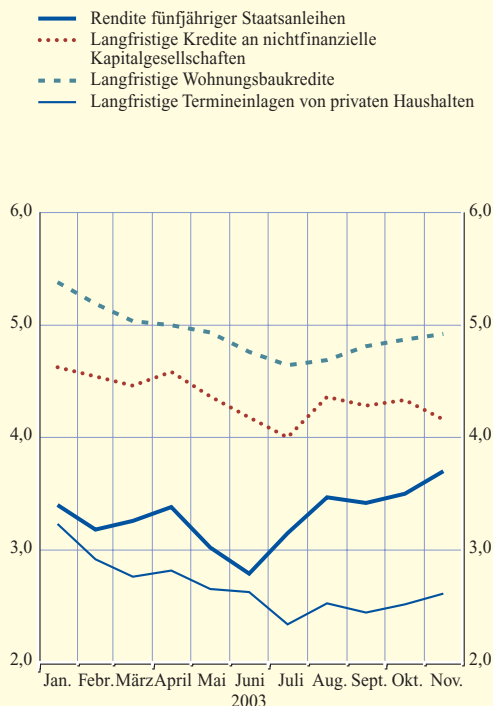
(in % p.a.; Zinssätze für das Neugeschäft)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Zu den kurzfristigen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zählen Kredite von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung und solche mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr. Kurzfristige Spar- und Termineinlagen von privaten Haushalten umfassen Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten bzw. einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Abbildung 13 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

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



Quelle: EZB.
Anmerkung: Langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind Kredite von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren. Langfristige Wohnungsbaukredite sind Kredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren. Langfristige Termineinlagen umfassen Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren.

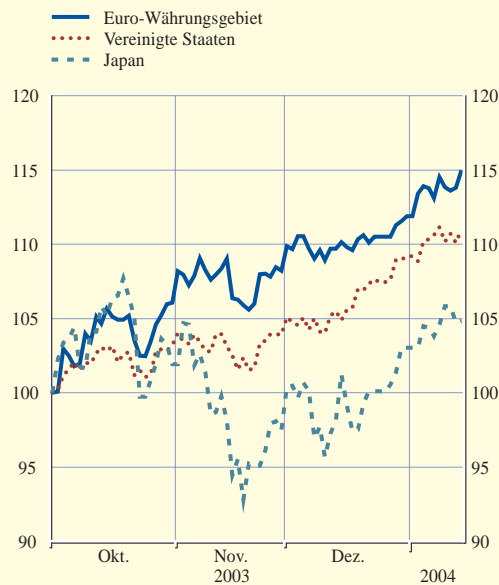
rend sich die Zinsen für langfristige Wohnungsbaukredite (mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren und bis zu zehn Jahren) im gleichen Zeitraum um rund 15 Basispunkte erhöhten. Der Zinssatz für langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (von mehr als 1 Mio € mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren) blieb wiederum weitgehend unverändert.

2.6 AKTIENMÄRKTE

Die Aktienkurse kletterten im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte 2004 weltweit weiter nach oben und setzten damit ihren in den Vormonaten verzeichneten Anstieg fort. Möglicherweise fanden in diesen Kurssteigerungen zum Teil die Veröffentlichung positiver gesamtwirtschaftlicher Daten und erneute Anzeichen für eine bessere Ertragslage der Unternehmen ihren Niederschlag. Die Unsicherheit am Aktienmarkt nahm in diesem Zeitraum gemessen an der impliziten Volatilität ab, was zusammen mit einer wachsenden Risikofreudigkeit der Anleger offenbar zum Anstieg der Aktienkurse beigetragen hat.

Abbildung 14 Aktienindizes

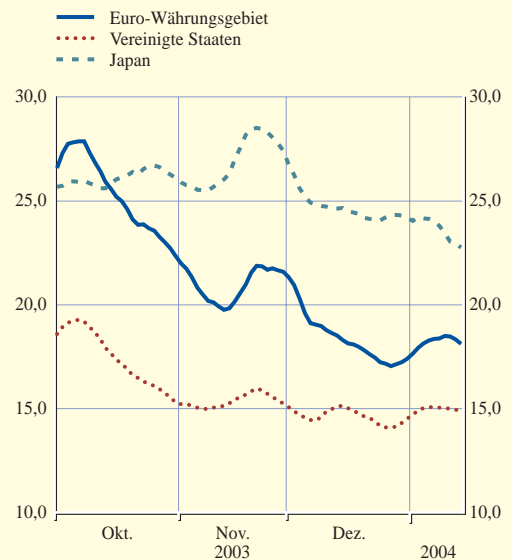
(Index: 1. Oktober 2003 = 100; Tageswerte)



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

Abbildung 15 Implizite Aktienkursvolatilität

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



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

VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten gewannen die Aktienkurse gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index von Ende November 2003 bis zum 14. Januar 2004 rund 7 % hinzu (siehe Abbildung 14). In diesem Kursanstieg schlugen sich offenbar zu einem gewissen Grad die insbesondere im Finanzsektor allgemein besser als erhofft ausgefallenen Gewinnmeldungen der Unternehmen sowie eine etwas optimistischere Einschätzung der kurzfristigen Ertragsaussichten durch die Anleger nieder. Darüber hinaus könnte der jüngste Anstieg der Aktienkurse eine Folge des hohen Ölpreisniveaus und dessen positiver Auswirkungen auf die Unternehmenserträge im Energiesektor sein. Tatsächlich trugen der Energie- und Finanzsektor an vorderster Stelle zum Kursanstieg im Dezember bei. Die Unsicherheit am Aktienmarkt ging zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 gemessen an der impliziten Volatilität aus Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index etwas zurück und lag zum Ende dieses Zeitraums deutlich unter dem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt (siehe Abbildung 15).

JAPAN

In Japan legten die Aktienkurse im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte 2004 in einem recht volatilen Umfeld allgemein zu. Insgesamt ist dies offenbar auf die Veröffentlichung zumeist positiver gesamtwirtschaftlicher Daten in Japan zurückzuführen, was den Schluss nahe legt, dass die Marktteilnehmer die Konjunkturperspektiven zuversichtlicher beurteilen. Daneben dürfte der Kursanstieg auch auf die geringere Unsicherheit am Aktienmarkt zurückzuführen sein. Die aus

Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Volatilität – eine Messgröße für die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt – ließ zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004 beträchtlich nach (siehe Abbildung 15) und ging auf ein Niveau zurück, das leicht unter dem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt lag.

EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Im Euroraum erhöhten sich die Aktienkurse gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index von Ende November 2003 bis zum 14. Januar 2004 um rund 6 %. Wie in den Vereinigten Staaten könnte dies eine positivere Einschätzung der kurzfristigen Ertragsaussichten durch die Marktteilnehmer widerspiegeln. Maßgeblich beteiligt an diesem Anstieg der Aktienkurse waren auch der Energiesektor, der von dem relativ hohen Ölpreisniveau profitierte, und der Finanzsektor, in dem offensichtlich unter anderem Erwartungen einer weiteren Konsolidierung in dieser Branche zum Tragen kamen. Auftrieb erhielten die Aktienkurse auch durch den Rückgang der langfristigen Realzinsen sowie der Unsicherheit der Marktteilnehmer im Euroraum. Für ein solches Nachlassen der Unsicherheit spricht der drastische Rückgang der aus Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten impliziten Aktienkursvolatilität zwischen Ende November 2003 und dem 14. Januar 2004, die an diesem Datum den nahezu tiefsten Stand seit Beginn der dritten Stufe der WWU erreicht hatte (siehe Abbildung 15).

3 PREISE UND KOSTEN

Die Entwicklung der am HVPI gemessenen Inflation wurde in den letzten beiden Monaten des Jahres 2003 offenbar im Wesentlichen von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen bestimmt. Im November waren diese beiden Komponenten für den Anstieg der Teuerung auf 2,2 % ausschlaggebend (verglichen mit 2,0 % im Oktober), während sie im Dezember der Vorausschätzung von Eurostat zufolge zu einem Rückgang der Inflation auf 2,1 % beitrugen. Bei der Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise war zwar im November eine Aufwärtsbewegung zu verzeichnen, aber die jüngste Entwicklung deutet nicht auf einen starken Preisdruck in vorgelagerten Phasen der Produktionskette hin. Zum Großteil ist dies durch den mäßigen Einfluss der Euro-Aufwertung zu erklären. Hinsichtlich der Arbeitskosten stützen die jüngsten Entwicklungen weiterhin die Ansicht, dass sich das Lohnwachstum im Euroraum seit Beginn des Jahres 2002 abschwächt. Vor diesem Hintergrund und unter der Annahme, dass keine weiteren Preisschocks eintreten, dürfte die Teuerung nach dem HVPI im Verlauf des Jahres 2004 unter die 2 %-Marke sinken und anschließend auf einem mit Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau verharren.

3.1 VERBRAUCHERPREISE

VORAUSSCHÄTZUNG FÜR DEZEMBER 2003

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die am HVPI gemessene Teuerung im Euroraum im Dezember 2003 bei 2,1 % (siehe Tabelle 3) und war somit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im November. Trotz der Unsicherheiten, die mit Vorausschätzungen verbundenen sind, wird deutlich, dass der Rückgang zum Teil in der niedrigeren Jahresänderungsrate der Energiepreise begründet liegen dürfte, die sich wiederum teilweise durch die Aufwertung des Euro erklären lässt. Darüber hinaus gibt es auch Hinweise darauf, dass der starke Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel vom Sommer 2003 allmählich abklingt. Aus der Vorausschätzung geht hervor, dass die durchschnittliche HVPI-Inflationsrate im Jahr 2003 insgesamt bei 2,1 % liegen dürfte.

HVPI-INFLATION IM NOVEMBER 2003

Im November 2003 stieg die Teuerungsrate nach dem HVPI auf 2,2 % (gegenüber 2,0 % im Oktober). Verantwortlich für diese Entwicklung waren hauptsächlich ein Basiseffekt bei den Energiepreisen, aber auch ein weiterer Anstieg der Nahrungsmittelpreise aufgrund der höheren Besteuerungsrate.

Tabelle 3 Preisentwicklung

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

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

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

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

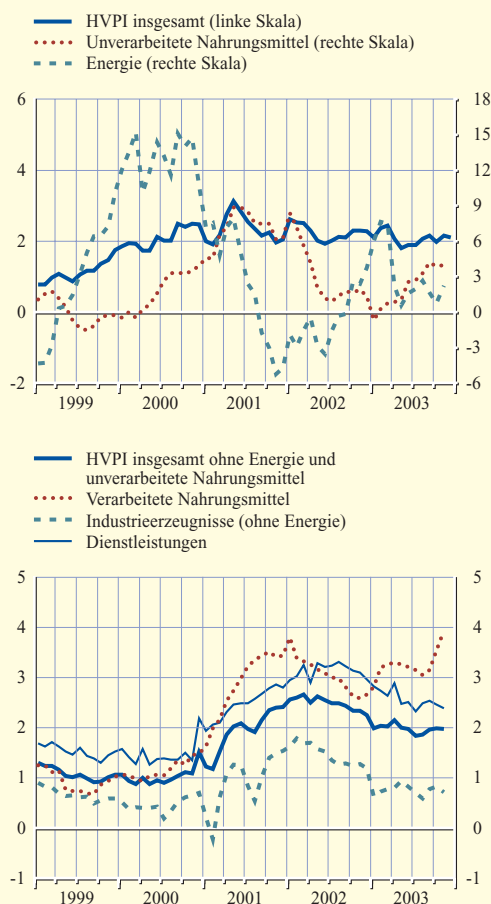
erung von Tabakwaren. Unterdessen lag die Jahressteigerungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie unverändert bei 2,0 %, was darauf zurückzuführen ist, dass sich der Anstieg der Preisänderungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel und der leichte Rückgang der Preisänderungsrate für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen gegenseitig ausglich.

Diese beiden volatileren Komponenten des HVPI trugen – wenngleich in unterschiedlichem Maße – zum Anstieg der HVPI-Inflation im November 2003 bei. Die Jahresänderungsrate der Energiepreise erhöhte sich von 0,7 % im Oktober auf 2,2 % im November 2003 (siehe Abbildung 16). Diese Aufwärtsentwicklung spiegelt einen Basiseffekt wider, da das Niveau der Energiepreise im November im Vergleich zu Oktober hauptsächlich aufgrund der Entwicklung der Preise für Erdgas leicht zurückging. Zugleich verzeichnete die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel einen leichten Anstieg auf 4,0 % im November. Die Preisentwicklung für unverarbeitete Nahrungsmittel verläuft in den einzelnen Ländern des Euroraums unterschiedlich. In einigen Ländern scheinen die Auswirkungen der extremen Witterungsverhältnisse des vergangenen Sommers nachzulassen, während die Jahresänderungsrate der Gemüsepreise in anderen Ländern im November 2003 weiterhin anstieg.

Darüber hinaus erhöhte sich auch die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel weiterhin, und zwar von 3,5 % im Oktober 2003 auf 3,9 % im November, was hauptsächlich auf die Erhöhung der Tabaksteuer in Frankreich zurückzuführen ist. In einer Reihe von Mitgliedstaaten sind für die nächsten Monate weitere Erhöhungen der Tabaksteuern geplant. In Kasten 3 wird die jüngste Entwicklung der indirekten Steuern und administrierten Preise und deren Auswirkung auf die HVPI-Inflation näher betrachtet. Im Gegensatz zur Entwicklung der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel verlangsamte sich die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen jeweils um 0,1 Prozentpunkte auf 0,7 % bzw. 2,4 %. Der Rückgang der Vorjahrsrate der erstgenannten Komponente betraf relativ viele Teilkomponenten. Das deutet darauf hin, dass sich die Aufwertung des Euro dämpfend auf die Preisentwicklung bei den Industrieerzeugnissen (ohne Energie) auswirkte. Allerdings können verlässliche Schlussfolgerungen bezüglich der genauen Auswirkungen der Euro-Aufwertung angesichts der relativ starken Saisonfiguren bei einigen dieser Preise nur schwer gezogen werden.

Abbildung 16 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Teilkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

DER EINFLUSS INDIREKTER STEUERN UND ADMINISTRIERTER PREISE AUF DIE TEUERUNG

In den letzten Jahren haben indirekte Steuern – insbesondere jene auf Tabakwaren – und administrierte Preise einen zunehmenden Aufwärtsdruck auf die am HVPI für das Eurogebiet gemessene Teuerungsrate ausgeübt und waren ein Grund für das relative Beharren der Teuerungsrate nach dem HVPI in jüngster Zeit. In den kommenden Monaten dürfte mit einer weiteren Aufwärtsentwicklung zu rechnen sein, wengleich der genaue Zeitpunkt und das Ausmaß derzeit noch ungewiss sind.

Indirekte Steuern

Indirekte Steuern werden auf viele Waren und Dienstleistungen erhoben; dies geschieht entweder in Form von Mehrwertsteuern, die für zahlreiche Waren und Dienstleistungen zu entrichten sind, oder in Form von Steuern auf bestimmte Waren und Dienstleistungen, wie z. B. Energie oder Tabakwaren. Seit Januar 2002 wurden die Steuern auf Tabakwaren deutlich angehoben, während die übrigen indirekten Steuern weniger stark von Erhöhungen betroffen waren.

In den Jahren 2002 und 2003 wurden in vielen Ländern des Eurogebiets die Verbrauchsteuern auf Tabakwaren erhöht. Erhöhungen dieser Steuern werden wohl hauptsächlich zur Drosselung des Tabakkonsums aus Gesundheitserwägungen ergriffen, können jedoch auch den erhöhten Einnahmenbedarf der Regierungen infolge der angespannten Haushaltslage widerspiegeln. Seit Januar 2002 ist die Jahresänderungsrate der Tabakpreise im Euroraum deutlich gestiegen (siehe Abbildung A), was in erster Linie auf die stärkere Besteuerung von Tabakwaren zurückzuführen war. Im November 2003 betrug die Jahresänderungsrate der Preise für Tabakwaren 11,6 %. Im laufenden Jahr dürften die bereits beschlossenen wie auch die geplanten Steuererhöhungen in einer Reihe von Euro-Ländern zu einem weiteren Preisauftrieb bei den Tabakwaren führen.

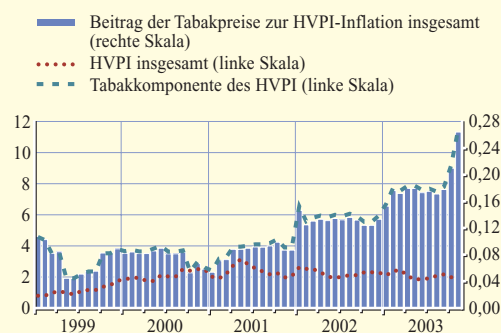
Auch andere indirekte Steuern, wie die Energiesteuer und die Mehrwertsteuer, wirken sich auf die Preisentwicklung aus. Allerdings blieben die durchschnittlichen Mehrwertsteuersätze im Euroraum in den letzten beiden Jahren weitgehend unverändert. Bei den Energiesteuern waren zwar einige Erhöhungen zu verzeichnen, doch fielen diese im genannten Zeitraum weniger stark aus als bei den Tabaksteuern.

Administrierte Preise

Neben den Veränderungen der indirekten Steuern ist auch die Entwicklung der administrierten Preise von Interesse, da diese – zumindest auf kurze Sicht – nicht zwangsläufig von gesamtwirt-

Abbildung A Tabakpreise und die HVPI-Inflation insgesamt

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Prozentpunkte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

schaftlichen Faktoren wie dem außen- oder binnenwirtschaftlich bedingten Preis- und Kostendruck oder dem Konjunkturzyklus bestimmt wird. Allerdings gestaltet sich die Abgrenzung der administrierten Preise insbesondere auf der Ebene des Euroraums schwierig. So kann ein Preis, der in einem Land zu den administrierten Preisen zählt, in einem anderen Land vom Markt bestimmt werden. Selbst innerhalb eines Landes lässt sich nicht immer eindeutig zwischen administrierten und marktbestimmten Preisen unterscheiden. Ungeachtet dieser Einschränkungen ist in Abbildung B der Verlauf eines Näherungswerts als Messgröße der administrierten Preise innerhalb der Dienstleistungskomponente des HVPI dargestellt.¹ Der Vorjahrsabstand dieses Näherungswerts lag seit Ende 2001 über der HVPI-Inflation insgesamt. Allerdings war der Anstieg des Beitrags der administrierten Preise zur am HVPI gemessenen Teuerung noch stärker als jener, der sich anhand der jeweiligen Jahresänderungsraten der administrierten Preise und der HVPI-Inflation insgesamt ablesen lässt. Dies ist auf die Erweiterung des Erfassungsbereichs des HVPI um einige Teilkomponenten aus den Bereichen Gesundheitspflege, Sozialschutz und Erziehung und Unterricht seit Januar 2001 zurückzuführen. Hervorzuheben ist, dass sich diese Schätzungen nur auf eine relativ kleine Gruppe administrierter Preise beziehen. In den einzelnen Ländern gibt es andere teilweise oder vollständig administrierte Preise (z. B. im Bereich der Mieten), die hier nicht berücksichtigt werden. Was die zukünftige Entwicklung angeht, so dürften im laufenden Jahr beschlossene wie auch geplante Maßnahmen in einer Reihe von Euro-Ländern zu einer weiteren Aufwärtsentwicklung bei den administrierten Preisen für Waren und Dienstleistungen führen.²

Wahrscheinliche zukünftige Entwicklungen

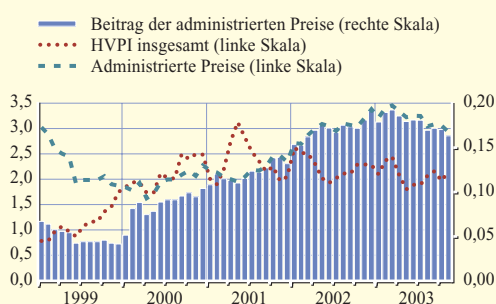
Wie bereits angedeutet zeichnet sich aufgrund der geplanten oder beschlossenen Maßnahmen für das laufende Jahr ein weiterer Aufwärtsdruck aufgrund der Entwicklung der Tabaksteuern und administrierten Preise ab. Allerdings ist hierbei hervorzuheben, dass sich derartige Auswirkungen nicht immer vorab identifizieren oder quantifizieren lassen. Da in den einzelnen Ländern unterschiedliche Haushaltsverfahren gelten, ist die Umsetzung einiger Maßnahmen im Voraus abzusehen, während zu anderen Maßnahmen nur wenige Informationen verfügbar sind. Darüber hinaus sind die Daten zu den – in Euro gerechneten – absoluten Preisen bestimmter Waren und Dienstleistungen, die für eine genaue quantitative Schätzung der genannten Auswirkungen benötigt würden, nicht in jedem Fall verfügbar. Schließlich kann im Fall der erstmaligen Erhebung eines Preises oder eines komplexen Preisgefüges ex ante noch Unklarheit darüber bestehen, wie derartige Faktoren auf den HVPI durchwirken oder diesen beeinflussen.

¹ Aufgrund der Unterschiede zwischen den Euro-Ländern lässt sich nur ein grober und eng gefasster Näherungswert für die administrierten Preise erstellen. Dieser Näherungswert umfasst die Teilkomponenten Abwasserbeseitigung (Gewicht im HVPI 2003: 0,5 %), Müllabfuhr (0,5 %), medizinische und paramedizinische Dienstleistungen (0,9 %), zahnmedizinische Dienstleistungen (0,6 %), Krankenhausdienstleistungen (0,7 %), Schienenpersonenverkehr (0,4 %), Postdienste (0,2 %), Erziehung und Unterricht (0,9 %) und Sozialschutz (0,9 %). Das aggregierte Gewicht dieser Teilkomponenten im HVPI beträgt 5,6 %.

² Die für 2004 erwarteten Änderungen der administrierten Preise betreffen Waren und Dienstleistungen, insbesondere aus dem Bereich der Gesundheitspflege.

Abbildung B Administrierte Preise und die HVPI-Inflation insgesamt

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Prozentpunkte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Für längere Zeithorizonte wie das Jahr 2005 und darüber hinaus liegen derzeit nur wenige Angaben zu geplanten Änderungen der indirekten Steuern und administrierten Preise vor. Da solche Maßnahmen häufig kurzfristig beschlossen werden, können sie Korrekturen zuvor veröffentlichter Prognosen und Vorausberechnungen zur Teuerung nach sich ziehen. Dies liegt daran, dass sich die meisten Prognosen und Vorausberechnungen, darunter jene der EZB, in der Regel nur auf fest geplante bzw. bereits beschlossene finanzpolitische Maßnahmen stützen.

3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

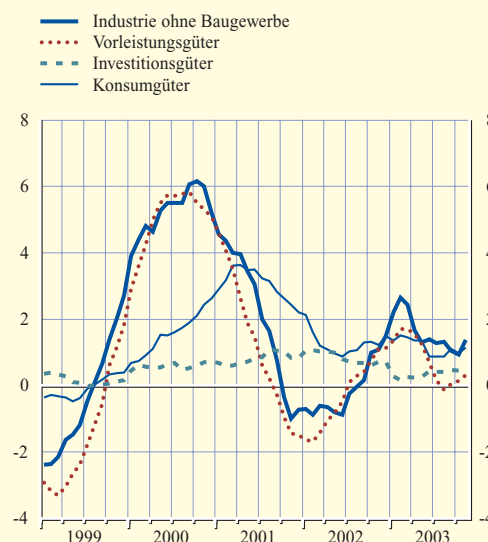
Der Preisdruck in vorgelagerten Phasen der Produktionskette ist derzeit moderat, was zum Großteil auf den dämpfenden Einfluss des Euro-Wechselkursanstiegs zurückzuführen ist. Insbesondere trug die Aufwertung dazu bei, die Erhöhung der Preise für Rohstoffe (außer Öl), die Folge des weltweiten Nachfrageanstiegs nach Rohstoffen war, zu dämpfen. Im November 2003 stieg die Vorjahrsrate des Erzeugerpreisindex im Euro-Währungsraum ohne Baugewerbe auf 1,4 %, verglichen mit 0,9 % im Vormonat (siehe Abbildung 17). Dieser Anstieg spiegelte im Wesentlichen einen Anstieg der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Energie wider. Demzufolge erhöhte sich die Jahresänderungsrate des Erzeugerpreisindex ohne Energie im Vergleich zu Oktober 2003 lediglich um 0,1 Prozentpunkte.

Im Vorjahresvergleich stiegen die Erzeugerpreise für Energie im November 2003 um 3,4 % gegenüber 1,7 % im Vormonat. Dieser Anstieg war zur Gänze auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit dem starken Rückgang der in Euro gerechneten Ölpreise im November 2002 zurückzuführen. Im November 2003 änderte sich der Ölpreis in Euro im Vergleich zum Vormonat kaum. Im Investitionsgütersektor lagen die Preise im Berichtsmonat rund 0,5 % über den Vorjahrespreisen. Obwohl diese Rate verglichen mit den Jahresänderungsraten der beiden vorangegangenen Monate unverändert blieb, lässt sich derzeit noch nicht beurteilen, ob sich damit die Aufwärtsbewegung, die zu Beginn des Jahres 2003 eingesetzt hatte, nicht mehr fortsetzen wird. Im Konsum- und im Vorleistungsgütersektor lagen die Jahresänderungsraten im November 2003 bei 1,5 % bzw. 0,3 % und somit um 0,2 Prozentpunkte über dem Niveau des Vormonats. Offenbar wurde der von der Euro-Aufwertung ausgehende mäßigende Einfluss auf diese Preise durch die Preiserhöhungen bei Tabakwaren bzw. den Anstieg der Weltmarktpreise für Rohstoffe wieder wettgemacht.

Der aus den Ergebnissen der Einkaufsmanager-Umfrage gewonnene Index der Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets stieg im Dezember 2003 weiter an, und zwar auf 53,6 Punkte, was auf eine

Abbildung 17 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

moderate Steigerung des Preisdrucks in vorgelagerten Phasen der Produktionskette schließen lässt. Als Grund für diesen Anstieg wird die stärkere internationale Nachfrage nach zahlreichen wichtigen Rohstoffen (insbesondere Metalle) genannt. Der Index der Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets, der sich seit Juli 2003 nach oben bewegt, lag in den vergangenen drei Monaten oberhalb des theoretischen Schwellenwerts von 50 Punkten, welcher Preisrückgänge von Preisanstiegen trennt.

3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Hinsichtlich der Arbeitskosten stützen die jüngsten Entwicklungen weiterhin die Ansicht, dass sich das Lohnwachstum im Euroraum seit Beginn des Jahres 2002 abschwächt (siehe Abbildung 18). Nach den Schätzungen von Eurostat (siehe Tabelle 4) gingen beispielsweise das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum und die Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe vom zweiten zum dritten Quartal 2003 auf 2,5 % bzw. 3,0 % zurück. Auf sektoraler Ebene wurden niedrigere Wachstumsraten beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer für die Industrie (einschließlich Baugewerbe) sowie bei den marktbestimmten Dienstleistungen verzeichnet. Auch die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste ging vom zweiten zum dritten Quartal 2003 zurück (von 2,8 % auf 2,6 %), während der Indikator der Tarifverdienste einen leichten Anstieg aufwies (von 2,4 % auf 2,5 %). Insbesondere werden die Hinweise auf eine Abschwächung des Lohnwachstums im Euroraum auch durch die Entwicklung über einen etwas längerfristigen Zeitraum bestätigt. Während beispielsweise die durchschnittliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den ersten drei Quartalen des Jahres 2003 verglichen mit der Durchschnittsrate für das Jahr 2002 insgesamt weitgehend unverändert blieb, wiesen die drei übrigen Indikatoren niedrigere Wachstumsraten auf.

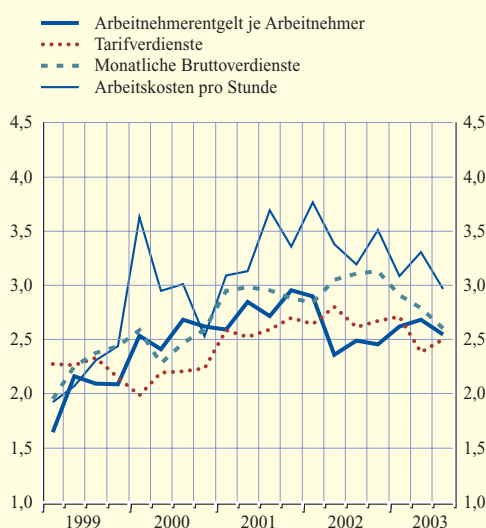
Im Gegensatz dazu lag die durchschnittliche Wachstumsrate der Lohnstückkosten in den ersten drei Quartalen des Jahres 2003 über dem 2002 verzeichneten durchschnittlichen Anstieg. Diese Entwicklung lässt sich weitgehend durch die zyklische Abschwächung des Produktivitätswachstums erklären. Im dritten Quartal 2003 beschleunigte sich das jährliche Produktivitätswachstum jedoch – wenngleich nur leicht – auf 0,2 %. Angesichts des rückläufigen Wachstums beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ermäßigte sich die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten auf 2,4 %. Sie liegt somit 0,3 Prozentpunkte unter dem Anstieg im zweiten Quartal und stellt den ersten Rückgang des Lohnstückkostenwachstums seit Ende 2002 dar.

3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONS- ENTWICKLUNG

Unter Berücksichtigung dieser jüngsten Entwicklungen bleiben die Aussichten für die Gesamtinflation im Euro-Währungsgebiet weitge-

Abbildung 18 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Tabelle 4 Arbeitskostenindikatoren

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

	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3
Tarifverdienste	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,4	2,5
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,3	3,5	3,2	3,5	3,1	3,3	3,0
Monatliche Bruttoverdienste	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,2	0,4	0,6	0,9	0,6	0,0	0,2
Lohnstückkosten	2,5	2,1	1,9	1,5	2,0	2,7	2,4

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

hend unverändert. Auf sehr kurze Sicht besteht weiterhin eine gewisse Unsicherheit darüber, welchen Einfluss die Anfang 2004 geplanten finanzpolitischen Maßnahmen auf die Preise haben werden. Über die sehr kurze Frist hinaus und unter der Annahme, dass keine Preisschocks eintreten, dürfte die HVPI-Inflation im Verlauf des Jahres 2004 die 2 %-Marke unterschreiten und anschließend auf einem mit Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau verharren. Insbesondere dürfte die infolge der Aufwertung des Euro günstige Entwicklung der Einfuhrpreise den Preisauftrieb in den verschiedenen Phasen der Produktionskette weiterhin dämpfen. In diesem Zusammenhang ist es entscheidend, dass die Hinweise auf eine Abschwächung des Wachstums der Arbeitskosten durch eine weiterhin moderate Lohnentwicklung bestätigt werden.

Die Erwartung einer mit Preisstabilität zu vereinbarenden Inflationsentwicklung im Euro-Währungsraum findet sich in fast allen vorliegenden Prognosen und Vorausberechnungen. Zwar sind die unterschiedlichen Prognosen nicht vollständig miteinander vergleichbar (da sie auf unterschiedlichen Annahmen basieren und zu unterschiedlichen Zeitpunkten erstellt wurden), aber sie weisen alle für die Zukunft auf ein Nachlassen des Preisdrucks hin, wobei die Wechselkursentwicklung zur Eindämmung der Inflationsrisiken beitragen dürfte.

4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im dritten Quartal 2003 insbesondere aufgrund der dynamischen Exportentwicklung. Konjunkturindikatoren deuten für das Schlussquartal 2003 auf einen anhaltenden Aufschwung hin, wenngleich die Umfrageergebnisse sich im Dezember teilweise verschlechterten. Die Lage am Arbeitsmarkt blieb im dritten Viertel des letzten Jahres gedämpft. Insgesamt haben sich die Wirtschaftsaussichten nicht grundlegend geändert. Die Bedingungen für eine Erholung der inländischen Nachfrage sind weiterhin günstig. Die jüngste Wechselkursentwicklung dürfte zwar einen dämpfenden Effekt haben, doch sollte die Exporttätigkeit auch weiter vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft profitieren.

4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite Schätzung zum realen BIP im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2003 bestätigte die erste Schätzung und die zuvor geäußerte Erwartung einer Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2003. Das vierteljährliche Wachstum wurde auf 0,4 % geschätzt, nachdem es in den drei vorangegangenen Quartalen nahezu stagniert hatte (siehe Abbildung 19). Dies war der erste Anstieg im Quartalsvergleich seit der vorübergehenden Verbesserung Anfang 2002.

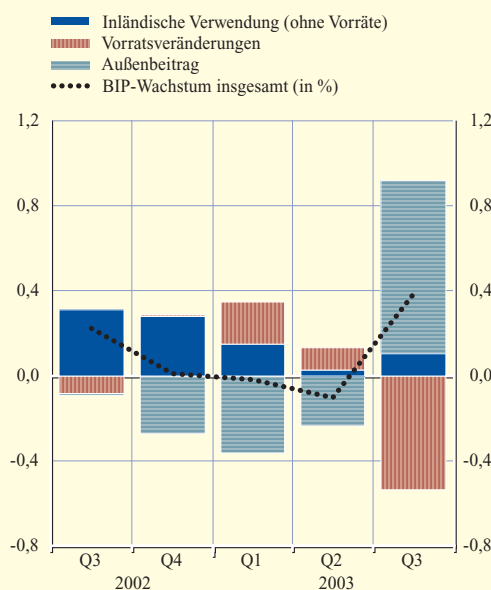
Die zweite Schätzung enthielt nur geringe Korrekturen an den Verwendungskomponenten des realen BIP, sodass sich keine Änderung bei dem zugrunde liegenden Wachstumsverlauf ergab. Ausschlaggebend für die Zunahme des realen BIP im dritten Quartal des letzten Jahres war der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags (0,8 Prozentpunkte). Dies war der größte vierteljährliche Wachstumsbeitrag seit 1993. Er ist auf eine kräftig anziehende Exportkonjunktur bei einem gleichzeitigen weiteren Rückgang der Importe zurückzuführen. Der starke Wachstumsimpuls des Außenbeitrags wurde von dem negativen Beitrag der inländischen Nachfrage teilweise wieder aufgezehrt. Hauptgrund hierfür war ein deutlicher Abbau der Vorratsbestände, der mit dem erheblichen Lageraufbau in der ersten Jahreshälfte und der Zunahme der Auslandsnachfrage zusammenhängen dürfte. Infolgedessen verringerte sich der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen auf -0,5 Prozentpunkte. Die inländische Endnachfrage (d. h. die Inlandsnachfrage ohne Vorratsveränderungen) leistete nur einen geringfügig positiven Beitrag, was auf die verhaltene Entwicklung der privaten Konsumausgaben und weiter rückläufige Anlageinvestitionen zurückzuführen war.

SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIE-PRODUKTION

Der Konjunkturaufschwung im dritten Quartal 2003 war breit angelegt. Im Quartalsvergleich stieg die reale Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) um 0,6 % und im

Abbildung 19 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

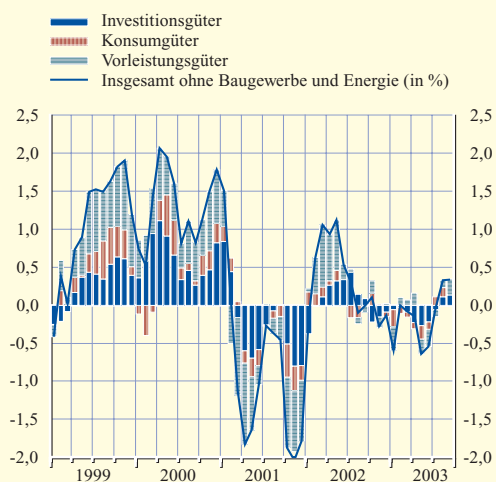
Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen um 0,5 %. Diese beiden Branchen stellen mehr als 70 % der gesamten realen Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet. In den übrigen Sektoren, zu denen vor allem der Bereich der öffentlichen Dienstleistungen und das Baugewerbe zählen, war das Wachstum der Wertschöpfung etwas geringer.

Die Angaben zur Industrieproduktion für Oktober deuten auf eine anhaltende Ausweitung der Erzeugung im Schlussquartal hin. Laut Eurostat erhöhte sich die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Oktober merklich, nachdem in den zwei Monaten zuvor wesentlich schlechtere Ergebnisse erzielt worden waren. Daher fiel die Dreimonatsrate, die den Durchschnitt der Wachstumsraten von August bis Oktober gegenüber dem Durchschnitt im Zeitraum von Mai bis Juli darstellt, etwas höher als zuvor aus. Die entsprechende Wachstumsrate des Auftragseingangs im verarbeitenden Gewerbe wies einen starken Anstieg auf. Da das Neugeschäft einen geringen Vorlauf gegenüber der Industrieproduktion hat, deutet die jüngste Entwicklung des Auftragseingangs auf eine im letzten Quartal des vergangenen Jahres anhaltende Belebung in der Industrie hin.

In der Investitionsgüterindustrie wurde die Produktion im Oktober besonders stark ausgeweitet, doch stieg die entsprechende Dreimonatswachstumsrate angesichts der Schwäche in den beiden Vormonaten nur leicht an. Im Vorleistungsgütersektor war eine etwas deutlichere Verbesserung zu beobachten. Er trug im Dreimonatszeitraum von August bis Oktober am meisten zum Wachstum der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe und Energie) bei (siehe Abbildung 20).

Abbildung 20 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

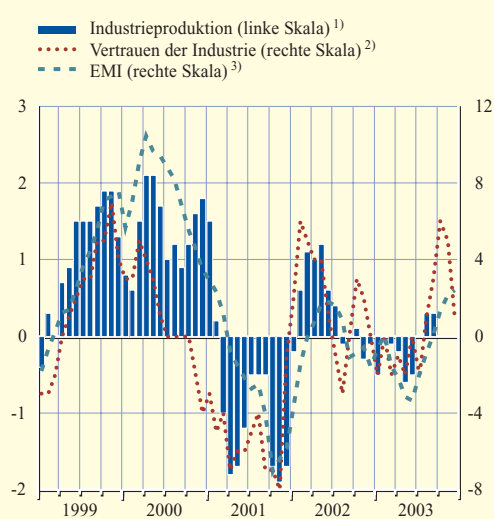
(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



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

Abbildung 21 Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



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

UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Während sich die Umfrageergebnisse zur Lage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Schlussquartal 2003 insgesamt erheblich verbessert haben, fielen sie im Dezember im Durchschnitt etwas schlechter als in den Vormonaten aus. Was das verarbeitende Gewerbe betrifft, so ging der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie im Dezember leicht zurück, nachdem er im Zeitraum von August bis November durchgängig gestiegen war. Dieser Rückgang war in erster Linie auf weniger optimistische Produktionserwartungen zurückzuführen, die vor allem von den Investitionsgüterproduzenten geäußert wurden. Die Beurteilung der Auftragslage (einschließlich der Bestellungen aus dem Ausland) blieb unverändert, während sich die Umfragewerte für die Vorratsbestände – wenn auch nur geringfügig – verschlechterten.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe stieg im Dezember 2003 wie schon in den vorangegangenen fünf Monaten weiter an. Die jüngste Entwicklung lässt daher auf eine anhaltende Belegung der Industrieproduktion im Schlussquartal schließen (siehe Abbildung 21). Die Verbesserung des EMI im Dezember fiel allerdings geringer als in den Vormonaten aus und erscheint für das Anfangsstadium eines Aufschwungs recht gering. Der Anstieg des EMI war in erster Linie der Entwicklung der Lieferzeiten zuzuschreiben, wobei eine weitere Verlängerung der Lieferfristen auf positive Signale für die Lage im verarbeitenden Gewerbe hindeutet. Die Teilindizes für die Produktion und den Auftragseingang verbesserten sich nur marginal, während die Indexkomponenten für die Beschäftigung und das Einkaufslager unverändert blieben. Das Gefälle zwischen den beiden erstgenannten und den beiden letztgenannten Teilindizes ist größer als in vergleichbaren Anfangsstadien von Konjunkturzyklen. Dies lässt darauf schließen, dass die Unternehmen immer noch unter einem recht hohen Kostensenkungsdruck stehen.

Die Entwicklung der Umfragen im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen für Dezember 2003 waren insofern mit den Umfragen für das verarbeitende Gewerbe vergleichbar, als sich der eine Indikator verbesserte und der andere verschlechterte. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor stieg erneut leicht an, und zwar im neunten Monat in Folge. Dabei verbesserten sich die Beurteilung der jüngsten Nachfrageentwicklung und das Geschäftsklima weiter, während die Nachfrageerwartungen etwas pessimistischer ausfielen und damit seit September weitgehend gleich geblieben sind. Der aus der Einkaufsmanagerbefragung abgeleitete Konjunkturindex für den Dienstleistungssektor war im Dezember erstmals seit März 2003 rückläufig. Dieser Rückgang war zwar angesichts des kräftigen Anstiegs in den Vormonaten nicht besonders ausgeprägt, doch ging er mit einer Verschlechterung bei den meisten anderen Umfragekomponenten einher.

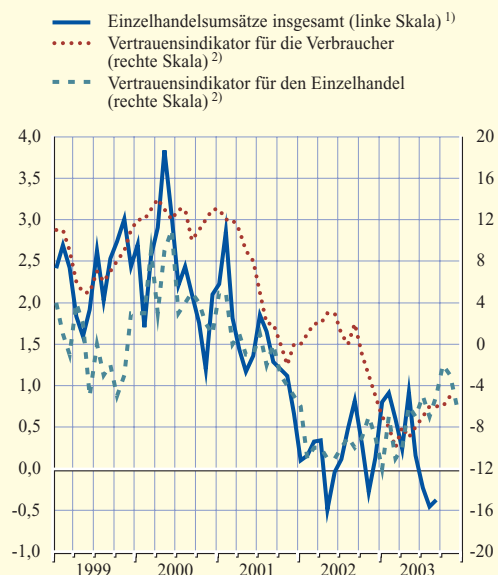
INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUMAUSGABEN

Der private Verbrauch stagnierte im dritten Quartal 2003, und für das Schlussquartal gehen von den Konjunkturindikatoren eher uneinheitliche Signale aus. Einerseits erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze im Oktober weiter, was auf eine mögliche Umsatzstabilisierung im Schlussquartal hinweist. Dies wäre verglichen mit dem Rückgang im zweiten und dritten Vierteljahr eine Verbesserung. Andererseits sind zwar die Pkw-Neuzulassungen im November etwas gestiegen, doch dürfte die vierteljährliche Wachstumsrate im Schlussquartal unter der Rate des dritten Quartals liegen.

Nach einem leichten Anstieg im November blieb der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für die Verbraucher im Dezember unverändert. In der zweiten Hälfte des letzten Jahres verbesserte sich dieser Index kaum. Im Schlussquartal lag er im Durchschnitt nur

Abbildung 22 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

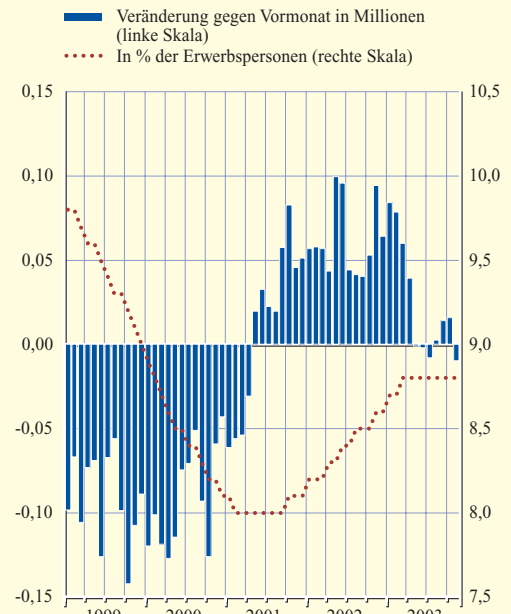
(Monatswerte)



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

Abbildung 23 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

leicht über dem Wert vom Vorquartal (siehe Abbildung 22). Hinter dem insgesamt gleich gebliebenen Verbrauchervertrauen im Dezember verbergen sich gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Indexkomponenten. Während die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer eigenen finanziellen Situation und ihrer Sparfähigkeit pessimistischer ausfielen, blieben sie bezüglich der allgemeinen Wirtschaftslage unverändert. Die Einschätzung der künftigen Arbeitsmarktentwicklung verbesserte sich sogar erneut. Das Stimmungsbarometer im Einzelhandel sank im Dezember weiter. Ausschlaggebend hierfür war eine ungünstigere Bewertung der derzeitigen und der erwarteten Geschäftslage. Dennoch lag der Durchschnittswert für das Schlussquartal noch leicht über dem des dritten Vierteljahres.

4.2 ARBEITSMARKT

ARBEITSLOSIGKEIT

Die Lage am Arbeitsmarkt ist nach wie vor gedämpft. Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im November 2003 bei 8,8 % und ist damit seit März vergangenen Jahres unverändert geblieben (siehe Abbildung 23). Die Arbeitslosenzahl sank jedoch Schätzungen zufolge im November geringfügig (um rund 10 000). Nach Altersgruppen und Geschlecht aufgeschlüsselt blieben die Arbeitslosenquoten im Berichtsmonat ebenfalls unverändert. Gleichzeitig verringerte sich die Differenz zwischen der Quote der arbeitslosen Frauen und der arbeitslosen Männer gegenüber dem Frühjahr 2003 geringfügig. Gleiches gilt für die Differenz zwischen der Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen und den über 25-Jährigen.

Tabelle 5 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

BESCHÄFTIGUNG

Das Beschäftigungsniveau blieb im dritten Quartal 2003 unverändert. Damit ist die Zahl der Beschäftigten seit nunmehr anderthalb Jahren weitgehend stabil (siehe Tabelle 5). Zusammen mit der konjunkturellen Belebung im dritten Jahresviertel lässt dies auf eine Steigerung der Produktivität schließen. Angesichts des leichten Anstiegs der Arbeitslosenzahl im dritten Quartal ergibt sich aus der stagnierenden Beschäftigungsentwicklung zudem, dass die Zahl der Erwerbspersonen effektiv nicht zugenommen hat.

Die Verlagerung der Beschäftigung von der Industrie hin zum Dienstleistungssektor, die bei gedämpfter Gesamtkonjunktur üblicherweise zu beobachten ist, setzte sich im dritten Quartal des vergangenen Jahres fort. In der Industrie (ohne Baugewerbe) sank die Beschäftigung erneut mit mehr oder weniger unveränderter Geschwindigkeit (um rund 0,5 % gegenüber dem Vorquartal), während sie im Dienstleistungssektor weiter mit einer konstanten Quartalsrate von 0,2 % zunahm. Den bis Dezember verfügbaren Umfrageergebnissen zufolge hat sich dieses Verlaufsmuster auch im vierten Quartal weitgehend fortgesetzt. Sowohl der aus der Umfrage der Europäischen Kommission abgeleitete Indikator der Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe als auch der EMI-Teilindex für die Beschäftigung stiegen im Vergleich zum dritten Quartal, wenn auch nur geringfügig, und lassen auf eine weiter rückläufige Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) schließen. Der EMI-Teilindex für die Beschäftigung im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen sowie die aus der Umfrage der Europäischen Kommission abzulesenden Beschäftigungserwartungen in dieser Branche stiegen leicht gegenüber dem dritten Quartal, doch verharren beide Indikatoren nach wie vor auf relativ niedrigem Niveau.

4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die jüngsten Daten und Informationen liefern weitere Belege dafür, dass in der zweiten Jahreshälfte 2003 eine Erholung eingesetzt hat. Insgesamt deuten die vorliegenden Konjunkturindikatoren darauf hin, dass sich die im dritten Quartal des vergangenen Jahres verzeichnete Zunahme des realen BIP im Schlussquartal 2003 fortgesetzt hat. Alle verfügbaren Prognosen und Projektionen sprechen für eine weitere Verstärkung der Wachstumsdynamik im Jahresverlauf 2004.

Erwartungsgemäß waren für den Anstieg des realen BIP im dritten Quartal im Wesentlichen die Exporte verantwortlich. Darin spiegelt sich die Zunahme des weltwirtschaftlichen Wachstums und des Welthandels wider. Die jüngste Wechselkursentwicklung hat zwar negative Auswirkungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure aus dem Euroraum, doch sollten die Ausfuhrer insgesamt aufgrund der anhaltenden Belebung der weltweiten Nachfrage weiter zunehmen. Darüber hinaus bleiben die Bedingungen für eine steigende inländische Nachfrage günstig. Das niedrige Zinsniveau, die allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen und die anhaltenden Anpassungsbemühungen der Unternehmen zur Steigerung der Rentabilität setzen wichtige Impulse für eine Erholung der Investitionstätigkeit. Der private Verbrauch dürfte durch den Anstieg der verfügbaren Realeinkommen aufgrund der günstigen Terms-of-Trade-Effekte aus der Euro-Aufwertung angekurbelt werden.

5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ-ENTWICKLUNG

5.1 WECHSELKURSE

Nachdem der Euro im Oktober relativ stabil geblieben war und sich Anfang November 2003 leicht abgeschwächt hatte, legte er in nominaler effektiver Rechnung wieder stark zu. Dieser Aufwärtstrend setzte sich auch im Dezember und der ersten Monatshälfte im Januar 2004 weitgehend fort, während der US-Dollar auf breiter Front an Wert verlor.

Im Berichtszeitraum, d. h. von Ende November 2003 bis zum 14. Januar 2004, wertete der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf. Die Kursgewinne waren besonders ausgeprägt gegenüber dem US-Dollar, der gegenüber einer Reihe von Währungen abwertete. Der Euro stieg zwar – in geringerem Maße – auch gegenüber dem japanischen Yen an, schwächte sich aber im Verhältnis zum Pfund Sterling leicht ab.

US-DOLLAR/EURO

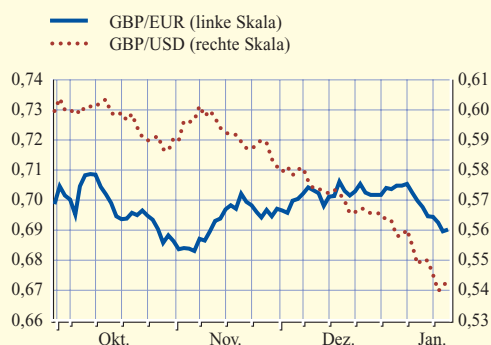
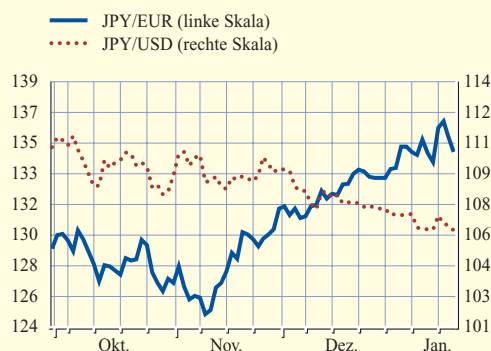
Der Euro legte gegenüber dem US-Dollar im Dezember 2003 und in der ersten Januarhälfte 2004 vor dem Hintergrund der anhaltenden Sorge der Marktteilnehmer über die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits kräftig zu (siehe Abbildung 24). Zu der breitangelegten US-Dollar-Abschwächung kam es trotz weiterer Hinweise auf eine Verbesserung der konjunkturellen Aussichten in den Vereinigten Staaten. Vor allem die privaten Konsumausgaben blieben kräftig, während zugleich das robuste Wachstum der Unternehmensinvestitionen eine Besserung der Perspektiven der Wirtschaft erwarten ließ. Zu den positiven Faktoren zählten auch die Konjunkturbelebung im verarbeitenden Gewerbe und die Stabilisierung des Verbrauchervertrauens auf einem ähnlich hohen Niveau wie vor dem Irakkrieg. Allerdings belasteten Anfang Januar die ungünstiger als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktdaten die US-Währung. Am 14. Januar lag der Euro bei 1,27 USD, also 5,8 % über seinem Stand von Ende November und 12,2 % über seinem Jahresdurchschnitt 2003.

JAPANISCHER YEN/EURO

Während des Berichtszeitraums gewann der Euro auch gegenüber dem japanischen Yen an Boden, wenn auch in geringerem Maße als gegenüber dem US-Dollar (siehe Abbildung 24).

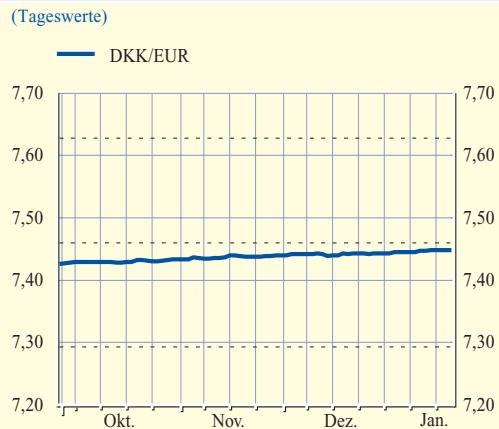
Abbildung 24 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 25 Wechselkursentwicklung im WKM II



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

Die japanische Währung, die im November relativ stabil geblieben war, zog danach gegenüber der US-Währung merklich an, obgleich es Hinweise darauf gab, dass die japanischen Behörden ihre Devisenmarktinterventionen zur Stabilisierung des Yen-US-Dollar-Wechselkurses wieder aufgenommen haben könnten. Am 14. Januar 2004 notierte der Euro bei 134,7 JPY und damit 2,6 % höher als Ende November und 2,8 % über seinem Durchschnitt im Vorjahr.

PFUND STERLING/EURO

Im Dezember und in der ersten Januarhälfte gab der Euro gegenüber dem Pfund Sterling leicht nach. Gleichzeitig gewann die britische Währung in Relation zum US-Dollar weiter an Wert und erreichte ihren höchsten Stand seit September 1992 (siehe Abbildung 24). Die breit fundierte Aufwertung des Pfund Sterling hing mit der Veröffentlichung allgemein günstiger Wirtschaftsdaten zusammen, die auch durch eine Aufwärtskorrektur des BIP für das dritte Quartal 2003 bestätigt wurden. Am 14. Januar wurde der Euro mit 0,69 GBP zum Pfund Sterling gehandelt, d. h. 1 % unter seinem Wert von Ende November und nahe seinem Durchschnitt im Jahr 2003.

Am 14. Januar wurde der Euro mit 0,69 GBP zum Pfund Sterling gehandelt, d. h. 1 % unter seinem Wert von Ende November und nahe seinem Durchschnitt im Jahr 2003.

ANDERE EUROPÄISCHE WÄHRUNGEN

Im WKM II schwankte die dänische Krone weiter in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 25). Was andere europäische Währungen betrifft, so wertete der Euro im Berichtszeitraum im Verhältnis zum Schweizer Franken um 0,8 % und zur schwedischen Krone um 1,4 % auf. Auch gegenüber der norwegischen Krone stieg er an und übertraf sein Niveau von Ende November um 5 %. Diese Entwicklung könnte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass die Norges Bank ihren Leitzins mit Wirkung vom 18. Dezember 2003 um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25 % senkte.

EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Unter dem Einfluss der geschilderten Entwicklungen lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, am 14. Januar um 2,4 % über seinem Stand von Ende November und 5 % über seinem durchschnittlichen Wert im Jahr 2003 (siehe Abbildung 26). Der Anstieg des effektiven Wechselkurses des Euro spiegelt hauptsächlich dessen Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar und in geringerem Umfang gegenüber dem japanischen Yen sowie den meisten anderen an den US-Dollar gebundenen asiatischen Währungen wider, die nur teilweise durch seine leichte Abwertung gegenüber dem Pfund Sterling aufgewogen wurden.

5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Trotz der Euro-Aufwertung blieb das Wachstum der Warenausfuhren im Oktober 2003 – vorwiegend dank der kräftigen Auslandsnachfrage – robust. Während sich die Wareneinfuhren in den Vormonaten vergleichsweise moderat entwickelt hatten, stiegen sie im Oktober beträchtlich an, wobei die Belebung der Inlandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet teilweise eine Rolle gespielt haben dürfte. Diese Entwicklungen trugen dazu bei, dass sich der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets in saisonbereinigter Rechnung auf 5,6 Mrd € verringerte. In der Kapitalbilanz kam es bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu Netto-Kapitalzuflüssen, die aus den Netto-Kapitalzuflüssen im Bereich der Wertpapieranlagen resultierten.

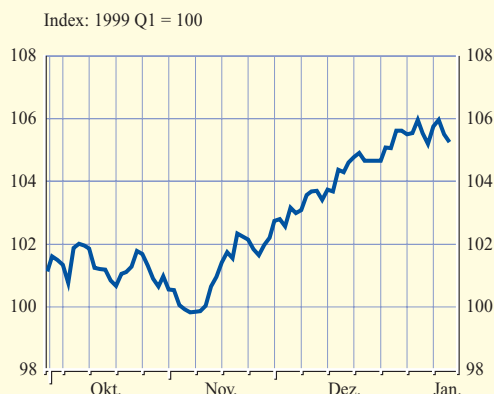
LEISTUNGSBILANZ UND WARENHANDEL

In saisonbereinigter Rechnung wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets im Oktober einen Überschuss von 5,6 Mrd € auf, was auf Basis nicht saisonbereinigter Angaben einem Überschuss von 8,1 Mrd € entspricht. Darin spiegelten sich Überschüsse sowohl beim Warenhandel als auch bei den Dienstleistungen wider, die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie bei den laufenden Übertragungen teilweise ausgeglichen wurden. Im Oktober sank der saisonbereinigte Leistungsbilanzüberschuss gegenüber September um 2,4 Mrd € (siehe Tabelle 6). Ursache hierfür war ein Anstieg des Defizits um 4,3 Mrd € bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und ein Rückgang des Überschusses um 2,2 Mrd € im Warenhandel, was nur teilweise durch eine Zunahme des Überschusses um 0,5 Mrd € bei den Dienstleistungen und einen Rückgang des Defizits um 3,6 Mrd € bei den laufenden Übertragungen ausgeglichen wurde.

In längerfristiger Betrachtung belief sich der über einen Zwölfmonatszeitraum kumulierte Leistungsbilanzüberschuss im Oktober auf 39,4 Mrd € und lag somit rund 16 Mrd € unter dem im Oktober 2002 verzeichneten Wert. Dieses Ergebnis ist überwiegend der Abnahme des Warenhandelsüberschusses und der Zunahme des Defizits im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen zuzuschreiben. Allerdings kam der Rückgang des kumulierten Leistungsbilanzüberschusses in den Monaten bis Oktober, teilweise aufgrund eines Wiederanstiegs des Werts der Warenausfuhren in Verbindung mit schwachen Einfuhren, zum Stillstand (siehe Abschnitt „Statistik des Euro-

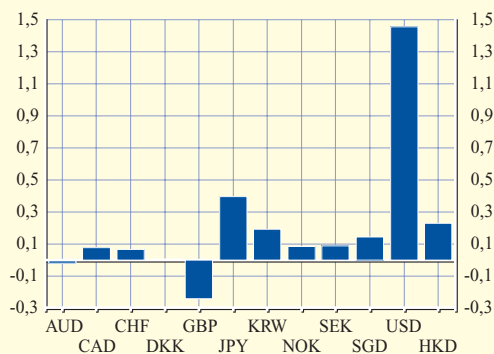
Abbildung 26 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾

28. Nov. 2003 bis 14. Jan. 2004
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

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

2) Die Veränderungen werden handelsgewichtet gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

Tabelle 6 Hauptposten der Zahlungsbilanz

(Mrd €; saisonbereinigt, soweit nicht anders angegeben)

	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Sept.	2003 Okt.	Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
							2002 Okt.	2003 Okt.
Saldo der Leistungsbilanz	17,5	4,4	2,5	12,1	8,0	5,6	55,8	39,4
Saldo des Warenhandels	29,1	25,0	26,9	34,4	13,7	11,5	127,9	117,7
Ausfuhr	262,9	258,2	255,1	259,9	87,3	88,2	1 052,7	1 036,7
Einfuhr	233,8	233,3	228,2	225,5	73,6	76,7	924,8	919,0
Saldo der Dienstleistungen	3,7	5,7	2,0	3,8	1,8	2,3	8,7	16,6
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-4,4	-13,9	-11,8	-9,8	-2,3	-6,6	-29,9	-43,5
Saldo der laufenden Übertragungen	-10,9	-12,4	-14,6	-16,4	-5,2	-1,6	-50,9	-51,4
Saldo der Kapitalbilanz¹⁾	-48,5	-25,1	-41,3	-22,8	-13,7	-2,5	-71,1	-126,4
<i>Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst</i>	<i>36,0</i>	<i>6,2</i>	<i>47,5</i>	<i>-82,9</i>	<i>1,0</i>	<i>18,2</i>	<i>71,7</i>	<i>4,3</i>
Direktinvestitionen	-6,0	-0,9	5,4	-12,4	-6,6	-8,3	-27,3	-15,3
Wertpapieranlagen	42,0	7,0	42,2	-70,5	7,6	26,5	98,9	19,6
Dividendenwerte	5,1	14,5	-1,9	6,2	7,6	13,1	64,8	38,3
Schuldverschreibungen	36,9	-7,5	44,0	-76,7	0,0	13,4	34,1	-18,6

Quelle: EZB.

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

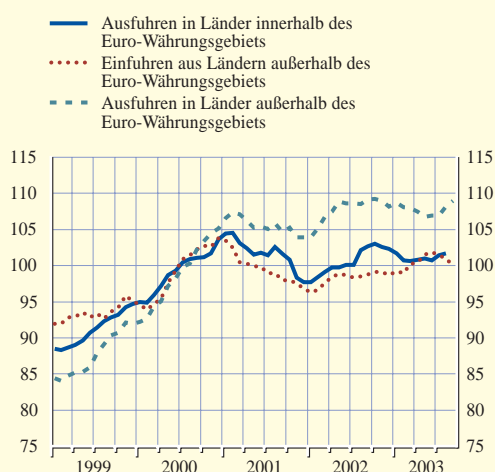
1) Nicht saisonbereinigt.

Währungsgebiets“, Abbildung A27, A29 und A 30 in Tabelle 7.1). Nachdem die Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte 2003 zurückgegangen waren, begannen sie sich im Juli zu erholen und verzeichneten im Oktober einen Anstieg gegenüber dem Vormonat von 1 %. Für die Belebung der Exporte sorgte die kräftigere Zunahme der Auslandsnachfrage, die nur teilweise durch die sich mit zeitlicher Verzögerung niederschlagenden Effekte der Euro-Aufwertung kompensiert wurde. Unterdessen ist der Wert der Wareneinfuhren infolge der schwachen Inlandsnachfrage, insbesondere bei den importintensiven Kategorien der Sachinvestitionen und Vorräte, seit Anfang 2003 rückläufig. Im Oktober allerdings wiesen die Importe einen Anstieg von rund 4 % gegenüber dem Vormonat auf, was wohl zum Teil mit den steigenden Ölpreisen zusammenhing, aber auch erste Anzeichen für eine Erholung der Inlandsnachfrage im Eurogebiet widerspiegeln könnte.

Aus den bis September vorliegenden Daten geht hervor, dass der Anstieg im Wert der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets ab Juli 2003 überwiegend auf eine Zunahme der Exportvolumina zurückzuführen war (siehe Abbildung 27). Die Volumina der Exporte in mittel- und osteuropäische sowie asiatische Länder wuchsen recht kräftig verglichen mit den Ausfuhrvolumina in andere Zielländer (siehe Abbildung 28). Betrachtet man die Art der Exporte, so wiesen die Ausfuhrvolumina der Investitionsgüter den stärksten Anstieg im dritten Quartal auf, als sie ihren Stand vom Vorquartal um rund 4,5 % übertrafen. Auf der Importseite ist der Rückgang der Einfuhrvolumina im gleichen Zeitraum (siehe Abbildung 27) den rückläufigen Entwicklungen in allen wichtigen Warenkategorien zuzuschreiben, wobei die Investitions- und Konsumgüter die kräftigsten Rückgänge zu verzeichnen hatten (eine Aufschlüsselung der Handelsvolumina nach Warengruppen findet sich in Tabelle 7.3 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Abbildung 27 Volumina des Warenhandels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)

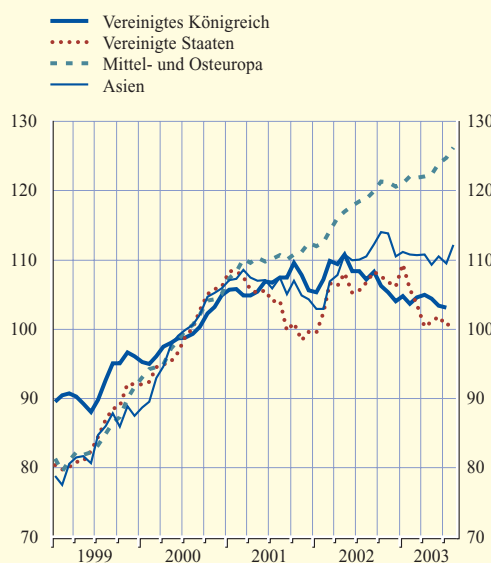


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Daten.

1) Die letzten Angaben für Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf September 2003, die letzten Angaben für Länder innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf August 2003. In beiden Fällen beruhen die Angaben teilweise auf Schätzungen.

Abbildung 28 Volumen der Ausfuhren in ausgewählte Partnerländer¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Daten.

1) Die letzten Angaben beziehen sich auf August 2003.

KAPITALBILANZ

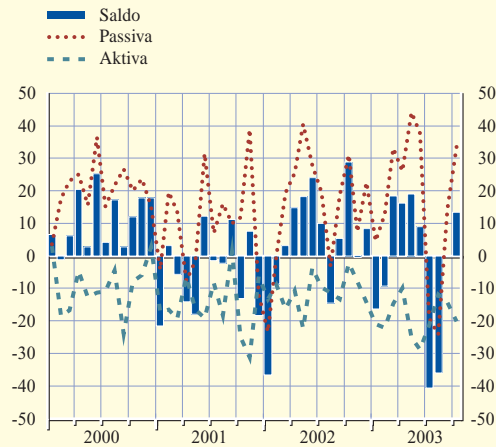
In der Kapitalbilanz kam es bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Oktober zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 18,2 Mrd €. Darin spiegeln sich Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen (26,5 Mrd €) wider, die nur teilweise durch Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen (8,3 Mrd €) ausgeglichen wurden. Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen nahmen gegenüber September um 17,2 Mrd € zu. Entscheidend für diese Entwicklung waren höhere Nettokäufe Gebietsfremder, die in allen Teilbereichen des Wertpapierverkehrs des Eurogebiets zu verzeichnen waren (siehe Tabelle 7.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Vor dem Hintergrund eines weitgehend stabilen Gefälles von Zinsen und Aktienrenditen, insbesondere gegenüber den Vereinigten Staaten, sind die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten und Schuldverschreibungen im Oktober offenbar im Zusammenhang mit Markterwartungen hinsichtlich einer Euro-Aufwertung zu sehen. Außerdem erwarben Gebietsfremde im September und Oktober per Saldo Schuldverschreibungen des Eurogebiets, sodass sich die im Juli und August beobachtete Entwicklung – als Gebietsfremde ihre Bestände, wahrscheinlich im Zusammenhang mit dem im Sommer eingetretenen Anstieg der langfristigen Anleiherenditen, abbauten – teilweise wieder umkehrte (siehe Abbildung 29).

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsaktivitäten des Euro-Währungsgebiets blieben im Vergleich zu früheren Jahren verhalten. Im September und Oktober jedoch hat das Eurogebiet – möglicherweise aufgrund einer Aufhellung der weltwirtschaftlichen Aussichten – begonnen, seine Direktinvestitionen im Ausland auszuweiten, während die Direktinvestitionen Gebietsfremder im Euroraum weiterhin auf relativ niedrigem Niveau verharren.

Abbildung 29 Anlagen in Schuldverschreibungen

(Mrd €; Monatswerte)



Quelle: EZB.

Eine längerfristige Betrachtung ergibt, dass die über zwölf Monate kumulierten Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen sukzessiv abnahmen und im Oktober mit 4,3 Mrd € (das sind 67,4 Mrd € weniger als im Oktober 2002) einen nahezu ausgeglichenen Saldo erreichten. Darin spiegelte sich vor allem die beträchtliche Reduzierung der Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen wider, für die zum Teil die im Juli und August bei den Schuldverschreibungen verzeichneten Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 76,7 Mrd € verantwortlich waren. Die über zwölf Monate kumulierten Zahlen zeigen zudem, dass die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten im zweiten Quartal 2002 zu sinken begannen, bevor sie sich in den jüngsten Monaten, für die Daten vorliegen, stabilisierten. Diese Stabilisierung könnte damit zusammenhängen, dass internationale In-

vestitionsentscheidungen von den positiven Entwicklungen an den weltweiten Aktienmärkten – vor dem Hintergrund verbesserter Perspektiven für die Weltwirtschaft im gleichen Zeitraum – beeinflusst wurden.

AUFSÄTZE

DIE WWU UND DIE DURCHFÜHRUNG DER FINANZPOLITIK



Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die Entwicklung der Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet seit Anfang der Neunzigerjahre. Für das Eurogebiet insgesamt ist ein deutlicher Unterschied zwischen der Finanzpolitik in den Jahren vor der Entscheidung, welche Länder als erste die gemeinsame Währung einführen würden (1992 bis 1997), und der Finanzpolitik in den Jahren danach (1998 bis 2003) festzustellen. Die Jahre 1992 bis 1997 waren im Hinblick auf den Abbau übermäßiger Haushaltsdefizite, wie im Vertrag von Maastricht (nachfolgend als „EU-Vertrag“ bezeichnet) vorgeschrieben, äußerst erfolgreich. Der lang anhaltende Trend zu hohen und dauerhaften Haushaltsungleichgewichten sowie steigenden öffentlichen Schuldenquoten kehrte sich um. Die Konsolidierung war jedoch größtenteils auf höhere Einnahmen zurückzuführen, und die Ausgabenquote ohne Zinszahlungen nahm sogar noch leicht zu.

Für den Zeitraum von 1998 bis 2003 ergibt sich ein uneinheitlicheres Bild, da hinsichtlich der Erreichung der Ziele des Stabilitäts- und Wachstumspakts nur teilweise Erfolge verzeichnet werden konnten. Zwar wiesen viele Länder im Jahr 2000 solide Haushaltspositionen auf, einige versäumten es jedoch, in Zeiten kräftigen Wirtschaftswachstums ausreichende Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen, und lockerten sogar die finanzpolitischen Zügel, sodass Haushaltsungleichgewichte weiterhin bestanden oder wieder auftraten. Als dann die konjunkturelle Dynamik nachließ und die automatischen Stabilisatoren wie vorgesehen wirkten, reichten die Sicherheitsmargen in einigen Fällen nicht aus, um übermäßige Defizite zu vermeiden. Die Schuldenquoten bewegten sich in einer Reihe von Ländern nach wie vor auf sehr hohem Niveau. Die finanzpolitischen Strategien zielten weiterhin nicht in ausreichendem Maße auf die Kürzung der Primärausgaben ab, und die Einsparungen bei den Zinsen für die öffentliche Verschuldung (die „WWU-Prämie“) kamen nicht der Haushaltskonsolidierung zugute.

Hieraus lässt sich die Lehre ziehen, dass das finanzpolitische Regelwerk der EU unter allen Umständen und vor allem in Zeiten kräftigeren Wirtschaftswachstums rigoros umgesetzt werden muss. Zurzeit sind Fortschritte hin zu soliden öffentlichen Haushalten notwendig, damit die Entwicklung des Defizits und der Verschuldung im Euroraum auf einen tragfähigen Weg gebracht wird. Eine ehrgeizige, auf Ausgabenkürzungen beruhende Reformstrategie wäre ein wichtiger Schritt zur Erreichung einer solchen Konsolidierung und würde gleichzeitig die Finanzierung weiterer Steuersenkungen und die Erhöhung der Wirtschaftsdynamik ermöglichen.

I EINLEITUNG: DIE GRUNDLAGEN DER FINANZPOLITISCHEN REGELN IN DER WWU

Nachdem sich die öffentliche Finanzlage jahrelang verschlechtert hatte, verzeichneten die Länder des Eurogebiets Mitte bis Ende der Neunzigerjahre eine außerordentliche Verbesserung der Haushaltspositionen. Sinkende Haushaltsdefizite trugen außerdem zu einer Verringerung der öffentlichen Schuldenquoten bei.

In den letzten Jahren stellte die Erfüllung der finanzpolitischen Verpflichtungen die Länder jedoch vor Probleme, und die finanzpolitischen Regeln der EU wurden nicht in ausreichendem Maße eingehalten. Diese Probleme, die mit zäh

voranschreitenden Strukturreformen einhergingen, werfen zwei wichtige Fragen auf: Wie erfolgreich war der finanzpolitische Rahmen der EU bei der Förderung einer soliden Haushaltspolitik im Euro-Währungsgebiet, und welche Lehren kann man hieraus für die Zukunft ziehen?

Bei einer Auseinandersetzung mit diesen Fragen ist es erforderlich, sich zunächst die Grundpfeiler des finanzpolitischen institutionellen Rahmens der EU in Erinnerung zu rufen. Die Verpflichtung zu soliden öffentlichen Finanzen ist im EU-Vertrag verankert, der im November 1993 in Kraft trat und die Mitgliedstaaten zur Vermeidung übermäßiger Defizite verpflichtet.

Diese Defizite sind durch Referenzwerte in Höhe von 3 % des BIP für das Haushaltsdefizit und 60 % des BIP für die Staatsverschuldung festgelegt.

Im Vorfeld der dritten Stufe der WWU (der Einführung der gemeinsamen Währung) erforderte der Konvergenzprozess die strikte Einhaltung der Defizitobergrenze von 3 % sowie eine hinreichend rückläufige Schuldenquote, sofern diese über dem Referenzwert von 60 % lag. Um die Koordinierung der Finanzpolitik in der dritten Stufe zu verbessern, erfolgte 1997 mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt eine weitere Spezifizierung der Budgetregeln des EU-Vertrags. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt verlangt von den Mitgliedstaaten, dass sie mittelfristig einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss erzielen. Des Weiteren schreibt er die Verfahren zur Überwachung und Koordinierung der Finanzpolitik vor. Außerdem legt der Stabilitäts- und Wachstumspakt das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Einzelnen fest. Ziel dieses Verfahrens ist es, Regierungen mittels einer Reihe von Verfahrensschritten – hierzu gehören Gruppendruck und letztlich auch die Verhängung von Sanktionen – zur Vermeidung übermäßiger Haushaltsdefizite anzuhalten. Darüber hinaus sieht der Stabilitäts- und Wachstumspakt vor, dass ein Defizit nicht als übermäßig eingestuft wird, wenn der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend aufgrund von Ereignissen, die sich der Kontrolle der Regierung entziehen, oder infolge eines schweren Wirtschaftsabschwungs nicht eingehalten wird.¹

Der Haushaltsdisziplin liegt der Gedanke zugrunde, dass solide und tragfähige öffentliche Finanzen eine Voraussetzung für makroökonomische Stabilität sind. Solide Staatsfinanzen und eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik ermöglichen es den Wirtschaftsakteuren, Erwartungen einer niedrigen Inflation und günstiger Finanzierungsbedingungen zu bilden, was wiederum langfristigen Planungen und Investitionen zuträglich ist. Durch gleichzeitige finanzpolitische Strukturreformen werden diese Effekte verstärkt. Die Reformen sind

erforderlich, um die Effizienz- und Wachstumshemmnisse auszuräumen, die in den Abgaben- und Leistungssystemen enthalten sind, und längerfristige Herausforderungen wie die Überalterung der Gesellschaft anzugehen.

Solide öffentliche Finanzen stärken darüber hinaus die stabilisierende Rolle der Finanzpolitik. Wenn anhaltend hohe Defizite und eine steigende Staatsverschuldung sowie deren Auswirkungen auf zukünftige Steuerlasten und Wachstumsaussichten der Öffentlichkeit Anlass zur Besorgnis geben, besteht die Gefahr, dass die nachfragestützenden Effekte der automatischen Stabilisatoren in Zeiten konjunktureller Abschwächung neutralisiert werden.

In einer Währungsunion souveräner Staaten, die weiterhin für ihre Finanzpolitik verantwortlich sind, kommt der Haushaltsdisziplin eine noch bedeutendere Rolle zu. Erstens gibt es keine nationale Geld- und Wechselkurspolitik mehr, die auf länderspezifische Schocks reagieren könnte, und die Finanzpolitik ist eher in der Lage, solche Schocks aufzufangen, wenn sie sich in einer soliden Ausgangslage befindet. Zweitens könnten in einer Währungsunion Länder eher dazu tendieren, Haushaltsdefizite auszuweisen, wenn die politischen Entscheidungsträger es verabsäumen, langfristig zu planen. Vor allem ein Land, das seine Haushaltsdisziplin lockert, profitiert von dem kurzfristigen politischen Nutzen eines Defizits, während die hieraus resultierenden negativen Folgen für das Zinsniveau von allen Ländern getragen werden müssen. Drittens halten die Finanzmärkte die finanzpolitischen Entscheidungsträger nicht ausreichend von expansiven Maßnahmen ab. Die Anleihemärkte reagieren zwar auf Erwartungen einer verfehlten Finanzpolitik, doch ist nicht anzunehmen, dass die von den Finanzmärkten ausgehende Disziplinierung ausreichend ist.²

¹ Siehe EG-Ratsverordnung Nr. 1466/97 und Nr. 1467/97. Eine umfassende Darstellung der institutionellen Aspekte und Bestimmungen des EU-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts findet sich in dem Aufsatz „Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ im Monatsbericht vom Mai 1999.

² Siehe auch den Kasten „Aktuelle Entwicklung des Renditeabstands bei Staatsanleihen im Eurogebiet“ im Monatsbericht vom November 2003.

Tabelle 1 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet zwischen 1991 und 1997

(in % des BIP)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Finanzierungssaldo	-4,6	-4,8	-5,6	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6
Konjunkturelle Komponente	1,0	0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3
Zinsausgaben	5,0	5,5	5,6	5,4	5,6	5,7	5,2
Konjunkturbereinigter Primärsaldo	-0,6	0,1	0,6	0,7	0,8	1,9	2,8
Bruttoverschuldung	58,6	61,9	67,2	69,5	73,0	75,4	75,4

Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Da in einer Währungsunion das Wechselkursrisiko wegfällt, ist die sanktionierende Funktion der Finanzmärkte, die sich in der Renditedifferenz bei Anleihen zeigt, geschwächt. Die Reaktion zunehmend globalisierter Märkte auf die abweichende Finanzpolitik eines einzigen Mitgliedstaats in einer Währungsunion dürfte daher nur langsam einsetzen und in den Renditeabständen der Anleihen nur teilweise zum Ausdruck kommen, selbst wenn – wie es in der WWU der Fall ist – die Regierungen nicht dazu verpflichtet sind, in finanzpolitisch schwierigen Situationen füreinander einzuspringen (sog. „No-bail-out-Klausel“ des EU-Vertrags). Die vom Finanzmarkt ausgehenden Signale üben daher im Allgemeinen eine viel zu schwache abschreckende Wirkung aus, als dass sie Regierungen dazu veranlassen könnten, langfristige Haushaltsbeschränkungen in vollem Umfang zu berücksichtigen. Ein einheitlicher finanzpolitischer Rahmen – wie er im EU-Vertrag und im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegt ist – trägt dazu bei, Tendenzen, die aus politischen und wirtschaftlichen Überlegungen resultieren, zu korrigieren und die disziplinierende Wirkung der Marktkräfte zu ergänzen.

2 DIE FINANZPOLITIK IM VORFELD DER WÄHRUNGSUNION

In vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets waren die Siebziger- und Achtzigerjahre von beträchtlichen Haushaltsdefiziten und steigenden öffentlichen Schuldenquoten geprägt, die zu ungünstigen Finanzierungsbedingungen und der Verdrängung des privaten Sektors beitrugen.

Anfang der Neunzigerjahre wiesen die meisten Länder des Euroraums in ihren öffentlichen Finanzen erhebliche Ungleichgewichte auf. Im Jahr 1991 belief sich die durchschnittliche staatliche Defizitquote im Euro-Währungsgebiet (bezogen auf das BIP) auf 4,6 %, wobei die Mehrheit der Länder ein Defizit über dem später im EU-Vertrag festgelegten Referenzwert verzeichnete.³ Auch der Referenzwert für die Schuldenquote wurde in vielen Ländern überschritten, und die durchschnittliche Staatsverschuldung im Eurogebiet lag nur knapp unter 60 % des BIP (siehe Tabelle 1).

In den folgenden Jahren verschlechterten sich die Finanzierungssalden und die Schuldenquoten weiter. Dies spiegelte die haushaltspolitischen Auswirkungen der wirtschaftlichen Rezession der Jahre 1992 und 1993 wider, während sich beim konjunkturbereinigten Finanzierungssaldo für den Euroraum bereits eine allmähliche Verbesserung abzeichnete. Im Vorfeld der Währungsunion erfolgte später eine erhebliche Reduzierung des Defizits. Dies war vor allem im Jahr 1997 zu beobachten, als die durchschnittliche Staatsdefizitquote im Eurogebiet deutlich – um 1,7 Prozentpunkte auf 2,6 % – zurückging. Im selben Jahr kam auch der seit Anfang der Siebzigerjahre anhaltende Aufwärtstrend der öffentlichen Schuldenquote zum Stillstand. Anders ausgedrückt: Die Haushaltsdefizite waren 1997 so gering wie seit langem nicht mehr, was im Vergleich zu den voran-

³ Alle in diesem Beitrag verwendeten Daten sind der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission entnommen. Bei den Durchschnittswerten für den Euroraum handelt es sich um den mit dem BIP gewichteten Durchschnitt der zwölf Mitgliedstaaten.

gegangenen Jahrzehnten einen Wendepunkt darstellte.

In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, dass die erhebliche Reduzierung des Haushaltsdefizits zwischen 1991 und 1997 um 2 Prozentpunkte des BIP in einem verhältnismäßig ungünstigen wirtschaftlichen Umfeld gelang. Dies spiegelt sich in den Auswirkungen der konjunkturellen Komponente auf den Finanzierungssaldo wider, die in diesem Zeitraum eine Verschlechterung um mehr als 1 Prozentpunkt des BIP bewirkte (siehe Abbildung 1 a). Die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos, d. h. des Finanzierungssaldos ohne Zinsausgaben und bereinigt um konjunkturelle Einflüsse, wird in diesem Aufsatz – trotz gewisser Einschränkungen aufgrund von Berechnungsproblemen – als Indikator für die Konsolidierungsanstrengungen herangezogen. Sie wird in den Abbildungen 1 b und 2 b als „Konsolidierung“ bezeichnet. Diese Abbildungen zeigen die Entwicklung der Konsolidierungsanstrengungen der Länder im Zeitverlauf. Insgesamt gesehen wurden in den Jahren 1992 bis 1995 Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung erzielt. Dies belegt der kumulative Anstieg des konjunkturbereinigten Primärüberschusses um 1,4 Prozentpunkte des BIP während dieser Zeit.

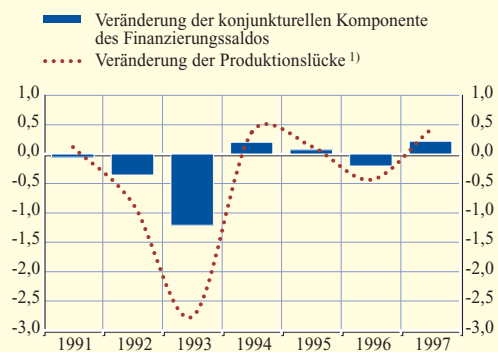
Verstärkte Anstrengungen zur Erfüllung der fiskalpolitischen Konvergenzkriterien für die Teilnahme an der dritten Stufe der WWU führten in den Jahren 1996 und 1997 zu einer merklichen Reduzierung der durchschnittlichen staatlichen Defizitquote im Euroraum. In diesen zwei Jahren erhöhte sich der konjunkturbereinigte Primärüberschuss um insgesamt 2,0 Prozentpunkte des BIP im Euroraum.

Trotz dieser entschlossenen und nachhaltigen Konsolidierungsanstrengungen gelang es erst 1997, die Aufwendungen für die Bedienung der Staatsschulden (d. h. den Anteil der Zinsausgaben am BIP) zu senken, da der allmähliche, wenn auch beträchtliche Rückgang des impliziten Zinssatzes auf Staatsschulden (der Anteil der Zinsausgaben an den Staatsschulden) die weiterhin steigende Schuldenquote nicht ausglich (siehe Abbildung 1 c).

Die Veränderung der Finanzlage der Länder des Euro-Währungsgebiets kann näher bestimmt werden, wenn man die Änderung des Finanzierungssaldos nach Einnahmen, (Primär-)Ausgaben ohne Zinsaufwendungen sowie nach Zinsausgaben aufgliedert. Bis 1997 wurden in vielen Ländern vermehrt einnahmenseitige Anpassungen vorgenommen; in manchen Ländern

Abbildung 1a Auswirkungen der Konjunktur auf den Finanzierungssaldo zwischen 1991 und 1997

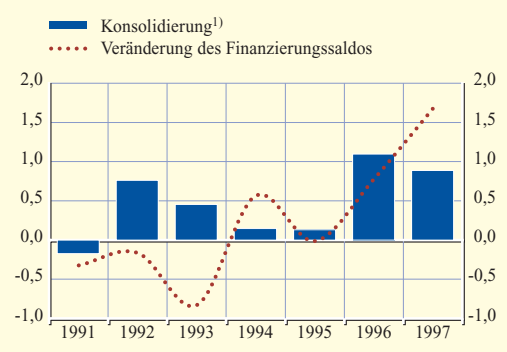
(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen und Schätzungen der Produktionslücke beruhen auf Kommissions-Methodik.
1) Definiert als Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem BIP, ausgedrückt in Prozent des potenziellen BIP zu Marktpreisen des Jahres 1998.

Abbildung 1b Veränderungen des Finanzierungssaldos und Konsolidierung¹⁾

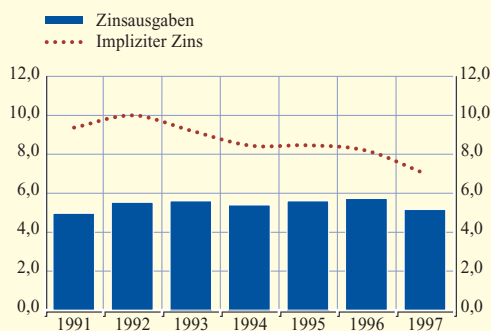
(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
1) Definiert als jährliche Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos.

Abbildung 1c Zinsbelastung durch öffentliche Verschuldung zwischen 1991 und 1997

(in Prozentpunkten des BIP; in % p. a.)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank).

übertrafen diese sogar die ausgabenseitigen Anpassungen. Zwischen 1992 und 1997 stieg die Einnahmenquote für das Euro-Währungsgebiet um 2,9 Prozentpunkte auf 47,6 % im Jahr 1997. Mit einem Anstieg um 4,1 Prozentpunkte im selben Zeitraum weist die konjunkturbereinigte Einnahmenquote zudem darauf hin, dass vermehrt Anpassungen auf der steuerlichen Seite vorgenommen wurden. In einer Reihe von Ländern wurden jedoch diskretionäre Steuererhöhungen als temporäre Maßnahmen durchgeführt, die sich nicht nachhaltig auf die Haushaltskonsolidierung auswirkten.

Während dieses Zeitraums bewegte sich die Gesamtausgabenquote (bezogen auf das BIP) meist leicht über dem Wert von 50 %. Der Anstieg um mehr als 2 Prozentpunkte zwischen 1991 und 1995 wurde in den zwei nachfolgenden Jahren teilweise wieder umgekehrt. Somit wurde der Trend steigender Ausgaben der öffentlichen Hand, der während der Achtzigerjahre in den meisten Ländern festzustellen war, zumindest zum Stillstand gebracht.

Insgesamt deuten die zwischen Anfang der Neunzigerjahre und 1997 unternommenen erheblichen Konsolidierungsanstrengungen darauf hin, dass die Unterzeichnung des EU-Vertrags und die Verabschiedung des finanzpolitischen Rahmens der EU die Haushaltsdisziplin in diesem Zeitraum förderten. Die Konsolidie-

rung beruhte jedoch vor allem auf Mehreinnahmen, während die Primärausgaben im Euro-Währungsgebiet im Durchschnitt leicht anstiegen.

3 DIE FINANZPOLITIK AB 1998

Seitdem im Frühjahr 1998 die Entscheidung darüber gefallen war, welche Mitgliedstaaten von Beginn an der dritten Stufe der WWU angehören würden, war die Finanzpolitik bei der Erreichung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Ziele nur teilweise erfolgreich. Zunächst sank das durchschnittliche Defizit im Euro-Währungsgebiet weiter, und viele Länder erzielten solide Haushaltspositionen. Später setzte jedoch in den meisten Ländern eine Verschlechterung der Finanzierungssalden ein, die nicht nur auf die sich eintrübende gesamtwirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen war. In einigen Ländern, darunter die größten Länder des Euro-Währungsgebiets, traten wieder erhebliche finanzpolitische Ungleichgewichte auf. Im Jahr 2001 lag das portugiesische Haushaltsdefizit über dem Referenzwert von 3 % des BIP, und Deutschland und Frankreich überschritten den Referenzwert sowohl 2002 als auch 2003.

Bei der durchschnittlichen Defizitquote im Eurogebiet, die von 1997 bis 2000 allmählich gesunken war, zeichnet sich seitdem wieder ein Aufwärtstrend ab (siehe Tabelle 2). Für 2003 geht man von einem durchschnittlichen Haushaltsdefizit in Höhe von 2,8 % des BIP aus, was in etwa dem Niveau von 1997 entspricht. Die Schuldenquote der öffentlichen Hand ging in nahezu allen Ländern zurück, und die durchschnittliche Staatsverschuldung fiel von ihrem Spitzenwert von 75,4 % des BIP im Jahr 1997 auf 69,0 % im Jahr 2002. 2003 dürfte sie sich jedoch zum ersten Mal seit Einführung der gemeinsamen Währung erhöht haben, und es wird davon ausgegangen, dass der Wert von 70 % des BIP leicht überschritten wurde.

Was den Zeitraum von 1998 bis 2003 betrifft, so ist festzustellen, dass sich die Auswirkungen

Tabelle 2 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet zwischen 1998 und 2003

(in % des BIP)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Finanzierungssaldo	-2,3	-1,3	-0,9	-1,6	-2,2	-2,8
Konjunkturelle Komponente	0,0	0,4	0,9	0,6	0,1	-0,6
Zinsausgaben	4,8	4,3	4,1	4,0	3,6	3,6
Konjunkturbereinigter Primärsaldo	2,5	2,6	2,3	1,7	1,3	1,3
Bruttoverschuldung	73,7	72,7	70,2	69,2	69,0	70,4

Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

des Konjunkturverlaufs auf den Finanzierungssaldo, die von 1998 bis 2000 positiv gewesen waren, in den Jahren 2001 bis 2003 ins Negative umkehrten (siehe Abbildung 2 a). Somit trug das starke Wirtschaftswachstum zunächst zu einer Verbesserung des gesamten Finanzierungssaldos bei, bis die negative Auswirkung der konjunkturellen Abschwächung spürbar wurde.

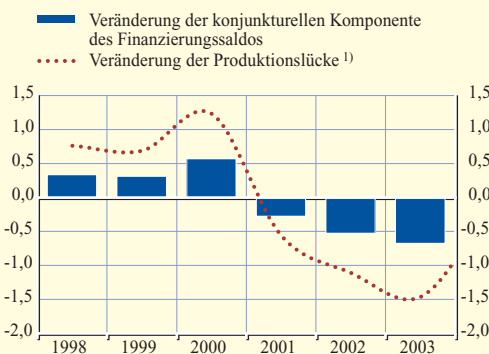
Wenngleich die Entwicklung der Finanzpolitik in der Zeit zwischen 1998 und 2003 von Land zu Land variierte, blieben die finanzpolitischen Zügel im Euroraum insgesamt gelockert. Aus Abbildung 2 b ist eine Verringerung des konjunkturbereinigten Primärüberschusses, vor allem in den Jahren 2000 bis 2002, ersichtlich. Zieht man 1997 als Referenzjahr heran, so ist

zwischen 1998 und 2003 ein deutlicher Rückgang der Zinsausgaben um 1,6 Prozentpunkte des BIP festzustellen (siehe Abbildung 2 c). Diese Entwicklung ist vor allem auf ein starkes Absinken der Lang- wie auch der Kurzfristzinsen zurückzuführen. Die Abnahme der Schuldenquote um rund 5 Prozentpunkte wirkte sich in weitaus geringerem Maße auf die Zinsausgaben aus.

Auch die Analyse der wichtigsten Haushaltskomponenten, d. h. der Einnahmen und Ausgaben, im Zeitraum von 1998 bis 2003 ist aufschlussreich: Die Einnahmen gingen mit nahezu 1,5 Prozentpunkten des BIP merklich zurück, sodass die Einnahmenquote im Jahr 2003 46,2 % betragen haben dürfte. Die Auswirkungen

Abbildung 2a Auswirkungen der Konjunktur auf den Finanzierungssaldo zwischen 1998 und 2003

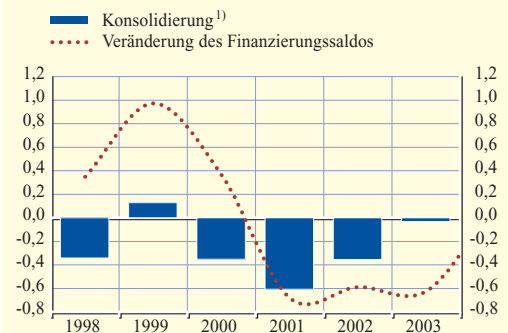
(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen und Schätzungen der Produktionslücke beruhen auf Kommissions-Methodik.
1) Definiert als Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem BIP, ausgedrückt in Prozent des potenziellen BIP zu Marktpreisen des Jahres 1998.

Abbildung 2b Veränderungen des Finanzierungssaldos und Konsolidierung¹⁾

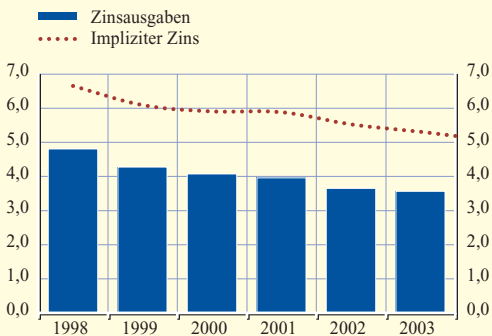
(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
1) Definiert als jährliche Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos.

Abbildung 2c Zinsbelastung durch öffentliche Verschuldung zwischen 1998 und 2003

(in Prozentpunkten des BIP; in % p. a.)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank).

gen der diskretionären Steuersenkungen auf den Finanzierungssaldo wurden durch einen weiteren, wenngleich moderaten, Anstieg der Primärausgaben auf voraussichtlich 45,4 % des BIP im Jahr 2003 verstärkt. Infolgedessen nahm der Primärüberschuss deutlich, nämlich um 1,8 Prozentpunkte des BIP, ab.

Rechnet man die konjunkturellen Einflüsse auf die Einnahmen und Ausgaben heraus, so kann die Entwicklung dieser Quoten weiter analysiert werden. Hierdurch kann Aufschluss über die trendmäßige Entwicklung dieser wichtigen Haushaltskomponenten gewonnen werden. Während die durchschnittliche konjunkturbereinigte Einnahmenquote für das Euro-Währungsgebiet zwischen 1998 und 2003 um etwa 1½ Prozentpunkte abnahm, blieb die konjunkturbereinigte Primärausgabenquote weitgehend unverändert.

Seit 1998 kann man daher hinsichtlich der Entwicklung der öffentlichen Finanzen bestenfalls von einem uneinheitlichen Bild sprechen. Die Haushaltsdefizite im Euroraum gingen zunächst weiter zurück, und die automatischen Stabilisatoren wirkten größtenteils durch Anpassung derjenigen Haushaltspositionen, die auf die konjunkturelle Entwicklung reagieren. Die Finanzierungssalden verbesserten sich während der Jahre hohen Wirtschaftswachstums jedoch nicht in ausreichendem Maße. Im Laufe der an-

schließenden Konjunkturabkühlung im Euro-Währungsgebiet verschlechterten sich darüber hinaus auch die konjunkturbereinigten Primärsalden erheblich. Die finanzpolitische Lockerung verbarg sich hinter geringeren Zinsausgaben, die neben Preisstabilität, sinkenden Zinsen und abnehmenden Zinsdifferenzen eine Folge der gemeinsamen Währung waren. Auch war die Ausgabenzurückhaltung im Euro-Währungsgebiet im Schnitt nicht nennenswert. Es ist vor allem auf diese Entwicklungen zurückzuführen, dass sich Schätzungen zufolge das durchschnittliche Haushaltsdefizit im Euroraum 2003 dem Referenzwert von 3 % des BIP angenähert hat und einige Länder ein übermäßiges Defizit aufweisen.

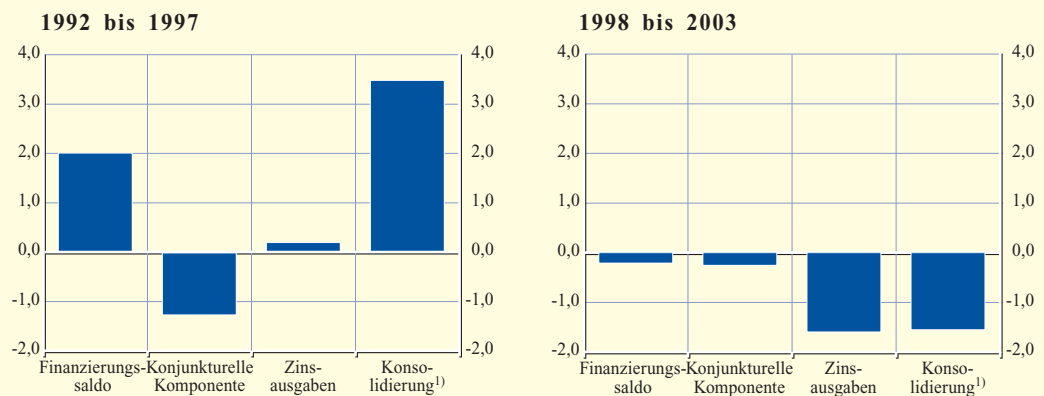
4 DIE BEWERTUNG VON HAUSHALTSKONSOLIDIERUNGSMASSNAHMEN UND -STRATEGIEN

Die günstige Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Vorfeld der Währungsunion, die stetigen, aber nicht immer ausreichenden Fortschritte bei der Senkung des Haushaltsdefizits in den darauf folgenden Jahren kräftigen Wirtschaftswachstums und das erneute Auftreten beträchtlicher Haushaltsungleichgewichte in den letzten Jahren ließen zwei Themen in den Vordergrund rücken: Zum einen, inwieweit die Länder ausreichende und dauerhafte Haushaltsanpassungen vorgenommen haben, um einen soliden Haushalt zu erreichen und den Rückgang der öffentlichen Schuldenquote zu beschleunigen. Und zum anderen, ob die von den Ländern angewandte finanzpolitische Strategie angemessen war. Die Fachliteratur, die sich mit tatsächlich vorgenommenen Haushaltskonsolidierungen befasst, untersucht die Bedingungen, unter denen durch Haushaltsanpassungen eine effektive und dauerhafte Verbesserung der öffentlichen Finanzen erzielt werden kann, die auch dem Wirtschaftswachstum möglichst förderlich ist. Konsens besteht in der Fachliteratur darüber, dass der Erfolg einer Strategie zur Haushaltskonsolidierung ganz entscheidend von ihrem Umfang, ihrer Effektivität (d. h. der Art der durchzuführenden Anpassungsmaßnahmen) und der jeweiligen Ausgangslage der öf-

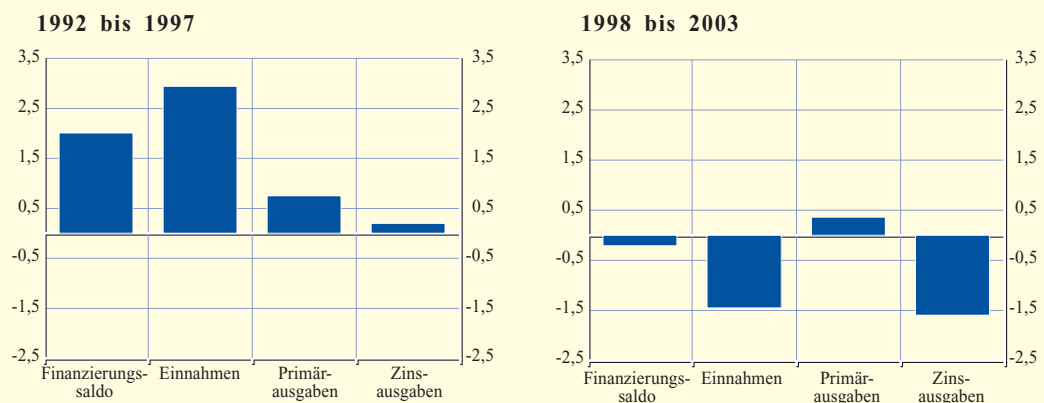
Abbildung 3 Entwicklung der öffentlichen Finanzen – Bestimmungsfaktoren und Komponenten

(in Prozentpunkten des BIP)

Veränderungen des durchschnittlichen staatlichen Haushaltssaldos im Euro-Währungsgebiet und der Bestimmungsfaktoren



Veränderungen des durchschnittlichen staatlichen Haushaltssaldos im Euro-Währungsgebiet: Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
1) Definiert als jährliche Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos.

fentlichen Finanzen abhängt. Die Art der Haushaltsanpassungsmaßnahmen ist besonders wichtig, da es Anzeichen dafür gibt, dass ausgabenseitige Anpassungen in der Regel wachstumsfreundlicher und nachhaltiger sind als auf Steuererhöhungen beruhende Anpassungen ohne gleichzeitige Ausgabenzurückhaltung.

Was den ersten Punkt, die stetigen und ausreichenden Konsolidierungsanstrengungen, betrifft, so waren die Erfahrungen nur teilweise positiv, da Konsolidierungsmaßnahmen in den

letzten Jahren entweder ausgesetzt oder sogar rückgängig gemacht wurden. Was den zweiten Punkt anbelangt, so weisen Konsolidierungsstrategien auch erhebliche Schwächen auf, vor allem angesichts der hohen Ausgaben- und Steuerquoten, die zur Verzerrung wirtschaftlicher Entscheidungen führen und die wirtschaftliche Dynamik im Euro-Währungsgebiet erheblich dämpfen (siehe Abbildung 3). Anfang bis Mitte der Neunzigerjahre wurde die deutliche Konsolidierung des Haushalts durch Steuererhöhungen erzielt. In den letzten Jahren wurde

diese Konsolidierung teilweise durch Steuer-senkungen, die die aus sinkenden Zinssätzen und zurückgehenden Schuldendienstzahlungen resultierende WWU-Prämie aufzehrten, umgekehrt. In den Jahren 1992 bis 2003 war die Zurückhaltung bei den Primärausgaben im Schnitt nicht rigoros genug, um den Konsolidierungsprozess abzuschließen und Steuersenkungen vornehmen zu können, ohne die Solidität der öffentlichen Finanzen zu gefährden.

Bei der Betrachtung der von den einzelnen Ländern des Euroraums vorgenommenen Haushaltsanpassungen bestätigt sich der Gesamteindruck hinsichtlich der zugrunde liegenden Konsolidierungsstrategien. Abbildung 4 zeigt auf Steuererhöhungen beruhende Anpassungen sowie ausgabenseitige Anpassungen (gemessen an der Veränderung der konjunkturbereinigten Einnahmenquote bzw. der konjunkturbereinigten Primärausgabenquote) in den Jahren 1992 bis 1997, sowohl für die einzelnen Länder als auch für das Euro-Währungsgebiet insgesamt. Die unter der diagonalen Linie befindlichen Punkte stehen für eine Verbesserung der Haushaltslage im Betrachtungszeitraum, während die

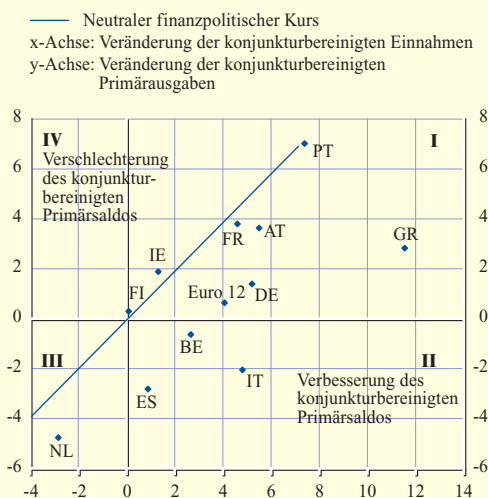
Punkte über der Linie eine Verschlechterung anzeigen. Die Punkte unter der Diagonalen im ersten Quadranten symbolisieren die Länder, denen die Haushaltsanpassung durch Steuererhöhungen, welchen teilweise vermehrte Ausgaben gegenüberstanden, gelang. Die Punkte im zweiten Quadranten stehen für die Länder, die zur Verbesserung ihrer Haushaltslage sowohl Steuererhöhungen als auch Ausgabenkürzungen vornahm. Im dritten Quadranten unter der Diagonalen sind die Länder zu finden, denen es trotz Steuersenkungen gelang, ihren Haushalt durch Ausgabenkürzungen zu konsolidieren.

Interessanterweise verteilen sich nahezu alle Länder des Euroraums auf den ersten bzw. den zweiten Quadranten. Dies weist auf eine auf Steuererhöhungen beruhende Konsolidierungsstrategie hin, deren Erfolg in fast allen Ländern (vor allem in Griechenland, Frankreich, Österreich und Portugal) durch steigende Ausgabenquoten geschmälert wurde. In anderen Ländern (Italien, Spanien und Belgien) wurde diese Strategie durch eine sinkende oder gleich bleibende Ausgabenquote weiter gestärkt. Die Positionierung der Niederlande im dritten Quadranten dagegen deutet sowohl auf eine fallende Steuer- als auch Ausgabenquote hin, was eine Haushaltskonsolidierung und eine Verschlan-kung des Staates nahe legt.

In den letzten Jahren änderten viele Länder ihre Einnahmen-, nicht aber ihre Ausgabenpolitik. Diskretionäre Maßnahmen, die auf die Reform der Steuersysteme und die Verringerung der Steuerlast abzielten, gingen in den meisten Ländern nicht mit ausreichenden Eindämmungen des Ausgabenwachstums einher. Die den Steuersenkungen zugrunde liegende Überlegung war, dass sich eine übermäßig hohe Besteuerung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital negativ auf die Konjunktur auswirken würde. Bedenken hinsichtlich der verzerrenden Effekte einer hohen Besteuerung auf Anreize sowie die Erwartung positiver, aus der Verringerung der Steuerlast resultierender Effekte führten zur Wahl einer Strategie, die den Steuersenkungen gegenüber der Haushaltsdisziplin den Vorzug gab.

Abbildung 4 Haushaltsanpassungen zwischen 1992 und 1997

(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
Anmerkung: Ohne Luxemburg.

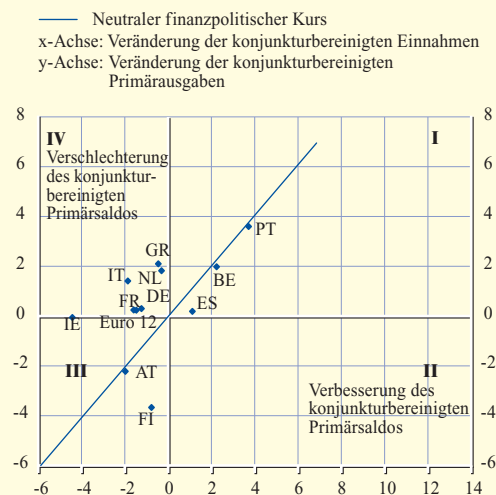
Am stärksten wurden die Einkommen- und Körperschaftsteuern gesenkt, vor allem in den Ländern des Euro-Währungsgebiets mit einer vergleichsweise hohen Einnahmenquote. In einigen Fällen täuschten die infolge des Konjunkturaufschwungs vorübergehend hohen Einnahmen über die Auswirkungen der diskretionären Steuersenkungen auf das Defizit hinweg. Infolgedessen wurde zu sehr in die aus der Senkung der Einkommensteuer resultierenden Selbstfinanzierungsmöglichkeiten vertraut, und die Änderungen wurden nicht immer durch entsprechende Haushaltskürzungen finanziert. Erst nach dem Ende der Hochkonjunktur zeigten sich die Auswirkungen dieser Politik in vollem Umfang. Im Gefolge der Konjunkturabkühlung und der fallenden Preise für Vermögenswerte Anfang 2000 sanken die Einnahmen, was in den meisten Ländern zu einer Verschlechterung der Haushaltslage führte.

Diese Steuersenkungsstrategie wirkte sich in den vergangenen Jahren bei der Mehrzahl der Länder negativ auf den konjunkturbereinigten Primärsaldo aus. Bestenfalls gelang es ihnen, diesen auf demselben Niveau zu halten. Abbildung 5, die die Jahre 1998 bis 2003 umfasst, bestätigt dies, da die meisten Länder über der Diagonalen liegen, was auf eine Verschlechterung ihrer Finanzierungssalden durch Steuersenkungen hindeutet. Darüber hinaus befindet sich die Mehrzahl der Länder über der horizontalen Achse; dies ist ein Anzeichen für eine expansive Ausgabenpolitik.

Die deutlichste Verschlechterung des Haushalts (gemessen am Abstand zwischen dem Punkt, der das jeweilige Land symbolisiert, und der Diagonalen in Abbildung 5) infolge von Steuersenkungen war in einigen der größten Länder des Euro-Währungsgebiets, nämlich in Deutschland, Frankreich, Italien und den Niederlanden, aber auch in Griechenland und Irland zu verzeichnen. In diesen Ländern ging die Durchführung umfangreicher Steuerreformen nicht mit ausreichenden Maßnahmen zur Stabilisierung der Primärausgabenquote einher. Somit wurden in diesen Ländern – darunter die

Abbildung 5 Haushaltsanpassungen zwischen 1998 und 2003

(in Prozentpunkten des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Herbst 2003 (AMECO-Datenbank). Konjunkturbereinigte Zahlen beruhen auf Kommissions-Methodik.
Anmerkung: Ohne Luxemburg.

Mehrzahl der Länder, deren Haushaltsdefizite im Jahr 2003 nahe am oder über dem Referenzwert lagen – zu einem gewissen Grad die in früheren Jahren vorgenommenen Haushaltsanpassungen umgekehrt. Im Gegensatz hierzu finanzierten die übrigen Länder diskretionäre Steuersenkungen durch Ausgabenkürzungen, oder sie erhöhten Steuern und Ausgaben gleichermaßen und behielten somit einen weitgehend neutralen finanzpolitischen Kurs bei. Die einzige Ausnahme hiervon bildete Finnland, das sich weiterhin um die deutliche Konsolidierung seines Haushalts bemühte.

Die unzureichende Haushaltskonsolidierung und das schleppende Wirtschaftswachstum der jüngsten Zeit spiegeln sich auch in der Entwicklung der Schuldenquote wider. Nachdem die durchschnittliche Schuldenquote im Euroraum einige Jahre in Folge gesunken war, dürfte sie sich 2003 wieder erhöht haben. Frankreich und Deutschland – wie zuvor bereits Belgien, Griechenland, Italien und Österreich – wiesen Schuldenquoten auf, die den Referenzwert von 60 % überschritten.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich sowohl der Umfang als auch die Art der ergriffenen Maßnahmen auf die Nachhaltigkeit und Wirksamkeit von Haushaltskonsolidierungen ausgewirkt haben dürften. Bis 1997 erfolgten beträchtliche Haushaltskonsolidierungen; in den nachfolgenden Jahren jedoch reichten die auf diesem Gebiet erzielten Fortschritte nicht in allen Ländern aus, um angemessene Sicherheitsmargen gegen unvorhergesehene und ungünstige Entwicklungen in der Wirtschaft aufzubauen. Ab 2001 traten daher als Folge der Steuersenkungen und des Konjunkturabschwungs innerhalb kurzer Zeit erhebliche Haushaltsungleichgewichte auf. Die Länder, deren Anpassungsmaßnahmen zwischen 1992 und 1997 vor allem auf Steuererhöhungen beruht hatten – darunter Italien und Deutschland –, ließen in den Folgejahren in ihren Konsolidierungsbestrebungen auch am stärksten nach. Insbesondere die mangelnde Ausgabendisziplin in einigen Ländern hat die Konsolidierung, den Spielraum für die Stabilisierung sowie die Aussichten für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beeinträchtigt.

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Betrachtung der Finanzpolitik der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets hat gezeigt, dass nach der Unterzeichnung des Vertrags von Maastricht hinsichtlich einer verstärkten Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen große Fortschritte erzielt wurden. Bemühungen um die Konsolidierung des Haushalts führten insbesondere dazu, dass das durchschnittliche Defizit im Euroraum 1997 unter 3 % des BIP sank. Der seit langem zu beobachtende Aufwärtstrend bei den öffentlichen Schuldenquoten kam zum Stillstand. Eine Reihe von Ländern erreichte wieder solidere Haushaltspositionen und schuf angemessene Margen für das Wirken automatischer Stabilisatoren, ohne das Risiko eines übermäßigen Defizits einzugehen. In einigen Ländern wurden Maßnahmen zur nachhaltigen Senkung der Schuldenquote getroffen; damit wurde ein Beitrag zur Vorbereitung auf die Überalterung der Gesellschaft ge-

leistet. Einige Länder übten Ausgabenzurückhaltung, was ihnen sowohl die Konsolidierung ihres Haushalts als auch Steuersenkungen ermöglichte.

Die Fortschritte im Hinblick auf die Erreichung der im finanzpolitischen Regelwerk der EU festgelegten Ziele sowie der Erfolg der finanzpolitischen Korrekturen variierten allerdings im Zeitverlauf und von Land zu Land. Die größten Fortschritte wurden zwischen 1992 und 1997 durch einnahmenseitige Anpassungen, darunter in einigen Fällen auch temporäre Maßnahmen, erzielt. Ab 1997 bis zum Jahr 2000 sank das durchschnittliche Defizit zunächst im Zuge des kräftigen Wirtschaftswachstums weiter. Als sich die Konjunktur jedoch anschließend abkühlte, zeigte sich, dass die erzielten Fortschritte in einigen Fällen nicht ausreichten, um das sichere Wirken der automatischen Stabilisatoren zu ermöglichen. Eine zusätzliche Lockerung der finanzpolitischen Zügel aufgrund mangelnder Ausgabenzurückhaltung und die Tatsache, dass Einsparungen bei den Zinsausgaben eher zur Finanzierung von Steuersenkungen als zur Haushaltskonsolidierung verwendet wurden, führten erneut zu beträchtlichen Haushaltsungleichgewichten. In den letzten Jahren überschritten einige Länder sogar den Referenzwert für das Haushaltsdefizit, und teilweise sind die Schuldenquoten weiterhin sehr hoch. Dies wirkt sich inzwischen negativ auf die Umsetzung der finanzpolitischen Regeln aus.

Die Mehrheit der Länder des Euro-Währungsgebiets muss nun bei der Erzielung eines soliden Haushalts Fortschritte machen, damit die Entwicklung der Defizit- und Schuldenquote auf einen tragfähigen Weg gebracht wird. Auch die notwendige Konsolidierung sowie die langfristigen Herausforderungen für die öffentlichen Finanzen verlangen umfangreiche finanzpolitische Strukturreformen. Hierbei kommt der finanzpolitischen Strategie eine entscheidende Rolle zu: Da die WWU-Prämie aus Einsparungen bei den Zinsausgaben bereits größtenteils verwendet wurde, muss eine weitere Konsolidierung erreicht werden, und die Finanzierung von Steuersenkungen muss in vollem Umfang

durch Zurückhaltung bei den Primärausgaben geleistet werden. Darüber hinaus kann eine gut durchdachte Ausgabenreform durch eine Verstärkung der Investitions- und Arbeitsanreize das Wirtschaftswachstum mittelfristig ankurbeln. In einem solchen wirtschaftlichen Umfeld wird das Vertrauen in die Konjunkturaussichten auch die Nachfrage steigern und jegliche Zielkonflikte – selbst kurzfristige – zwischen der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und dem Wirtschaftswachstum minimieren, wenn nicht beseitigen.

Schließlich zeigen die unzureichenden Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung seit der Einführung der gemeinsamen Währung auch, wie wichtig die strikte Umsetzung des finanzpolitischen Regelwerks in der WWU ist. Wenn in Zeiten wirtschaftlichen Wachstums – die vor uns liegen dürften – die Umsetzung des finanzpolitischen Regelwerks verstärkt in Angriff genommen wird, kann dies eine positive Spirale solider öffentlicher Finanzen, Struktur-reformen und hohen Wachstums in Gang setzen, die die gesamtwirtschaftliche Stabilität sowie die Preisstabilität stützt.



UMFRAGEN ZUR KONJUNKTUR-, PREIS- UND ARBEITSMARKTENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET – MERKMALE UND NUTZEN

Umfragen spielen bei der Analyse der konjunkturellen Lage aufgrund ihrer Zeitnähe und der Art der gewonnenen Informationen eine wichtige Rolle. Der vorliegende Artikel beschreibt, wie Umfrageergebnisse genutzt werden können. Zum einen können Analyseinstrumente entwickelt werden, die Rückschlüsse auf wirtschaftliche Eckdaten zulassen. Zum anderen können detaillierte Antworten der Befragten untersucht werden, um die für die Konjunktorentwicklung relevanten Wirtschaftsfaktoren zu bestimmen und ihre Bedeutung abzuwägen. Schließlich können Umfrageergebnisse neben ihrer Verwendung im Rahmen der regelmäßigen Beobachtung der Wirtschaftsentwicklung auch dazu dienen, die Folgen außergewöhnlicher Ereignisse relativ frühzeitig einzuschätzen.

Zu welchem Zweck die Umfrageergebnisse auch herangezogen werden: Es ist auf jeden Fall wichtig, sie mit Vorsicht zu interpretieren. Die Erfahrung hat nämlich gezeigt, dass Umfragedaten zuweilen irreführende Hinweise liefern können. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Erhebungen erst seit kurzem durchgeführt werden, da es schwierig ist, die Verlässlichkeit der Umfrageergebnisse einzuschätzen. Ganz allgemein sollten aus Umfragen gewonnene Daten stets im breiteren Kontext der im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB erfolgenden Wirtschaftsanalyse betrachtet werden.

I EINLEITUNG

Die Ergebnisse von Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung stellen eine wichtige – aber natürlich nicht die einzige – Informationsquelle für die Analyse der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet durch die EZB dar.¹ In diesem Aufsatz werden die Hauptmerkmale von Umfrageergebnissen und deren Nutzen für die Wirtschaftsanalyse beschrieben. Abschnitt 2 beschäftigt sich mit der Verfügbarkeit von Umfragen für das gesamte Eurogebiet. In Abschnitt 3 werden die Hauptmerkmale dieser Umfragedaten untersucht, und Abschnitt 4 befasst sich mit der Nützlichkeit von Umfrageergebnissen für die wirtschaftliche Analyse der EZB. Abschnitt 5 schließlich beinhaltet die Schlussbemerkungen.

2 UMFRAGEDATEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Umfragen liefern zeitnahe und wertvolle Hinweise darauf, wie die konjunkturelle Lage empfunden wird und welche Erwartungen sich an sie knüpfen. Die aus Umfragen gewonnenen Erkenntnisse ergänzen die in quantitativen Statistiken veröffentlichten Daten für das Euro-Währungsgebiet. Qualitative Erhebungen werden

mithilfe von Fragebögen durchgeführt, die im Allgemeinen aus einigen wenigen Fragen bestehen, bei denen die Befragten angeben sollen, ob sich die wirtschaftlichen Bedingungen (z. B. die aktuelle Geschäftslage) verbessert oder verschlechtert haben oder unverändert geblieben sind. Branchenumfragen werden für verschiedene Sektoren (z. B. das verarbeitende Gewerbe, den Dienstleistungssektor und den Einzelhandel) durchgeführt und richten sich an Führungskräfte, wohingegen Verbraucherumfragen unter einer Auswahl privater Haushalte durchgeführt werden. Neben qualitativen Fragen zur Einschätzung enthalten einige Erhebungen auch quantitative Fragen, z. B. zur Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe.

Für das Euro-Währungsgebiet stehen vor allem zwei Umfragen zur Verfügung, deren Ergebnisse regelmäßig im Monatsbericht der EZB veröffentlicht und erläutert werden: 1) die von der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission veröffentlichten Umfragen und 2) die von NTC Research im Auftrag von Reuters durchgeführten Einkaufs-

¹ Siehe z. B. „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 1999 und „Der Informationsgehalt von Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom November 2001.

managerbefragungen. Die meisten Datenreihen für den Euroraum, die auf der Basis dieser Umfragen erstellt wurden, beziehen sich auf die konjunkturelle Entwicklung.

BRANCHEN- UND VERBRAUCHERUMFRAGEN DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION

Die harmonisierten Umfragen der Europäischen Kommission für das verarbeitende Gewerbe, das Baugewerbe, den Einzelhandel und den Dienstleistungssektor sowie die Verbraucherumfrage der Kommission liefern die umfassendsten Ergebnisse aller Umfragen für den Euroraum. Nationale Einrichtungen (z. B. Statistikämter, Meinungsforschungsinstitute und Wirtschaftsverbände) führen diese Befragungen im Auftrag der Kommission regelmäßig in allen EU-Mitgliedstaaten durch. Seit kurzem nehmen auch die beitragswilligen Länder an den Umfragen der Europäischen Kommission teil, wobei sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit den Erhebungen begonnen haben. Die nationalen Institute nehmen die von der Kommission festgelegten Fragen des harmonisierten Fragebogens mit auf. Einige Fragen beziehen sich auf die Vergangenheit (z. B. „Wie hat sich Ihre Produktion in den vergangenen drei Monaten entwickelt?“), während andere in die Zukunft gerichtet sind (z. B. „Wie werden sich Ihrer Meinung nach die Verbraucherpreise in den kommenden zwölf Monaten im Vergleich zum vergangenen Zwölfmonatszeitraum entwickeln?“) oder die gegenwärtige Lage betreffen (z. B. „Wie beurteilen Sie Ihre derzeitige Geschäftslage?“). Die Institute der einzelnen Länder können allerdings auch zusätzliche Fragen in die verschiedenen Erhebungen mit aufnehmen, um Informationen zur nationalen Verwendung zu sammeln.

Derzeit werden jeden Monat fünf Umfragen der Europäischen Kommission in folgenden Bereichen durchgeführt: Industrie (etwa 22 000 Unternehmen des Euroraums), Baugewerbe (7 500 Unternehmen), Einzelhandel (14 000 Unternehmen), Dienstleistungssektor (16 000 Unternehmen) und Verbraucher (20 000 private Haushalte). Die Befragungen in der Industrie, im Bau-

gewerbe und der Verbraucher enthalten einige Fragen, die nur vierteljährlich gestellt werden. Darüber hinaus wird die harmonisierte Investitionsumfrage in der Industrie, bei der Informationen zu Investitionsvorhaben von Unternehmen gesammelt werden, zweimal jährlich durchgeführt. Die Umfrage zu den weltwirtschaftlichen Aussichten (World Economic Survey), die jedes Quartal unter verschiedenen Wirtschaftsexperten aus aller Welt durchgeführt wird, ermöglicht eine Einschätzung der internationalen Wirtschaftslage. Zudem führt die Kommission Ad-hoc-Umfragen zu bestimmten Themen durch, so etwa 1999 eine Befragung zu bestimmten Aspekten des EU-Arbeitsmarkts.²

Anhand der monatlichen Umfragen der Europäischen Kommission werden zusammengesetzte Vertrauensindikatoren berechnet, in denen die Antworten auf eine Reihe verschiedener Fragen in einem Gesamtindikator zusammengefasst werden. Vertrauensindikatoren sind darauf ausgelegt, einen zusammenfassenden Indikator für das allgemein vorherrschende „Klima“ in den jeweiligen Wirtschaftssektoren zu liefern und die Entwicklung einer Bezugsgröße aus quantitativen Statistiken ausreichend darzustellen. So ist beispielsweise die Produktion im verarbeitenden Gewerbe die Bezugsgröße für den Vertrauensindikator der Industrie. Die Auswahl der Komponenten für die Berechnung von Vertrauensindikatoren wird von Zeit zu Zeit überprüft und aktualisiert. Zuletzt geschah dies im Jahr 2001, als die Kommission eine Änderung der Komponenten des Vertrauensindikators für die Verbraucher vornahm.

Die Kommission errechnet die Aggregate für das Euro-Währungsgebiet als gewichtete Durchschnitte auf der Grundlage der nationalen Ergebnisse und bereinigt die Aggregatreihen um saisonale Einflüsse. Die Ergebnisse der Umfragen der Europäischen Kommission werden in der Regel saldiert, d. h., sie werden als Differenz zwischen den prozentualen Anteilen

² Dies war nach 1985, 1989 und 1994 die vierte Erhebung dieser Art. Weitere Einzelheiten finden sich in „European Economy (Reports and Studies, No. 4 – 2000), Performance of the European Union Labour Market“.

der Befragten, die mit „ja“ oder „nein“ antworten, (in Form eines prozentualen Saldos) dargestellt.

Die monatlichen Umfragen der Kommission finden in den ersten zwei Wochen jedes Monats und die vierteljährlichen Umfragen in den ersten beiden Wochen jedes Quartals (d. h. im Januar, April, Juli und Oktober) statt. Die Kommission gibt die Umfrageergebnisse in der Regel am letzten Arbeitstag des Referenzmonats bekannt. Allerdings werden die Ergebnisse für die Monate August und September zeitgleich Ende September veröffentlicht. Für die Industrieumfrage werden nach Wirtschaftszweigen aufgegliederte Ergebnisse für die einzelnen Länder wie auch für den gesamten Euroraum veröffentlicht. Generell stehen die Ergebnisse der monatlichen Befragungen durch die Europäische Kommission für den gesamten Euroraum ab dem Jahr 1985 zur Verfügung; eine Ausnahme bildet die Dienstleistungsumfrage, für die seit 1995 Daten vorliegen, die seitdem mehr und mehr Dienstleistungen abdecken.

EINKAUFSMANAGERBEFRAGUNGEN

Im Auftrag von Reuters befragt das Forschungsinstitut NTC Research monatlich Einkaufsmanager im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums; insgesamt werden Informationen von mehr als 5 000 Unternehmen eingeholt. Diese Umfrage ist recht neu (Ergebnisse für das verarbeitende Gewerbe liegen seit 1997 vor, für den Dienstleistungssektor seit 1998). Die Ausgestaltung und die zugrunde liegende Methodik der Erhebungen weisen starke Ähnlichkeiten mit den Einkaufsmanagerumfragen in den Vereinigten Staaten auf. Allgemein dienen solche Erhebungen dazu, zeitnah Aufschluss über aktuelle oder jüngere Konjunktur- und Preisentwicklungen zu geben.

Die Einkaufsmanagerbefragung im verarbeitenden Gewerbe wird derzeit in acht Ländern des Euroraums durchgeführt, die insgesamt mehr als 90 % des Eurogebiets (in BIP-Gewichten) ausmachen, während im Hinblick auf den

Dienstleistungssektor zurzeit fünf Euro-Länder mit einem Gesamtanteil von 80 % des Euro-Währungsgebiets befragt werden. Die Fragebögen der Einkaufsmanagerumfrage enthalten vorwiegend Fragen zur gegenwärtigen Lage; die Befragten sollen Auskunft geben, in welche Richtung sich der Indikator im Vergleich zur Situation von vor einem Monat verändert hat (z. B. „Ist der Auftragseingang in Ihrem Unternehmen höher oder niedriger als vor einem Monat bzw. ist er unverändert?“).

Anhand des Prozentsatzes der Befragten, die mit „ja“, „nein“ oder „unverändert“ antworten, werden Diffusionsindikatoren erstellt, bei denen ein Wert von 50 für ein unverändertes Niveau der betreffenden Variable steht. Werte, die oberhalb (unterhalb) dieses theoretischen Schwellenwerts liegen, zeigen also einen Anstieg (Rückgang) der Variablen gegenüber dem Vormonat an.

Es gibt verschiedene Fragestellungen für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor; für das verarbeitende Gewerbe sind sie detaillierter und beziehen sich beispielsweise auf das Einkaufs- oder das Fertigwarenlager. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe ist ein zusammengesetzter Index, der aus Indizes des Auftragseingangs, der Produktion, der Beschäftigung, der Lieferfristen und des Einkaufslagers ermittelt wird. Die Antworten auf die in beiden Einkaufsmanagerumfragen enthaltenen Fragen (z. B. zu Produktion, Neugeschäft, Vorleistungspreisen und Beschäftigung) dienen als Grundlage für die Berechnung zusammengesetzter Indizes für das Euro-Währungsgebiet.

Die Befragung der Einkaufsmanager wird zur Monatsmitte durchgeführt, und die Ergebnisse für den Euroraum werden am ersten Arbeitstag (für das verarbeitende Gewerbe) bzw. dritten Arbeitstag (für den Dienstleistungssektor und die zusammengesetzten Indizes) nach Ende des Referenzmonats veröffentlicht. Die nach Branchen untergliederten Ergebnisse für das Eurogebiet werden nicht bekannt gegeben.

3 MERKMALE DER UMFRAGEDATEN

Umfragedaten weisen einige Merkmale auf, durch die sie für die Konjunkturanalyse von Nutzen sein können. Ein für die Verwendung von Erhebungen interessantes Hauptmerkmal ist die zeitnahe Veröffentlichung solcher Daten im Vergleich zu amtlichen Statistiken von Eurostat. Trotz Verbesserungen in diesem Bereich werden amtliche Statistiken für das Euro-Währungsgebiet oftmals mit relativ langen Verzögerungen veröffentlicht.³ Für den Euroraum liegen die Ergebnisse der Umfragen der Europäischen Kommission und der Befragung der Einkaufsmanager bis zu drei Monate vor der Veröffentlichung amtlicher Statistiken vor.

Darüber hinaus stehen Umfragedaten in der Regel monatlich zur Verfügung. Obwohl monatliche Daten häufig recht stark schwanken und es beispielsweise erforderlich sein kann, sie saisonal zu bereinigen, stellt ihre monatliche Verfügbarkeit im Vergleich zu anderen Informationsquellen einen Vorteil dar. Die Daten zum BIP für das Euro-Währungsgebiet werden beispielsweise vierteljährlich veröffentlicht. Zusammen mit zeitlichen Verzögerungen bei der Veröffentlichung könnte dies zu großen Abständen zwischen den Berichtszeiträumen der zuletzt verfügbaren Statistiken und der Gegenwart führen. Dies spielt vor allem bei der Einschätzung der Wirtschaftslage in denjenigen Sektoren eine Rolle, für die wenige oder gar keine monatlichen Statistiken vorliegen. Ein gutes Beispiel hierfür ist der Dienstleistungssektor, für den lediglich monatliche Datenreihen zu Einzelhandelsvolumina vorliegen, die nur einen geringen Teil des Dienstleistungssektors abdecken. Die Ergebnisse der Umfragen der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerbefragung im Dienstleistungssektor liefern somit auf monatlicher Basis potenziell nützliche Informationen.

Drittens sind Umfragedaten bei einigen Aspekten der Wirtschaftsentwicklung die primäre Quelle für direkte Informationen. So gehen Angaben zur Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe nur aus den Umfragen der Euro-

päischen Kommission hervor. Ein zweites Beispiel betrifft die Erzeugerpreise im Dienstleistungssektor, für die ein Indikator im Rahmen der Einkaufsmanagerumfrage erstellt wird. Zeitnahe Daten zur Preisentwicklung in früheren Phasen der Produktionskette in diesem Sektor liegen für den Euroraum nicht vor, wengleich sie ein wichtiger Bestandteil des Preisbildungsprozesses insgesamt sind.

Viertens sind einige Umfragedaten tendenziell weniger volatil als die quantitativen Statistiken, auf die sie sich beziehen. Dies ist auf die Art der Informationen zurückzuführen, die den Umfragedaten und amtlichen Statistiken zugrunde liegen. Einschätzungen, die aus einigen Erhebungen hervorgehen, verändern sich in der Regel nur allmählich, während amtliche Statistiken auch Einmalfaktoren wie ungewöhnliche Witterungsbedingungen, Streiks usw. widerspiegeln. Die weniger stark schwankende Entwicklung von Umfragen hat theoretisch zur Folge, dass Wendepunkte anhand dieser Daten rascher erkannt werden. Bei Umfragen reichen tatsächlich wenige Beobachtungswerte aus, um einen Umschwung der Konjunktorentwicklung festzustellen. Allerdings weisen die Datenreihen je nach Erhebung unterschiedliche Eigenschaften auf. Wie regelmäßig im Monatsbericht dargelegt, sind vor allem die Ergebnisse der von der Europäischen Kommission durchgeführten Befragungen im Baugewerbe und im Einzelhandel der Tendenz nach recht volatil.

Ein weiteres Merkmal von Umfragedaten besteht schließlich darin, dass keine Revisionen vorgenommen werden, während dies bei amtlichen Statistiken gang und gäbe ist. Erste Schätzungen quantitativer Statistiken beruhen häufig auf unvollständigen Informationen. Sobald umfassendere Informationen zur Verfügung stehen, werden die Zahlen in der Regel revidiert, wodurch die Verlässlichkeit der Schätzungen verbessert wird. Umfragedaten werden hinge-

³ Einzelheiten zu den jüngsten Fortschritten bei der Verfügbarkeit und den zeitlichen Verzögerungen bei der Veröffentlichung kurzfristiger Statistiken für den Euroraum finden sich im Beitrag „Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für das Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 2003 sowie in Kasten 7 des Monatsberichts vom September 2003.

gen keiner Revision unterzogen. Dies könnte jedoch dazu führen, dass einige Informationen (z. B. wegen des späten Eingangs ausgefüllter Fragebögen) nicht in den Umfrageergebnissen enthalten sind.

Bei der Verwendung von Umfragedaten sind jedoch auch einige Einschränkungen zu beachten. So geben Erhebungen in der Regel zwar nur qualitative Bewertungen wieder, werden jedoch häufig quantitativ interpretiert. In diesem Zusammenhang ist jedoch Vorsicht geboten, wenn die Umfrageergebnisse für quantitative Schätzungen der amtlichen Statistiken herangezogen werden. Die Gliederung ist bei den Umfragedaten nicht so tief wie bei den quantitativen Wirtschaftsstatistiken. Hinzu kommt, dass die Ergebnisse sektorenübergreifender Umfragen nicht zwangsläufig konsistent sind, wie es bei den vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Fall ist. Schließlich kann es sein, dass die Anreize für die Befragten, qualitative Antworten auf die Fragen der Erhebung zu geben, zuweilen begrenzt sind. Dies dürfte für Branchenumfragen weniger relevant sein als für Verbraucherumfragen, da Erstere normalerweise an Führungskräfte gerichtet sind, die zu allen einschlägigen Informationen über ihr Unternehmen Zugang haben. Antworten, die nicht auf sämtlichen verfügbaren Informationen basieren, könnten möglicherweise eine Fehlerquelle für die Umfragedaten darstellen.

4 VERWENDUNG VON UMFRAGEDATEN BEI DER WIRTSCHAFTSANALYSE

Nach der Darstellung der Merkmale von Umfragedaten, die für die Konjunkturanalyse potenziell von Nutzen sind, wird in diesem Abschnitt anhand einiger Beispiele veranschaulicht, wie Umfrageergebnisse in die wirtschaftliche Analyse der EZB einfließen. Der erste Teil konzentriert sich auf die Verwendung von Umfragen zur Quantifizierung wichtiger Wirtschaftsindikatoren wie dem Wachstum des realen BIP oder der Erzeugerpreise vor deren Veröffentlichung. Auf qualitativen Umfragen ba-

sierende Rückschlüsse können informell gezogen werden, beispielsweise anhand von Grafiken, oder mithilfe von ökonometrischen Berechnungen. Der letztgenannte Ansatz wird im Kasten anhand eines Beispiels näher erläutert. Der zweite Teil dieses Abschnitts gibt Aufschluss darüber, inwieweit Umfragen zur Identifizierung von Determinanten der Wirtschaftsentwicklung verwendet werden können. In diesem Zusammenhang wird betont, wie nützlich Umfragen sind, wenn die Wirtschaft unter dem Einfluss außergewöhnlicher Umstände steht, wie es um die Jahreswende 2001/2002 der Fall war.

AUSSAGEKRAFT VON UMFRAGEERGEBNISSEN IM HINBLICK AUF DIE AMTLICHEN STATISTIKEN

In einigen Fällen beziehen sich die Fragen auf eine bestimmte wirtschaftliche Schlüsselgröße, sodass die Antworten unmittelbar Rückschlüsse auf die Entwicklung der amtlichen Statistiken zulassen. So werden in den Umfragen der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerbefragung die Unternehmen aufgefordert, die sektorale Wirtschafts- und Preisentwicklung zu beurteilen und sich zu ihren diesbezüglichen Erwartungen zu äußern. Diese Fragen betreffen denselben Aspekt der Wirtschaftsentwicklung wie die Produktions- und Preisangaben aus amtlichen Statistiken für einen bestimmten Sektor. Entsprechend kann die Einschätzung der gegenwärtigen und künftigen Beschäftigungslage durch die Unternehmen als qualitatives Gegenstück zu quantitativen Statistiken über die Anzahl der Beschäftigten betrachtet werden.

Abbildung 1 zeigt, dass die Entwicklung des Vertrauens der Industrie und jene des EMI für das verarbeitende Gewerbe mit den Wachstumsraten der Produktion im verarbeitenden Gewerbe stark korrelieren. Daher dürften Umfrageergebnisse nützliche Informationen zur konjunkturellen Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe liefern. Darüber hinaus signalisierten die beiden Umfragen zeitnah Wendepunkte bei der Produktion des verarbeitenden Gewerbes (siehe Abbildung 1). So folgte auf eine starke Zunah-

me des Vertrauens in der Industrie und des EMI für das verarbeitende Gewerbe Anfang 2002 rasch eine Beschleunigung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe. Dieser Vertrauenszuwachs wurde jedoch weitgehend von hohen Produktionserwartungen, die sich nie gänzlich erfüllten, bestimmt. Folglich signalisierten Daten aus qualitativen Umfragen einige Monate später zurecht eine erneute Abschwächung der Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe. In der Abbildung lassen sich die Umfrageergebnisse an der rechten Skala ablesen. Angesichts der zeitnäheren Veröffentlichung der Umfragedaten können diese Ergebnisse für erste Schätzungen der Wachstumsraten der Produktion im verarbeitenden Gewerbe herangezogen werden.

Es ist jedoch eine gewisse Vorsicht angebracht, wenn der Vertrauensindikator für die Industrie verwendet wird, um Rückschlüsse auf die Produktionsentwicklung zu ziehen. Die Abbildung zeigt, dass die Korrelation zwischen den Umfragedaten und der tatsächlichen Entwicklung keineswegs perfekt ist und sich im Zeitverlauf ändern kann. In einigen Fällen hinkten die Umfragedaten konjunkturellen Wendepunkten hinterher. Dies war beispielsweise zu Jahresbeginn 1999 beim Vertrauensindikator der Euro-

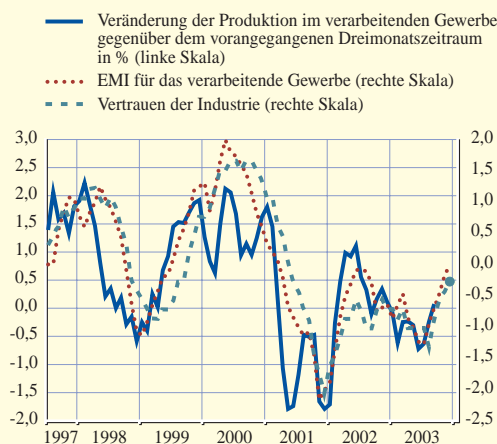
päischen Kommission für die Industrie der Fall. Den Fragebögen der Einkaufsmanagerumfragen zufolge sollten die Ergebnisse Veränderungen des Produktionswachstums gegenüber dem Vormonat widerspiegeln, da die Unternehmen zur Produktionsentwicklung im Vergleich zum vorangegangenen Monat befragt werden.

Abbildung 2 zeigt, wie der EMI für das verarbeitende Gewerbe und die Produktion (zeitlich vor- bzw. nachgelagert) korrelieren. Der prozentuale Anstieg der Produktion wird anhand der einmonatigen und der dreimonatigen Veränderungen berechnet. Zudem werden Produktionsveränderungen auch auf Basis eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts berechnet. Aus den Ergebnissen geht hervor, dass Daten aus qualitativen Umfragen enger mit dem glatteren Verlauf der Wachstumsraten der Produktion im verarbeitenden Gewerbe verknüpft sind (d. h. mit ihr korrelieren), die auf gleitenden Dreimonatsdurchschnitten basieren.

Darüber hinaus verläuft die Entwicklung des EMI anscheinend zeitgleich mit den Wachstumsraten der Produktion gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, während sie den Veränderungen gegenüber dem Vormonat etwas hinterherhinkt. Dies deutet darauf hin, dass Umfragen nicht dafür geeignet sind, sehr kurzfristige Produktionsveränderungen zu antizipieren. Insgesamt betrachtet scheinen Umfrageergebnisse eine gewisse Trägheit aufzuweisen und sollten daher dahingehend interpretiert werden, dass sie eher Trends über mehrere Monate abbilden als monatliche Entwicklungen, wie sie in den Umfragen beobachtet werden. Die Erfahrung hat auch gezeigt, dass der theoretische Schwellenwert von 50 Indexpunkten für den EMI, der zwischen Perioden mit positivem und solchen mit negativem Wirtschaftswachstum unterscheiden soll, in der Praxis nicht immer eine derartige Signalwirkung hat. Im Allgemeinen sollten bei der Interpretation der Veränderungen der Umfragereihen auch ihre Niveaus berücksichtigt werden.

Abbildung 1 EMI für das verarbeitende Gewerbe, Vertrauen der Industrie und Produktionswachstum im verarbeitenden Gewerbe

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Umfragedaten als Abweichung vom Mittelwert dividiert durch die Standardabweichung)

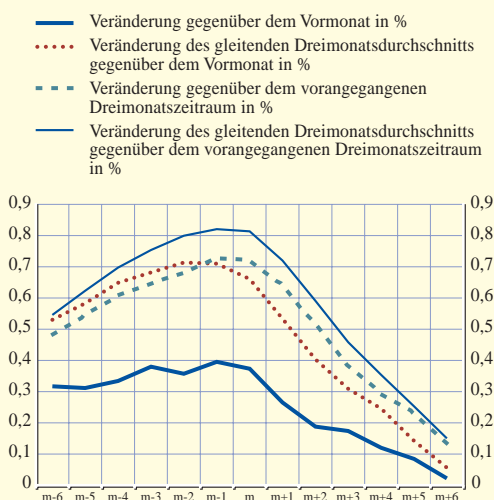


Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.

Ein weiteres Beispiel für quantitative Schlussfolgerungen liefern die Fragen der Einkaufsma-

Abbildung 2 Lag- und Leadstruktur von EMI und Produktion im verarbeitenden Gewerbe

(Korrelation zwischen EMI und verschiedenen Transformationen der Produktion im verarbeitenden Gewerbe)



Quellen: Eurostat, Reuters und EZB-Berechnungen.

nagerbefragung und der Umfragen der Europäischen Kommission, bei denen es um die Preisentwicklung im verarbeitenden Gewerbe geht. Abbildung 3 zeigt diese Umfrageergebnisse sowie die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise im verarbeitenden Gewerbe. Diese Daten sind von besonderer Bedeutung, da sie dazu beitragen, bereits in früheren Phasen der Produktionskette einen Preisdruck festzustellen, der in der Folge auf Fertigwaren und Verbraucherpreise übergewälzt werden könnte.

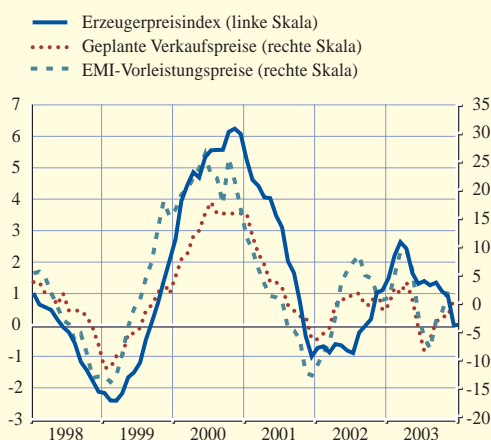
Es gibt jedoch einen konzeptionellen Unterschied zwischen der Einkaufsmanagerbefragung und den Umfragen der Europäischen Kommission. Während die Einkaufsmanager zur Preisentwicklung im vergangenen Monat befragt werden, geht es bei den Umfragen der Europäischen Kommission um die für die kommenden drei Monate geplanten Verkaufspreise. Das heißt, dass die Einkaufsmanagerumfrage vergangenheitsorientiert ist und daher theoretisch am besten mit den zeitgleichen Veränderungsraten des Erzeugerpreisindex (EPI) gegenüber dem Vormonat übereinstimmt. Dage-

gen sind die aus den Erhebungen der Europäischen Kommission gewonnenen Daten zukunftsorientiert und dürften daher am stärksten mit Veränderungen des EPI mit einer zeitlichen Verzögerung von drei Monaten übereinstimmen. Allerdings weisen die Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung und der Erhebungen der Europäischen Kommission ungeachtet der zugrunde liegenden Fragestellungen in der Praxis eine stärkere Korrelation mit den zeitgleichen Jahresänderungsraten des EPI auf.

Um aus Umfragedaten verlässliche quantitative Rückschlüsse zu ziehen, sind im Allgemeinen relativ lange Datenreihen erforderlich, unabhängig davon, ob man sich auf eine grafische Untersuchung oder eine Regressionsanalyse stützt. Dies stellt derzeit ein Problem für einige Umfragen dar, für die historische Daten erst seit der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre vorliegen. Daher ist Vorsicht geboten, da es weiterer Beobachtungen bedarf, um Vertrauen in quantitative Schätzungen auf der Grundlage qualitativer Umfragen aufzubauen.

Abbildung 3 Erzeugerpreise, geplante Verkaufspreise und EMI im verarbeitenden Gewerbe

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Saldo in % und Diffusionsindex)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Der EMI-Teilindex zu den Vorleistungspreisen ist als Abweichung vom Schwellenwert von 50 Indexpunkten dargestellt.

SCHÄTZUNG DES REALEN BIP-WACHSTUMS ANHAND VON UMFRAGEERGEBNISSEN

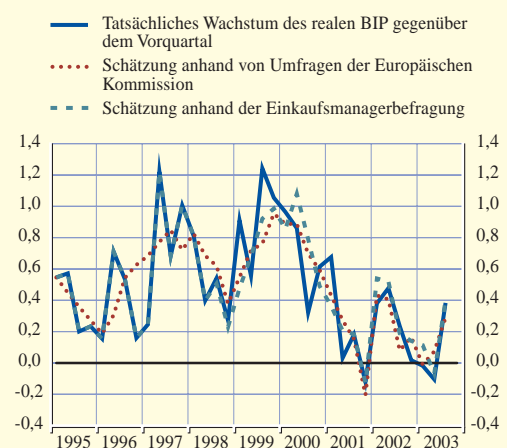
Wirtschaftsanalysten ziehen für Schätzungen zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Währungsgebiet im jeweils aktuellen Quartal üblicherweise qualitative Umfragen heran, deren Ergebnisse vor der Veröffentlichung der amtlichen Statistiken vorliegen. In diesem Kasten werden die dabei verwendeten Methoden kurz erläutert und die Vorzüge solcher Schätzhilfen dargelegt. Des Weiteren werden die wichtigsten bei der Interpretation dieser Schätzungen zu beachtenden Einschränkungen beschrieben.

Die Verwendung von Umfrageergebnissen zur Schätzung des realen BIP-Wachstums bietet mehrere Vorteile. Erstens gibt es einfache Hilfsmittel, um aus qualitativen Umfragen quantitative Schätzungen des realen BIP-Wachstums abzuleiten (siehe weiter unten). Zweitens liefern diese auf Erhebungen beruhenden Schätzungen Informationen über die Entwicklung des realen BIP-Wachstums im aktuellen Quartal, da die Umfrageergebnisse zeitnah vorliegen. Somit sind sie der jeweils jüngsten Veröffentlichung von Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen um ein Vierteljahr voraus.¹ Drittens kann die Entwicklung der Schätzungen aufgrund der Veröffentlichung neuer Umfrageergebnisse von Monat zu Monat verfolgt werden. Und schließlich geben die Erhebungen in den verschiedenen Wirtschaftszweigen Aufschluss über den jeweiligen Beitrag jedes Sektors zur Gesamtkonjunktur. Dies kann für die Analyse der laufenden wirtschaftlichen Entwicklung hilfreich sein.

Der Zusammenhang zwischen auf Umfragen basierenden Indikatoren und dem tatsächlichen Konjunkturverlauf kann mithilfe einer Regressionsanalyse bestimmt werden. Anhand dieser Beziehung wird die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung auf der Grundlage der Umfrageergebnisse vorausgeschätzt. So erhält man eine Schätzung des realen BIP-Wachstums für das jeweilige Quartal, indem man zum Beispiel die Ergebnisse von Erhebungen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor unter Berücksichtigung der geschätzten Regression kombiniert. Die Verlässlichkeit von Schätzungen zur aktuellen Entwicklung hängt unter anderem von der Anzahl der Beobachtungswerte ab, anhand derer die Regression berechnet wird. Je weiter die Umfragedaten zurückreichen, desto verlässlicher sind in der Regel die Schätzungen. Bei einigen Umfrageergebnissen ist aufgrund der relativ kurzen Zeitreihen Vorsicht bei der Interpretation der daraus abgeleiteten Schätzungen des aktuellen BIP-Wachstums geboten. Dies gilt etwa für die Einkaufsmanagerbefragung und in etwas geringerem Maße für die Umfrage der Europäischen Kommission im Dienstleistungssektor.

Schätzungen zum jeweils aktuellen realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet anhand von Umfragen der Europäischen Kommission und der Einkaufsmanagerbefragung

(Veränderung gegen Vorquartal in %; saisonbereinigt)



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

¹ Eurostat veröffentlicht 45 bis 48 Tage nach Ende des Referenzquartals eine Schnell-Schätzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet.

Die Abbildung zeigt zum einen die Ergebnisse einer solchen Regression mit den Umfragen der Europäischen Kommission zum Vertrauen in der Industrie und im Dienstleistungssektor und zum andern mit den Einkaufsmanagerbefragungen zur Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor. Es wird deutlich, dass die Umfrageergebnisse im Durchschnitt eine recht gute Schätzung des realen BIP-Wachstums im Euroraum ermöglichen. Im Zeitraum, für den Ergebnisse aus der Einkaufsmanagerbefragung im Euro-Währungsgebiet vorliegen (also seit dem dritten Quartal 1998), lag der durchschnittliche Fehler beider in der Abbildung ausgewiesenen Schätzungen in absoluter Rechnung bei 0,15 Prozentpunkten. In einigen Quartalen können diese Fehler jedoch recht beträchtlich sein. Bei den abgebildeten Schätzreihen belief sich der größte Fehler seit dem dritten Vierteljahr 1998 auf 0,5 Prozentpunkte.

Diese Beispiele zeigen, dass Schätzungen zum aktuellen Wachstum des realen BIP, die auf Umfrageergebnissen beruhen, zwar hilfreich sein können, aber auch mit Vorsicht zu interpretieren sind. Die Erfahrung hat gezeigt, dass sie zuweilen die tatsächliche Entwicklung des realen BIP nicht korrekt abbilden. Daher müssen diese Schätzungen einer Gegenprüfung unterzogen werden, indem man Schätzwerte heranzieht, die mit anderen Methoden der Konjunkturanalyse gewonnen wurden. Bei diesen Methoden werden andere zusammengesetzte Konjunkturindikatoren verwendet, wie der OECD-Indikator, der EuroCOIN-Indikator und Indizes, die auf einer Vielzahl von eng mit der Wirtschaftsentwicklung korrelierenden Konjunktur- und Finanzmarktdaten beruhen.

BEISPIELE FÜR DIE AUSSAGEKRAFT VON UMFRAGEN IM HINBLICK AUF DIE DETERMINANTEN DER AKTUELLEN KONJUNKTURENTWICKLUNG

Die Antworten auf die Umfragen der Europäischen Kommission und auf die Einkaufsmanagerbefragungen erlauben nicht nur eine quantitative Einschätzung der Konjunktur- und Preisentwicklung, sondern geben auch wichtige Hinweise auf die Determinanten der Wirtschaftsentwicklung. Dies spielt bei der Analyse des Ausmaßes und der Dauer wirtschaftlicher Schocks im Euro-Währungsgebiet eine bedeutende Rolle. In diesem Unterabschnitt wird beispielhaft der jüngste Konjunkturverlauf untersucht, und es wird gezeigt, wie die Determinanten der Wirtschaftstätigkeit anhand von Umfrageergebnissen ermittelt wurden.

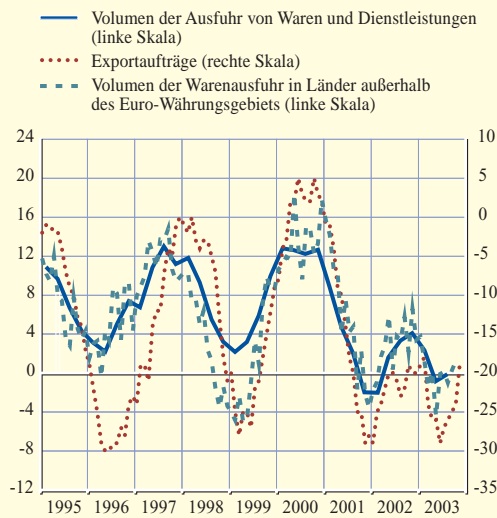
Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe berichteten zur Jahreswende 2002/2003 über rückläufige Exportaufträge. Dies deutete darauf hin, dass die Auslandsnachfrage nachgelassen hatte, was zu einer erneuten Schwäche im verarbeitenden Gewerbe in der ersten Jahreshälfte 2003 beitrug (siehe Abbildung 4). Die zurückgehenden Exportaufträge waren jedoch nicht

nur auf eine leichte Abschwächung der Auslandsnachfrage zurückzuführen, sondern auch auf die Auswirkungen der vorherigen Euro-Aufwertung auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums sowie auf negative Handelseffekte im Zusammenhang mit den geopolitischen Spannungen und insbesondere mit dem sich abzeichnenden Irak-Konflikt. Allerdings ist zu erwähnen, dass sich die in den Umfragen ermittelten Bestellungen aus dem Ausland nicht nur auf den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen, sondern auch auf Geschäfte mit anderen Euro-Ländern. Es wäre daher wünschenswert, wenn die Exportaufträge aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets in den Umfragen der Europäischen Kommission getrennt von den gesamten Bestellungen aus dem Ausland erhoben würden. Aus Abbildung 4 ist ersichtlich, dass der Zusammenhang zwischen den Exportaufträgen und der Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euroraums relativ eng ist.

Selbst wenn die Umfrageergebnisse nur eine geringe Korrelation mit ihrer jeweiligen Bezugsreihe aufweisen, können sie bei der Ein-

Abbildung 4 Exportwachstum und Exportaufträge

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Salden in %)



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

schätzung der kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hilfreich sein. Beispielhaft kann hier die Beziehung zwischen der gefühlten und der tatsächlichen Inflation angeführt werden. Jede divergierende Entwicklung dieser beiden Variablen muss genau beobachtet werden, weil sie andere makroökonomische Variablen beeinflussen könnte. Wenn die Inflationsrate als höher empfunden wird, als sie tatsächlich ist, so hat dies unter anderem zur Folge, dass die Entwicklung der Reallöhne und somit der Kaufkraft von den Verbrauchern unterschätzt wird. Dies kann zum Beispiel höhere Lohnforderungen nach sich ziehen oder sich negativ auf den Konsum auswirken.

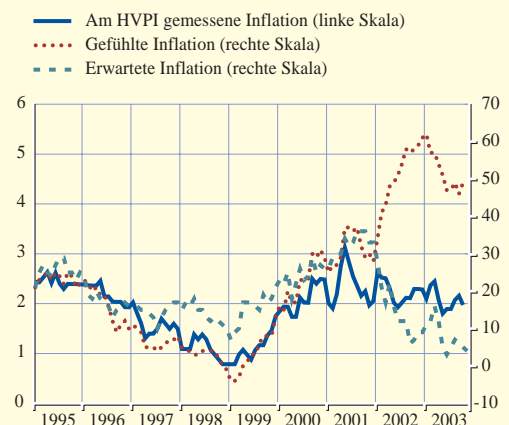
Das augenfälligste Beispiel hierfür ist die Anfang 2002 einsetzende Abkoppelung der gefühlten von der tatsächlichen Inflation. Damals zeigten die Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, dass die privaten Haushalte im Euroraum die Preissteigerung als weitaus stärker empfanden, als die amtlichen Indikatoren (wie etwa der HVPI) auswiesen (siehe Abbildung 5). Die plausibelste Erklärung hierfür ist, dass die Verbraucher beim Ausfüllen des

Fragebogens besonders an die Entwicklung der Preise für Waren und Dienstleistungen dachten, die sie häufiger kaufen bzw. in Anspruch nehmen. Damals wurden auch tatsächlich bei einer Reihe solcher Artikel kräftige Preiserhöhungen beobachtet. So stiegen die Preise für bestimmte Dienstleistungen, zum Beispiel in der Gastronomie, dem Friseurgewerbe und bei der chemischen Reinigung, im ersten Halbjahr 2002 stark an, was teilweise der Einführung des Euro-Bargelds zuzuschreiben war. (Eine detailliertere Analyse ist dem Kasten „Die Auswirkungen der Euro-Bargeldeinführung auf die Verbraucherpreise“ im Jahresbericht 2002 der EZB zu entnehmen).

In der Erhebung der Europäischen Kommission werden die Verbraucher auch nach ihren Inflationserwartungen gefragt. Die aus Umfragen abgeleiteten Inflationserwartungen können aus der Sicht einer Zentralbank hilfreiche Zusatzinformationen liefern. Die zentrale Bedeutung der Verfügbarkeit von verlässlichen Messgrößen der erwarteten Inflation lässt sich anhand der beiden folgenden Beispiele verdeutlichen. Zum einen können diese Messgrößen insofern einen hohen Informationsgehalt für eine vorausschauende Analyse der Preisentwicklung haben, als

Abbildung 5 Tatsächliche, gefühlte und erwartete Inflation

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Salden in %)



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

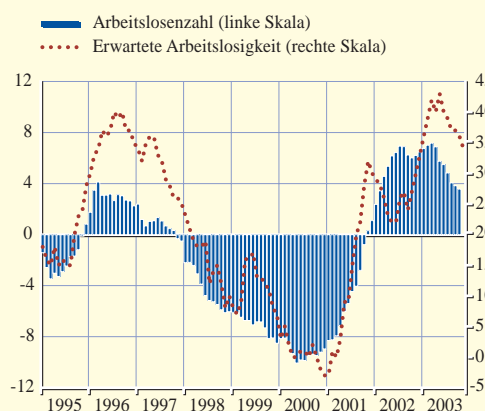
sie ein nützlicher und neutraler Indikator für die künftige Teuerung sind. Zum anderen führen Erwartungen einer stärkeren Preissteigerung möglicherweise zur Forderung nach höheren Tarifabschlüssen, was sich wiederum über kostentreibende Effekte auf die Inflation auswirkt. Angesichts einer erwarteten allgemeinen Preissteigerung könnten Unternehmen eher bereit sein, höhere Löhne zu zahlen, weil sie davon ausgehen, dass sie eine Kostenerhöhung leichter durch höhere Verkaufspreise weitergeben können. Interessanterweise gingen die Inflationserwartungen im Jahresverlauf 2002 zurück, während die gefühlte Inflation zunahm. Dies deutet darauf hin, dass die Preissteigerung, die dem deutlichen Anstieg der gefühlten Inflation Anfang 2002 zugrunde lag, als temporär angesehen wurde.

Abgesehen von der oben genannten unterschiedlichen Entwicklung der gefühlten und der tatsächlichen Inflation zeichnete sich der Jahreswechsel 2001/2002 durch eine ausgeprägte Schwäche bei den Konsumausgaben der Verbraucher aus. Diese rührte von der großen Unsicherheit der Privathaushalte her, die vor allem im Zusammenhang mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und später mit Bedenken hinsichtlich der Umrechnung der Preise in Euro stand. Auch hier leisteten die Umfrageergebnisse einen wichtigen Beitrag zur Ermittlung der Determinanten des Verbraucherverhaltens.

Die Stimmung war Ende 2001 aufgrund der Anschläge in den Vereinigten Staaten stark eingetrübt. Abbildung 6 zeigt insbesondere, dass die privaten Haushalte nach diesen Ereignissen mit einer raschen Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt rechneten. Dies könnte dazu geführt haben, dass sie aus Vorsichtsgründen mehr sparten und weniger ausgaben. Zu Jahresbeginn 2002 wurde allerdings deutlich, dass sich die wirtschaftlichen Folgen des 11. September in Grenzen halten würden, da wieder Anzeichen einer weltwirtschaftlichen Erholung erkennbar waren. Infolgedessen sahen die Verbraucher die künftige Arbeitsmarktentwicklung wieder mit mehr Optimismus.

Abbildung 6 Arbeitslosigkeit und von den Verbrauchern erwartete Arbeitslosigkeit

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Salden in %)



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

Trotz günstigerer wirtschaftlicher Perspektiven ließ die Unsicherheit der privaten Haushalte zu Jahresbeginn 2002 nicht gleich nach, weil die Umstellung auf das Euro-Bargeld sichtliche Bedenken und eine gewisse Besorgnis hervorrief. Zum einen führte die Fehleinschätzung der Folgen für die Verbraucherpreise dazu, dass die Haushalte die Entwicklung ihrer Kaufkraft in diesem Zeitraum erheblich unterschätzten. Zum anderen könnte der Erwerb von Gebrauchsgütern wegen der Euro-Bargeldumstellung teilweise zurückgestellt worden sein. Dies geht aus Verbraucherumfragen hervor, die eine deutlich gesunkene Bereitschaft zu größeren Anschaffungen im ersten Quartal 2002 auswiesen. Im späteren Jahresverlauf 2002 dürfte das partielle Abklingen dieser vorübergehenden Schocks zur Stärkung der Konsumausgaben der privaten Haushalte beigetragen haben, während sich die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte und sich das Aktienvermögen durch weitere Kurseinbrüche verringerte.

Dieses Beispiel verdeutlicht, wie wichtig die genaue Beobachtung bestimmter Umfrageergebnisse im Rahmen der regelmäßigen Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung ist. Umfragedaten werden jedoch nicht nur bei der regelmä-

ßigen Wirtschaftsanalyse verwendet, sondern sind auch äußerst hilfreich in Zeiten, in denen die Wirtschaft besonderen Einflüssen ausgesetzt ist. In diesem Zusammenhang können Erhebungen dazu beitragen, Schocks zu erkennen und ihre Folgen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu beurteilen.

5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Umfragen liefern wertvolle und zeitnahe Informationen über die Wahrnehmungen und Erwartungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Lage. Neben einer qualitativen Beurteilung enthalten einige Erhebungen auch quantitative Daten (z. B. zur Kapazitätsauslastung). Obwohl der statistische Rahmen der Umfragen der Europäischen Kommission mit dem der Einkaufsmanagerbefragung vergleichbar ist (z. B. bezüglich der Art der Fragen und der befragten Sektoren), unterscheiden sich diese Erhebungen durchaus. Daher sollten beide Datenreihen zu Analyse-zwecken herangezogen werden. So konzentrieren sich die Einkaufsmanagerumfragen auf die gegenwärtige Lage, während die Erhebungen der Kommission eine Einschätzung der vergangenen und künftigen Entwicklung abfragen. Ferner vermitteln die Umfragen der Kommission im Vergleich zu allen anderen Befragungen im Euro-Währungsgebiet das umfassendste Bild. Sie beinhalten sowohl die Einschätzung der Verbraucher als auch die der einzelnen Wirtschaftszweige im Euroraum (z. B. der Industrie).

Diese Umfragen sind ein wichtiger Bestandteil der regelmäßigen Analyse der aktuellen Wirtschaftsentwicklung. Zum einen liefern sie Informationen, die unmittelbar auf die Entwicklung der Gesamtkonjunktur, der Arbeitsmarktlage und der Preise schließen lassen. Zusammengesetzte Indizes für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, die entweder auf den Umfragen der Europäischen Kommission oder auf den Einkaufsmanagerbefragungen beruhen, ermöglichen noch vor der Veröffentlichung der vierteljährlichen BIP-Zahlen verlässliche Rückschlüsse auf den Trend und das Tempo der Kon-

junkturentwicklung im Euroraum. Was die einzelnen Sektoren betrifft, so korrelieren die Umfrageergebnisse in der Industrie offenbar besonders eng mit den amtlichen Statistiken. Die verfügbaren Umfragen über die Preisentwicklung in der Industrie sind im Rahmen der kurzfristigen Wirtschaftsanalyse bei der Beurteilung des trendmäßigen Preisauftriebs in den frühen Phasen der Produktionskette ebenfalls hilfreich. Überdies weisen die Umfrageergebnisse in diesem Sektor einen recht glatten Verlauf auf, sodass Wendepunkte in der Industriekonjunktur zuweilen schneller anhand der Umfrageergebnisse erkennbar sind als auf der Grundlage der volatileren Statistiken zum verarbeitenden Gewerbe. In anderen Wirtschaftszweigen ist der Zusammenhang zwischen der Einschätzung der Umfrageteilnehmer und der tatsächlichen Produktionsentwicklung nicht so ausgeprägt. Daher müssen die Umfrageergebnisse – insbesondere beim Dienstleistungssektor – mit Vorsicht interpretiert werden.

Ein weiterer Vorteil von Umfragen liegt in der Art der erfragten Angaben, da sie zum Verständnis der Faktoren, die für die beobachtete Konjunkturentwicklung verantwortlich sind, beitragen. In diesem Zusammenhang sind zwei Aspekte erwähnenswert. Erstens werden einige in den Umfragen abgedeckte Bereiche nicht in der amtlichen Statistik erfasst und stellen daher hilfreiche Zusatzinformationen dar. Dies gilt insbesondere für die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe, die ergänzende Hinweise auf die Determinanten der Entwicklung in dieser Branche gibt. Zweitens enthalten Umfragen bestimmte Informationen, die für wirtschaftliche Entscheidungen von zentraler Bedeutung sind. So könnten erhebliche Abweichungen der wahrgenommenen von der tatsächlichen Entwicklung (wie im Fall der Verbraucherpreise nach der Euro-Bargeldumstellung Anfang 2002) auf wichtige Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung hinweisen und sollten daher genau beobachtet werden.

Allerdings muss darauf hingewiesen werden, dass bei der Verwendung von Umfrageergebnissen einige Einschränkungen zu beachten

sind. Erstens geben Erhebungen in der Regel nur qualitative Bewertungen wieder, doch werden sie oft quantitativ interpretiert. Qualitative Angaben ändern sich manchmal aus Gründen, die sich entweder schwer mit bestimmten Ereignissen in Verbindung bringen lassen oder die für die wirtschaftliche Analyse weniger relevant sind. Daher ist bei der Interpretation von Umfrageergebnissen Vorsicht geboten. Zweitens beruhen einige Erhebungen nur auf einer begrenzten Stichprobe und bieten kaum Aufschlüsselungen (wie etwa die Einkaufsmanagerbefragung) oder haben einen unvollständigen Erfassungsgrad (wie z. B. die Umfragen im Dienstleistungssektor). Drittens werden einige Umfragen erst seit ein paar Jahren durchgeführt, was ihren Nutzen für eine verlässliche Konjunkturanalyse einschränkt.

Alles in allem sind Umfrageergebnisse kein Ersatz für amtliche Statistiken, sondern eher eine zeitnah verfügbare Ergänzung. Trotz der genannten Einschränkungen und des potenziellen Verbesserungsbedarfs spielen Umfrageergebnisse eine bedeutende Rolle bei der Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum. Sie sollten zur allgemeinen wirtschaftlichen Analyse im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB herangezogen werden. Bei dieser Analyse werden zur Beurteilung der gegenwärtigen und künftigen Konjunktorentwicklung und der sich daraus ergebenden Risiken für die Preisstabilität alle verfügbaren Informationen berücksichtigt.

MESSUNG UND ANALYSE DER GEWINNENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET



Die Entwicklung der Gewinne ist von allgemeiner Bedeutung für die makroökonomische Analyse und spielt insbesondere für die Untersuchung der Investitionstätigkeit, des Wachstums und der Preise eine wichtige Rolle. Allerdings gilt es dabei zu beachten, dass die Messung der Gewinne auf gesamtwirtschaftlicher Ebene mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist und auch mit anderen ökonomischen Variablen in Zusammenhang stehende Messprobleme widerspiegeln kann. Daher ist es ratsam, mehrere Gewinnindikatoren aus unterschiedlichen Quellen zu berücksichtigen und Schlussfolgerungen mit Vorsicht zu ziehen.

Besonderes Gewicht erhalten diese Einschränkungen, wenn die Gewinnentwicklung über einen längeren Zeitraum oder über Ländergrenzen hinweg untersucht wird. Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen deutet das aus verschiedenen Gewinnindikatoren des Euroraums resultierende Gesamtbild darauf hin, dass sich nach der allgemein schlechten Gewinnsituation der Siebzigerjahre die Rentabilität im Eurogebiet während der Achtziger- und Neunzigerjahre allmählich erholt hat. Dieses Gesamtbild hält unabhängig davon stand, ob man die so genannte Gewinnquote (d. h. den prozentualen Anteil des Bruttobetriebsüberschusses am gesamten Bruttoinlandsprodukt) oder die Nettokapitalrendite (d. h. den prozentualen Anteil des Bruttobetriebsüberschusses abzüglich der Kapitalabschreibung am gesamten Nettokapital) betrachtet. Wenngleich internationale Vergleiche äußerst schwierig sind, so lassen die vorliegenden Informationen doch den Schluss zu, dass die Rentabilität im Euroraum hinter derjenigen in den Vereinigten Staaten zurückgeblieben ist.

Was die Entwicklung seit 1999 anbelangt, stand die Wirtschaft des Euroraums im Zeichen mehrerer Schocks einschließlich stark ansteigender Ölpreise und Wechselkursschwankungen, sowie einer sich abkühlenden Konjunktur. Diese Schocks blieben nicht ohne Folgen für die Gewinnentwicklung im Euroraum, denn auf kurze Sicht fungieren Gewinne tendenziell als Puffer gegen sprunghafte Änderungen der Außenpreise oder der Lohnstückkosten, wenngleich sich die genannten Schocks unterschiedlich stark auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren ausgewirkt haben.

Mit Blick auf die Zukunft ist es wichtig, dass eine angemessene Kapitalverzinsung im Eurogebiet erzielt wird, um produktive Investitionen zu stimulieren und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu fördern. Fortgesetzte Reformen der Arbeits- und Gütermärkte sind erforderlich, um eine effiziente Ressourcenallokation und ein effizientes Preissetzungsverhalten in einem wettbewerbsintensiven Umfeld zu gewährleisten. Darüber hinaus gilt es, diesen Prozess durch eine anhaltende Lohnzurückhaltung zu unterstützen.

I EINFÜHRUNG

Gewinne sind für die makroökonomische Analyse aus mehreren Gründen von Interesse. So gehören sie zusammen mit den Löhnen zu den Hauptbestimmungsfaktoren des inländischen Preisdrucks. Kurzfristig gesehen wirken Gewinne tendenziell als Puffer gegen externe Preisschocks und konjunkturbedingte Schwankungen der Lohnstückkosten. Auf etwas längere Sicht wirkt sich die Gewinnentwicklung auf die Preise aus. Daneben haben die Gewinne einen entscheidenden Einfluss auf das Unterneh-

mensverhalten, insbesondere auf die Investitions- und Beschäftigungsentscheidungen. Folglich ist die Gewinnanalyse ein wichtiger Bestandteil jeder gesamtwirtschaftlichen Analyse und spielt auch bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, die im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB durchgeführt wird, eine Rolle.

Auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets stellt die Analyse der Gewinnentwicklung eine besondere Herausforderung dar. Zwar sind die Ergebnisse aus den Volkswirtschaftlichen Ge-

samtrechnungen (VGR), wie unten erläutert, besonders nützlich, da mit dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) ein von allen EU-Staaten angewandter harmonisierter statistischer Rahmen vorliegt, doch verfügen diese Daten über eine lediglich begrenzte Gliederungstiefe. Im Hinblick auf Gewinninformationen aus sonstigen Quellen wie Unternehmensbilanzen oder steuerlichen Angaben wird die Analyse für das Eurogebiet durch unterschiedliche nationalen Praktiken erschwert.

Abschnitt 2 dieses Aufsatzes bietet eine Einführung in die alternativen Konzepte und Messgrößen der Gewinnentwicklung. Der Nutzen der verschiedenen Indikatoren hängt großenteils von der im Einzelnen zu behandelnden Fragestellung ab, so z. B. ob die Investitions- oder die Lohn-Preis-Dynamik im Mittelpunkt steht. Alternative Informationsquellen über die Gewinne im Euroraum werden ebenfalls betrachtet. Dazu zählen die Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und den Unternehmensbilanzen. Abschnitt 3 präsentiert eine Analyse der Gewinnentwicklung im Eurogebiet für die Jahre 1960 bis 2003. Allerdings sollten längerfristige wie auch internationale Vergleiche aufgrund von Problemen der Datenmessung mit Vorsicht interpretiert werden. Abschnitt 4 enthält einige Schlussbemerkungen.

2 KONZEPTE UND VERWENDUNGEN VON GEWINNDATEN

Die Messung von Gewinn und Rentabilität ist mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Im Allgemeinen errechnen sich Gewinne als Restgröße und können folglich die bei sonstigen ökonomischen Variablen aufgrund von Messschwierigkeiten auftretenden Verzerrungen widerspiegeln. Für sich genommen haben absolute Gewinnindikatoren außerdem keinen besonderen Informationswert, da sie lediglich die Größe der Volkswirtschaft, der Wirtschaftsbranche oder des Unternehmens widerspiegeln. Indem man den Gewinn mit Input- und Output-Kennziffern in Beziehung setzt, erhält man Rentabilitätsindi-

katoren, die für die wirtschaftliche Analyse direkter verwertbare Informationen liefern. So ermitteln sich Rentabilitätskennzahlen häufig, indem die Gewinne entweder zu einer Output-Messzahl oder dem Kapitaleinsatz in Relation gesetzt werden. In letzterem Fall jedoch können die Messprobleme der Gewinnermittlung durch Schwierigkeiten bei der Messung des Kapitalstocks verstärkt werden. Gewinne lassen sich also von einer Anzahl alternativer Standpunkte betrachten, wobei die Wahl der Variante häufig von der Fragestellung abhängt. Eingedenk dessen und der für die Daten geltenden Einschränkungen ist es daher ratsam, mehrere Gewinnindikatoren aus unterschiedlichen Quellen zu betrachten und mit Schlussfolgerungen vorsichtig zu sein.

Vor einer Darstellung alternativer Indikatoren für die Gewinnentwicklung könnte es zweckmäßig sein, kurz auf die relativen Vor- und Nachteile der beiden hinsichtlich der wirtschaftlichen Analyse im Eurogebiet wesentlichsten Datenquellen für die Gewinne einzugehen, d. h. der Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Unternehmensbilanzdaten (nähere Einzelheiten finden sich im Anhang).

Die Ergebnisse der VGR stellen für den vorliegenden Aufsatz die primäre Datenquelle dar. Der Hauptgrund hierfür ist, dass die VGR-Daten im Länder- und Zeitvergleich verhältnismäßig konsistent sind. Das ESVG 95 ist ein von allen EU-Ländern eingeführter harmonisierter statistischer Berichtsrahmen. Die Angaben zum ESVG 95 für das Euro-Währungsgebiet sind seit 1991 vierteljährlich verfügbar. Im Gegensatz zu den Unternehmensbilanzen werden bei Änderungen der nationalen Rechnungslegungsgrundsätze gewöhnlich auch konsistente historische Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Verfügung gestellt. Schlussendlich decken die VGR die gesamte Volkswirtschaft ab. Trotz alledem gelten sie für die makroökonomische Analyse nicht ohne Einschränkungen. So umfasst, was im VGR-Rahmen gemeinhin als Gewinn bezeichnet wird, ein breites Spektrum von Einkommensströmen ein-

schließlich Zinszahlungen und von den Gewinnen abzuführende Steuern (und entspricht damit dem Bruttobetriebsüberschuss der Unternehmen).

Im Gegensatz dazu konzentrieren sich Unternehmen und Investoren in der Regel auf die Nettogewinne bzw. Nettoverluste (nach Abzug von Zinszahlungen und Steuern). Die aus Unternehmensquellen verfügbaren Gewinnmessgrößen können also aufgrund unterschiedlicher Schwerpunktsetzung und abweichender bilanzieller Behandlung variieren. Obzwar der Aufsatz eine auf Bilanzdaten fußende Gewinn- bzw. Ertragsmessgröße erörtert, wird den Informationen aus Unternehmensbilanzen ein begrenzter Stellenwert eingeräumt. Die Rechnungslegungsgrundsätze und -praktiken sind nicht in gleichem Maße wie die VGR-Statistiken harmonisiert, und die Vergleichbarkeit der Daten aus der Steuerstatistik kann aufgrund unterschiedlicher steuerlicher Regelungen zwischen den einzelnen Ländern gestört sein. Die Hauptunterschiede der Bilanzierungspraktiken zwischen den Ländern umfassen die Behandlung von Posten der außerordentlichen Rechnung, Abschreibungen und Wertberichtigungen sowie die Kapitalisierung von Zinsen.¹ Allerdings können auf Unternehmensdaten basierende Gewinn- bzw. Ertragskennzahlen von Interesse sein, wenn es um die Analyse des Unternehmensverhaltens geht.

In Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird der Bruttobetriebsüberschuss (und das Selbständigeneinkommen) – also die Messgröße der VGR für die Gewinne – als BIP abzüglich Arbeitnehmerentgelt und Produktionsabgaben (ohne Subventionen) berechnet. Daher verbindet diese Messgröße den Bruttobetriebsüberschuss (das Einkommen aus Unternehmertätigkeit) mit dem Bruttoselbständigeneinkommen (das teils aus dem fiktiven Arbeitslohn der Selbständigen und teils aus ihrem Gewinn aus Unternehmertätigkeit besteht). Es sollte ebenfalls berücksichtigt werden, dass der Bruttobetriebsüberschuss (und das Selbständigeneinkommen) nicht um die Körperschaftsteuer (die als Sekundäreinkommen gilt) oder

um Zinszahlungen bereinigt ist, was Implikationen für die wirtschaftliche Analyse haben könnte. Der Bruttobetriebsüberschuss (und das Selbständigeneinkommen) lässt sich auch auf einer Nettobasis (nach Abschreibungen) definieren. Dieses Konzept mag zwar ökonomisch sinnvoller sein, seine Berechnung allerdings wirft zusätzliche Messprobleme auf, insbesondere im Hinblick auf die Abschreibungssätze der verschiedenen Länder und Wirtschaftsbereiche sowie im zeitlichen Vergleich.

In der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen kann der Bruttobetriebsüberschuss im Großen und Ganzen als betrieblicher Ertrag abzüglich Löhne und sonstiger Betriebskosten definiert werden. Anhand dieser Basismessgröße lassen sich zusätzliche Gewinnindikatoren wie z. B. der Nettobetriebsüberschuss, in dem die Abschreibungen mit einberechnet sind, ermitteln. Weitere Gewinnmessgrößen können durch die Einbeziehung von Zinszahlungen und Steuern berechnet werden.

Wie bereits erwähnt, können absolute Gewinnmessgrößen mit Input- und Output-Messzahlen verbunden werden, um Gewinnmessgrößen zu konstruieren, die für die wirtschaftliche Analyse sinnvoll sind. Zunächst ist hier die so genannte Gewinnquote anzuführen, die sich als Verhältnis des Bruttobetriebsüberschusses (und des Selbständigeneinkommens) zum BIP errechnet. Diese Messgröße ist für die makroökonomische Analyse deshalb relevant, weil Veränderungen der Gewinnquote in erster Linie durch die relative Dynamik des Bruttobetriebsüberschusses und der Lohnkosten bestimmt werden. So konzentriert sich z. B. die jüngere Forschung auf die Lohn-/Gewinnquote als einer Messgröße der realen Grenzkosten sowie auf den Zusammenhang zur Inflationsdynamik.

Ein mit der Gewinnquote eng verwandtes Konzept ist der Indikator des Gewinnaufschlags (auf die Lohnstückkosten). Die Veränderung

¹ Eine weiterführende Diskussion der wichtigsten Bilanzierungsprobleme bei internationalen Rentabilitätsvergleichen findet sich z. B. in Bach, Guide for the database user, Bd. 1, Europäische Kommission 2001.

Tabelle Gewinn und Rentabilität: Konzepte und deren Anwendungen

Konzept	Definition	Kommentar
Bruttobetriebsüberschuss (und Selbständigeneinkommen)	BIP abzüglich Arbeitnehmerentgelt abzüglich Produktionsabgaben (ohne Subventionen)	Die VGR-Entsprechung zum Bruttobetriebsergebnis. Näherungsvariable zur Messung der absoluten Gewinne. Indikator zur Betrachtung interner Finanzierungsquellen, die für Investitionen zur Verfügung stehen.
Indikator der Gewinnquote	Verhältnis des Bruttobetriebsüberschusses (und Selbständigeneinkommens) zum BIP	Näherungsvariable zur Analyse der relativen Entwicklung der Löhne und Preise.
Indikator des Gewinnaufschlags	Verhältnis des Deflators der Bruttowertschöpfung zu den Lohnstückkosten	Näherungsvariable zur Analyse des Preisverhaltens.
Indikator der Gewinnmarge	Verhältnis des Bruttobetriebsüberschusses (und Selbständigeneinkommens) zur gesamtwirtschaftlichen Leistung (d. h. einschließlich Vorleistungen)	Messgröße zur Analyse des Verhaltens über die Preiskette.
Indikator der Kapitalrendite	Verhältnis des Nettobetriebsüberschusses (und des Selbständigeneinkommens) zum Nettokapitalstock	Messgröße, anhand derer die Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen ausrichten. Sie kann auch bei der Bestimmung der internationalen Kapitalströme eine Rolle spielen.

des Gewinnaufschlags errechnet sich gewöhnlich aus der Differenz zwischen der Wachstumsrate des Bruttowertschöpfungsdeflators und der Lohnstückkosten. Zu beachten ist, dass es sich hierbei nur um einen groben Näherungswert handeln kann, da Körperschaftssteuer und Zinszahlungen unberücksichtigt bleiben. Daneben werden implizite Annahmen über die Entwicklung sonstiger Steuern (ohne Produktionssubventionen) gemacht. Es ergeben sich einige Vorteile, wenn man statt des absoluten Niveaus die Veränderung des Gewinnaufschlags verwendet. Da Letzterer als Veränderungsrate ermittelt wird, gelten für ihn zum einen nicht die zuvor beschriebenen Einschränkungen hinsichtlich der Beurteilung des exakten Niveaus der verschiedenen Gewinnindikatoren. Zum anderen ist die Veränderungsrate des Gewinnaufschlagindikators auch hinsichtlich der ökonomischen Interpretation sehr aufschlussreich, da sie eine Aufgliederung der Preisänderungen nach Lohnkosten- und Gewinnaufschlagsentwicklung erlaubt.

Eine zusätzliche Messgröße, die für Unternehmen und Anleger im Vordergrund stehen dürfte, ist die Kapitalrendite. Diese lässt sich definieren als Nettobetriebsüberschuss (und Selbständigeneinkommen) dividiert durch den gesamten Kapitalbestand. Allerdings erfordert die

Ermittlung des Kapitalstocks eine komplizierte Berechnung, die möglicherweise störanfällig gegenüber Faktoren wie der angenommenen Nutzungsdauer der Wirtschaftsgüter und den Abschreibungssätzen sowie der Behandlung der Investitionen in immateriellen Vermögenswerten ist.

Eine weitere Gewinnmessgröße ist der Indikator der Gewinnmargen bzw. der Gewinnanteil an der gesamtwirtschaftlichen Leistung, d. h. einschließlich der Vorleistungen. Aus der Betrachtung des Gewinnmargenindikators an Stelle des Gewinnaufschlagindikators lassen sich gewisse (insbesondere sektorenspezifische) Erkenntnisse über den Gewinnanteil der gesamtwirtschaftlichen Leistung sowie die relative Bedeutung der Vorleistungen gewinnen. Wenn z. B. der Anteil des Gewinns an der Gesamtleistung relativ klein oder die Vorleistungspreise relativ volatil sind, dann könnten die Gewinnspannen empfindlicher auf Schwankungen der Input- oder Output-Kosten reagieren. Allerdings gestalten sich branchen- oder zeitübergreifende Vergleiche schwierig, da die Struktur eines Wirtschaftssektors (z. B. der Grad der vertikalen Integration) das Verhältnis der Vorleistungen zur Gesamtproduktion beeinflusst und die tatsächliche Veränderung der Rentabilität verzerren könnte. Darüber hinaus

stehen VGR-Daten zu Bruttoproduktion und Vorleistungen im Euro-Währungsgebiet derzeit nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung zur Verfügung.

Die vorstehende Tabelle fasst die aus den VGR abgeleiteten alternativen Indikatoren der Gewinnentwicklung sowie deren mögliche analytischen Verwendungen zusammen.

3 GEWINN- UND RENTABILITÄTSENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGBIET

Der vorliegende Abschnitt beschäftigt sich mit der Entwicklung der Gewinne im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von 1960 bis 2003, wobei eine Anzahl unterschiedlicher Rentabilitätsindikatoren aus verschiedenen Quellen herangezogen wird. Dabei sollte allerdings im Auge behalten werden, dass ein Vergleich der Gewinnentwicklung über einen längeren Zeitraum aufgrund der Einschränkungen bei den Daten mit Schwierigkeiten behaftet ist. So stehen die Daten zum ESGV 95 für den Euroraum erst für die Zeit ab 1991 zur Verfügung. Dieser Abschnitt konzentriert sich zunächst auf längerfristige Änderungen der Gewinne und befasst sich dann mit der neueren Entwicklung. Der Vorteil dieses Ansatzes liegt darin, dass er die Unterscheidung erleichtern kann, ob die jüngere Gewinnentwicklung einen langfristigen Anpassungsprozess widerspiegelt oder eher auf kurzfristige konjunkturelle Faktoren bzw. Kostenänderungen hinweist.

ENTWICKLUNG DES INDIKATORS DER GEWINNQUOTE

Wie bereits herausgestellt, besteht eine Möglichkeit zur Analyse der gesamtwirtschaftlichen Gewinnentwicklung in der Untersuchung der Arbeits- bzw. Gewinnquoten. In der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission sind jährliche Daten verfügbar, die bis zum Jahr 1960 zurückreichen.² Abbildung 1 stellt zwei verschiedene Messgrößen für die Gewinnquote im Eurogebiet dar. Die beiden Messgrößen unterscheiden sich in der Behandlung des kalkula-

torischen Arbeitseinkommens der Selbständigen (d. h. eines Teils des Bruttoselbständigeneinkommens). Die erste („unbereinigte“) Messgröße schließt alle Einkünfte der Selbständigen als zum „Gewinn“ gehörig ein. Die zweite Messgröße ist um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen bereinigt. Sie wird unter der Annahme ermittelt, dass das Arbeitseinkommen je Selbständiger gleich dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ist (weitere Einzelheiten finden sich im Anhang). Es versteht sich von selbst, dass es sich hierbei lediglich um einen groben Näherungswert handelt.³ Während beide Messgrößen ein weitestgehend ähnliches Muster erkennen lassen, weichen sie im absoluten Niveau voneinander ab.

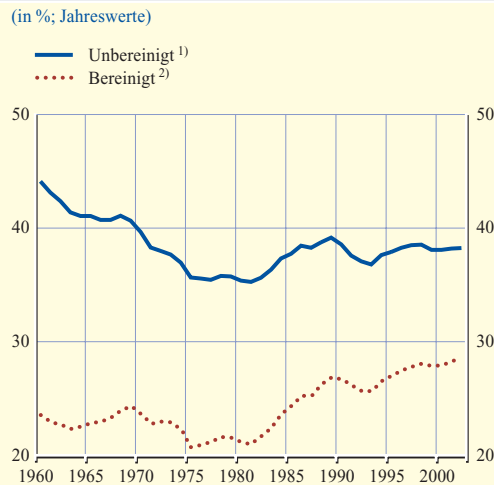
Seit 1960 schwankte die Gewinnquote im Euro-Währungsgebiet (nicht bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen) in etwa zwischen 35 % und 45 % des gesamten BIP (siehe Abbildung 1). In den frühen Sechzigerjahren lag die Gewinnquote für das gesamte Eurogebiet bei 40 %, um dann im Zeitraum von 1969 bis 1975 zurückzugehen auf einen Stand von rund 35 %. Folgende sich wechselseitig verstärkende Faktoren werden gewöhnlich mit dieser Entwicklung in Zusammenhang gebracht: Der Rückgang des Produktivitätswachstums seit den späten Sechzigerjahren, die Ölkrise von 1973 und die Folgen der kräftig steigenden Lohnkosten in den frühen Siebzigerjahren.

Ab Mitte der Siebzigerjahre, und besonders während der Achtzigerjahre, kehrte sich diese Entwicklung teilweise um. Die Gewinnquote stieg allmählich von rund 35 % in den frühen Achtzigerjahren auf knapp 40 % in den späten Neunzigerjahren und Anfang dieses Jahrzehnts an. Diese Erholung der Gewinnquote wird häu-

2 Die Daten für die Zeit ab 1991 basieren auf dem ESGV 95, während die Daten für die Zeit davor auf dem ESGV 79 gründen, das in geringerem Maße harmonisiert ist. Dies macht einmal mehr die Notwendigkeit einer vorsichtigen Dateninterpretation auf der Zeitachse deutlich.

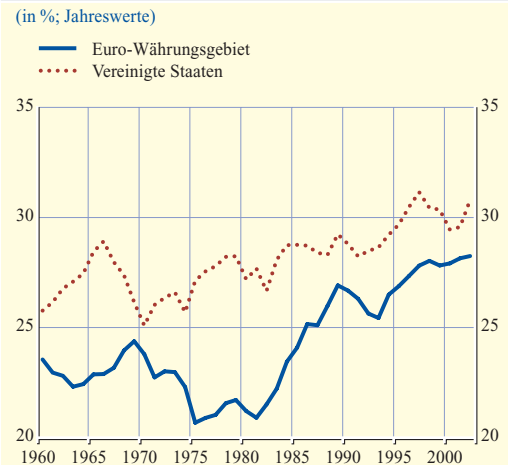
3 Sowohl das durchschnittliche Niveau des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als auch das Verhältnis der Anzahl der Selbständigen zur Gesamtzahl der Erwerbstätigen sind auf sektoraler Ebene und im Zeitverlauf sehr unterschiedlich gewesen. Dies unterstreicht den groben Charakter dieser Bereinigung.

Abbildung 1 Gewinnquote im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
 1) Nicht bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen.
 2) Bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen.

Abbildung 2 Gewinnquote im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Gewinnquote bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen.

fig der Entwicklung an den Arbeitsmärkten zugeschrieben. Vor allem die aus dem Anstieg der Reallöhne in den frühen Siebzigerjahren resultierenden hohen Lohnkosten gelten gewöhnlich als Auslöser für einen Prozess, in dem Arbeit durch Kapital ersetzt und damit die Beschäftigungsquote reduziert wurde. Darüber hinaus unterstreicht der sprunghafte Anstieg der Arbeitslosigkeit im Eurogebiet seit den frühen Achtzigerjahren die Notwendigkeit, wieder Lohnmäßigung zu üben. Obwohl das Niveau der um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen bereinigten Gewinnquote geringer ist als das der unbereinigten Gewinnquote, weisen beide im Zeitverlauf ein weitgehend gleiches Profil auf.

Die Entwicklung der Gewinnquote im Euro-Raum unterscheidet sich teilweise von der in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 2). In den USA war die Gewinnquote seit den frühen Siebzigerjahren weniger volatil, und in den letzten drei Jahrzehnten war ein allmählicher Aufwärtstrend zu beobachten. Dies wird häufig auf die zunehmende Bedeutung des Dienstleistungssektors (in dem die Gewinnquoten tenden-

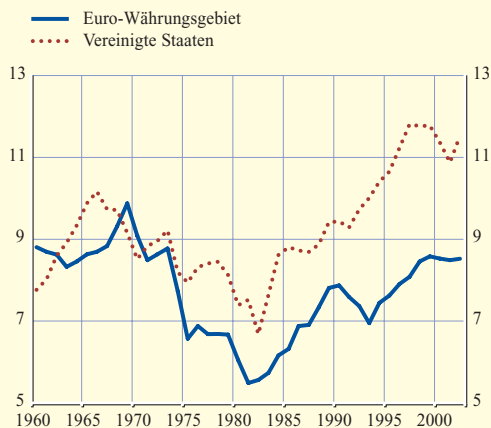
ziell höher sind) bzw. auf technologische Faktoren zurückgeführt, obwohl auch statistische Probleme wie z. B. die Bereinigung um das kalkulatorische Arbeitnehmerentgelt von Selbständigen eine Rolle spielen können. Die Gewinnquote im Euro-Währungsgebiet – bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen – bleibt hinter der in den Vereinigten Staaten leicht zurück. Angesichts der zuvor skizzierten Einschränkungen hinsichtlich der Messung sollte dem spezifischen Niveau der Gewinnquoten in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet allerdings keine übergroße Bedeutung beigemessen werden.

NETTOKAPITALRENDITE

Ein weiterer Indikator für die Gewinnentwicklung ist, wie bereits erwähnt, die Nettokapitalrendite. Für das Eurogebiet weist diese Kennzahl – unter Berücksichtigung der zuvor präzisierten Einschränkungen hinsichtlich der Daten – ein der Messgröße für die Gewinnquote weitgehend ähnliches Profil auf (siehe Abbildung 3). Demnach hat sich die Nettokapitalrendite nach einem Rückgang in den Siebzigerjahren während

Abbildung 3 Nettokapitalrendite im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in %; Jahreswerte)



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen.

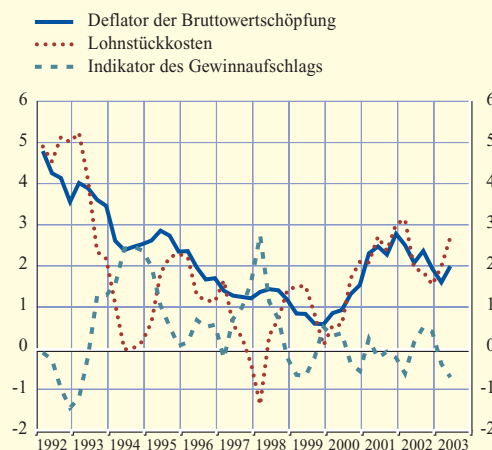
der Achtziger- und Neunzigerjahre langsam erholt. Darüber hinaus scheint die Nettokapitalrendite im Eurogebiet ähnlich dem Gewinnquotenindikator hinter derjenigen in den Vereinigten Staaten zurückzuliegen.

INDIKATOR DES GEWINNAUFSCHLAGS

In Abbildung 4 wird der Indikator für den Gewinnaufschlag dargestellt, d. h. die Differenz zwischen der Änderungsrate des Bruttowertschöpfungsdeflators und der Änderungsrate der Lohnstückkosten. Diese Daten liegen erst ab 1991 in vierteljährlichen Abständen vor. Die dargestellte Messgröße lässt weitgehend dasselbe Muster wie der oben beschriebene Indikator der Gewinnquote erkennen. Während des Großteils der Neunzigerjahre erholte sich der Gewinnaufschlagindikator, da die Änderungsrate des BIP-Deflators über der der Lohnstückkosten lag. Allerdings ist eine stärker konjunkturbetonte Struktur zu erkennen, da die Daten vierteljährlich verfügbar sind, was die Pufferfunktion der Gewinne gegenüber kurzfristigen konjunkturellen Schwankungen der Lohnstückkosten deutlicher hervortreten lässt.

Abbildung 4 Deflator der Bruttowertschöpfung, Lohnstückkosten und Indikator des Gewinnaufschlags

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat (Datenbank zum ESVG 95) und EZB-Berechnungen.

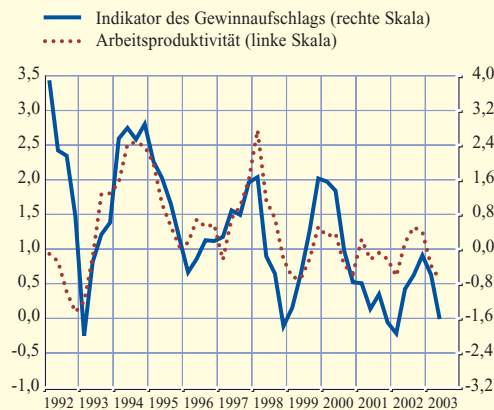
Konjunkturbedingte Schwankungen der Arbeitsproduktivität sind ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für kurzfristige Änderungen des Gewinnaufschlagindikators. So spiegelte sich in der 2000 und 2001 zu beobachtenden Verschlechterung des Gewinnaufschlagindikators in erster Linie das aufgrund der Konjunkturfalte und geringen Arbeitsproduktivität schnellere Wachstum der Lohnstückkosten wider (siehe Abbildung 5) – zu einem gewissen Grad allerdings auch der höhere externe Kostendruck. Zwar kam es in der ersten Jahreshälfte 2002 zu einer gewissen Erholung des Gewinnaufschlags. Die erneute Konjunkturschwäche in der zweiten Jahreshälfte 2002 und im ersten Halbjahr 2003 führte jedoch zu einer neuerlichen Verschlechterung bei den Gewinnaufschlägen.

ENTWICKLUNG NACH WIRTSCHAFTSSEKTOREN

Hinter dem bisher gezeichneten gesamtwirtschaftlichen Bild verbergen sich die branchenspezifischen Entwicklungen. Im Kasten wird die Entwicklung der Gewinnquote nach Wirtschaftssektoren aufgegliedert beschrieben und das Gefälle zwischen den einzelnen Ländern für den Zeitraum von 1991 bis 2001 auf der Grund-

Abbildung 5 Gewinnaufschlag und Arbeitsproduktivität

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat (Datenbank zum ESVG 95) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator des Gewinnaufschlags wird berechnet durch Subtraktion der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten von der Jahreswachstumsrate des Deflators der Bruttowertschöpfung.

lage von Angaben aus der STAN-Datenbank der OECD dargestellt. Obwohl der Gewinnaufschlag für das Eurogebiet als Ganzes, wie aus Abbildung 4 ersichtlich wird, seit 1999 weitgehend gleich geblieben ist, verbergen sich auf sektoraler Ebene unterschiedliche Entwicklungen. Der Anstieg der Ölpreise und die Abwertung des Euro in den Jahren 1999 und 2000 wirkte sich aufgrund der höheren Kosten für Vorleistungsgüter negativ auf die im Eurogebiet

ansässigen und für den Markt im Euroraum produzierenden Unternehmen aus. Bei den für den Export produzierenden Unternehmen wurde dieser negative Effekt durch die günstigen Auswirkungen des Wechselkurses auf die Verkaufspreise weitgehend ausgeglichen. Allerdings hat die Aufwertung des Euro seit 2002 zu einer Erosion dieser positiven Effekte auf die Verkaufspreise der Exporteure geführt. Umgekehrt haben sich die Vorleistungskosten von im Euroraum ansässigen Produzenten seit 2002 günstiger entwickelt, da der Einfluss durch die Ölpreis- und Wechselkursänderungen der Jahre 1999 und 2000 nachgelassen hat. Analog dazu ist bei einer Betrachtung der Güterproduzenten und Dienstleistungsunternehmen festzustellen, dass sich Wechselkursänderungen und Kostenschwankungen der Vorleistungsgüter auf Ersterer stärker auswirken, da im Allgemeinen der Einsatz von Vorleistungsgütern im Produktionsprozess anteilmäßig höher als im Dienstleistungsbereich ist. Andererseits stellen Lohnkostenschwankungen aufgrund des höheren Einsatzes an Arbeit bei den Dienstleistungen einen noch bedeutenderen Einflussfaktor für die Entwicklung der Dienstleistungspreise dar. Diesbezüglich ist während der letzten drei Jahre ein kräftiges Wachstum der Lohnstückkosten zu verzeichnen, in dem sich vor allem das infolge des Konjunkturabschwungs gedämpfte Arbeitsproduktivitätswachstum widerspiegelt.

Kasten

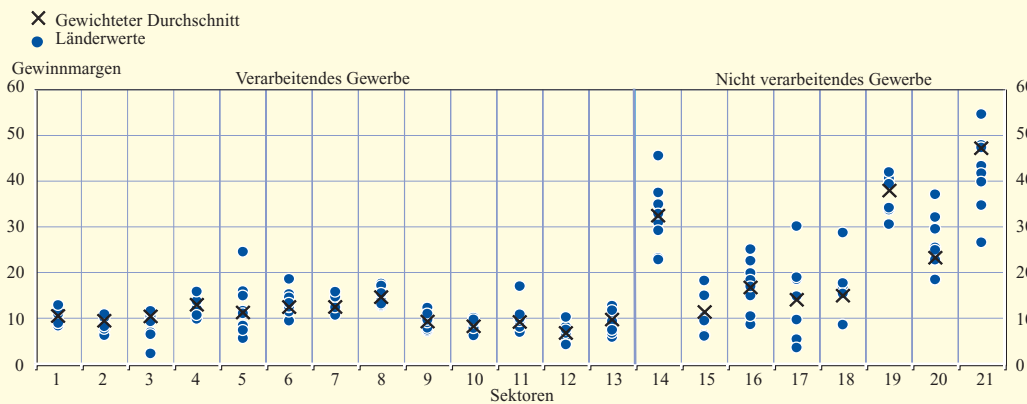
ENTWICKLUNG DER GEWINNMARGEN NACH WIRTSCHAFTSSEKTOREN UND STREUUNG ZWISCHEN DEN EURO-LÄNDERN

Eines der wichtigsten Ziele der EU-Integration in den vergangenen beiden Jahrzehnten war ein vollständiges Zusammenwachsen der Gütermärkte. Unter der Annahme zuvor unterschiedlicher nationaler Gewinnmargen wäre zu erwarten, dass der aus dem Integrationsprozess resultierende schärfere Wettbewerb innerhalb der Europäischen Union zu einer Konvergenz der Gewinnmargen geführt hat. Im vorliegenden Kasten soll untersucht werden, wie stark die Gewinnmargen auf sektoraler Ebene während der Neunzigerjahre in den Euro-Ländern variierten. Grundlage der hier vorgestellten Analyse sind die sektoralen Gewinnmargen in 21 Sektoren und acht Euro-Ländern. Die Gewinnmarge stellt den (um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen bereinigten) Bruttobetriebsüberschuss im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Leistung dar. Ein sektor- oder länderübergreifender Vergleich ist jedoch schwierig, da die Struktur eines Sektors (z. B. der Grad der vertikalen Integration) das Verhältnis der Vorleistungen zur Gesamtleistung und damit auch die Messgröße für die Gewinnmarge beeinflusst. Darüber hinaus sind im Bruttobetriebsüberschuss auch die Abschreibungen enthalten, was den Vergleich zwischen den einzelnen Sektoren ebenfalls erschwert.

Die Abbildung zeigt die durchschnittlichen sektoralen Gewinnmargen von acht Euro-Ländern im Zeitraum von 1991 bis 2001 sowie den gewichteten Durchschnitt in den einzelnen Sektoren für das Euro-Währungsgebiet insgesamt. Das nicht verarbeitende Gewerbe umfasst die Energie- und Wasserversorgung, das Baugewerbe sowie sechs unternehmensbezogene Dienstleistungssektoren. Als Datenquelle dient die STAN-Datenbank der OECD. In der Tabelle werden die als Standardabweichung

Durchschnittliche sektoralen Gewinnmargen und Streuung in den Euro-Ländern

(1991-2001)



Quelle: OECD (STAN-Datenbank).

- 1) Die Ziffern auf der x-Achse beziehen sich auf die nachfolgende Tabelle.
- 2) Die acht betrachteten Euro-Länder sind Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich und Finnland. Diese acht Länder hatten im Jahr 2001 einen Anteil von 94,4 % am Bruttoinlandsprodukt des Euro-Währungsgebiets.
- 3) Angaben zu Belgien und Spanien liegen für den Zeitraum von 1995 bis 2000 vor.
- 4) Die Bereinigung um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen wird im Anhang erläutert.
- 5) Der durchschnittliche prozentuale Anteil der Selbständigen an den Erwerbstätigen insgesamt variierte von 1991 bis 2001 zwischen den verschiedenen Euro-Ländern erheblich. Die Quote betrug in Italien 27 %, in Österreich 19,9 %, in Belgien 17,5 %, in Spanien 17,2 %, in den Niederlanden 15 %, in Finnland 13,1 % und in Deutschland und Frankreich jeweils 10,2 %.

Streuung der sektoralen Gewinnmargen zwischen den Euro-Ländern im Zeitraum von 1991 bis 2001

	Variationskoeffizient ¹⁾	Durchschnitt der 3 niedrigsten Werte	Durchschnitt der 3 höchsten Werte	Differenz ²⁾
Insgesamt³⁾	0,28	12,0	19,6	7,6
Verarbeitendes Gewerbe insgesamt³⁾	0,23	8,4	12,9	4,5
1 Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung	0,17	8,7	12,0	3,3
2 Textil- und Bekleidungsgewerbe, Ledergewerbe	0,18	7,1	9,9	2,7
3 Holzgewerbe	0,37	5,2	11,1	5,9
4 Papier-, Verlags- und Druckgewerbe	0,15	10,9	14,6	3,7
5 Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen	0,49	7,1	18,5	11,3
6 Chemische Industrie	0,21	11,1	16,1	5,1
7 Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	0,14	11,1	14,3	3,2
8 Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	0,13	12,9	17,0	4,1
9 Metallerzeugung und -bearbeitung; Herstellung von Metallerzeugnissen	0,19	7,5	11,1	3,6
10 Maschinenbau	0,15	7,3	9,9	2,6
11 Herstellung von Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik	0,29	8,1	12,6	4,5
12 Fahrzeugbau	0,29	5,0	8,6	3,7
13 Herstellung von Möbeln, Schmuck, Musikinstrumenten, Sportgeräten, Spielwaren und sonstigen Erzeugnissen; Recycling	0,29	6,7	11,9	5,3
Nicht verarbeitendes Gewerbe³⁾	0,34	17,9	30,5	12,5
14 Energie- und Wasserversorgung	0,23	25,1	39,4	14,3
15 Baugewerbe	0,39	7,3	14,5	7,2
Unternehmensbezogene Dienstleistungssektoren³⁾	0,35	18,5	31,6	13,1
16 Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Gebrauchsgütern	0,33	11,4	22,5	11,2
17 Gastgewerbe	0,86	2,0	22,6	20,6
18 Verkehr	0,35	12,0	21,1	9,1
19 Nachrichtenübermittlung	0,12	32,1	40,7	8,5
20 Kredit- und Versicherungsgewerbe	0,25	19,9	32,9	13,0
21 Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen, Erbringung von Dienstleistungen für Unternehmen	0,21	33,7	50,0	16,3

Quelle: OECD (STAN-Datenbank).

1) Der Variationskoeffizient wird berechnet als Standardabweichung dividiert durch den Mittelwert.

2) Die Differenz wird berechnet als Unterschied zwischen dem Durchschnitt der drei höchsten und der drei niedrigsten Werte.

3) Die Angaben für die sektoralen Aggregationen sind ungewichtete Durchschnitte der einzelnen Sektoren.

gegenüber dem Mittelwert gemessenen sektoralen Variationskoeffizienten sowie die Differenz zwischen dem Durchschnitt der drei höchsten und der drei niedrigsten Werte ausgewiesen.

Die Gesamtgewinnmargen waren offenbar im nicht verarbeitenden Gewerbe höher als im verarbeitenden Gewerbe. Allerdings sind die Differenzen zwischen den einzelnen Sektoren – wie bereits erwähnt – wegen der möglichen Verzerrung infolge der Einbeziehung der Vorleistungen mit Vorsicht zu interpretieren.

Mit Blick auf die sektorspezifischen Unterschiede zwischen den Ländern wird aus der Differenz zwischen dem Durchschnitt der drei höchsten und der drei niedrigsten Werte sowie aus den Variationskoeffizienten ersichtlich, dass das Gefälle zwischen den Euro-Ländern im nicht verarbeitenden

Gewerbe etwas höher war als im verarbeitenden Gewerbe. Bei näherer Betrachtung der Daten ergibt sich ein differenzierteres Bild. So scheint die Streuung zwischen den Euro-Ländern in einigen Teilssektoren des verarbeitenden Gewerbes wie etwa in den Bereichen „Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden“, „Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren“ sowie „Maschinenbau“ und „Papier-, Verlags- und Druckgewerbe“ relativ gering gewesen zu sein. In anderen Teilssektoren, zum Beispiel in den Bereichen „Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen“ sowie „Holzgewerbe“, war das Gefälle allerdings offenbar noch höher als im Durchschnitt der unternehmensbezogenen Dienstleistungssektoren. Was das nicht verarbeitende Gewerbe angeht, so war die Streuung zwischen den einzelnen Ländern in den Netzwerkindustrien („Nachrichtenübermittlung“ und „Energie- und Wasserversorgung“) wie auch im Bereich „Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen, Erbringung von Dienstleistungen für Unternehmen“ vergleichsweise gering.

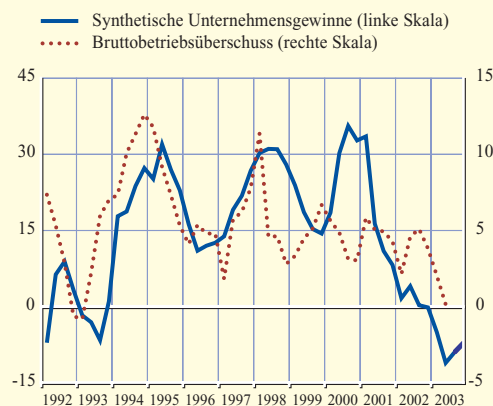
Insgesamt gesehen ergeben sich aus den Daten deutliche Unterschiede bei den sektoralen Gewinnmargen zwischen den Ländern. Wenngleich die Ergebnisse mit den bereits erwähnten Vorbehalten zu interpretieren sind, so ist doch festzustellen, dass die Gewinnmargen im nicht verarbeitenden Gewerbe im Allgemeinen höher waren als im verarbeitenden Gewerbe. Zudem waren im Ländervergleich die Unterschiede im nicht verarbeitenden Gewerbe deutlich größer als im verarbeitenden Gewerbe. Die in einigen Bereichen, insbesondere in Teilssektoren des verarbeitenden Gewerbes, zu beobachtende geringere Differenz dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Gewinnmargen in den Ländern des Euroraums aufgrund der Fortschritte bei der Integration der Gütermärkte nach unten angenähert haben. Dagegen könnten das im Berichtszeitraum höhere Durchschnittsniveau der Gewinnmargen und ihr stärkeres Gefälle im nicht verarbeitenden Gewerbe mit der Tatsache zusammenhängen, dass der Integrationsprozess in diesen Sektoren tendenziell später eingesetzt hat und im Allgemeinen noch nicht so weit fortgeschritten ist wie im verarbeitenden Gewerbe.

UNTERNEHMENSERTRÄGE

Wenngleich die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen die wichtigste Datenquelle für die im Aufsatz untersuchten Gewinne sind, ist es dennoch aufschlussreich, die aus den VGR gewonnene Messgröße für den Bruttobetriebsüberschuss einer synthetischen Messgröße für die Unternehmenserträge gegenüberzustellen, die aus den Informationen über den Marktwert der Aktien sowie dem Kurs-Gewinnverhältnis abgeleitet wurde (siehe Abbildung 6). Zwischen den beiden Messgrößen besteht ein erhebliches Maß an Gleichlauf, obwohl die synthetische Messzahl der auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen basierenden Messgröße leicht verzögert zu folgen scheint. Dies könnte die Tatsache widerspiegeln, dass nicht alle Firmen vierteljährliche Ertragszahlen vorlegen und sich somit die Ertragsdaten womöglich auf die zuletzt veröffentlichten Jahresergebnisse bezie-

Abbildung 6 Gewinne gemäß VGR und synthetische Messgröße der Unternehmensgewinne auf der Basis von Börsenindikatoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Börsenindex umfasst rund 80 % der Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet. Der Bruttobetriebsüberschuss ist bereinigt um das kalkulatorische Arbeitseinkommen der Selbständigen.

hen. Differenzen zwischen den beiden Messgrößen dürften mit Faktoren wie dem Erfassungsgrad (Unternehmenserträge beziehen sich nur auf eine Teilgruppe börsennotierter Gesellschaften, während die VGR die gesamte Volkswirtschaft erfassen) und der unterschiedlichen bilanziellen Behandlung von Posten wie Abschreibungen und Aktienoptionen usw. in Zusammenhang stehen.

4 SCHLUSSFOLGERUNGEN

In diesem Aufsatz sind eine Reihe von Indikatoren zur Gewinnentwicklung sowie alternative Datenquellen für die Gewinne vorgestellt worden. Ein solches Spektrum an Indikatoren ist notwendig, um Gegenprüfungen zu erlauben, da die Gewinne in der Regel als Restgröße ermittelt werden, was die Möglichkeit signifikanter Messfehler impliziert.

Besonders relevant sind diese Einschränkungen, wenn die Entwicklung der Gewinne über einen längeren Zeitraum oder länderübergreifend betrachtet wird. Das sich aus den verschiedenen Gewinnindikatoren ergebende Gesamtbild deutet unter diesen Einschränkungen darauf hin, dass sich die Rentabilität im Eurogebiet nach der allgemein ungünstigen Gewinnsituation der Siebzigerjahre während der Achtziger- und Neunzigerjahre allmählich wieder erholt hat. Dieses Gesamtbild trifft unabhängig davon zu, ob man die Gewinnquote oder die Nettokapitalrendite zugrunde legt. Wenngleich sich internationale Vergleiche sehr schwierig gestalten, so scheint doch die Rentabilität im Euroraum hinter der in den Vereinigten Staaten zurückgeblieben zu sein.

Was die Entwicklung der Gewinne seit 1999 anbelangt, so ist das Euro-Währungsgebiet durch eine Reihe von Schocks in Mitleidenschaft gezogen worden, einschließlich kräftig steigender Ölpreise und Wechselkursschwankungen, sowie durch einen Konjunkturabschwung. Dies hatte seine Wirkung auf die Gewinnentwicklung im Eurogebiet, obgleich das

Ausmaß des Effekts auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren unterschiedlich war.

Mit Blick auf die Zukunft ist es wichtig, dass eine angemessene Kapitalverzinsung im Eurogebiet erzielt wird, um Investitionen zu stimulieren und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu fördern. Fortgesetzte Reformen der Arbeits- und Gütermärkte sind erforderlich, um eine effiziente Ressourcenallokation und ein effizientes Preisverhalten in einem wettbewerbsintensiven Umfeld zu gewährleisten. Diesen Prozess gilt es darüber hinaus durch eine anhaltende Lohnzurückhaltung zu unterstützen.

ANHANG: DATENQUELLEN ZUR GEWINN-ENTWICKLUNG IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

ERGEBNISSE DER VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN GESAMTRECHNUNGEN (VGR)

Aus den in Abschnitt 2 angegebenen Gründen sind die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen die wesentlichste Datenquelle für diesen Artikel. Die VGR liefern Informationen über eine Reihe von Indikatoren der Gewinn- und Rentabilitätsentwicklung, etwa über den Bruttobetriebsüberschuss und das Selbständigeneinkommen, die Gewinnquote, den Gewinnaufschlag auf die Lohnstückkosten, die Gewinnmarge und die Kapitalrendite.

Gegenwärtig liegen von Eurostat vierteljährliche Ergebnisse der VGR gemäß dem ESVG 95 für den Zeitraum ab 1991 vor. Für die Zeit davor sind Jahresergebnisse auf der Grundlage des ESVG 79 verfügbar, zum Beispiel aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission.

Ein wichtiger Punkt bei Verwendung der Ergebnisse der VGR zum Bruttobetriebsüberschuss und zum Selbständigeneinkommen ist allerdings die Behandlung des kalkulatorischen Arbeitseinkommens der Selbständigen. In der Praxis umfasst der Indikator des Bruttobetriebsüberschusses in den VGR auch das Bruttoselbständigeneinkommen, also den Be-

triebsüberschuss von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit im Besitz privater Haushalte. Da dieses Bruttoselbständigeneinkommen zu einem Teil den fiktiven Arbeitslohn der Selbständigen und zu einem anderen Teil ihren Gewinn aus Unternehmertätigkeit darstellt, sollte eine Bereinigung vorgenommen werden, um besser zwischen Lohneinkommen und Nichtlohneinkommen, die beide Teil des Bruttoselbständigeneinkommens sind, unterscheiden zu können. Dies hat Auswirkungen auf den Vergleich zwischen den Sektoren und zwischen den Ländern wie auch auf den zeitlichen Vergleich, wenn der Selbständigenanteil in diesen Vergleichsdimensionen stark variiert. Internationale Vergleiche lassen darauf schließen, dass einige Anpassungen notwendig sind.⁴ Am besten ließe sich eine solche Bereinigung mithilfe von Daten zum Betriebsüberschuss von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit durchführen, doch liegen leider keine entsprechenden Angaben für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes vor. Eine geläufigere Methode der Bereinigung besteht darin, das kalkulatorische Arbeitsentgelt je Selbständigen dem Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer gleichzusetzen. Diese Grobbereinigung stellt zwar eine wesentliche Vereinfachung dar, ist aber andererseits ein weiterer Grund, die Daten zur Gewinnentwicklung mit Vorsicht zu interpretieren. So können z. B. Bereinigungen auf sektoraler Ebene zu einem anderen Ergebnis führen als Bereinigungen auf einer höher aggregierten Ebene.

UNTERNEHMENSbilANZEN

Trotz der genannten Einschränkungen im Hinblick auf die Verwendung von euroraumweiten Gewinnindikatoren aus Unternehmensbilanzen wird in diesem Aufsatz ein synthetisches Maß der Gewinne auf Basis von Unternehmensbilanzen vorgestellt. Diese Messgröße wird anhand von Börsendaten, nämlich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) und der Marktwerte insgesamt, konstruiert. Mithilfe von KGV und Marktwerten lässt sich ein Einkommensindex erstellen. Die Wachstumsrate dieser synthetischen Messgröße wird der Zuwachsrates des aus den Ergebnissen der VGR abgeleiteten Indika-

tors des Bruttoüberschusses gegenübergestellt. Bei einem solchen Vergleich ist allerdings neben den grundsätzlicheren Vorbehalten auch zu beachten, dass der Börsenindikator nur einen Teil der börsennotierten Unternehmen umfasst.

MISCHFORMEN

Die STAN-Datenbank der OECD (STAN = structural analysis) kombiniert die Ergebnisse der VGR mit Daten aus anderen Quellen wie etwa nationalen Industrienumfragen bzw. Vollerhebungen. Einer der größten Vorteile dieser Datenbank ist der Erfassungsgrad der Wirtschaftssektoren, für die Daten gemäß der internationalen Systematik der Wirtschaftszweige (ISIC Rev. 3) verfügbar sind. Für die einzelnen Wirtschaftssektoren liegen Angaben bis zum Jahr 2001 vor, und stärker aggregierte Daten sind bis zum Jahr 2002 verfügbar. Diese Angaben bilden die Grundlage für den im Kasten dargestellten Vergleich der Rentabilität in den verschiedenen Ländern und Sektoren.

4 D. Gollin, Getting income shares right, in: Journal of Political Economy, Band 110, Nr. 2, 2002, S. 458–474.

