



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

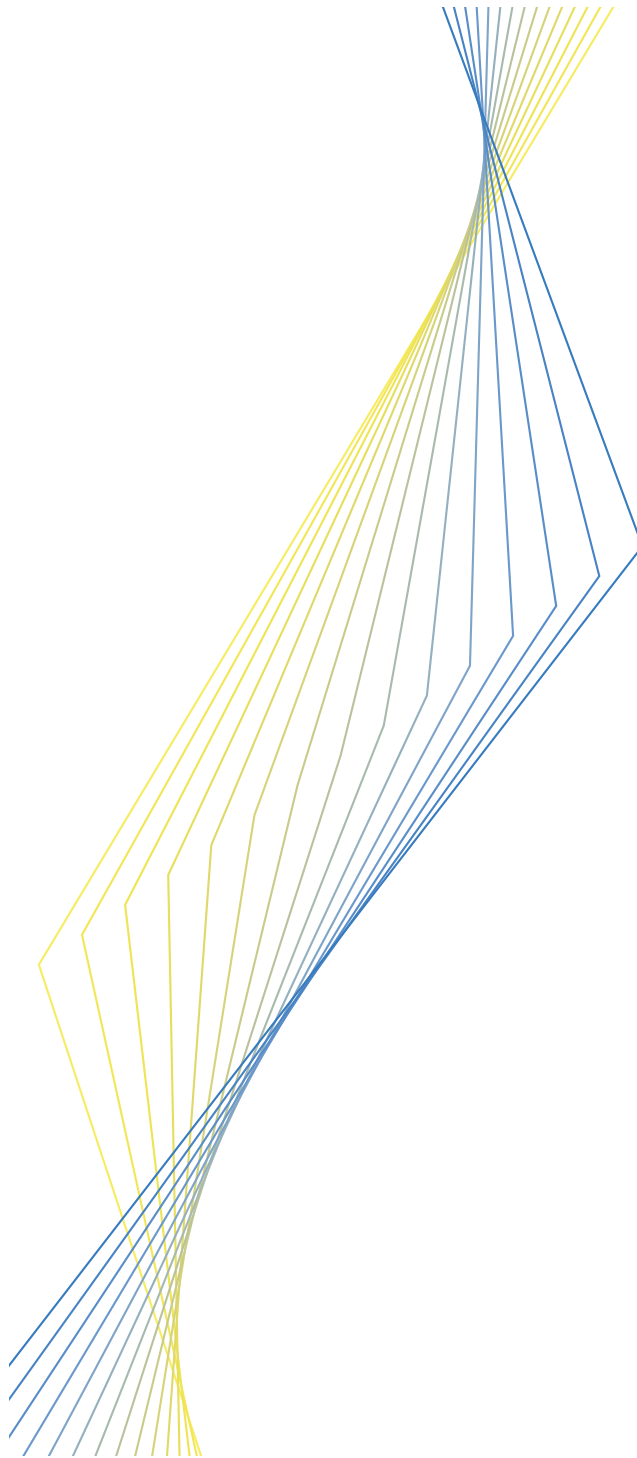
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Mai 2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Mai 2001

© Europäische Zentralbank, 2001

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

Übersetzt und gedruckt im Auftrag der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank.

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht.

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 8. Mai 2001.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	23
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	29
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	38
Kästen:	
1 Berechnungsfragen im Zusammenhang mit der Einbeziehung von marktfähigen Finanzinstrumenten in die Geldmenge M3 im Eurogebiet	9
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. April 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	16
3 Jüngste Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel – die Auswirkungen von BSE und der Maul- und Klauenseuche (MKS)	24
4 Entwicklung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets insgesamt und in einzelnen Sektoren	31
Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse	43
Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung aus Sicht der EZB	65
Finanzierung und Geldvermögen(sbildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet	85
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	83*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	87*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
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
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seiner Sitzung am 10. Mai 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems um 25 Basispunkte auf 4,50 % zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 25 Basispunkte auf 5,50 % bzw. 3,50 % gesenkt.

Dieser Beschluss zur Senkung der EZB-Leitzinsen ist als eine Anpassung des Zinsniveaus an einen etwas geringeren Inflationsdruck auf mittlere Sicht zu verstehen. Auf der Grundlage der verfügbaren Informationen befinden sich die Zinssätze nunmehr auf einem angemessenen Niveau, um die Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten und so zu einem gesunden Wirtschaftswachstum beizutragen. Der Beschluss ist vor dem Hintergrund der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie der EZB zu sehen.

Was die erste Säule betrifft, so deuten die jüngsten Informationen darauf hin, dass die monetären Entwicklungen kein Risiko für die Preisstabilität mehr darstellen. Beim Wachstum von M3 ist seit dem Frühjahr 2000 ein allmählich rückläufiger Trend zu beobachten, der den Anstieg der EZB-Leitzinsen zwischen November 1999 und Oktober 2000 widerspiegelt. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Januar bis März 2001 belief sich auf 4,8 %. In den letzten Monaten wurden auch bei der gesamten Kreditvergabe langsamere Wachstumsraten verzeichnet.

Darüber hinaus hat es, wie bereits in früheren Ausgaben des Monatsberichts und anderen Mitteilungen dargelegt, Anzeichen dafür gegeben, dass die Angaben zum Geldmengenzuwachs nach oben verzerrt sind, was auf den Erwerb von in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen ist. Es liegen nun eindeutige Belege dafür vor, dass das Ausmaß dieser Verzerrung erheblich und höher als zuvor erwartet ist. Was den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an Geldmarktfondsanteilen betrifft, für den

inzwischen zur Veröffentlichung geeignete Daten vorliegen, so hat die Verzerrung in den vergangenen Monaten zugenommen und beläuft sich derzeit auf rund einen halben Prozentpunkt der Jahreswachstumsrate von M3. Beim jährlichen Wachstum von M3 sind außerdem nicht zu vernachlässigende Verzerrungen nach oben zu verzeichnen, die auf den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an sonstigen in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten zurückzuführen sind. Hierzu werden noch präzise statistische Informationen erstellt. Vorläufige Angaben deuten darauf hin, dass dieser Effekt auf das M3-Wachstum zum Jahresbeginn 2001 in der Größenordnung möglicherweise dem Einfluss des Bestands der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile nahe kommt. Diese Verzerrungen werden in Kasten I des Abschnitts „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ dieser Ausgabe des Monatsberichts ausführlich analysiert. Die EZB beabsichtigt gegen Jahresende eine revidierte Zeitreihe von M3 zu veröffentlichen, die beiden Formen der Verzerrung Rechnung tragen wird. In der Zwischenzeit wird die Öffentlichkeit regelmäßig über aktuelle Entwicklungen informiert werden.

Unter Berücksichtigung dieser Faktoren war die Verlangsamung des M3-Wachstums in den letzten Monaten ausgeprägter als ursprünglich angenommen, und das korrigierte M3-Wachstum liegt Schätzungen zufolge seit einigen Monaten unter dem Referenzwert von $4\frac{1}{2}$ %. Insgesamt gesehen lässt sich nunmehr folgern, dass die Daten der ersten Säule kein Risiko mehr für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.

Die vorliegenden Informationen für die zweite Säule deuten darauf hin, dass die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht etwas zurückgegangen sind. Dies wird von den jüngsten Prognosen bestätigt. Dennoch müssen die Wachstumstendenzen und Lohnentwicklungen weiterhin genau beobachtet werden.

Erstens wird eine Abschwächung des realen BIP-Wachstums im Euroraum, die auf das we-

niger günstige außenwirtschaftliche Umfeld zurückzuführen ist, den Preisauftrieb dämpfen. Kürzlich veröffentlichte Konjunkturindikatoren bestätigen diese Verlangsamung. Die aktuellen Prognosen legen jedoch nahe, dass das Wirtschaftswachstum, gestützt von der inländischen Nachfrage, den Schätzungen für das trendmäßige Potenzialwachstum im Jahr 2001 weitgehend entspricht. Die Aussichten für eine Fortsetzung des robusten Wachstums im Eurogebiet auf mittlere Sicht und für eine Inflationsrate, die im Einklang mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB steht, werden durch das derzeitige Niveau der Renditen von Staatsanleihen im Eurogebiet bestätigt.

Zweitens wird im Eurogebiet insgesamt trotz der Ölpreiserhöhungen in den Jahren 1999 und 2000 bislang weiter Lohnzurückhaltung geübt. Dies ist ein sehr positiver Faktor, der die Prognosen untermauert, die davon ausgehen, dass sich die gegenwärtigen Inflationsraten nicht in künftigen Lohnverhandlungen niederschlagen werden. Gleichwohl muss die Lohnentwicklung kontinuierlich im Auge behalten werden. Eine weitere Lohnmäßigung bleibt Voraussetzung für ein Nachlassen des heimischen Kostendrucks auf die HVPI-Inflation auf mittlere Sicht.

In den nächsten Monaten wird der mittelfristige Inflationstrend jedoch von der vorübergehenden Entwicklung der Preise unverarbeiteter Nahrungsmittel infolge von gesundheitlichen Bedenken in Bezug auf den Verzehr von Fleisch und den Folgen der Maul- und Klauenseuche überschattet. Außerdem dürften die indirekten Effekte der bisherigen Ölpreisverteuerungen und der vorangegangenen Euroschwäche die Preisentwicklung noch einige Monate lang beeinflussen. Dies geht auch aus den jüngsten Zahlen zu den Erzeugerpreisen hervor. Die Wirkungen dieser Faktoren, die dazu geführt haben, dass die jährliche HVPI-Inflation Anfang 2001 weiterhin deut-

lich über 2 % lag, dürften jedoch im Jahresverlauf allmählich abklingen, sodass die HVPI-Teuerungsrate im Jahr 2002 wahrscheinlich auf unter 2 % zurückgehen wird.

Der EZB-Rat muss sich auf die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht konzentrieren, da sich geldpolitische Maßnahmen mit Zeitverzögerungen auf die Wirtschaftsentwicklung auswirken. Alles in allem sind die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität, wie aus den beiden Säulen insgesamt abzuleiten ist, günstig. Gleichzeitig unterstreicht der EZB-Rat die Notwendigkeit, wachsam zu bleiben. Es ist erforderlich, die Entwicklung der Inlands- und Auslandsnachfrage sowie die Lohnentwicklung weiterhin zu beobachten. In diesem Zusammenhang sollten die Tarifpartner uneingeschränkt darauf vertrauen, dass die Geldpolitik die Preisstabilität im Eurogebiet auf mittlere Sicht gewährleistet.

Um ein höheres nachhaltiges und inflationsfreies Wachstum zu erzielen, müssen Regierungen und Sozialpartner entschiedene strukturelle Maßnahmen auf den Arbeits- und Gütermärkten umsetzen. Der Finanzpolitik kommt die Aufgabe zu, den Konsolidierungsprozess fortzusetzen, und die Regierungen sollten die im Stabilitäts- und Wachstumspakt und in den nationalen Stabilitätsprogrammen eingegangenen Verpflichtungen einhalten.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Artikel. Der erste Artikel stellt verschiedene Instrumente für die Analyse monetärer Entwicklungen vor. Der zweite Artikel untersucht die wesentlichen Merkmale der neuen Eigenkapitalvereinbarung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Der dritte Artikel gibt einen Überblick über die methodischen Grundlagen der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen zu den nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum, die erstmals in diesem Monatsbericht veröffentlicht werden.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 10. Mai 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 25 Basispunkte auf 4,50 % zu senken; dieser Satz galt erstmals für das am 15. Mai 2001 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden ebenfalls um 25 Basispunkte gesenkt, und zwar auf 3,50 % bzw. 5,50 %, jeweils mit Wirkung vom 11. Mai 2001 (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum weiterhin nahe am Referenzwert

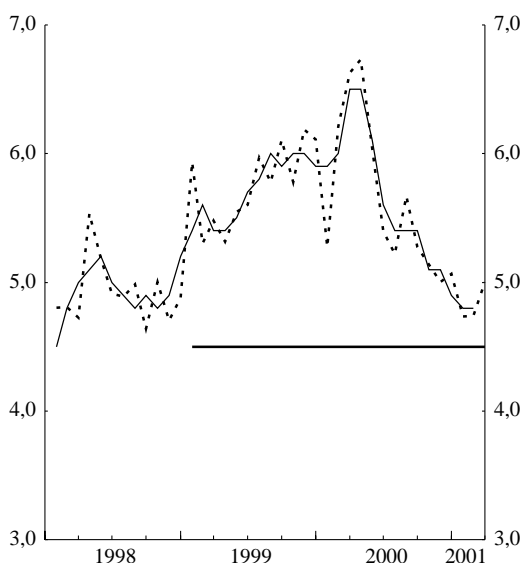
Im März 2001 betrug der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 unverändert 4,8 %. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich im März auf 5,0 %, verglichen mit 4,7 % im Februar (siehe Abbildung 2). Bei der

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- - M3
- M3 (zentriert gleitender Dreimonatsdurchschnitt gerundet auf die erste Dezimalstelle)
- Referenzwert (4½ %)



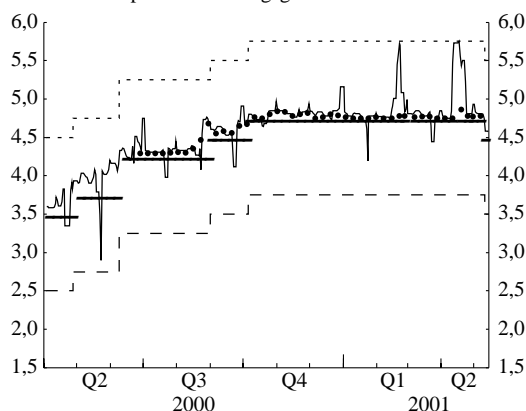
Quelle: EZB.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

- - - Spitzenrefinanzierungssatz
- - Einlagesatz
- Hauptrefinanzierungs-/Mindestbietungssatz ¹⁾
- Tagesgeldsatz (EONIA)
- Marginaler Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften



Quellen: EZB und Reuters.

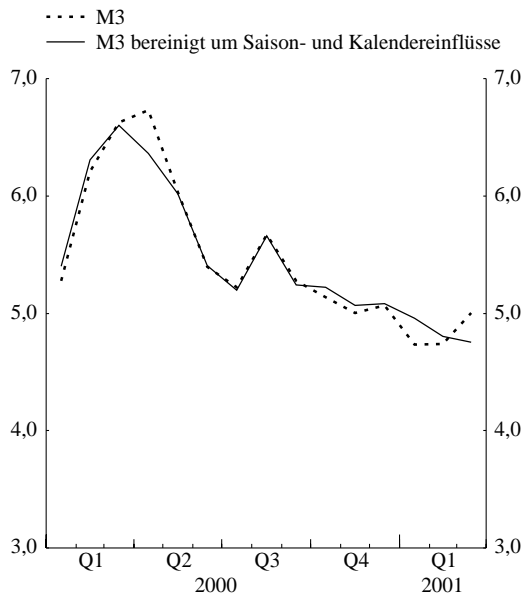
1) Der Hauptrefinanzierungssatz bezieht sich, beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft, auf den auf Zinstender angewandten Mindestbietungssatz.

Interpretation dieser Entwicklung ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich in der Jahreswachstumsrate von M3 im März eine Reihe von Sondereinflüssen niederschlug.

Erstens wurde die jährliche Wachstumsrate von M3 von Kalendereffekten beeinflusst. Diese Effekte sind auf die Unterschiede bei der Geldhaltung und beim Zahlungsverhalten an bestimmten Wochentagen zurückzuführen. Sie kommen insbesondere bei den monetären Statistiken des Euro-Währungsgebiets zum Tragen, da diese Statistiken auf der Grundlage von Angaben mit Stand vom letzten Arbeitstag des Monats erstellt werden. Da beispielsweise der letzte Tag im März dieses Jahres auf einen Samstag fiel, dürften einige der am Monatsende von Nicht-MFIs des privaten Sektors getätigten Zahlungen an Zentralstaaten, die nicht zum Geldhaltenden Sektor des Euroraums zählen, auf den Beginn der folgenden Woche und damit des folgenden Monats verschoben worden sein. Fol-

Abbildung 3 Jahreswachstum von M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

lich hielt der private Sektor (ohne MFIs) im Euro-Währungsgebiet Ende März 2001 höhere M3-Bestände als im vergleichbaren Vorjahrsmonat, als der letzte Tag des Monats auf einen Freitag gefallen war. Würde man solche Effekte herausrechnen, so wäre die Jahreswachstumsrate von M3 im März im Vergleich zum Februar weitgehend stabil geblieben. Abbildung 3 macht dies anhand der Darstellung des Verlaufs der jährlichen Wachstumsrate von M3 auf der Grundlage von saison- und kalenderbereinigten Angaben deutlich. Wie der Abbildung zu entnehmen ist, verläuft das um Saison- und Kalendereffekte bereinigte jährliche M3-Wachstum viel gleichmäßiger als die offizielle Wachstumsrate von M3. Die EZB entwickelte die Methodik zur Berechnung dieser Daten im Jahr 2000 und ist nun der Ansicht, dass die Qualität dieser Daten ausreichend getestet worden ist. Daher wird die EZB in naher Zukunft damit beginnen, die Jahreswachstumsrate der Geldmengen offiziell auf der Grundlage von saison- und kalenderbereinigten monatlichen Stromgrößen zu berechnen.

Zweitens war der im März verzeichnete Anstieg der jährlichen Wachstumsrate von M3

auch auf eine stärkere Verzerrung, die aus den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteilen resultierte, zurückzuführen. Wie in Kasten I erläutert, haben die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile seit dem Spätsommer 2000 zu einer zunehmenden Überzeichnung der Jahreswachstumsrate von M3 geführt.

Drittens dürfte die im März beobachtete hohe Volatilität an den Aktienmärkten zu dem in diesem Monat verzeichneten starken monatlichen M3-Wachstum (im Vergleich zum Vormonat erhöhte sich M3 saisonbereinigt um 0,6 %) beigetragen haben. Diese Entwicklung scheint die Nachfrage der Anleger nach kurzfristigen sicheren und liquiden Anlageformen, die marktnah verzinst werden, erhöht zu haben. Zu diesen Anlagen zählen beispielsweise Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und marktfähige Finanzinstrumente.

Werden alle diese Faktoren berücksichtigt, so kann davon ausgegangen werden, dass die zu Grunde liegende monetäre Entwicklung im März 2001 weiter rückläufig war. Insgesamt lässt sich sagen, dass die jüngste monetäre Entwicklung auch unter Berücksichtigung der in Kasten I erläuterten Berechnungsfragen im Hinblick auf die marktfähigen Finanzinstrumente darauf hindeutet, dass von dieser Entwicklung derzeit keine Risiken mehr für die Preisstabilität ausgehen.

Bei den Komponenten von M3 war ein leichter Anstieg der jährlichen Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 zu verzeichnen, und zwar von 2,0 % im Februar auf 2,1 % im März. Dieser Anstieg war ausschließlich auf eine Zunahme der Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen von 2,6 % im Februar auf 2,9 % im März zurückzuführen (siehe Abbildung 4), der wiederum die bereits erwähnten Kalendereffekte zu Grunde lagen. Demgegenüber war der Rückgang der jährlichen Veränderungsrate des Bargeldumlaufs ausgeprägter (1,9 % im März 2001, gegenüber 1,2 % im Februar).

Kasten I

Berechnungsfragen im Zusammenhang mit der Einbeziehung von marktfähigen Finanzinstrumenten in die Geldmenge M3 im Eurogebiet

Das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 im Eurogebiet enthält marktfähige Finanzinstrumente, nämlich Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren. Diese marktfähigen Finanzinstrumente sind Teil der Geldmenge M3 im Euroraum, da sie einen relativ hohen Liquiditätsgrad und eine niedrige Kursvolatilität aufweisen und somit enge Substitute für andere Komponenten von M3 wie beispielsweise Termineinlagen darstellen.

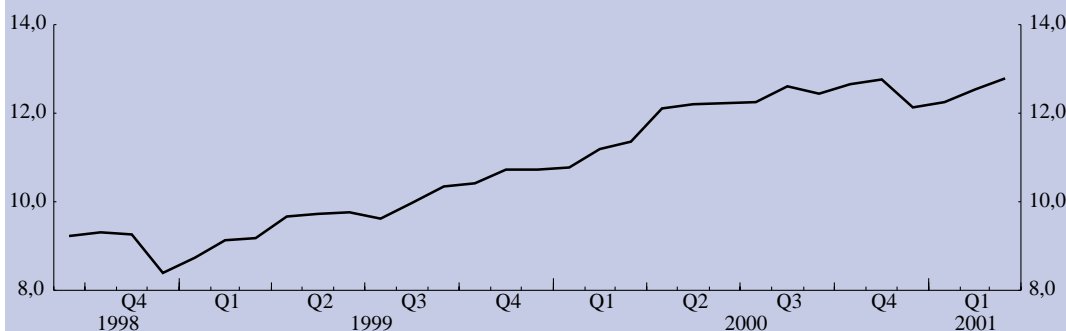
M3 soll die Geldhaltung von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet messen, da diese Bestände für eine Bewertung der Auswirkungen der monetären Entwicklungen auf die Preisstabilität innerhalb des Eurogebiets als besonders relevant erachtet werden. Aus konzeptioneller Sicht sollten daher marktfähige Finanzinstrumente, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten werden, nicht in M3 erfasst werden. In der Praxis ist es jedoch schwierig, die Gebietsansässigkeit von Inhabern kurzfristiger marktfähiger Finanzinstrumente zu ermitteln. Da diese Instrumente häufig von Investmentbanken am Markt platziert und von Endanlegern auf Depotkonten gehalten und/oder über internationale Wertpapierabwicklungssysteme getilgt werden, haben die begebenden Monetären Finanzinstitute (MFIs) oft keine zuverlässigen Informationen über die Gebietsansässigkeit der tatsächlichen Inhaber der von ihnen begebenen Instrumente. Diese Instrumente werden zudem zum Teil auf Sekundärmärkten gehandelt.

Vor dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) war der Umlauf an diesen marktfähigen Finanzinstrumenten recht gering und wies eine lediglich moderate Zunahme im Zeitverlauf auf. Darüber hinaus gab es wenig Anhaltspunkte dafür, dass von MFIs im Euroraum begebene marktfähige Finanzinstrumente in nennenswertem Umfang von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten wurden. Vor diesem Hintergrund wurde der Beschluss gefasst, alle von MFIs im Euroraum begebenen marktfähigen Finanzinstrumente in die Definition von M3 aufzunehmen (ohne den Bestand, der von MFIs im Eurogebiet selbst gehalten wird).

Seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU verlief die Expansion der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sehr dynamisch. Die jährliche Wachstumsrate von marktfähigen Finanzinstrumenten ist seit dem letzten Quartal 1999 deutlich gestiegen und belief sich vorübergehend auf über 20 %. Infolge der hohen Jahreswachstumsrate von marktfähigen Finanzinstrumenten hat sich der Anteil dieser Instrumente an der Geldmenge M3 im Eurogebiet von unter 10 % vor dem Beginn der dritten Stufe der WWU auf derzeit 12 % bis 13 % erhöht (siehe Abbildung A). Es gibt Hinweise darauf, dass dies in beträchtlichem Umfang auf die Nachfrage von gebietsfremden Anlegern zurückzuführen ist.

Abbildung A: Anteil der marktfähigen Finanzinstrumente an M3

(in % des M3-Bestands)



Quelle: EZB.

Der Anstieg des von Gebietsansässigen und Gebietsfremden gehaltenen Bestands an marktfähigen Finanzinstrumenten seit Ende 1999 könnte sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren widerspiegeln. Die Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze seit Herbst 1999 und die Abflachung der Zinsstrukturkurve im Euroraum haben die Attraktivität dieser kurzfristigen Anlageformen allgemein erhöht. Darüber hinaus hat die Korrektur an den internationalen Aktienmärkten seit dem zweiten Quartal 2000 und die vorübergehend hohe Volatilität an diesen Märkten zu Portfolioumschichtungen in sicherere Anlageformen wie beispielsweise kurzfristige marktfähige Papiere geführt.

Neben konjunkturellen Effekten könnte der Anstieg der Nachfrage nach kurzfristigen marktfähigen Finanzinstrumenten auch länger anhaltende strukturelle Entwicklungen widerspiegeln, insbesondere Veränderungen, die sich aus einer Verringerung des weltweiten Angebots an hochwertigen festverzinslichen Wertpapieren ergeben, welche auf den Prozess der Haushaltskonsolidierung in den meisten industrialisierten Ländern zurückzuführen ist. Kurzfristige von MFIs im Eurogebiet begebene marktfähige Finanzinstrumente könnten – insbesondere bei einer flachen Zinsstrukturkurve – eine Alternative zur Anlage in Staatsanleihen sein. In diesem Zusammenhang ist ebenfalls zu erwähnen, dass sich die Nachfrage nach Geldmarktpapieren und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren seitens der Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets sehr stark auf erstklassige Papiere konzentriert und somit auf die Papiere, die die engsten Substitute für Staatsanleihen darstellen. Schließlich haben die Alterung der Bevölkerung in vielen industrialisierten Ländern und die Notwendigkeit einer Reform der gesetzlichen Altersversorgungssysteme in zunehmendem Maße zu dem Entstehen privater Pensionskassen in einigen Ländern geführt und somit die Nachfrage nach hochwertigen Papieren allgemein erhöht.

In früheren Ausgaben des Monatsberichts wurde darauf hingewiesen, dass das M3-Wachstum durch den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an marktfähigen Finanzinstrumenten beeinflusst wird. Anfangs waren diese Bestände klein, es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass sie im Laufe der vergangenen Monate zunehmend zu einer Verzerrung des M3-Wachstums nach oben geführt haben.

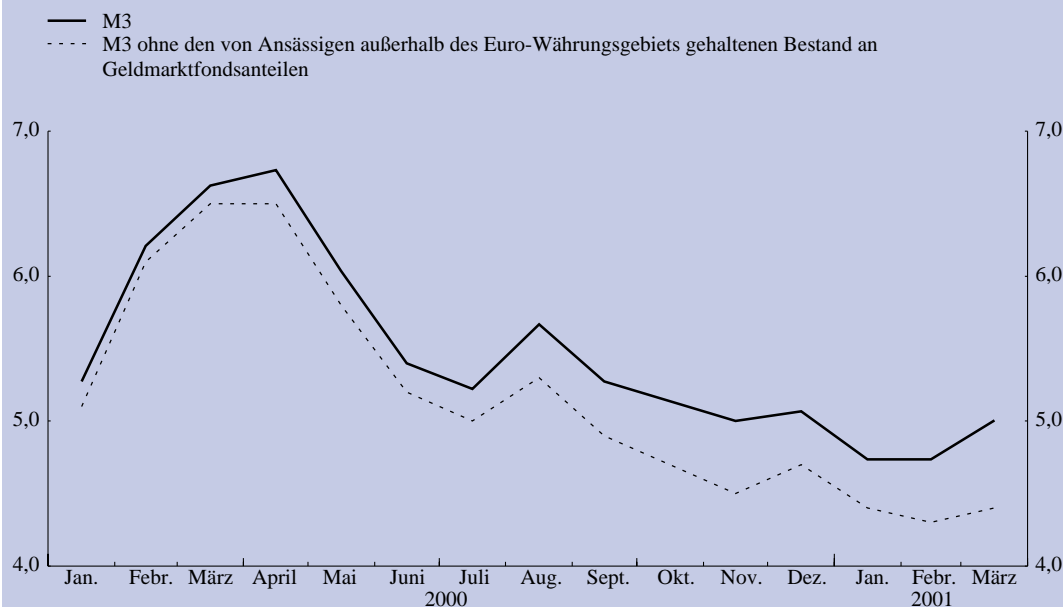
Bei der Bewertung der Auswirkungen auf das M3-Wachstum ist zu unterscheiden, ob es sich bei den Beständen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets um Geldmarktpapiere und kurzfristige Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren einerseits oder um Geldmarktfondsanteile andererseits handelt. Während es für Erstere bislang noch keine zuverlässigen quantitativen Schätzungen gibt, liegen nun ausreichend zuverlässige Daten für Geldmarktfondsanteile vor.

Die Auswirkungen des von Gebietsfremden gehaltenen Bestands an Geldmarktfondsanteilen auf die Jahreswachstumsrate von M3 waren bis zum Spätsommer 2000 sehr gering (siehe Abbildung B). Danach nahm diese Verzerrung allmählich zu und beläuft sich derzeit auf rund einen halben Prozentpunkt. Gleichzeitig haben, wie Abbildung B zeigt, die Auswirkungen der von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktfondsanteile die Trendentwicklung des monetären Wachstums – abgesehen von den Entwicklungen in der jüngsten Vergangenheit – seit Beginn der dritten Stufe der WWU nicht beeinflusst.

Was die durch MFIs im Eurogebiet begebenen Geldmarktpapiere und kurzfristigen Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten werden, betrifft, so befasst sich derzeit ein statistisches Projekt mit einer detaillierteren Analyse dieses Phänomens. Vorläufige diesbezügliche Informationen deuten darauf hin, dass der Einfluss der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktpapieren und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren auf die Jahreswachstumsrate von M3 im März 2001 ähnlich groß wie der Einfluss der von Gebietsfremden gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen gewesen sein dürfte. Wenn diese vorläufigen Schätzungen der von Gebietsfremden gehaltenen Bestände an Geldmarktpapieren und kurzfristigen Schuldverschreibungen berücksichtigt werden, nimmt die Überzeichnung der Jahreswachstumsrate von M3 weiter zu. Während sich dies auf das Niveau der

Abbildung B: Einfluss des von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestands an Geldmarktfondsanteilen auf das M3-Wachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Jahreswachstumsrate von M3 auswirkt, deuten die derzeit vorliegenden Informationen darauf hin, dass die Trendentwicklung des gesamten M3-Wachstums seit Beginn der dritten Stufe der WWU weitgehend unbeeinflusst bleibt.

Gegen Jahresende beabsichtigt die EZB eine revidierte Zeitreihe von M3 zu veröffentlichen, die dem Gesamteffekt der von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets gehaltenen Bestände aller marktfähigen Finanzinstrumente auf die Jahreswachstumsrate von M3 Rechnung trägt. In der Zwischenzeit wird die EZB die Öffentlichkeit weiterhin über die Entwicklungen der Bestände von Gebietsfremden informieren und erläutern, inwiefern diese bei der regelmäßigen Beurteilung der monetären Entwicklungen berücksichtigt werden. Insbesondere wird die EZB beginnend mit der Pressemitteilung zur Geldmengenentwicklung für April 2001 monatliche Informationen über den Effekt des von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Bestands an Geldmarktfondsanteilen auf das jährliche M3-Wachstum zur Verfügung stellen.

Die Geld- und Bankenstatistiken des Eurosystems werden auf der Grundlage einer vollständig harmonisierten konsolidierten Bilanz der MFIs des Euroraums berechnet und basieren insbesondere auf homogenen Definitionen des Geld schaffenden und des Geld haltenden Sektors sowie der Kategorien von Finanzinstrumenten. Darüber hinaus stehen monetäre Daten zum Euro-Währungsgebiet monatlich zeitnah zur Verfügung. Daher gehören die monetären Daten der EZB zu den besten Wirtschaftsstatistiken, die für das Eurogebiet vorliegen. Die grundsätzlich hohe Qualität der Zahlen zur monetären Entwicklung im Euro-Währungsgebiet wird durch die Ermittlung der Bestände an marktfähigen Finanzinstrumenten, die von Gebietsfremden gehalten werden, weiter verbessert. Somit bleiben die Informationen zu M3 zuverlässig und stellen bei der Beurteilung monetärer Entwicklungen im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB weiterhin die zentrale Größe dar.

Tabelle I

Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	März 2001 Bestand	Jan. 2001 Veränderung		Febr. 2001 Veränderung		März 2001 Veränderung		Jan. 2001 bis März 2001 Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
M3	5 276,4	12,7	0,3	39,1	0,8	31,7	0,6	27,8	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	2 040,0	-30,6	-1,5	32,0	1,6	-0,5	0,0	0,3	0,0
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 336,5	10,1	0,4	13,3	0,6	14,8	0,6	12,7	0,6
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	899,9	33,3	3,9	-6,3	-0,7	17,3	2,0	14,8	1,7

Quelle: EZB.

Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entsprechen die M3-Komponenten in (Mrd) Euro möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.

Dieser Trend hängt möglicherweise zum Teil mit den Bargeldrückflüssen von außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung Ende dieses Jahres zusammen. Dies dürfte die Entwicklung des

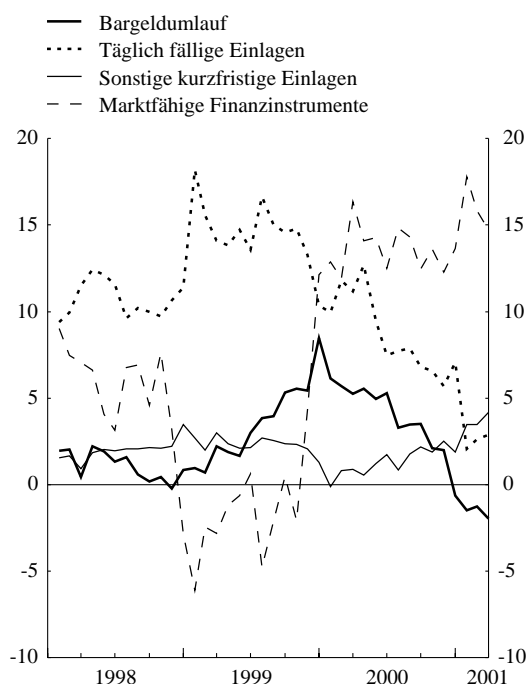
Bargeldumlaufs in den vergangenen Monaten gedämpft haben.

Der Zuwachs der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich im März dieses Jahres auf 4,2 %, verglichen mit 3,5 % im Vormonat. Dieser Anstieg war sowohl einer Zunahme der Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren als auch einem weniger starken Rückgang der jährlichen Veränderungsrate bei Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zuzuschreiben.

Das Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente im Vergleich zum Vorjahr ging von 15,8 % im Februar auf 14,7 % im März zurück. Dieser Rückgang war jedoch in erster Linie auf einen starken Basiseffekt zurückzuführen. Im Vergleich zum Vormonat legten die marktfähigen Finanzinstrumente im März saisonbereinigt deutlich zu (siehe Tabelle I). Diese dynamische Entwicklung hing teilweise mit dem bereits erwähnten Erwerb dieser Finanzinstrumente durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zusammen. Darüber hinaus dürften diese Finanzinstrumente von der im März beobachteten hohen Unsicherheit an den weltweiten Aktienmärkten profitiert haben.

Abbildung 4 Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(Monatsendstände und Zwölfmonatsveränderungen; Mrd €)*

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
	2001 März	2000 Okt.	2000 Nov.	2000 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März
1 Kredite an den privaten Sektor	7 117,5	663,0	626,7	633,4	631,6	611,3	594,6
2 Kredite an öffentliche Haushalte	2 018,9	-130,3	-141,3	-109,8	-119,0	-126,1	-110,6
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	186,0	-109,0	-98,9	-90,1	-95,7	-92,8	-49,4
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 793,8	234,7	198,6	161,4	159,8	152,9	157,8
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	252,3	-50,8	-48,3	27,3	28,5	9,0	29,9
M3 (=1+2+3-4-5)	5 276,4	239,7	236,3	244,8	228,7	230,6	246,9

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entsprechen die M3-Gegenposten möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.***Weitere Verlangsamung der Kreditvergabe an den privaten Sektor**

Bei den Gegenposten von M3 belief sich die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im März 2001 auf 5,7 %, verglichen mit 5,8 % im Februar. Die jährliche Veränderungsrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor war zwar nach wie vor rückläufig, der Rückgang der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte gegenüber dem Vorjahr war im März aber etwas weniger stark ausgeprägt (-5,4 %, nach -6,1 % im Februar).

Der Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor auf 9,2 % (und damit die niedrigste Rate seit Beginn der dritten Stufe der WWU) spiegelte weitgehend die Entwicklung der Buchkredite wider. Dies scheint frühere Hinweise auf eine etwas gemäßigte Entwicklung dieser Kredite an den privaten Sektor nach dem starken Wachstum im August und September 2000 (das wohl zum Großteil mit dem erhöhten Finanzierungsbedarf der an der Versteigerung der UMTS-Lizenzen teilnehmenden Telekommunikationsunternehmen zusammenhing) zu bestätigen. Die verhaltenere Zunahme der Buchkredite an den privaten Sektor dürfte zumindest teilweise auf den Anstieg der Kreditzinsen der Banken zurückzuführen sein, der von Mitte 1999 bis Ende 2000 zu verzeichnen war (siehe Abbildung 6

und 7). Außerdem könnte das in den vergangenen Monaten gesunkene Unternehmervertrauen die Nachfrage nach Buchkrediten gedämpft haben.

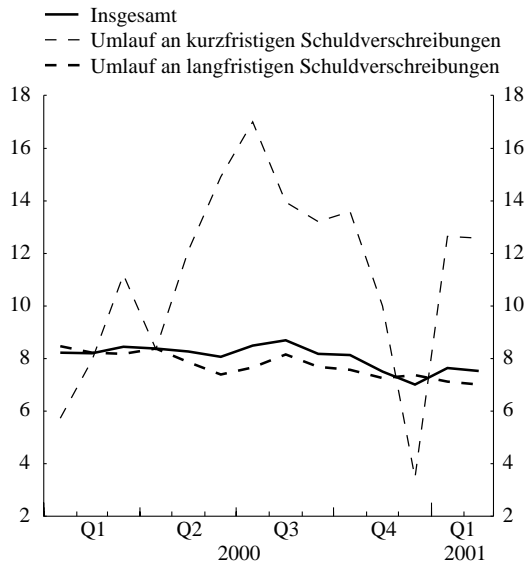
Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors blieb im März 2001 praktisch unverändert (4,4 %, nach 4,3 % im Februar). Die nach wie vor gedämpfte Nachfrage nach diesen Finanzinstrumenten dürfte mit der seit dem letzten Quartal 2000 vergleichsweise flachen Zinsstrukturkurve im Zusammenhang stehen, wodurch diese Instrumente für Anleger weniger interessant waren.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde nahmen im März 2001 in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 32 Mrd € ab. Im Zwölfmonatszeitraum bis März gingen sie um 49 Mrd € zurück, verglichen mit einem Rückgang um insgesamt 93 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2001 (siehe Tabelle 2).

Im Februar 2001 weiterhin hohe Emission von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor

Im Anschluss an den Wiederanstieg der Emissionstätigkeit im Januar 2001 blieb die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen

Abbildung 5
Umlauf an Schuldverschreibungen von
Ansässigen im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

Schuldverschreibungen im Februar gegenüber dem Vormonat unverändert bei 7,5 %. Auch bei den jährlichen Wachstumsraten des Umlaufs an kurzfristigen und langfristigen Schuldverschreibungen waren – verglichen mit Januar – nur geringfügige Änderungen zu verzeichnen; sie beliefen sich im Februar 2001 auf 12,6 % bzw. 7,0 % (siehe Abbildung 5).

Eine Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt für Februar 2001 eine weiterhin hohe Emission von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor in einem Umfeld rückläufiger Anleihenrenditen und abnehmender Renditeabstände zwischen erstklassigen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen seit Beginn dieses Jahres. Ferner dürften die schwachen Aktienmärkte in den ersten Monaten dieses Jahres dazu geführt haben, dass sich Emittenten des privaten Sektors mehr auf die Anleihenmärkte konzentrierten. Die Jahresrate des Umlaufs an von MFIs begebenen Euro-Schuldverschreibungen lag im Februar 2001 unverändert bei 8,9 %. Die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an Schuldverschrei-

bungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, ist seit dem letzten Quartal 2000 gestiegen und nahm im Februar weiter auf 24,2 % (nach 23,2 % im Januar) zu.

Der Absatz von Schuldverschreibungen durch den öffentlichen Sektor blieb auch im Februar dieses Jahres verhalten. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte sank im Berichtsmonat weiter, und zwar von 2,4 % im Januar 2001 auf 1,9 % im Februar.

Zinssätze im Kundengeschäft der Banken (insbesondere Kreditzinsen) im März 2001 gesunken

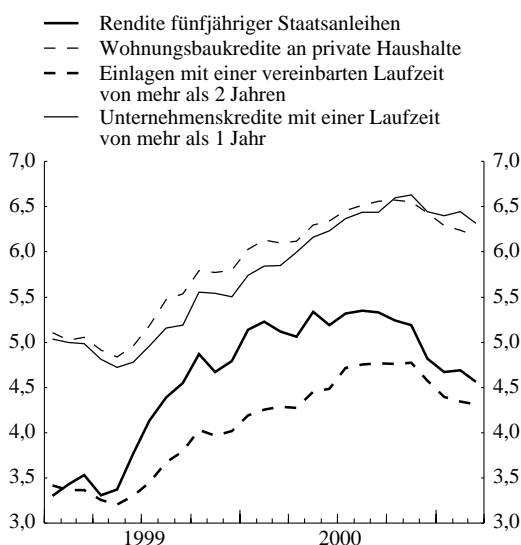
Die kurzfristigen Einlagenzinsen blieben im März gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert, während die Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um 6 Basispunkte zurückgingen (siehe Abbildung 6). Über einen längeren Zeitraum gesehen sind die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr sowie der Satz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr von November letzten Jahres, als die Geldmarktsätze zu sinken begannen, bis März 2001 um rund 25 Basispunkte gefallen. Dagegen stiegen die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im selben Zeitraum geringfügig an. Im Vergleich dazu sanken die durchschnittlichen Dreimonatsgeldsätze zwischen November 2000 und März 2001 um fast 40 Basispunkte, was auf erhebliche Unterschiede in der Reaktion der Kurzfristzinsen der Banken auf die Geldmarktsätze hinweist. Die Entwicklung der Kurzfristzinsen hängt wohl vor allem von den unterschiedlichen Wettbewerbsbedingungen in den verschiedenen Segmenten des Kundengeschäfts der Banken ab.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken gingen im März des laufenden Jahres um 3 bis 13 Basispunkte gegenüber dem Vormonat

zurück (siehe Abbildung 7). Der Rückgang bei den Zinsen auf Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren fiel mit 3 Basispunkten gering aus, während sich die Langfristzinsen für Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 7 bzw. 13 Basispunkte verringerten. Eine Betrachtung über einen längeren Zeitraum hinweg zeigt, dass die durchschnittlichen Zinsen für Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren, für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von über einem Jahr zwischen November 2000 und März dieses Jahres, in einem Zeitraum also, in dem die Staatsanleiherenditen rückläufig waren, um rund 40 Basispunkte nachgaben. Zum Vergleich: In diesem Zeitraum sank die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um etwa 60 Basispunkte. Insgesamt zeigen diese Entwicklungen, dass die Kapitalmarktsätze relativ schnell auf die langfristigen Bankzinsen durchschlagen.

Abbildung 7 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

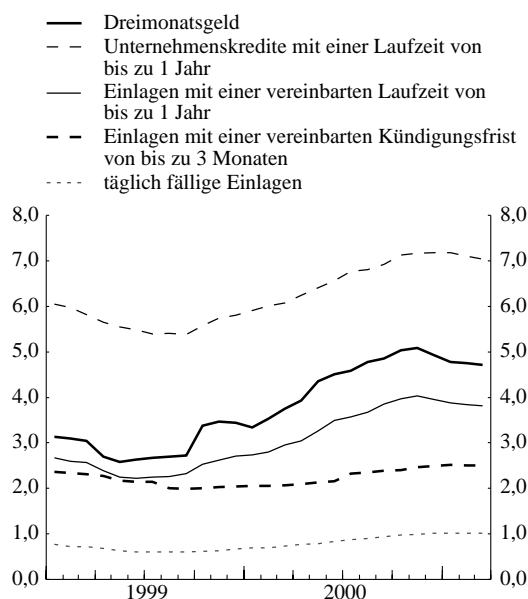
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters. Anmerkung: Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

Abbildung 6 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters. Anmerkung: Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

Geldmarktzinsen im April und Anfang Mai 2001 gestiegen

Die Geldmarktzinsen stiegen im April und Anfang Mai 2001, wobei der im März verzeichnete Rückgang mehr als ausgeglichen wurde. Der stärkste Anstieg war dabei am langen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zu beobachten. Dies hatte zur Folge, dass die negative Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR Anfang Mai deutlich schwächer ausgeprägt war.

Die Zinssätze bei den kürzesten Laufzeiten wurden zeitweise von den Unterbietungen der Banken bei dem am 11. April abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft beeinflusst (siehe Kasten 2). Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, erhöhte sich infolge der Liquiditätsverknappung, die sich aus diesen Unterbietungen ergab, deutlich, normalisierte sich dann jedoch zu Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 24. April wieder. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze waren ebenfalls von den Unterbietungen

Kasten 2

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. April 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. März bis zum 23. April 2001 wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft ab.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz in Höhe von 4,75 % durchgeführt. Bei dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft lag der marginale Zuteilungssatz leicht über dem Mindestbietungssatz, beim zweiten und dritten Hauptrefinanzierungsgeschäft lagen der marginale Zuteilungssatz und der Mindestbietungssatz auf gleicher Höhe. Bei diesen Hauptrefinanzierungsgeschäften war der gewichtete Durchschnittssatz entweder 1 Basispunkt höher als der marginale Zuteilungssatz oder beide Sätze waren gleich. Jedoch stiegen beim letzten Geschäft der Mindestreserve-Erfüllungsperiode der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz auf 4,86 % bzw. 4,91 % an und spiegelten somit eine Liquiditätsverknappung wider, die durch unzureichende Gebote bei dem am 10. April 2001 durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäft entstanden war. Zwischen 240 und 607 Bieter nahmen an diesen Transaktionen teil, im Durchschnitt waren es 405 Bieter.

Die Differenz zwischen den Volumen der beiden ausstehenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte vergrößerte sich auf Grund der unzureichenden Gebote für das am 10. April durchgeführte Geschäft beträchtlich. Bei diesem Geschäft fiel das Zuteilungsvolumen auf einen Rekordtiefstand von 25 Mrd € und lag somit deutlich unter dem Niveau, das eine reibungslose Erfüllung des Mindestreserve-Solls gewährleistet hätte. Um die daraus resultierende Liquiditätsanspannung zu bekämpfen, wurde beim vierten Geschäft ein Volumen in der Rekordhöhe von 172 Mrd € zugeteilt. Die Liquiditätsbedingungen blieben jedoch bis zum Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode angespannt. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,00 beim dritten Geschäft (bei dem die EZB alle Gebote voll zuteilte) und 1,50 beim vierten Geschäft; die durchschnittliche Zuteilungsquote während der gesamten Mindestreserve-Erfüllungsperiode betrug 1,12.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die vom 24. März 2001 bis 23. April 2001 dauerte

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	233,0	0,5	+ 232,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	172,4	-	+ 172,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	58,4	-	+ 58,4
Ständige Fazilitäten	2,2	0,5	+ 1,7
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	382,1	493,2	- 111,1
Banknotenumlauf	-	354,6	- 354,6
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,5	- 49,5
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	382,1	-	+382,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	89,1	- 89,1
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			121,4
(d) Mindestreserve-Soll			120,8

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Am 28. März 2001 führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 20 Mrd € durch. Die Zuteilung musste jedoch auf Grund eines technischen Problems bei der Gebotsabgabe auf 19,1 Mrd € verringert werden. An diesem Geschäft nahmen insgesamt 234 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 38,2 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich bei diesem Geschäft auf 4,47 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag bei 4,50 %.

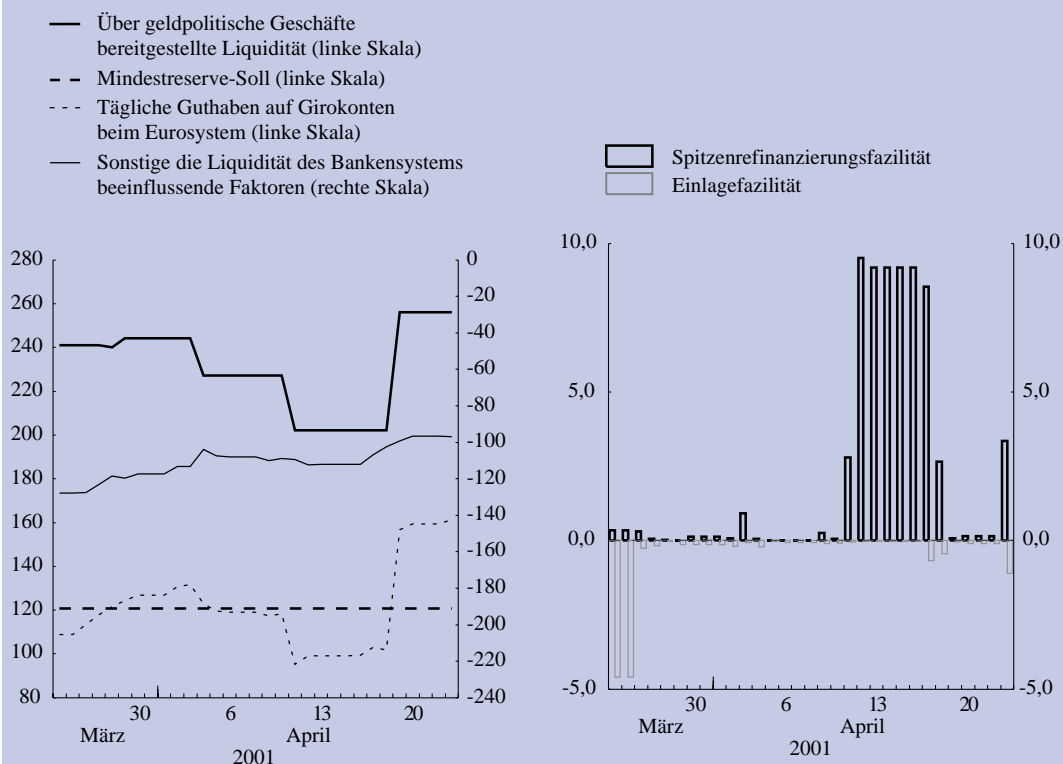
Vom Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bis zum 9. April 2001 bewegte sich der EONIA zwischen 4,74 % und 4,78 %; am Freitag, dem 30. März stieg er jedoch zeitweilig ausnahmsweise auf Grund der üblichen Kalendereffekte am Monatsende auf 4,85 %. Unmittelbar nach den unzureichenden Geboten bei dem am 10. April durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäft stiegen die Tagesgeldsätze an. Dieser Anstieg setzte sich an den folgenden Tagen fort, da die Marktteilnehmer der Ansicht waren, dass die Liquiditätsknappheit bis zum Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode andauern würde. Am 17. April 2001 erreichte der EONIA zum ersten Mal seit der Einführung des Euro die Höhe des Spitzenrefinanzierungssatzes. Nach der Zuteilungsentscheidung am 18. April 2001 fiel der EONIA auf 5,56 %. Während der drei letzten Tage der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bewegte sich der EONIA in einem vergleichsweise weiten Korridor deutlich über dem Mindestbietungssatz.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Als Folge der Liquiditätsverknappung durch die unzureichenden Gebote am 10. April stieg die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,5 Mrd € in der vorhergehenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf 2,2 Mrd € an; insgesamt betrug die Inanspruchnahme 67 Mrd €. Davon

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. April 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

wurden 64 Mrd € nach der Abwicklung des dritten Geschäfts am 11. April 2001 in Anspruch genommen. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität blieb mit 0,4 Mrd € stabil.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 111,1 Mrd € und somit 7,1 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang spiegelte in erster Linie niedrigere Einlagen der öffentlichen Haushalte und die Gewinnabführung der Zentralbanken an die öffentlichen Haushalte wider. Der in der konsolidierten Bilanz des Eurosystems ausgewiesene Anstieg der Netto-Auslandsaktiva spiegelt hauptsächlich die am 30. März 2001 erfolgte Neubewertung wider und hatte deshalb keinerlei Auswirkungen auf die Liquidität. Die tägliche Summe der autonomen Faktoren schwankte zwischen 96,7 Mrd € und 127,9 Mrd €.

Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 101,2 Mrd € und 119,1 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen -1,8 Mrd € und +2,3 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 121,4 Mrd €, und das durchschnittliche Mindestreserve-Soll betrug 120,8 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll, die Überschussreserven des Finanzsektors darstellt, betrug 0,6 Mrd € und war damit so hoch wie in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

betroffen, allerdings in geringerem Ausmaß. Nachdem diese Zinssätze in den letzten Tagen vor dem 11. April leicht unter dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB geltenden Mindestbietungssatz von 4,75 % gelegen hatten, erhöhten sie sich auf Grund der angespannten Liquiditätssituation merklich auf rund 5 %, fielen dann jedoch wieder und stabilisierten sich zwischen dem 20. April und dem 8. Mai bei etwa 4,80 %. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften stiegen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei dem am 19. April abgewickelten Geschäft auf 4,86 % bzw. 4,91 %, nachdem sie bei den beiden vorangegangenen Geschäften bei 4,75 % gelegen hatten. In der am 24. April beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode normalisierten sich die Zuteilungssätze wieder und bewegten sich bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, die am 25. und 30. April sowie am 7. Mai abgewickelt wurden, in einer Bandbreite von 5 Basispunkten über dem Mindestbietungssatz von 4,75 %.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR erhöhten sich zwischen Ende März

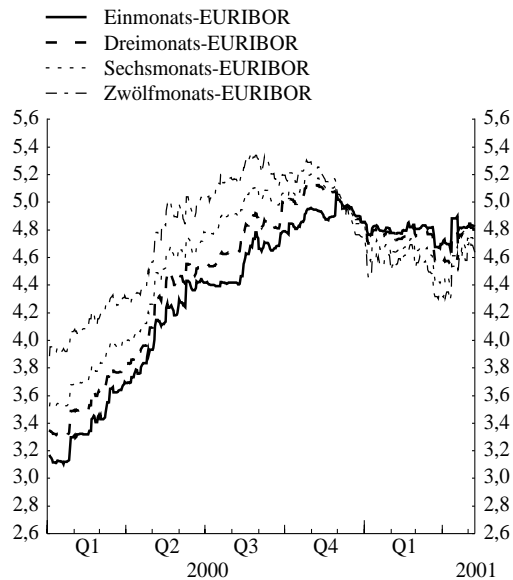
und dem 8. Mai um 12 bzw. 24 Basispunkte und beliefen sich auf 4,82 % bzw. 4,80 % (siehe Abbildung 8). Dies hatte zur Folge, dass sich das kurze Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, dessen Verlauf Ende März noch deutlich negativ gewesen war, bis zum 8. Mai weitgehend abflachte.

Wie üblich spiegelten die Entwicklungen bei den Zuteilungssätzen für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems weitgehend die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR wider. Bei dem am 25. April abgewickelten Geschäft betrug der marginale Zuteilungssatz 4,67 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz 4,70 %; sie lagen damit beide um jeweils 20 Basispunkte über den entsprechenden Zinssätzen des am 29. März abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Am langen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt erhöhten sich der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR zwischen Ende März und dem 8. Mai deutlich um 29

Abbildung 8 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

bzw. 32 Basispunkte auf 4,71 % bzw. 4,64 %. Der negative Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR verringerte sich erheblich von -38 Basispunkten Ende März auf -18 Basispunkte am 8. Mai.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR im Jahr 2001, die in Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit in diesem Jahr zum Ausdruck kommen, erhöhten sich zwischen Ende März und Anfang Mai ebenfalls deutlich. Am 8. Mai belief sich der Dreimonats-EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2001 auf 4,66 %, 4,46 % bzw. 4,46 % und lag damit 40, 42 bzw. 36 Basispunkte über den entsprechenden Zinssätzen von Ende März.

Renditen langfristiger Anleihen im April 2001 gestiegen

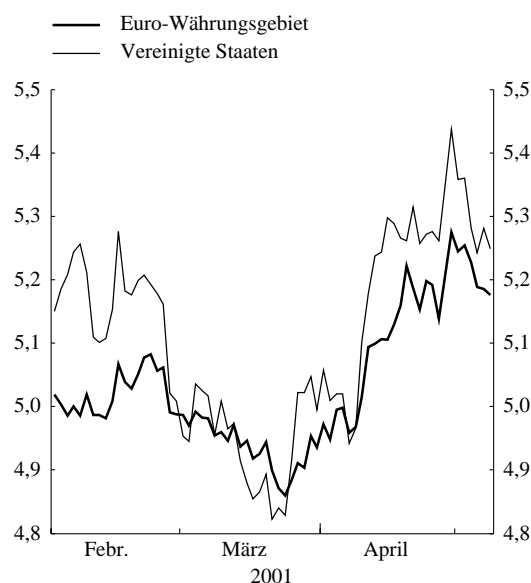
Nachdem die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum in den ersten drei Monaten dieses Jahres weitgehend stabil geblieben waren, nahmen sie zwischen Ende März und

Anfang Mai merklich zu (siehe Abbildung 9). Am 8. Mai 2001 betrug die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet rund 5,2 % und lag damit etwa 25 Basispunkte höher als Ende März. An den US-amerikanischen Anleihemärkten erhöhte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im gleichen Zeitraum ebenfalls um ungefähr 25 Basispunkte auf rund 5,25 %. Folglich blieb der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet weitgehend unverändert auf einem Stand knapp über null. Dagegen wurde die Differenz zwischen den Realrenditen zehnjähriger indexierter US-Staatsanleihen und vergleichbaren französischen Anleihen noch negativer; sie vergrößerte sich um etwa 35 Basispunkte und belief sich Anfang Mai auf rund -50 Basispunkte.

In den Vereinigten Staaten nahmen die Renditen langfristiger Staatsanleihen zwischen Ende März und Anfang Mai erheblich zu. Zu

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten. Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

dieser Entwicklung trug das starke Wiederanziehen der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten bei, das einen Kapitalabfluss am Anleihemarkt ausgelöst haben dürfte. Dort wurden die zuvor auf Grund der „Save-haven“-Funktion angelegten Portfoliositionen wieder abgebaut. In diesem Zusammenhang hat auch die unerwartete, da außerhalb der regulären Sitzungen beschlossene, Zinssenkung des Offenmarktausschusses am 18. April die US-Aktienmärkte gestärkt. Gleichzeitig schienen dadurch auch einige der größten Bedenken des Markts in Bezug auf die Aussichten für die amerikanische Wirtschaft zerstreut worden zu sein. Gegen Ende April und Anfang Mai hatte wohl die Veröffentlichung einiger Wirtschaftsdaten ebenfalls zu einer optimistischeren Einschätzung der Wachstumsaussichten seitens der Anleger beigetragen; dies wiederum dürfte zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger amerikanischer Anleihen ausgeübt haben. Allerdings deuten jüngste Entwicklungen bei der zehnjährigen amerikanischen Breakeven-Inflationsrate (die sich aus der Differenz zwischen nominalen und indexgebundenen zehnjährigen US-Anleiherenditen errechnet) darauf hin, dass wohl zum Großteil Markterwartungen, die von einer steigenden Teuerungsrate in den Vereinigten Staaten ausgehen, für den Anstieg der nominalen amerikanischen Anleiherenditen verantwortlich sind. So stieg die zehnjährige amerikanische Breakeven-Inflationsrate zwischen Ende März und dem 8. Mai um fast 60 Basispunkte auf rund 2,3 % und trug damit zum weiteren Anstieg dieser Inflationsrate, der in den ersten drei Monaten dieses Jahres bereits rund 30 Basispunkte betragen hatte, bei. Dabei sollte jedoch berücksichtigt werden, dass die Auswirkungen der „Save-haven“-Portfolioumschichtungen, die zu Kapitalflüssen zwischen Anleihe- und Aktienmärkten geführt haben, die Interpretation der Breakeven-Inflationsrate als Indikator für Inflationserwartungen erschweren könnten.

In Japan lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen am 8. Mai 2001 bei rund 1,3 % und war damit gegenüber ihrem Stand von Ende März weitgehend unverändert. Zwischen

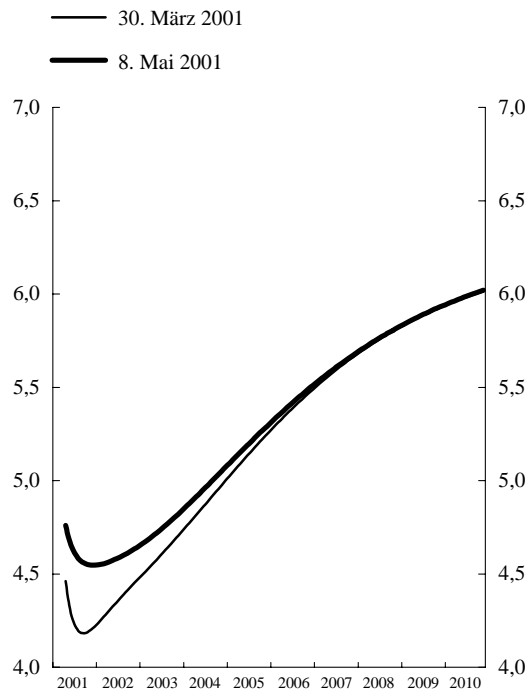
Ende März und Anfang Mai erhöhten sich die Renditen zunächst deutlich, allerdings kehrte sich diese Entwicklung dann wieder um. Der anfängliche Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen schien zum Großteil damit zusammenzuhängen, dass es auf Grund des Anstiegs der japanischen Aktienkurse zu Portfolioumschichtungen von Anleihen in Aktien kam. Auch die Unsicherheit bezüglich der politischen Aussichten in Japan und die Bedenken der Anleger, dass die Regierung zur Finanzierung neuer fiskalischer Konjunkturprogramme ihre Verschuldung stärker als bisher erwartet erhöhen könnte, trugen zu diesem Aufwärtsdruck bei. Nach der Ernennung eines neuen Premierministers fielen die Anleiherenditen dann wieder, was unter anderem auch auf die Erwartung der Anleger zurückzuführen ist, dass die neue Regierung die Emission von Staatsanleihen beschränken wird.

Die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet wurden im April und Anfang Mai neben den Entwicklungen an den internationalen Anleihemärkten auch von einer Reihe anderer Faktoren beeinflusst. Bei den kurz- und mittelfristigen Laufzeiten war ein etwas deutlicher Renditeanstieg zu verzeichnen; dies führte dazu, dass der stark inverse Verlauf am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve des Euroraums, der seit Ende 2000 zu beobachten war, sich etwas abschwächte. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen im Hinblick auf die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen im Eurogebiet nach oben korrigiert haben. Der Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet zwischen Ende März und dem 8. Mai entsprach dieser Einschätzung, er ließ jedoch gleichzeitig darauf schließen, dass es bei den längerfristigen Erwartungen bezüglich der Kurzfristzinsen kaum zu Veränderungen gekommen war (siehe Abbildung 10).

Eine für den Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen im Euro-Währungsgebiet maßgebliche Einflussgröße waren offenbar die erneut anziehenden Börsenkurse, die zu einem Mittelrückfluss aus den „Safe-havens“ führ-

Abbildung 10
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld
im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

ten und ein teilweises Abebben des unter den Marktteilnehmern herrschenden Pessimismus hinsichtlich der Aussichten für die Weltkonjunktur bewirkt haben könnten. Am Markt für französische indexierte Anleihen nahm die Realrendite zehnjähriger indexgebundener Anleihen von Ende März bis zum 8. Mai um ungefähr 10 Basispunkte zu, während sich die entsprechende Breakeven-Inflationsrate um etwa 15 Basispunkte erhöhte. Der Anstieg der langfristigen Realrenditen spiegelt offenbar die kürzlich nach oben korrigierten Markterwartungen für die Kurzfristzinsen und möglicherweise eine von den Anlegern wahrgenommene Verringerung der Abwärtsrisiken für die künftigen Wachstumsaussichten wider. Vorbehaltlich der für die Breakeven-Inflationsrate als Messgröße für die

Inflationserwartungen geltenden üblichen Einschränkungen stand der Anstieg dieser Rate wahrscheinlich unter dem Einfluss der jüngsten Verlagerungen vom Anleihemarkt zu Aktien. Dies führte zu einer Umkehrung der zuvor aus „Save-haven“-Motiven umgeschichteten Anlagen, wodurch die Interpretation der neuesten Trends erschwert wird. Insgesamt hält sich das gegenwärtige Niveau der zehnjährigen französischen Breakeven-Inflationsrate mit etwa 1,5 % seit Ende 2000 nahe an der Durchschnittsrate. Dies könnte als Anzeichen gewertet werden, dass die Anleger auch weiterhin recht konstante Erwartungen hinsichtlich der durchschnittlichen Inflationsraten für die nächsten Jahre haben.

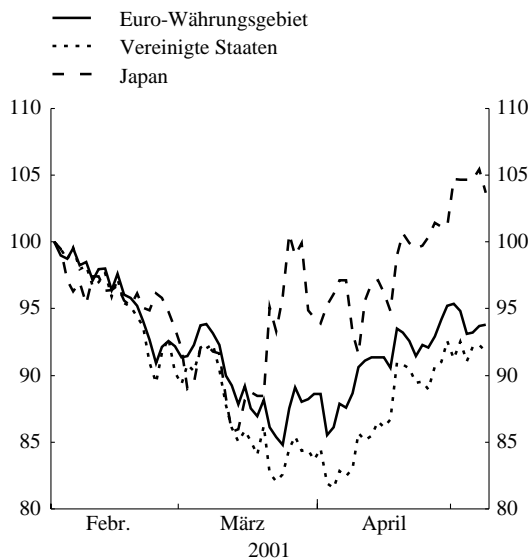
Erholung der Aktienkurse im April 2001

Die Aktienkurse im Euroraum, in Japan und den Vereinigten Staaten verzeichneten – gemessen am Dow-Jones-EURO-STOXX-Index, dem Nikkei 225 und dem Standard-&Poor's-500-Index – zwischen Ende März und dem 8. Mai jeweils kräftige Zuwächse in einer Größenordnung von 5 % bis 10 %. Die Zugewinne im April stellten den stärksten Anstieg im Vormonatsvergleich dar, seitdem sich die drei Indizes von ihren Ende des ersten Quartals 2000 erreichten Höchstständen nach unten zu bewegen begannen. Am 8. Mai lag der Index des Euro-Währungsgebiets ungefähr 6 % unter seinem Stand von Ende 2000, während sich der US-Index nur 3 % darunter befand. Der Nikkei lag am 8. Mai 1 % über seinem Jahresendstand (siehe Abbildung 11).

In den Vereinigten Staaten fielen die Aktienkurse gemessen am Standard-&Poor's-500-Index am 4. April auf ihren niedrigsten Stand seit Oktober 1998. Von da an erholten sich die Kurse der US-Aktien und wiesen bis zum 8. Mai einen Zuwachs von mehr als 12 % auf. Der steile Anstieg der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten wurde von verschiedenen Faktoren begünstigt und ging mit einer abnehmenden Volatilität einher. Zum einen hatten nach dem tiefen Sturz des Standard-&Poor's-500 im September 2000 traditionelle Indikatoren zur Bewertung der Aktienkurse

Abbildung 1 Aktienkursindizes im Euro- Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

(Index: 1. Februar 2001 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Standard-&Poor's-500, obwohl immer noch auf sehr hohem Niveau, ihren niedrigsten Stand seit September 1998 erreicht. Zum anderen fielen – trotz im ersten Quartal allgemein sinkender Unternehmenserträge – einige Gewinnankündigungen, insbesondere im Hochtechnologie-Sektor, besser als erwartet aus. Darüber hinaus trug die überraschende Zinssenkung durch die amerikanische Notenbank am 18. April weiter zur Stützung des US-Aktienmarkts bei, indem sie die Opportunitätskosten der Haltung von Aktien verringerte und – was vielleicht noch bedeutender war – die Zuversicht der Marktteilnehmer stärkte, dass sich die Unternehmenserträge bald wieder auf dem Wachstumspfad befinden würden. Als unmittelbare Reaktion auf den Beschluss der amerikanischen Notenbank, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte zu senken, legte der Standard-&Poor's-Index am 18. April um 5 % zu. Der Nasdaq-Composite-Index stieg an diesem Tag ebenfalls um 12 %

an. Insgesamt schienen der Pessimismus und die Unsicherheit der Anleger hinsichtlich der zukünftigen Entwicklungen am US-Aktienmarkt nachzulassen. Dieser Eindruck wurde durch die Ende April veröffentlichte erste Schätzung der BIP-Zahlen für das erste Quartal weiter verstärkt.

Auch in Japan verzeichneten die Aktienkurse im April bei sehr hoher, jedoch rückläufiger Volatilität robuste Zuwächse. Ausschlaggebend für den bedeutenden Anstieg der Kurse in Japan waren neben hauptsächlich vom US-Markt ausgehenden Sogwirkungen auch heimische Faktoren, insbesondere die Selbstverpflichtung der neuen Regierung zur Lösung des Problems der uneinbringlichen Forderungen japanischer Banken.

Im Euro-Währungsgebiet zogen die Aktienkurse in einem weniger volatilen Umfeld ebenfalls wieder an und erhöhten sich gemessen am Dow-Jones-EURO-STOXX-Index von Ende März bis zum 8. Mai um 6 %. Am 8. Mai lag dieser Index ungefähr 11 % über seinem Tiefstand vom 23. März 2001. Impulse aus den Vereinigten Staaten dürften bei der Trendwende am Aktienmarkt im Euroraum eine wichtige Rolle gespielt haben. Die Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten für das Eurogebiet dürften durch die positiven Berichte über das Wachstum der US-Wirtschaft begrenzt worden sein, die insbesondere für die Gewinnaussichten des Unternehmenssektors im Euroraum als förderlich angesehen wurden. Der Anstieg des EURO-STOXX-Index insgesamt war seit Ende März stark durch den 22%igen Zuwachs im Technologiesektor beeinflusst, der mit einem Anstieg des Nasdaq-Composite-Index von knapp 24 % im selben Zeitraum einherging. Diese Kurssteigerung lässt sich teilweise durch die positiven Gewinnmeldungen einiger bedeutender Unternehmen in diesem Sektor erklären, wobei jedoch auch bedacht werden sollte, dass der Rückgang der Aktienkurse im Technologiesektor während der ersten drei Monate des Jahres 2001 stärker ausgefallen war als in allen anderen Sektoren.

2 Preisentwicklung

Teuerung nach dem HVPI zwischen Februar und März 2001 unverändert

Die Zwölfmonatsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt blieb im Euro-Währungsgebiet zwischen Februar und März 2001 unverändert bei 2,6 %. Dahinter verbargen sich bedeutende, wenn auch gegenläufige Entwicklungen bei den Jahresänderungsraten der Energiepreise einerseits und den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel andererseits (siehe Tabelle 3). Die Zwölfmonatsrate des um diese volatileren Komponenten bereinigten HVPI setzte ihren seit dem letzten Quartal 1999 zu beobachtenden allmählichen Aufwärtstrend fort und stieg um 0,1 Prozentpunkte auf 1,9 % im März dieses Jahres.

Die Jahresänderungsrate der Energiepreise ging von 8,3 % im Februar auf 5,6 % im März 2001 zurück, was sowohl auf den Rückgang der auf Euro lautenden Ölpreise in diesem Zeitraum als auch auf Basiseffekte im Zusammenhang mit dem leichten Anstieg der Ölpreise zwischen Februar und März 2000 zurückzuführen war. Dagegen stieg die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im März 2001 im Vergleich zum Vormonat um 2,0 Prozentpunkte auf 6,5 % (siehe Abbildung 12). Dieser Anstieg scheint zu einem großen Teil mit gesundheitlichen Bedenken im Zusammenhang mit BSE und mit den kürzlich ergriffenen Maßnahmen zur Eindämmung der Maul- und Klauenseuche in der EU in Verbindung zu stehen. Vor diesem Hintergrund wird in Kasten 3 ein

Tabelle 3

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2000 Nov.	2000 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,1	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5	2,6	2,6	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	2,3	2,9	3,2	2,8	3,5	3,0	2,7	2,9	2,8	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	0,9	1,9	2,2	3,2	2,2	2,3	2,8	3,0	3,9	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,0	1,2	1,4	2,0	1,5	1,4	1,7	2,1	2,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,0	0,1	1,7	0,7	3,1	3,5	5,2	3,4	3,7	4,5	4,5	6,5	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,0	3,4	3,8	2,6	4,1	3,3	2,7	2,8	2,3	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	1,1	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	12,3	13,7	13,8	7,3	15,3	11,3	7,9	8,3	5,6	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	2,3	1,9	1,8	2,2	2,3	2,3	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	-0,7	-0,4	5,4	5,2	5,8	6,1	4,5	6,4	5,4	4,8	4,5	4,1	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,2	1,3	1,0	0,6	1,3	1,6	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,2	0,9	1,2	1,5	1,0	0,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	1,5	2,3	2,3	2,1	2,4	2,1	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	1,8	2,2	3,7	3,8	3,8	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	12,0	17,1	31,0	28,8	33,7	34,5	28,4	37,7	28,8	27,5	29,9	28,1	29,8
Rohstoffpreise ⁵⁾	-12,5	-3,1	18,1	18,3	18,0	16,4	1,4	18,2	8,6	3,3	1,7	-0,8	-1,1

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Internationale Rohölbörse, HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) und EZB-Berechnungen.

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998.

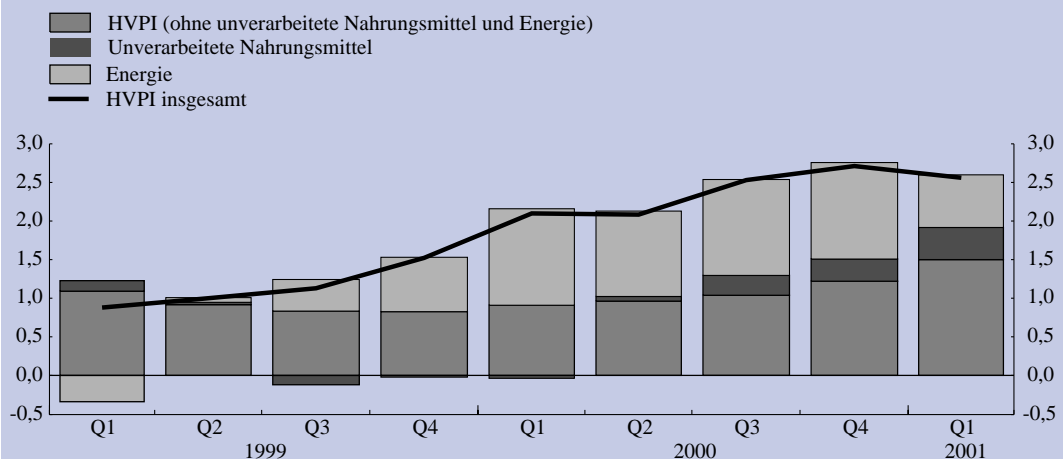
Kasten 3

Jüngste Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel – die Auswirkungen von BSE und der Maul- und Klauenseuche (MKS)

In den vergangenen Jahren wurde die Entwicklung des HVPI im Euro-Währungsgebiet erheblich von den Schwankungen seiner volatileren Komponenten, insbesondere der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, beeinflusst. Während in jüngster Zeit der Beitrag der Energiepreise zur Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt rückläufig war, hat sich der im letzten Jahr zu beobachtende stete Anstieg des Beitrags der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel zur Inflationsrate insgesamt in den vergangenen Monaten verstärkt (siehe Abbildung). Dieser gestiegene Beitrag ist einer der Gründe für die anhaltend relativ hohe Gesamtinflation, wenngleich die Jahresänderungsrate der Energiepreise drastisch von 15,5 % im November 2000 auf 5,6 % im März 2001 fiel.

Beiträge zur Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt im Euro-Währungsgebiet

(Jährlicher Beitrag in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Während die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel häufig von witterungsbedingten und sonstigen saisonalen Faktoren beeinflusst werden, scheint der jüngste Anstieg ihres Beitrags zur Gesamtinflation zumindest teilweise auf gesundheitliche Bedenken im Zusammenhang mit BSE in einigen Ländern des Eurogebiets zurückzuführen zu sein. Die in einer Reihe europäischer Länder ausgebrochene Maul- und Klauenseuche und die zur Bekämpfung der Ausbreitung dieser Krankheit ergriffenen Schutzmaßnahmen dürften zuletzt wohl ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Diese Faktoren finden sich auch weitgehend im sprunghaften Anstieg der Teuerungsrate im Vorjahrsvergleich für unverarbeitete Nahrungsmittel auf 6,5 % im März 2001 wieder. Dies entspricht einer Zunahme von 2,0 Prozentpunkten gegenüber dem Vormonat und liegt damit deutlich über dem im Jahr 2000 registrierten durchschnittlichen Anstieg von 1,7 %. Angesichts der Tatsache, dass die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel einen Gewichtsanteil von 8,0 % am HVPI insgesamt aufweisen, machten sie im März 2001 rund 0,5 Prozentpunkte der jährlichen Steigerungsrate des HVPI insgesamt (2,6 %) aus. Während der starke Anstieg der Nahrungsmittelpreise überwiegend auf die Komponente der unverarbeiteten Nahrungsmittel zurückzuführen ist, hat sich die Erhöhung der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel in den ersten Monaten des Jahres 2001 ebenfalls beschleunigt und damit dazu beigetragen, dass sich der Aufwärtsdruck auf den HVPI, der vom Nahrungsmittelsektor insgesamt ausging, weiter erhöhte. In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Preissteigerung bei Milch, Käse und Eiern zu nennen.

Höhere Fleischpreise lassen auf eine Verlagerung der Verbrauchernachfrage schließen

Um diese Entwicklungen näher untersuchen zu können, ist in der nachstehenden Tabelle die Preisentwicklung der unverarbeiteten Nahrungsmittel, aufgeschlüsselt in ihre vier Teilkomponenten Fleisch-, Fisch-, Obst- und

Gemüsepreise, aufgeführt. Diese Komponenten haben einen Gewichtsanteil von 51,5 %, 14,6 %, 14,3 % bzw. 19,6 % an der Gesamtkomponente der unverarbeiteten Nahrungsmittel. Auf Grund ihres großen Gewichtsanteils waren die Fleischpreise ausschlaggebend für die Entwicklung im ersten Quartal 2001. Obgleich eine detaillierte Aufgliederung der Fleischpreise für den HVPI im Euro-Währungsgebiet nicht verfügbar ist, gibt es auf nationaler Ebene Anhaltspunkte dafür, dass dieser Trend teilweise die gestiegenen Preise für andere Fleischsorten, wie etwa Schweine- und Geflügelfleisch, widerspiegelt. Dies lässt den Schluss zu, dass die Verbraucher andere Nahrungsmittel dem Rindfleisch vorziehen, was auch durch die Erhöhung der Fischpreise belegt wird. Die Obst- und Gemüsepreise stiegen im März 2001 ebenfalls, doch ist davon auszugehen, dass dieser Trend auf ungünstige Witterungsbedingungen zurückzuführen ist. Neben den steigenden Preisen für andere Fleischsorten gibt es überdies Hinweise auf eine Preiserhöhung beim Rindfleisch selbst, die unter Umständen aus der Verlagerung der Verbrauchernachfrage hin zu teurerem, ökologisch erzeugtem oder importiertem Rindfleisch herrührt.

Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Euro-Währungsgebiet

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

	Anteil ^{1), 2), 3)}	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2000	2000	2001	2001	2001	
				Q2	Q3	Q4	Q1	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März	
Unverarbeitete Nahrungsmittel	100,0	8,0	0,1	1,7	0,7	3,1	3,5	5,2	3,4	3,7	4,5	4,5	6,5
<i>darunter:</i>													
Fleisch	51,5	4,1	-1,3	2,1	1,9	2,5	3,3	6,3	3,1	3,7	4,8	6,3	7,7
Fisch	14,6	1,2	2,5	3,2	2,8	3,4	4,3	5,2	4,6	4,3	4,6	5,2	5,8
Obst	14,3	1,1	-0,2	0,1	-1,6	1,9	2,0	3,9	1,9	3,1	3,5	3,0	5,2
Gemüse	19,6	1,6	2,6	0,7	-1,9	5,4	4,4	3,2	4,7	3,8	4,2	0,7	4,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) An den Verbraucherausgaben im Jahr 2001.

2) Erste Spalte: An unverarbeiteten Nahrungsmitteln.

3) Zweite Spalte: Am HVPI insgesamt.

Die mögliche Auswirkung auf die Teuerung nach dem HVPI dürfte nicht von Dauer sein

Für eine abschließende Beurteilung der jüngsten Entwicklungen bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel ist es noch zu früh. Die jüngsten Entwicklungen können zum Teil als Änderung des relativen Preisniveaus einiger Lebensmittel infolge veränderter Strukturen in der Verbrauchernachfrage gewertet werden. Diesbezüglich herrscht beträchtliche Unsicherheit darüber, ob eine derartige Veränderung des Nachfrageverhaltens dauerhaft sein wird oder nicht. Sollte sie sich als vorübergehend erweisen, dann dürften sich einige der jüngsten Preiserhöhungen – teilweise oder vollständig – zurückbilden. Doch selbst wenn sich die veränderte Verbrauchernachfrage als nachhaltiger herausstellen sollte, würden die Preiserhöhungen wohl ebenfalls abklingen, sobald sich das Marktangebot an die Veränderungen angepasst hat. Diese relativen Preisveränderungen sollten also nicht per se einen nachhaltigen Effekt auf die Teuerung im Euro-Währungsgebiet haben. Darüber hinaus gibt es auch Impulse auf der Angebotsseite. Insbesondere die Maßnahmen zur Bekämpfung von BSE und zur Vermeidung der Ausbreitung der Maul- und Klauenseuche können einen Rückgang des Viehbestandes nach sich ziehen und somit den Aufwärtsdruck auf die aus Veränderungen in der Verbrauchernachfrage resultierenden Preise verstärken. Darüber hinaus können diese angebotsseitigen Maßnahmen zu höheren Kosten für den Agrarsektor führen und damit möglicherweise einen Kostendruck auf die Preise ausüben.

Hinsichtlich möglicher künftiger Auswirkungen auf den HVPI im Euro-Währungsgebiet ist davon auszugehen, dass diese – wie bereits in den Vormonaten – am deutlichsten an den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel abzulesen sein werden. Allerdings können sowohl die oben genannten angebots- wie auch die nachfrageseitigen

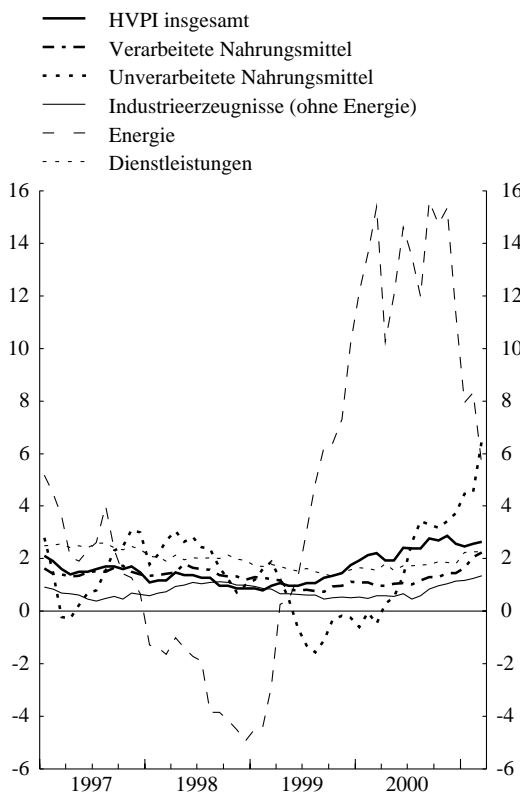
Faktoren weitere Auswirkungen auf andere Komponenten haben, wie zum Beispiel auf verarbeitete Nahrungsmittel (Milch, Käse, Eier usw.) und einige Teilkomponenten der Preise für Dienstleistungen, für die Nahrungsmittel ein wichtiger Bestandteil sind (Catering-Firmen, Restaurants, Cafés usw.). Insgesamt sollte daher die Entwicklung der Preise für Nahrungsmittel und die damit zusammenhängenden Preisentwicklungen in den kommenden Monaten genau beobachtet werden.

genauerer Überblick und eine ausführlichere Beurteilung der jüngsten Preisentwicklung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln gegeben. Darüber hinaus stieg die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel weiter um 0,1 Prozentpunkte an und belief sich im März 2001 auf 2,2 %;

dies könnte auf höhere Kosten für den Einsatz von Input-Faktoren und Verschiebungen bei der Verbrauchernachfrage im Zusammenhang mit den oben genannten Entwicklungen im Agrarsektor zurückzuführen sein.

Abbildung 12 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

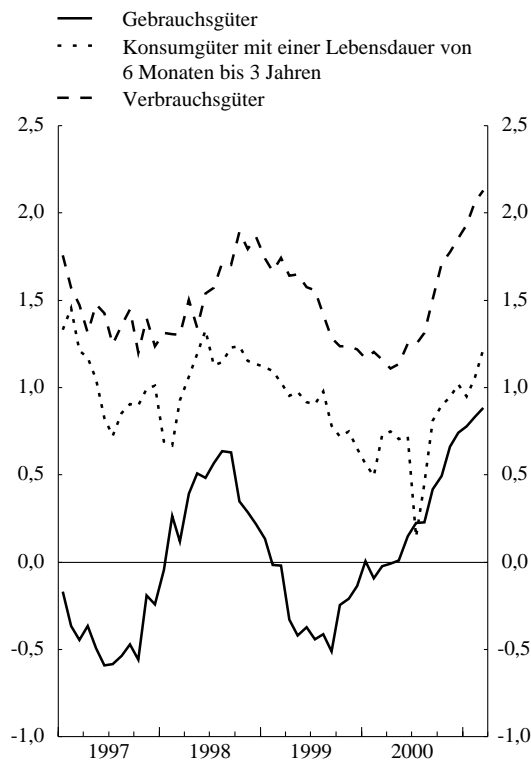
Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrierzeugnisse (ohne Energie) blieb zwischen Februar und März 2001 unverändert bei 1,3 %. Seit ihrem Tiefstand vom Juli 2000 bis März 2001 ist die Zwölfmonatsrate der Preise für Industrierzeugnisse (ohne Energie) um 0,9 Prozentpunkte gestiegen. Dieser Entwicklung liegen höhere Jahresänderungsraten der Preise für Gebrauchsgüter und Konsumgüter mit einer Lebensdauer von 6 Monaten bis 3 Jahren sowie für Verbrauchsgüter zu Grunde (siehe Abbildung 13). Tatsächlich zeigt eine genauere Betrachtung, dass fast alle Teilkomponenten der Industrierzeugnisse (ohne Energie) zu dieser Steigerung beigetragen haben. Dieser breit angelegte Anstieg spiegelt die aus früheren Ölpreiserhöhungen und der Abwertung des Euro resultierenden indirekten (Transmissions-)Effekte wider.

Die Jahresänderungsrate der Preise für Dienstleistungen blieb im Vergleich zum Vormonat ebenfalls unverändert und lag im März 2001 bei 2,3 %. Dies lässt darauf schließen, dass die Auswirkungen der jüngsten Veränderungen bei den administrierten Preisen und indirekten Steuern in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets, die, wie bereits in früheren Ausgaben des Monatsberichts dargelegt, in den vergangenen Monaten einen Aufwärtsdruck auf die Preise für Dienstleistungen ausgeübt haben, jetzt weitgehend zum Tragen gekommen sind.

Abbildung 13
Entwicklung der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) im Euro-Währungsgebiet

(Veränderungen gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

Mögliche Schwankungen der HVPI-Teuerung in den nächsten Monaten, gefolgt von Rückgang

In den nächsten Monaten dürften die Inflationsraten von einer Reihe weitgehend temporärer Faktoren beeinflusst werden, bevor mittelfristige Tendenzen gänzlich sichtbar werden. Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet dürfte im April 2001 angestiegen sein. Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Rückgang der Energiepreise im April 2000 und der Wiederanstieg der Ölpreise von 28,1 € pro Barrel im März auf 29,8 € pro Barrel im April 2001 deuten darauf hin, dass die Energiepreise keinen dämpfenden Effekt auf die Inflationsrate insgesamt haben werden. Darüber hinaus dürfte die Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nah-

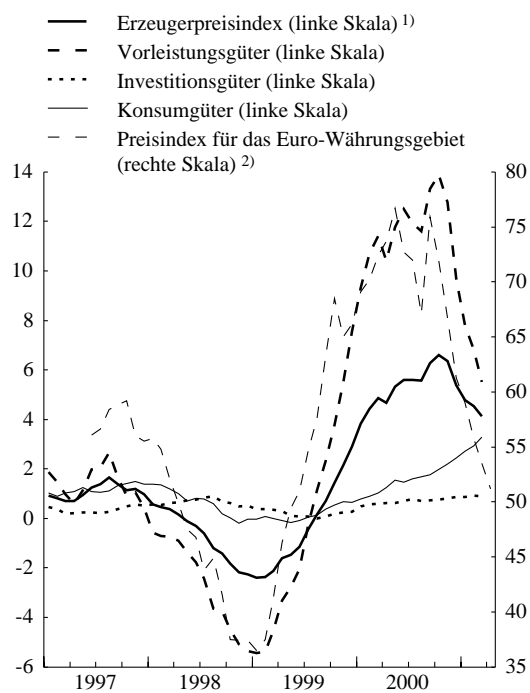
rungsmittel im April 2001 einen weiteren Aufwärtsdruck auf die Teuerung nach dem HVPI ausgeübt haben. Im Gegensatz dazu ist auf längere Sicht zu erwarten, dass der Beitrag der Energiepreise zur Teuerung nach dem HVPI in den kommenden Monaten auf Grund von Basiseffekten im Durchschnitt sinkt. Offensichtlich würde auch ein Rückgang des auf Euro lautenden Ölpreises einen positiven Beitrag hierzu leisten. Ein weiterer Abwärtstrend der Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt auf Grund der Energiepreise wird noch einige Monate lang teilweise von anhaltenden indirekten Effekten vergangener Importpreiserhöhungen, vor allem der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) kompensiert werden. Darüber hinaus kann es in nächster Zukunft angesichts der jüngsten Entwicklungen im Zusammenhang mit BSE und der Maul- und Klauenseuche zu weiteren Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln und damit zusammenhängenden Erzeugnissen kommen. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass die Ölpreise weniger nachgegeben haben als noch vor ein paar Monaten erwartet, könnte die Teuerungsrate nach dem HVPI erst später als bislang erwartet unter die 2 %-Marke sinken. Mittelfristig gesehen sollte die konjunkturelle Abschwächung den Aufwärtsdruck auf die Preise dämpfen. Die derzeit verfügbaren Prognosen verschiedener internationaler Organisationen sagen durchgängig einen Verbraucherpreisanstieg im Euro-Währungsgebiet von durchschnittlich unter 2 % im Jahr 2002 voraus, allerdings scheint dies auf der Annahme zu beruhen, dass auch weiterhin Lohnzurückhaltung geübt wird.

Jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise im März 2001 weiter rückläufig

Den neuesten Daten zufolge ging die Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Vorjahresvergleich im Euro-Währungsgebiet von 4,5 % im Februar auf 4,1 % im März 2001 zurück (siehe Abbildung 14). Wie schon in den Vormonaten ist diese jüngste Abschwächung der Erzeugerpreis-inflation auf den Rückgang der jährlichen Verän-

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

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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

1) Erzeugerpreisindex; Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.

2) Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index); Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

derungsrate bei den Vorleistungsgütern zurückzuführen, die von 6,8 % im Februar auf 5,5 % im März 2001 sank. Die Jahresänderungsrate der Preise für Investitionsgüter betrug im vierten Monat in Folge unverändert 0,9 %. Die Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise erhöhte sich dagegen im März 2001 im Vergleich zum Vormonat um 0,3 Prozentpunkte auf 3,1 %; verantwortlich hierfür war der Anstieg ihrer beiden wichtigsten Teilkomponenten. Die Jahresänderungsrate der Preise für Gebrauchsgüter und Verbrauchsgüter beliefen sich im März 2001 auf 2,1 % bzw. 3,7 % und erhöhten sich somit gegenüber dem Vormonat um 0,2 bzw. um 0,4 Prozentpunkte. Der Anstieg der Verbrauchsgüterpreise ist zu einem großen

Teil auf höhere Erzeugerpreise in der Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie zurückzuführen. Darüber hinaus spiegelt der Preisanstieg bei den Konsumgütern auch die allmähliche Weitergabe der vorausgegangenen Rohstoff- und Ölverteuerung sowie die Abwertung des Euro im größten Teil des vergangenen Jahres wider.

Betrachtet man die voraussichtliche Entwicklung der Erzeugerpreise insgesamt auf kurze Sicht, so gibt es einige Faktoren, die eine weitere Abschwächung der Jahresänderungsrate auf Grund der Entwicklung der Vorleistungsgüterpreise erwarten lassen. Erstens dürften von Basiseffekten im Zusammenhang mit den Steigerungsraten im vergangenen Jahr dämpfende Effekte auf die Jahresänderungsrate ausgehen. Zweitens sinkt der Index der Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe (Einkaufsmanager-Umfrage) für den Euroraum seit Herbst des vergangenen Jahres, was teilweise dem Rückgang der Jahresänderungsrate des Ölpreises in Euro zuzuschreiben ist. Zuletzt fiel dieser Index nochmals von 53,5 im März auf 51,2 im April 2001. Bei den Investitions- und Konsumgüterpreisen könnten jedoch weitere indirekte Effekte des starken Einfuhrpreisanstiegs in den letzten beiden Jahren auch künftig einen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise insgesamt ausüben.

Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde im vierten Quartal 2000 leicht nach unten revidiert

Eurostat hat die Schätzung für den jährlichen Anstieg der Gesamtarbeitskosten pro Stunde für das vierte Quartal 2000 um 0,1 Prozentpunkte auf 3,4 % nach unten korrigiert, was einem Rückgang um 0,4 Prozentpunkte im Vergleich zum dritten Quartal entspricht. Gleichzeitig ging die Jahresrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 2,4 % im dritten Quartal auf 2,1 % im vierten Quartal 2000 zurück. Wie bereits in früheren Ausgaben des Monatsberichts dargelegt, ist die Tatsache, dass die Gesamtarbeitskosten pro Stunde stärker als das Arbeitnehmerentgelt

je Arbeitnehmer gestiegen sind, weitgehend auf die Verkürzung der Wochenarbeitszeit, statistische Effekte sowie bestimmte Einmalfaktoren, die sich auf die Gesamtarbeitskosten pro Stunde auswirken, zurückzuführen. Bei den Lohnstückkosten wurde der dämpfende Effekt des langsameren Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer durch den anhaltenden konjunkturbedingten Rückgang des jährlichen Zuwachses der Arbeits-

produktivität, der sich vom dritten zum vierten Quartal des vergangenen Jahres um 0,5 Prozentpunkte auf 0,5 % abschwächte, mehr als ausgeglichen. Infolgedessen erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Lohnstückkosten im Schlussquartal des vergangenen Jahres auf 1,6 %, verglichen mit 1,3 % im dritten Vierteljahr.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Weiterhin kräftiges Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2000

Die dritte Schätzung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das vierte Quartal 2000 bestätigte weitgehend die vorherigen Schätzungen. Demzufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im Schluss-

quartal des letzten Jahres um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal und damit etwas stärker als im dritten Vierteljahr, als es um 0,6 % zugelegt hatte (siehe Tabelle 4). Die leichte Zunahme der vierteljährlichen Wachstumsrate im letzten Quartal 2000 war auf einen höheren Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage und insbesondere der privaten

Tabelle 4

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1998	1999	2000	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,9	2,5	3,4	3,4	3,5	3,8	3,3	3,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,5	3,1	2,8	3,2	2,8	3,3	2,8	2,4	0,9	0,7	0,8	0,3	0,5
Private Konsumausgaben	3,1	3,0	2,6	2,9	2,6	3,2	2,5	2,1	0,7	0,7	0,9	0,2	0,3
Konsumausgaben des Staats	1,0	1,5	1,9	1,7	2,0	2,1	1,7	1,9	0,5	0,8	0,3	0,1	0,6
Bruttoanlageinvestitionen	5,1	5,2	4,6	5,5	5,6	4,9	4,0	3,8	0,7	1,6	0,6	1,0	0,5
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,1
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	-0,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,5	0,6	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2
Exporte ⁵⁾	7,1	4,8	11,8	10,1	12,3	11,8	11,7	11,6	3,1	2,7	2,4	3,0	3,1
Importe ⁵⁾	9,6	6,8	10,6	9,7	10,4	10,8	10,7	10,4	3,0	2,2	2,6	2,5	2,8
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	1,6	2,4	0,3	2,9	0,8	-0,1	0,8	-0,2	0,7	-1,1	-0,6	1,8	-0,3
Industrie	2,5	1,4	3,7	2,9	4,1	4,0	3,6	3,2	0,8	1,6	0,5	0,5	0,5
Dienstleistungen	3,1	2,9	3,6	3,2	3,6	3,7	3,5	3,5	0,9	1,0	0,8	0,8	0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Konsumausgaben zurückzuführen, die im Schlussquartal des letzten Jahres um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen sind (nach einer Zunahme von 0,2 % im dritten Vierteljahr). Der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum blieb im vierten Quartal des vergangenen Jahres mit 0,2 Prozentpunkten unverändert gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr. Verglichen mit der ersten Jahreshälfte 2000 schwächte sich das reale BIP-Wachstum im zweiten Halbjahr etwas ab, blieb jedoch weiterhin kräftig. Im Gesamtjahr 2000 wurde eine beachtliche Wachstumsrate von 3,4 % erzielt.

Eine sektorale Aufschlüsselung der Produktion gemessen an der Wertschöpfung zeigt, dass das Produktionswachstum im Schlussquartal 2000 vor allem auf das Wachstum im Dienstleistungssektor zurückzuführen war, das sich auf 0,9 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor belief. Die Wachstumsrate in der Industrie blieb mit 0,5 % unverändert. Verglichen mit der zweiten Schätzung hat Eurostat die Wachstumsrate der Industrie für das Gesamtjahr 2000 von 3,9 % auf 3,7 % nach unten korrigiert, während die Wachstumsrate für den Dienstleistungssektor von 3,3 % auf 3,6 % nach oben revidiert wurde.

Langsameres Wachstum der Industrieproduktion im Februar 2001

Im Februar 2001 nahm die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) gegenüber dem Vormonat um 0,6 % zu, nachdem sie im Januar um 1,7 % gesunken war (siehe Tabelle 5). Im Vorjahrsvergleich stieg sie im Februar um 4,2 %, verglichen mit 5,5 % im Januar dieses Jahres und durchschnittlich 5,6 % in der zweiten Jahreshälfte 2000. Allerdings könnte der Rückgang der Jahreswachstumsrate im Februar des laufenden Jahres zum Teil auf Basiseffekte zurückzuführen sein, da die Produktion zwischen Januar und Februar des Vorjahres stark zugenommen hatte. Insgesamt blieb das Wachstum der Industrieproduktion trotz des leichten Rückgangs in den ersten beiden Monaten dieses Jahres kräftig und ließ (bis Februar 2001) keine deutliche und anhaltende Abschwächung erkennen, wie man anhand der auf Umfragen beruhenden Indikatoren eigentlich hätte erwarten können (siehe Abbildung 15).

Im Vorjahrsvergleich sank das Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe im Februar 2001 auf 4,8 %, verglichen mit 6,6 % im Vormonat und durchschnittlich 6,2 % in der zweiten Jahreshälfte 2000. Die rückläufige, aber immer noch recht hohe Gesamt-Wachstumsrate im Verarbeitenden Gewerbe ist über alle Haupt-

Tabelle 5
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1999		2000			2001			2000			2000			2001	
	1999	2000	Dez.	Jan.	Febr.	Dez.	Jan.	Febr.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Jan.	Jan.	
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt							
Industrie insgesamt																
ohne Baugewerbe	2,0	5,6	8,2	5,5	4,2	1,7	-1,7	0,6	0,9	1,3	1,6	1,7	1,4			
Verarbeitendes Gewerbe	2,0	6,0	9,6	6,6	4,8	1,8	-0,5	0,5	1,3	1,0	1,5	1,8	2,2			
nach Hauptgruppen:																
Vorleistungsgüter	2,5	5,6	6,5	4,4	3,9	1,1	-1,2	1,1	0,8	1,2	1,5	1,4	1,3			
Investitionsgüter	1,5	9,1	14,8	11,5	8,3	1,8	0,3	0,2	2,5	2,4	2,5	2,9	3,0			
Konsumgüter	1,7	2,5	5,7	3,5	2,9	0,9	-0,3	0,6	0,5	0,6	1,0	1,1	1,3			
Gebrauchsgüter	3,1	7,5	11,9	6,6	2,7	1,6	-0,7	0,5	0,9	1,2	1,6	1,9	1,9			
Verbrauchsgüter	1,4	1,5	4,4	2,8	2,9	0,8	-0,2	0,6	0,4	0,5	0,9	1,0	1,1			

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.

Kasten 4

Entwicklung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets insgesamt und in einzelnen Sektoren

Das jährliche Produktionswachstum im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets verlangsamte sich zwischen dem Frühjahr 2000, als ein Höchstwert erreicht worden war, und Februar 2001 nur relativ geringfügig. Dies ist angesichts des kräftigen Ölpreisanstiegs im Jahresverlauf 2000 und der Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds seit Ende letzten Jahres bemerkenswert. Insgesamt gesehen hat sich das Produktionswachstum bis zu den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres nicht so stark verlangsamt, wie der Rückgang des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindicators für die Industrie und des PMI hätten vermuten lassen (siehe Abbildung 15 im Hauptteil). Überdies fiel die Abschwächung des Produktionszuwachses seit dem im Frühjahr 2000 erreichten Rekordwert bislang insgesamt deutlich geringer aus als im entsprechenden Zeitraum nach dem Höchststand von Anfang 1998. Im vorliegenden Kasten wird der Verlauf des Produktionswachstums in den einzelnen Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes untersucht, um festzustellen, ob der relativ robuste Trend in der jüngsten Zeit auf die Entwicklungen in einigen wenigen spezifischen Sektoren zurückzuführen ist oder ob es sich dabei um einen allgemeineren Trend handelt. Auf die

Aufschlüsselung des Verarbeitenden Gewerbes im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

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

	Gewicht (%) ¹⁾	1999 2000		2000 2001 2001			2000 2001 2001			2000 2000 2000 2001			
		Dez.	Jan.	Febr.	Dez.	Jan.	Febr.	Dez.	Jan.	Febr.	Okt.	Nov.	Dez.
							Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt			
Verarbeitendes Gewerbe	100,0	2,0	6,0	9,6	6,6	4,8	1,8	-0,5	0,5	1,0	1,5	1,8	2,2
Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung	11,5	2,2	2,0	2,0	1,0	1,3	1,4	-3,0	2,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,1
Textil- und Bekleidungs-gewerbe	5,2	-6,4	-0,3	8,3	3,8	2,1	3,0	-3,0	0,1	-0,6	0,7	1,2	1,7
Ledergewerbe	1,1	-3,1	-1,5	2,5	2,5	1,2	3,7	-1,9	1,9	-2,2	0,2	0,5	3,1
Holzgewerbe (ohne Herstellung von Möbeln)	2,0	3,5	4,7	2,8	0,5	-2,0	0,8	-1,5	1,0	-1,4	-0,8	-0,3	0,3
Papier- und Verlagsgewerbe	8,3	4,0	3,2	5,5	1,6	2,3	2,2	-3,2	1,4	0,2	0,7	0,5	0,6
Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen	1,3	-5,1	1,2	1,6	3,4	-1,4	-3,1	2,2	-1,7	2,6	1,7	0,8	-0,7
Chemische Industrie und Herstellung von Chemiefasern	10,9	4,0	4,6	3,6	3,9	3,2	-0,4	-1,3	0,1	1,2	1,8	1,3	0,3
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	4,5	3,3	6,1	8,5	3,8	2,3	2,8	-2,9	-0,1	-0,6	0,2	1,2	1,7
Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	5,0	2,1	3,2	4,5	1,8	-0,9	1,6	-2,4	1,6	1,3	1,6	1,8	1,6
Metallerzeugung und -bearbeitung	13,3	0,4	6,0	8,0	5,9	2,8	1,2	-0,5	-0,2	-0,1	0,4	1,3	1,7
Maschinenbau	11,0	-1,1	6,9	15,7	8,8	5,4	5,2	-2,3	-1,6	1,8	0,3	1,2	2,3
Herstellung von elektrischen und optischen Geräten	12,0	4,3	13,8	17,4	16,5	13,9	4,1	-0,4	0,3	2,9	3,7	3,8	4,8
Fahrzeugbau	10,2	3,5	8,4	14,8	10,1	7,1	4,5	-1,8	0,3	-1,1	0,5	3,4	5,2
Sonstiges Verarbeitendes Gewerbe	3,7	2,1	3,5	8,6	1,7	2,1	3,8	-3,4	0,8	0,1	0,9	1,2	1,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

1) Die Gewichte beruhen auf den Angaben zur Wertschöpfung für 1995.

erstgenannte Möglichkeit deutet beispielsweise die in jüngster Zeit etwas größere Divergenz zwischen den jährlichen Wachstumsraten einzelner Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes hin. Dieses Auseinanderlaufen kann jedoch verschiedene Gründe haben. So kann die in den vergangenen Monaten zu beobachtende größere Divergenz im Produktionswachstum der einzelnen Sektoren Ausdruck einer unterschiedlichen Anfälligkeit gegenüber den vorangegangenen Ölpreiserhöhungen und den Veränderungen des außenwirtschaftlichen Umfelds sein.

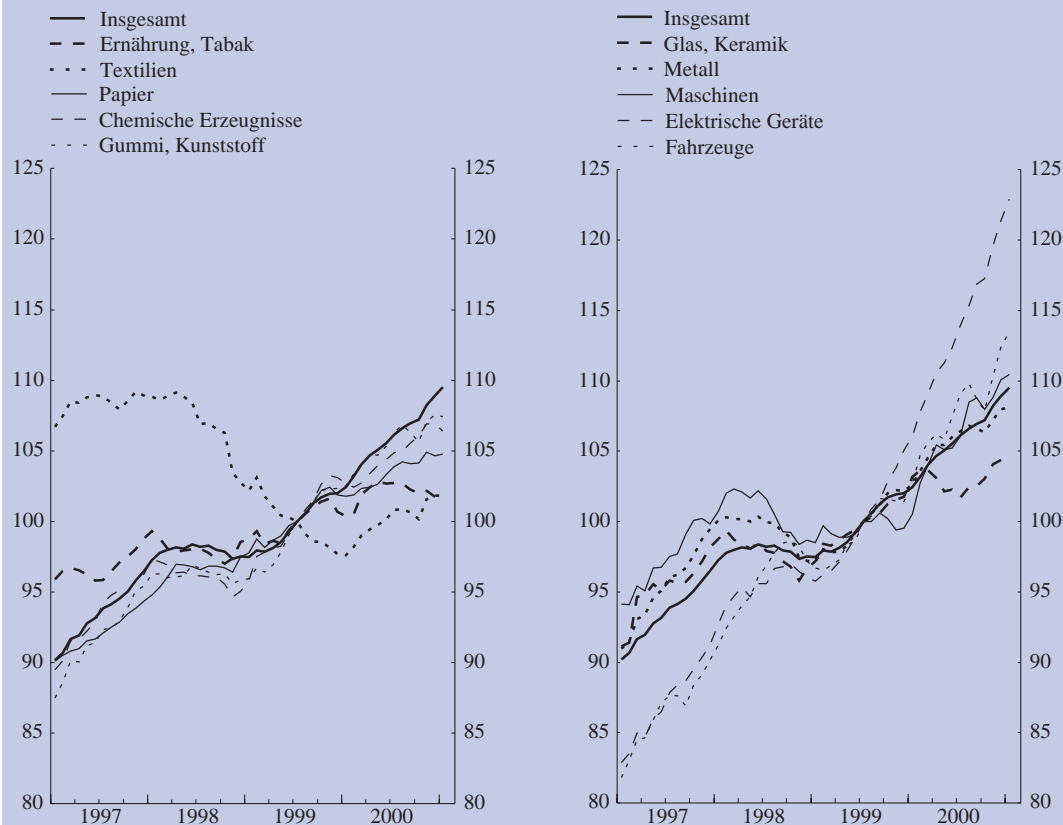
Die Beschleunigung des Produktionswachstums im Verarbeitenden Gewerbe zwischen 1999 und 2000 war recht breit angelegt, wobei jedoch hinsichtlich des Ausmaßes der Beschleunigung und der jeweils zu Grunde liegenden Wachstumsrate deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren festzustellen waren (siehe Tabelle). So war beispielsweise das Produktionswachstum im Textil- und Ledergewerbe im Jahr 2000 insgesamt immer noch negativ, doch verzeichnete das Textilgewerbe einen kräftigen Zuwachs von 6 Prozentpunkten gegenüber 1999. In den Sektoren „Maschinenbau“ und „Herstellung von elektrischen Geräten“ beschleunigte sich der Produktionszuwachs hingegen um 8 bzw. 9 ½ Prozentpunkte. Allerdings lag die Wachstumsrate für das Jahr 2000 nur bei den elektrischen Geräten deutlich über dem Durchschnitt (13,8 % gegenüber 6,0 % im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt). In den Sektoren „Metallerzeugung und -bearbeitung“ sowie „Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren“ betrug der Zuwachs im Jahr 2000 rund 6 %, was dem durchschnittlichen Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe entsprach, wenngleich die Wachstumszunahme verglichen mit 1999 geringer ausfiel. Die Sektoren „Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung“ sowie „Papiergewerbe“ bildeten insofern eine Ausnahme, als deren Zuwachsraten im Jahr 2000 geringer waren als 1999.

Der Wachstumsverlauf in den ersten Monaten des Jahres 2001 entsprach weitgehend der Entwicklung im Jahr 2000. Dabei dürfte der relativ kräftige Zuwachs der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe größtenteils auf die Sektoren zurückzuführen sein, die im vergangenen Jahr ein kräftiges Wachstum verbuchen konnten. So waren beispielsweise in den Sektoren „Herstellung von elektrischen und optischen Geräten“, „Fahrzeugbau“ sowie „Maschinenbau“ weiterhin hohe Produktionszuwächse zu verzeichnen (im Vorjahresvergleich betragen die jeweiligen Wachstumsraten im Januar und Februar 2001 im Durchschnitt 15 %, 8 ½ % bzw. 7 %). Auf diese Sektoren entfällt ein Drittel der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt. Das deutlich geringere Wachstum in Sektoren wie etwa „Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung“ (durchschnittliche Wachstumsrate von 1 % im Vorjahresvergleich in den ersten beiden Monaten dieses Jahres) oder „Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden“ (durchschnittliche Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr von lediglich ½ % in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres), konnte durch diese kräftigen Produktionszuwächse mehr als ausgeglichen werden. In anderen Sektoren, zum Beispiel „Metallerzeugung und -bearbeitung“ sowie „Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren“, die zusammengenommen fast ein Fünftel der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt ausmachen, belief sich die durchschnittliche Wachstumsrate in den ersten zwei Monaten des Jahres 2001 auf 4 ½ % bzw. 3 %. Betrachtet man die Entwicklung gegenüber dem jeweiligen Vormonat, so war im Zeitraum bis Februar 2001 nur im Ernährungsgewerbe eine deutliche Abwärtstendenz zu erkennen. In den Sektoren „Chemische Industrie“, „Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren“ sowie „Papiergewerbe“ traten die Anzeichen einer nachlassenden Dynamik erst in jüngster Zeit zutage und sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht sonderlich ausgeprägt (siehe die saisonbereinigten Produktionsindizes der größten Sektoren in der Abbildung).

Insgesamt gesehen war für das kräftige Wachstum der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in den Monaten bis Februar 2001 wohl vor allem der sehr deutliche Zuwachs bei der Investitionsgüterproduktion (zum Beispiel in den Sektoren „Fahrzeugbau“, „Maschinenbau“ und „Herstellung von elektrischen und optischen Geräten“) ausschlaggebend. Wachstumsfördernd dürften hier die dynamische Entwicklung der Weltkonjunktur im Jahr 2000 und die größere Wettbewerbsfähigkeit auf Grund der vorangegangenen Abwertung des Euro und der moderaten Steigerung der Löhne und inländischen Preise gewesen sein. Die besonders hohe Anfälligkeit des Investitionsgütergewerbes gegenüber Veränderungen des

Verarbeitendes Gewerbe im Euro-Währungsgebiet

(Index 1999 Q2 = 100; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Weitere Informationen sind der Tabelle in diesem Kasten zu entnehmen.

außenwirtschaftlichen Umfelds dürfte sich jedoch in den kommenden Monaten dämpfend auf das Wachstum in diesem Sektor auswirken. Durch den kräftigen Zuwachs im Investitionsgütersektor bis Februar 2001 konnte das geringe Wachstum in einigen Verbrauchsgüter- und Vorleistungsgütersektoren teilweise ausgeglichen werden. Letztere dürften durch den anhaltenden und starken Anstieg der Ölpreise im Jahresverlauf 2000 sowie den damit verbundenen Kostendruck und die Realeinkommensverluste in Mitleidenschaft gezogen worden sein.

gruppen hinweg zu beobachten. So lag insbesondere die Jahreswachstumsrate im Vorleistungsgüter- und im Konsumgütersektor im Februar 2001 zwar noch im positiven Bereich, fiel jedoch niedriger aus als im Vormonat und im Vorleistungsgütergewerbe auch geringer als im Durchschnitt des Jahres 2000. Das Wachstum im Investitionsgütersektor war ebenfalls rückläufig, blieb jedoch im Februar dieses Jahres mit 8,3 % im Vorjahrsvergleich äußerst kräftig. Weitere Einzelheiten zur sektoralen Entwicklung in der

Industrieproduktion sind Kasten 4 zu entnehmen.

Umfrageergebnisse für die Industrie signalisieren weiterhin eine nachlassende Dynamik in der ersten Jahreshälfte 2001

Laut den jüngsten Umfrageergebnissen vergrößerte sich das Gefälle zwischen der Zuversicht der Industrie und der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet im April 2001 wei-

Tabelle 6**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1998	1999	2000	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2000 Nov.	2000 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,9	0,1	1,6	0,2	-0,4	-0,9	-0,6	-0,2	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	6	8	10	11	10	8	9	7	10	10	9	9	9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	6	0	12	13	14	12	8	12	12	10	8	6	3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	2	14	22	23	23	20	19	20	19	21	18	18	18
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	2	0	5	8	3	2	3	2	1	5	5	-1	3
Geschäftsklimaindikator ³⁾	0,7	-0,1	1,3	1,4	1,4	1,3	0,8	1,2	1,2	1,0	1,0	0,6	0,4
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	82,9	81,9	83,9	83,8	84,3	84,5	84,1	-	-	84,4	-	-	83,7

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

ter (siehe Tabelle 6). Dies bekräftigt die Einschätzung, dass die jüngste Eintrübung des außenwirtschaftlichen Klimas in erster Linie die Industrie trifft, während die Situation der privaten Haushalte als stabiler beurteilt wird. Aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission geht hervor, dass das Vertrauen in der Industrie im April weiter – und zwar stärker als in den Vormonaten – gesunken ist. Trotz des drastischen Rückgangs in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres blieb der entsprechende Indikator jedoch über seinem langfristigen Durchschnitt. Der Purchasing Managers' Index (PMI) ging im April ebenfalls – wie bereits in den vorangegangenen elf Monaten – zurück. Dieser Rückgang war stärker ausgeprägt als in den Vormonaten. Mit 49,3 Indexpunkten erreichte der Einkaufsmanager-Index seinen tiefsten Stand seit zwei Jahren und liegt nun unter dem für das Nullwachstum festgelegten Wert von 50 Punkten (siehe Abbildung 15). Die Kapazitätsauslastung war im April 2001 niedriger als im Januar dieses Jahres, blieb jedoch nur knapp unter dem äußerst hohen Niveau von Oktober 2000. Insgesamt deuten die vorliegenden Umfrageergebnisse zum Verarbei-

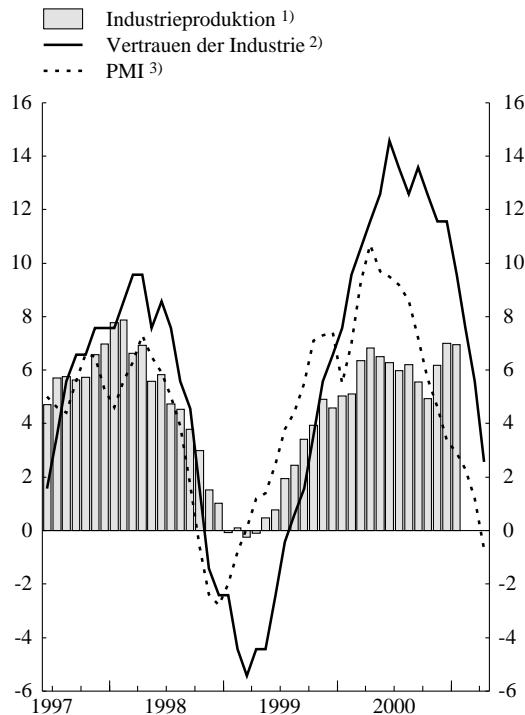
tenden Gewerbe weiterhin auf ein rückläufiges Wachstum der Industrieproduktion in der ersten Jahreshälfte 2001 hin.

Verbrauchervertrauen im April 2001 ungebrochen groß

Im Gegensatz zum gesunkenen Stimmungsbarometer in der Industrie war das Vertrauen der Verbraucher im April nach wie vor groß. In den ersten vier Monaten dieses Jahres verharnte der Vertrauensindikator für die Verbraucher auf einem Niveau, das annähernd dem zuletzt Mitte 2000 verzeichneten Höchststand entspricht. Eine tragende Säule des großen Verbrauchervertrauens in den Monaten bis April 2001 war die anhaltend optimistische Beurteilung der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer eigenen finanziellen Situation. Zu der äußerst zuversichtlichen Einschätzung seitens der Verbraucher dürften verschiedene Faktoren, wie etwa die günstige Arbeitsmarktentwicklung, die rückläufigen Ölpreise und die in einigen Ländern des Euroraums durchgeführten Steuersenkungen, beigetragen haben. Nach dem Einbruch im

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

(Monatswerte)



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

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

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

vorangegangenen Monat erholte sich die Zuversicht im Einzelhandel im April dieses Jahres wieder. Der entsprechende Vertrauensindikator ist in den letzten Monaten ebenfalls über seinem langfristigen Durchschnitt geblieben.

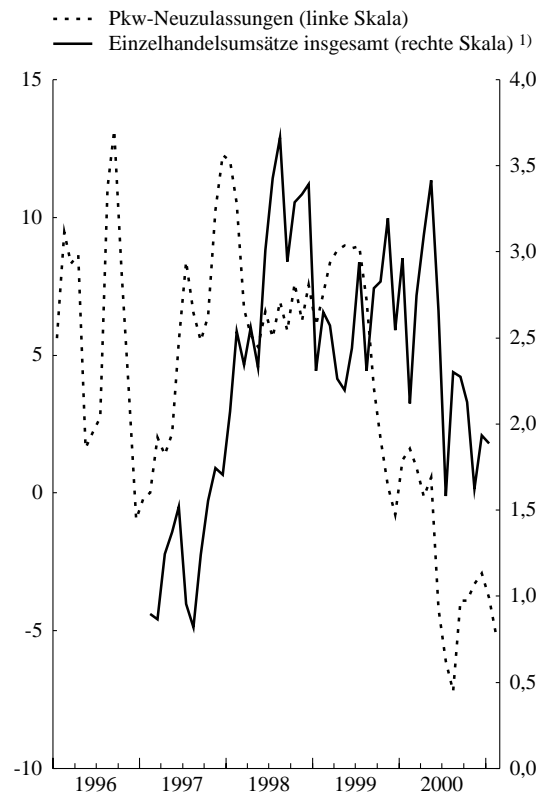
Die jüngsten Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen lassen für Februar 2001 eine Zunahme von 0,1 % gegenüber dem Vormonat erwarten (nach einem Wachstum von 0,5 % im Januar). Im Vorjahresvergleich nahmen die Umsätze im Februar 2001 um 1,2 % zu, verglichen mit 2,7 % im Januar. Das durchschnittliche Umsatzwachstum gegenüber dem Vor-

jahr erreichte in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres annähernd die in der zweiten Jahreshälfte 2000 verzeichnete durchschnittliche Wachstumsrate, lag jedoch deutlich unter dem Durchschnitt des ersten Halbjahres (siehe Abbildung 16). Im März 2001 gingen die Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vormonat um 0,4 % und gegenüber dem Vorjahr um 4,2 % zurück. Im ersten Quartal dieses Jahres lagen die Pkw-Neuzulassungen 5,2 % unter ihrem Vorjahrsstand, wobei sie allerdings seit dem dritten Vierteljahr 2000 weitgehend stabil geblieben sind.

Insgesamt ist das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet nach wie vor recht kräftig, wengleich es einige Anzeichen für

Abbildung 16
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

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

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

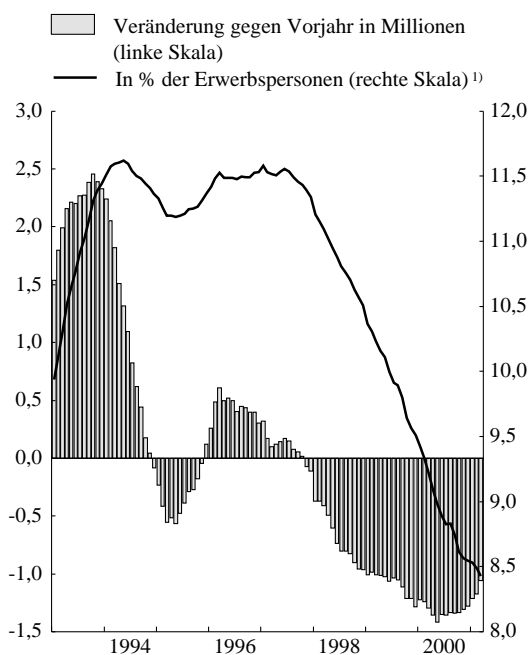
eine Abschwächung im zweiten Halbjahr 2000 gibt. Die auf Umfragen beruhenden Indikatoren deuten darauf hin, dass das Wachstum der Industrieproduktion in der ersten Hälfte dieses Jahres deutlich zurückgehen könnte. Die Entwicklung der Erzeugung in der Industrie im Besonderen und der Gesamtwirtschaft im Allgemeinen hängt davon ab, inwieweit sich das außenwirtschaftliche Umfeld verschlechtert und die inländische Nachfrage stabil bleibt. Derzeit lassen die verfügbaren Indikatoren zu den privaten Haushalten, wie zum Beispiel der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher, eher vermuten, dass die privaten Konsumausgaben und damit auch die inländische Nachfrage recht robust bleiben dürften.

Arbeitslosenquote im März 2001 auf 8,4 % gesunken

Im März 2001 sank die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet auf 8,4 % und war somit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Februar (siehe Tabelle 7). Dementsprechend verringerte sich die Zahl der Arbeitslosen um rund 81 000; der monatliche Rückgang fiel damit deutlich höher aus als in den beiden vorangegangenen Monaten und entsprach in etwa dem durchschnittlichen Rückgang im letzten Quartal 2000. Mit der Veröffentlichung der Angaben für März wurden die Zahlen zur Arbeitslosigkeit für den Zeitraum ab Mitte 1999 deutlich (um rund 0,2 Prozentpunkte) nach unten korrigiert. Die revidierte Schätzung geht für Feb-

Abbildung 17 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

1) Saisonbereinigt.

ruar 2001 von rund 200 000 Arbeitslosen weniger aus als die frühere Schätzung. Rund drei Viertel der Revision sind auf die Einbeziehung der Ergebnisse der Arbeitskräfteerhebung der Gemeinschaft vom Jahr 2000 zurückzuführen, während der Rest der geänderten Methodik von Eurostat zur Schätzung der Euroraum-Aggregate zugeschrieben werden kann, mit der die Überzeichnungstendenz des früheren Schätzverfahrens korrigiert wird. Die Revi-

Tabelle 7 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1998	1999	2000	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2000 Okt.	2000 Nov.	2000 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März
Insgesamt	10,9	10,0	8,9	9,0	8,8	8,6	8,5	8,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	21,6	19,5	17,5	17,6	17,3	16,8	16,7	16,9	16,7	16,7	16,7	16,8	16,7
25 Jahre und älter ²⁾	9,4	8,6	7,8	7,8	7,6	7,5	7,4	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3

Quelle: Eurostat.

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

1) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 23,6 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 76,4 % der Arbeitslosen insgesamt.

sionen ändern nichts am Gesamtbild einer im Jahresverlauf 2000 rasch gesunkenen Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet und bestätigen, dass die Arbeitslosigkeit in den vergangenen Monaten weiter rückläufig war, wenn auch mit geringerem Tempo als im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 17).

Der Eindruck, der sich bei einer Aufgliederung nach Altersgruppen ergibt, bleibt von der Revision ebenfalls weitgehend unberührt, wenngleich die geschätzte Arbeitslosenquote in beiden Altersgruppen für die Zeit seit Mitte 1999 um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurde. Bei den unter 25-Jährigen lag die Arbeitslosenquote im März 2001 bei 16,7 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Februar. Somit ist nach zwei Monaten in Folge, in denen die Zahl der arbeitslosen Jugendlichen geringfügig angestiegen war, wieder ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen sank im März ebenfalls um 0,1 Prozentpunkte auf 7,3 %, und die Zahl der Arbeitslosen ging um rund 70 000 zu-

rück, was der Entwicklung im Februar nahezu entspricht und mit dem in der zweiten Jahreshälfte 2000 verzeichneten Rückgang im Einklang steht.

Kräftiges Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2000

Gemäß den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 95) betrug das Beschäftigungswachstum im Euroraum im vierten Quartal 2000 schätzungsweise 0,6 % (siehe Tabelle 8). Diese Zuwachsrate liegt leicht über der Rate des Vorquartals, die um 0,1 Prozentpunkte auf 0,5 % nach oben korrigiert wurde. Im Vorjahresvergleich belief sich das Beschäftigungswachstum im letzten Quartal 2000 auf 2,1 %, was auf eine anhaltend kräftige Zunahme in der zweiten Hälfte des Vorjahres schließen lässt. Dies bestätigt den bisher gewonnenen Eindruck, wonach das Beschäftigungswachstum der konjunkturellen Entwicklung mit zeitlicher Verzögerung folgt. Im Jahr 2000 insgesamt betrug der Nettozu-

Tabelle 8

Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
	Quartalsraten ¹⁾										
Gesamtwirtschaft	1,6	1,6	2,0	1,8	2,0	2,0	2,1	0,5	0,5	0,5	0,6
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-1,3	-3,0	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	0,2
Industrie	1,0	0,4	0,9	0,8	0,8	1,0	1,1	0,1	0,2	0,4	0,4
Ohne Baugewerbe ³⁾	1,2	0,3	0,7	0,1	0,7	0,9	1,0	0,1	0,3	0,3	0,3
Baugewerbe	0,4	0,8	1,4	2,3	0,8	1,1	1,6	0,2	-0,2	0,6	0,9
Dienstleistungen ⁴⁾	2,1	2,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,8	0,7	0,7	0,6	0,7
Handel und Verkehr ⁵⁾	1,6	2,2	2,6	2,6	2,8	2,4	2,4	0,6	0,5	0,6	0,7
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁶⁾	4,9	5,3	6,1	6,1	6,4	6,1	5,7	1,6	1,6	1,2	1,2
Öffentliche Verwaltung ⁷⁾	1,3	1,4	1,4	1,0	1,3	1,4	1,8	0,4	0,5	0,3	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

3) Umfasst Bergbau, Gewinnung von Steinen und Erden, Verarbeitendes Gewerbe, Energie- und Wasserversorgung.

4) Ohne extraterritoriale Organisationen und Körperschaften.

5) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsleistungen sowie das Gastgewerbe.

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

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

wachs an Arbeitsplätzen 2,0 % und war damit deutlich höher als in den beiden vorangegangenen Jahren.

Im vierten Quartal 2000 war sektorübergreifend ein starkes Beschäftigungswachstum festzustellen. In der Industrie nahm die Beschäftigung im Jahresverlauf weiter stetig zu, und zwar von 0,1 % auf 0,4 % im Vorquartalsvergleich, was einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 0,9 % entspricht. Im Dienstleistungssektor hingegen wurde über das Jahr gesehen eine konstant hohe vierteljährliche Wachstumsrate von rund 0,7 % verzeichnet; der Beschäftigungszuwachs im Gesamtjahr

2000 betrug 2,7 %. Für das laufende Jahr deuten die Beschäftigungserwartungen den Umfrageergebnissen zufolge weiterhin auf eine positive Entwicklung hin. Laut den Ergebnissen der Umfrage zum Purchasing Managers' Index, die bis April 2001 vorliegen, wurden im Dienstleistungssektor weiterhin neue Arbeitsplätze geschaffen, wenn auch in geringerem Umfang als im Vorjahr. Die Beschäftigungserwartungen in der Industrie, die aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission vom April 2001 abzulesen sind, lassen hingegen auf eine deutlichere Verlangsamung des Zuwachses an Arbeitsplätzen in diesem Sektor schließen.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Wichtigste Wechselkurse im April und Anfang Mai weitgehend stabil

Trotz der anhaltenden Unsicherheit über die weltwirtschaftlichen Aussichten und nach dem generellen Anstieg des US-Dollar im März verlief die Entwicklung an den Devisenmärkten im April und Anfang Mai in relativ ruhigen Bahnen.

Gegenüber dem US-Dollar schwankte der Euro innerhalb einer verhältnismäßig engen Bandbreite und befand sich am Ende des Berichtszeitraums praktisch auf dem gleichen Niveau wie Anfang April (siehe Abbildung 18). Der zeitweise Kursanstieg des Euro in der zweiten Aprilhälfte hing offenbar mit dem Beschluss der amerikanischen Notenbank vom 18. April zusammen, die Zinsen um 50 Basispunkte zu senken. Infolgedessen fielen die kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten erstmals seit Einführung der Einheitswährung unter die Zinsen im Eurogebiet. Hinzu kam, dass die revidierten Prognosen internationaler Organisationen nahelegen, dass die Wirtschaft im Euroraum auch im Jahr 2002 schneller als die US-Wirtschaft wachsen wird. Dadurch dürften die Marktteilnehmer für die Unterschiede zwischen den mittelfristigen wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Eurogebiets und der Vereinigten Staaten stärker sensibilisiert worden sein. Anfang Mai sta-

bilisierte sich der Euro nach der Veröffentlichung einer neuen Vorausschätzung, in der das BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten im ersten Quartal 2001 höher als erwartet angesetzt wurde und die erkennen ließ, dass der Wirtschaftsabschwung in den Vereinigten Staaten schwächer als angenommen ausfallen könnte. Am 8. Mai notierte der Euro bei 0,89 USD und damit 3,2 % unter seinem Durchschnittsniveau im vergangenen Jahr.

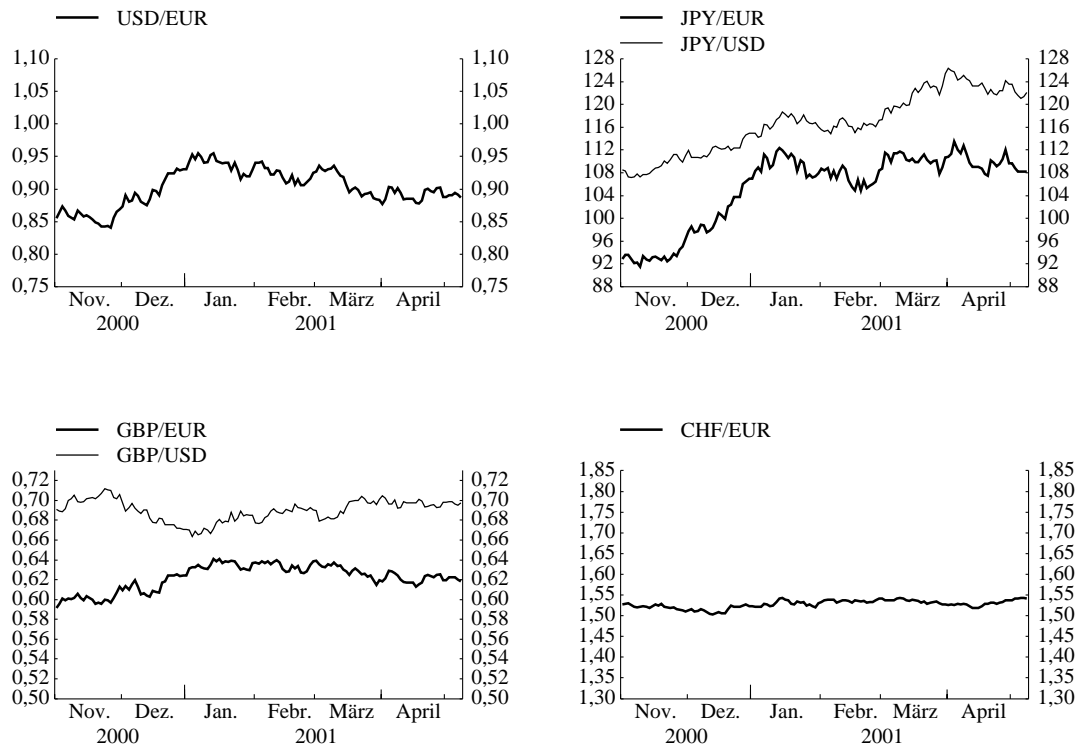
Gegenüber dem japanischen Yen bewegte sich der Euro nach einer beträchtlichen Volatilität im März in einem relativ engen Band und gab ab Ende April im Einklang mit der Entwicklung des Kursverhältnisses zwischen Dollar und Yen leicht nach. Diese Yen-Aufwertung war vor allem nach der Erholung der japanischen Aktienmärkte zu verzeichnen. Sie könnte ein Zeichen für den allgemeinen Eindruck sein, dass nunmehr durchgreifende Maßnahmen zur Umsetzung struktureller Reformen getroffen werden. Die in Japan veröffentlichten Wirtschaftsdaten weisen allerdings nach wie vor auf eine rückläufige Industriekonjunktur und allgemeine Deflationstendenzen hin. Am 8. Mai wurde der Euro mit 108 JPY gehandelt, das heißt 8,6 % über dem Durchschnittsniveau des vergangenen Jahres.

Im April und Anfang Mai wies der Euro weiterhin nur geringe Schwankungen gegen-

Abbildung 18

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

über dem Pfund Sterling auf, während sich die britische Währung gegenüber dem Dollar nach einer leichten Abwertung im März stabilisierte. Anzeichen für eine Verbesserung der britischen Haushaltsposition sowie die Veröffentlichung negativer Daten, die zeigen, dass sich die britische Konjunktur im ersten Quartal 2001 stärker als erwartet abgekühlt hat, dürften zu den allgemein geringen Wechselkursbewegungen des Pfund Sterling beigetragen haben. Außerdem hatten die anstehenden Wahlen im Vereinigten Königreich offenbar keinen wesentlichen Einfluss auf das britische Pfund. Am 8. Mai notierte der Euro mit 0,62 GBP 1,7 % über dem Durchschnittsniveau im vergangenen Jahr.

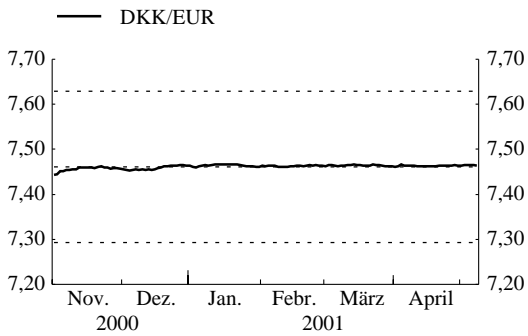
Im WKM II pendelte die Dänische Krone im April und Anfang Mai weiter um ihren Leitkurs zum Euro (siehe Abbildung 19). Was sonstige europäische Währungen anbetrifft, so konnte die Einheitswährung im April und Anfang Mai gegenüber dem Schweizer Fran-

ken an Boden gewinnen. Ausschlaggebend hierfür war möglicherweise der vorausgegangene Beschluss der Schweizer Nationalbank, ihren Zielsatz für den Dreimonats-LIBOR zu senken.

Die weitgehende Stabilität der bilateralen Wechselkurse des Euro in nominaler effektiver Rechnung, das heißt gemessen an den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, bedeutete, dass auch der effektive Wechselkursindex unverändert blieb und sich in etwa auf dem bisherigen Durchschnittsniveau dieses Jahres bewegt (siehe Abbildung 20). Am 8. Mai lag der nominale effektive Wechselkursindex des Euro 1,5 % über dem Durchschnitt des vergangenen Jahres. Die mit dem VPI, Erzeugerpreisindex und den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe deflationierten effektiven Wechselkursindizes des Euro bewegten sich nach wie vor parallel zum nominalen Wechselkurs.

Abbildung 19
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

Überschuss in der Leistungsbilanz im Februar 2001

Der Saldo der Leistungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet kehrte sich im Februar 2001 von einem Defizit in Höhe von 1,1 Mrd € im Februar 2000 in einen Überschuss in Höhe von 2,1 Mrd € um. Ausschlaggebend hierfür war vor allem der Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 2,2 Mrd € im Februar 2000 auf 3,3 Mrd € im Februar 2001) in Verbindung mit einem Umschwung bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von einem Defizit in Höhe von 1,0 Mrd € hin zu einem Überschuss von 0,5 Mrd € sowie einem leichten Rückgang des Defizits bei den Dienstleistungen (von 1,8 Mrd € auf 1,1 Mrd €); dagegen blieb das Defizit bei den laufenden Übertragungen nahezu unverändert (siehe Tabelle 9).

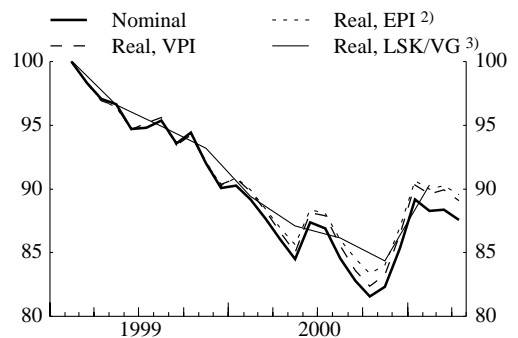
In den Monaten Januar und Februar zusammengefasst belief sich das Leistungsbilanzdefizit auf 6,5 Mrd €, verglichen mit einem Defizit in Höhe von 11,5 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Entscheidend für diese Entwicklung war der Umschwung sowohl bei den laufenden Übertragungen von einem Defizit in Höhe von 1,5 Mrd € zu einem Überschuss von 1,8 Mrd € (vor allem auf Grund des Überschusses von 2,5 Mrd € im Januar 2001) als auch bei den Waren von

einem Defizit in Höhe von 0,2 Mrd € zu einem Überschuss von 1,4 Mrd €.

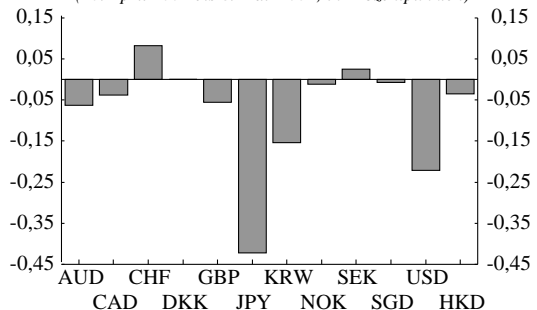
Der Umschwung des Warenhandelsaldos von einem Defizit im Januar/Februar 2000 zu einem Überschuss in den ersten beiden Monaten dieses Jahres zusammengefasst war darauf zurückzuführen, dass die Ausfuhrwerte in diesem Zeitraum vergleichsweise stärker gestiegen sind (um 18,7 %) als die Einfuhrwerte (um 17,5 %). Dabei dürfte sich die Entwicklung der Ölpreise sowie die Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro im letzten Quartal 2000 und die anschließende weitgehende Stabilisierung zum

Abbildung 20
Effektive Euro-Wechselkurse

Nominale und reale effektive Wechselkurse¹⁾
 (Monats-/Quartalsdurchschnitt; Index: 1999 Q1 = 100)



Beiträge zu den Veränderungen der nominalen effektiven Wechselkurse⁴⁾
 (10. April 2001 bis 8. Mai 2001; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf April 2001 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das erste Quartal 2001.
- 2) Erzeugerpreisindex.
- 3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.
- 4) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

Teil dämpfend auf den Anstieg der Einfuhrpreise ausgewirkt haben.

Zur Verbesserung der Handelsbilanz hat auch beigetragen, dass sich die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit infolge der vorangegangenen Abwertung des Euro mit

zeitlicher Verzögerung in den Exportvolumen niedergeschlagen hat. Saisonbereinigte Angaben zu den Export- und Importvolumen und den Preisen, die jetzt für das Gesamtjahr 2000 vorliegen, deuten darauf hin, dass der Anstieg der Ausfuhrwerte für die elf EWU-Staaten größtenteils einem Anstieg der Export-

Tabelle 9
Zahlungsbilanz der zwölf EWU-Staaten

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2000 Jan.–Febr.	2000 Febr.	2001 Jan.–Febr.	2000 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.
Saldo der Leistungsbilanz	-11,5	-1,1	-6,5	-9,9	-8,5	2,1
Einnahmen	228,1	116,2	271,2	146,2	138,2	133,0
Ausgaben	239,7	117,3	277,7	156,1	146,8	130,9
Saldo des Warenhandels	-0,2	2,2	1,4	-0,4	-1,9	3,3
Ausfuhr	135,6	71,9	161,0	86,5	79,4	81,5
Einfuhr	135,8	69,7	159,6	86,8	81,3	78,3
Saldo der Dienstleistungen	-3,6	-1,8	-3,6	-3,5	-2,5	-1,1
Einnahmen	38,2	19,3	42,1	26,0	21,2	20,9
Ausgaben	41,9	21,2	45,7	29,5	23,7	22,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,2	-1,0	-6,2	-0,1	-6,7	0,5
Saldo der Laufenden Übertragungen	-1,5	-0,4	1,8	-6,0	2,5	-0,6
Saldo der Vermögensübertragungen	2,4	0,9	3,0	1,8	1,4	1,6
Saldo der Kapitalbilanz	.	.	-2,6	.	-4,7	2,1
Direktinvestitionen	146,4	145,9	-5,2	-31,3	-4,5	-0,8
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-27,4	-20,1	-30,1	-19,9	-13,0	-17,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-20,4	-13,6	-16,7	-19,8	-9,0	-7,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-7,1	-6,5	-13,4	-0,1	-4,0	-9,5
Im Euro-Währungsgebiet	173,8	166,1	24,9	-11,4	8,5	16,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	166,5	159,1	20,0	-51,6	6,2	13,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	7,4	7,0	4,8	40,2	2,3	2,5
Wertpapieranlagen	-155,9	-151,7	-44,5	8,9	-45,5	0,9
Dividendenwerte	-176,3	-161,3	-17,4	-7,8	-19,9	2,5
Aktiva	-90,4	-68,6	-28,8	-32,4	-17,8	-11,0
Passiva	-86,0	-92,7	11,4	24,6	-2,1	13,5
Schuldverschreibungen	20,4	9,6	-27,2	16,7	-25,6	-1,6
Aktiva	-17,7	-17,1	-34,9	5,6	-16,5	-18,3
Passiva	38,1	26,7	7,7	11,1	-9,1	16,8
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und						
-wertpapieranlagen zusammengenommen	-9,5	-5,8	-49,8	-22,4	-50,0	0,2
Finanzderivate	1,1	1,9	-6,0	-4,2	-5,1	-1,0
Übriger Kapitalverkehr	30,0	1,4	44,7	18,3	47,9	-3,2
Währungsreserven	.	.	8,5	.	2,4	6,1
Restposten	.	.	6,1	.	11,9	-5,7

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen zu Zahlungsbilanzangaben der zwölf EWU-Staaten finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im Abschnitt „Daten zu ausgewählten Wirtschaftsindikatoren für das bisherige Euro-Währungsgebiet und Griechenland“ sowie auf der Website der EZB.

volumen (um 14,1 % im Jahr 2000, gegenüber 7,1 % bei den Einfuhrvolumen) zuzuschreiben war. Dagegen war der Zuwachs der Einfuhrvolumen vor allem auf einen Anstieg der Einfuhrpreise (um 20,6 % im Jahr 2000, gegenüber 8,8 % bei den Exportpreisen) auf Grund der Abschwächung des Euro und steigender Ölpreise zurückzuführen.

Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im Februar 2001 nahezu ausgeglichen

Im Bereich der Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen glichen sich die Kapitalströme im Februar 2001 nahezu aus; dies stand in starkem Gegensatz zu den im Januar 2001 bei den Direktinvestitionen und insbesondere bei den Wertpapieranlagen verzeichneten Netto-Kapitalabflüssen, die sich insgesamt auf 50,0 Mrd € beliefen (siehe Tabelle 9).

Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen beliefen sich im Februar 2001 auf 0,8 Mrd €, verglichen mit 4,5 Mrd € im Januar 2001 und 31,3 Mrd € im Dezember 2000. Dieser Rückgang hängt mit den relativ hohen Direktinvestitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet zusammen,

die im Februar 16,4 Mrd € betragen (nach 8,4 Mrd € im Januar). Die Direktinvestitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets außerhalb des Euroraums beliefen sich im Februar auf 17,1 Mrd € (gegenüber 13,0 Mrd € im Januar); davon entfiel mehr als die Hälfte (9,5 Mrd €) auf die „sonstigen Anlagen“, bei denen es sich vorwiegend um Kredite zwischen verbundenen Unternehmen handelt.

Bei den Wertpapieranlagen kam es im Februar 2001 zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 0,9 Mrd €, verglichen mit Netto-Kapitalabflüssen von 45,5 Mrd € im Januar und Netto-Kapitalzuflüssen von 8,9 Mrd € im Dezember 2000. Nach dem ungewöhnlich hohen Niveau der Nettoabflüsse im Januar 2001, die anscheinend mit Einmalfaktoren im Zusammenhang gestanden haben, entsprachen die Zahlen für Februar wieder mehr dem seit September 2000 beobachteten Verlaufsmuster, das relativ geringe Nettozuflüsse bzw. -abflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen aufweist. Bemerkenswert ist, dass es im Februar 2001 bei den Dividendenwerten erstmals seit August vergangenen Jahres wieder zu Nettozuflüssen (2,5 Mrd €) kam, was im Wesentlichen die rückläufigen Investitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern widerspiegelt.

Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik der EZB ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Die EZB stützt ihre Analyse zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auf zwei Säulen. Bei der ersten Säule spielt die Geldmenge eine herausragende Rolle, was eine gründliche Analyse der Geldmengenaggregate hinsichtlich ihres Informationsgehalts für die Geldpolitik impliziert. Dieser Rolle wird mit der Festlegung des Referenzwerts für das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 Ausdruck verliehen. Bei der zweiten Säule werden eine Reihe von anderen wirtschaftlichen und finanziellen Indikatoren untersucht, die für die zukünftige Preisentwicklung relevant sind. Die beiden Säulen ergänzen sich und ermöglichen eine breit angelegte und fundierte Beurteilung der Risiken für die künftige Preisstabilität.

Im Mittelpunkt des vorliegenden Aufsatzes steht die erste Säule. Laut empirischen Untersuchungen für das Euro-Währungsgebiet hat das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 einen stabilen Zusammenhang zum Preisniveau und weist gute Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der zukünftigen Inflation auf. Diese empirischen Eigenschaften sind Vorbedingungen für eine sinnvolle monetäre Analyse und für die Aussagekraft der Geldmenge in Bezug auf die Geldpolitik. Auf der Grundlage der empirischen Eigenschaften muss für eine umfassende monetäre Analyse ein breiter Ansatz gewählt werden. Dabei müssen sich das ökonometrische Instrumentarium und das Urteil der Experten ergänzen, um zu einer fundierten Einschätzung der Geldmengenentwicklung und ihrer Bedeutung hinsichtlich der mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität zu gelangen. Dieser Aufsatz stellt verschiedene für die monetäre Analyse nützliche Instrumente vor.

I Einleitung

Die Aussage, dass Inflation langfristig ein monetäres Phänomen ist, zählt zu den grundlegenden Erkenntnissen der Wirtschaftstheorie. Daher legt die Mehrheit der bedeutenden Zentralbanken der Welt ungeachtet ihrer geldpolitischen Strategien Wert auf die monetäre Analyse.¹ Es besteht ein weitreichender Konsens darüber, dass sich aus der Analyse der monetären Seite der Volkswirtschaft wichtige Informationen für auf den Erhalt der Preisstabilität ausgerichtete geldpolitische Entscheidungen gewinnen lassen. Dies ist auf den bei längeren Betrachtungszeiträumen engen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation zurückzuführen, der für eine Vielzahl von Ländern nachgewiesen wurde.

Empirische Untersuchungen belegen eine enge Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation auch für den Euroraum und bestätigen damit die EZB hinsichtlich der herausragenden Rolle, die sie der Geldmenge in ihrer geldpolitischen Strategie explizit zuweist.² Diese Schlüsselposition der Geldmenge wird unterstrichen durch die Festlegung eines quantitativen Referenzwerts für die Wachstumsrate der weit ge-

fassten Geldmenge M3. Der EZB-Rat legte den Referenzwert im Dezember 1998 auf 4 ½ % fest. Dieser Wert wurde in der Folge im Dezember 1999 und Dezember 2000 bestätigt. Er wurde abgeleitet auf der Grundlage der Preisstabilitätsdefinition der EZB (Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum von unter 2 % pro Jahr), einer Annahme für das trendmäßige Wachstum des Produktionspotenzials (2 % bis 2 ½ %) und einer Annahme für den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 (½ % bis 1 %). Diese Abgrenzung bedeutet, dass erhebliche oder anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert von 4½ % in aller Regel eher Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.

Obwohl bei der Bewertung der monetären Situation im Euro-Währungsgebiet der

¹ Siehe die Referate des „Seminar on monetary analysis: Tools and applications“ der EZB vom November 2000 (abrufbar auf der EZB-Website).

² Siehe die Aufsätze „Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Februar 1999 und „Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB“ im Monatsbericht vom November 2000.

Referenzwert im Vordergrund steht, geht die erste Säule über einen Vergleich des tatsächlichen M3-Wachstums mit dem Referenzwert hinaus. So weisen beispielsweise geringfügige bzw. kurz- bis mittelfristige Abweichungen vom Referenzwert nicht unbedingt auf Gefahren für die Preisstabilität hin. Außerdem kann M3 nach einer längeren Phase der Überschreitung (bzw. Unterschreitung) des Referenzwerts diesen zeitweilig unterschreiten (bzw. überschreiten), ohne dass dies notwendigerweise ein Anlass zur Besorgnis ist. Darüber hinaus können monetäre Daten gelegentlich Sondereinflüssen unterliegen, die den Informationsgehalt hinsichtlich der zukünftigen Preisentwicklung vorübergehend einschränken. Aus diesen Gründen besteht stets eine Notwendigkeit zur sorgfältigen Analyse der Dynamik monetärer Entwicklungen und zur genauen Ermittlung der Ursachen für eine Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert, um so eine Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität von der monetären Seite her zu ermöglichen.

Die monetäre Analyse muss einen breiten Ansatz verwenden. Zur Ergänzung des Vergleichs zwischen dem M3-Wachstum und dem Referenzwert ist eine detaillierte Bewertung auf der Grundlage ökonomischer Modelle und der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Verbindung mit wirtschaftlichen und institutionellen Kenntnissen erforderlich. Zur Erklärung des Geldmengenwachstums und zur Beurteilung seiner Auswirkungen lassen sich eine Reihe unterschiedlicher Analyseinstrumente und -methoden he-

ranziehen. Erstens kann anhand von Modellen zur Geldnachfrage das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 analysiert werden (siehe Abschnitt 2). Zweitens können neben dem Geldmengenwachstum zur Untersuchung des Informationsgehalts von M3 für die künftige Preisentwicklung verschiedene Indikatoren zur Beurteilung der Liquiditätslage der Wirtschaft verwendet werden (siehe Abschnitt 3). Drittens ist stets eine sorgfältige Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3 durchzuführen (siehe Abschnitt 4). Und schließlich kann eine kurzfristige Analyse die mittelfristige monetäre Analyse unterstützen, damit Veränderungen in der Dynamik der monetären Aggregate rechtzeitig entdeckt und Sonderfaktoren, die M3 zwar beeinflussen, jedoch keine Auswirkungen auf die Preisentwicklung haben, erkannt werden (siehe Abschnitt 5).

Der Einsatz einer Auswahl von komplementären Instrumenten ermöglicht eine umfassende Erklärung und Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität, die in der Geldmengenentwicklung zum Ausdruck kommen. Die im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB gewonnenen Ergebnisse müssen anhand der im Kontext der zweiten Säule durchgeführten Analyse überprüft werden, was zu einer fundierten Gesamtbewertung der Risiken für die mittelfristige Preisstabilität führt. Dies ist insbesondere dann für eine Zentralbank von Bedeutung, wenn sie mit Unsicherheiten in Bezug auf die Wirtschaftsstruktur konfrontiert ist.

2 Analyse der M3-Entwicklung anhand von Geldnachfragemodellen

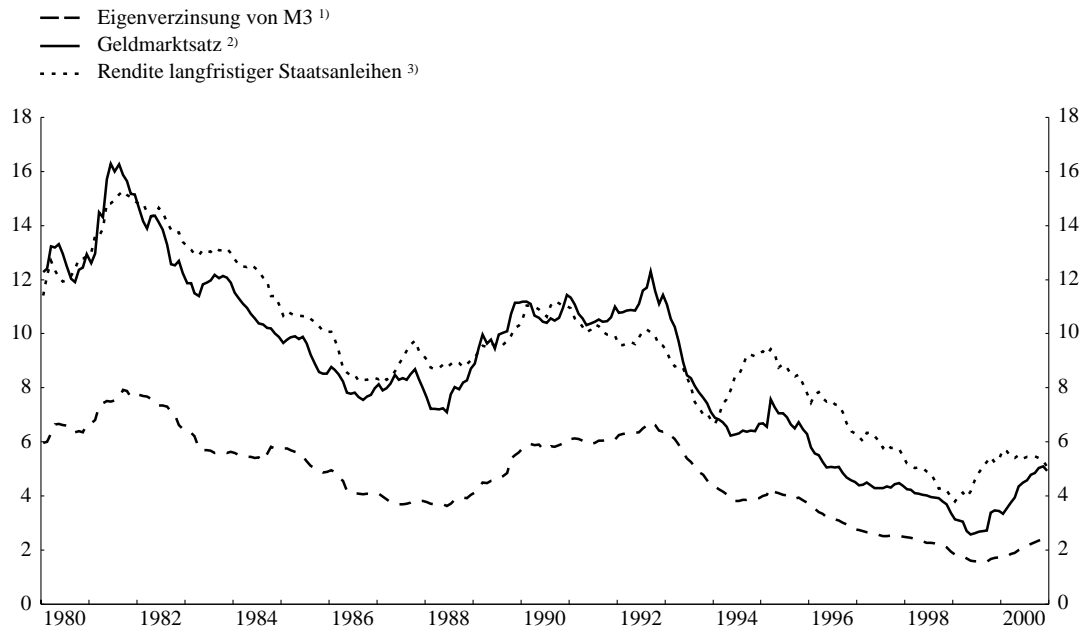
Ein Aspekt der monetären Analyse ist die Erkennung der hinter der Geldmengenentwicklung stehenden Triebkräfte. Dazu sind die auf der Geldnachfrage basierenden Ansätze ein wirkungsvolles Instrument. Ihr Ziel ist es, auf theoretischer Basis einen eindeutigen Zusammenhang zwischen Geld und seinen ökonomischen Determinanten herzustellen. Im Mittelpunkt dieses Abschnitts stehen

Geldnachfragemodelle für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3, da dies im Euro-Währungsgebiet einen engen Zusammenhang zur Inflation aufweist. M3 umfasst eine Reihe relativ liquider Verbindlichkeiten (Bargeldumlauf, kurzfristige Einlagen und marktfähige Finanzinstrumente) der MFIs des Euroraums gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten).

Abbildung I

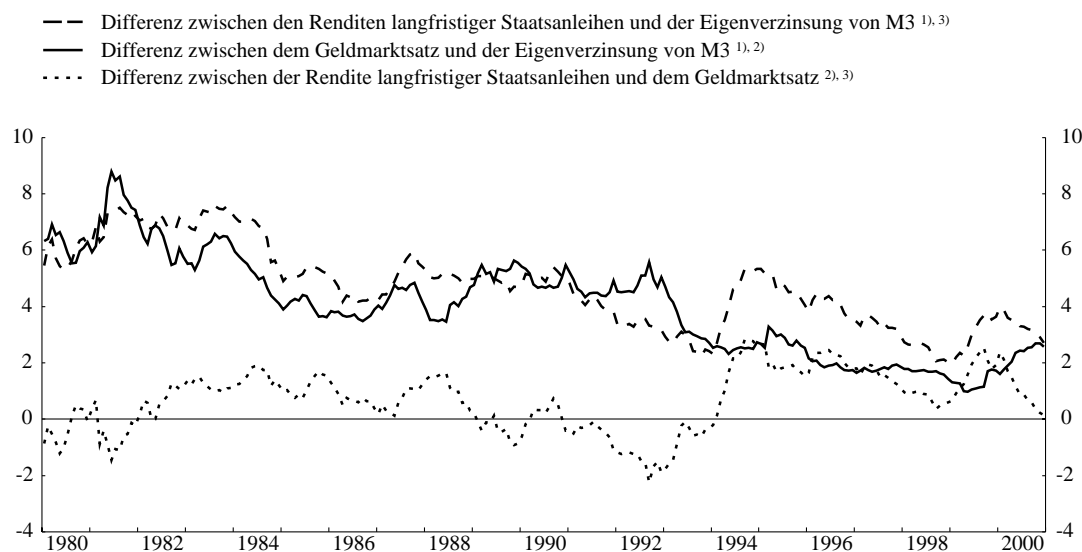
A) Eigenverzinsung von M3 und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Monatswerte)



B) Alternative Maße für die Opportunitätskosten des Geldes

(in Prozentpunkten; Monatswerte)



1) Die Eigenverzinsung von M3 wird errechnet als gewichteter Durchschnitt der Verzinsung der M3-Komponenten, wobei sich die Gewichtung nach dem Anteil der einzelnen Komponenten an M3 richtet.

2) Der Geldmarktsatz bezieht sich bis Ende 1998 auf den Durchschnitt der nationalen Interbankzinssätze für Dreimonatsgeld im Euro-Währungsgebiet und ab 1999 auf den Dreimonats-EURIBOR.

3) Die Rendite langfristiger Staatsanleihen bezieht sich auf die Durchschnittsrendite nationaler zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet bzw. deren engste Substitute.

Geldnachfragemodelle werden üblicherweise auf der Basis der „realen Geldmenge“, das heißt den mit einem Preisindex deflationierten nominalen Geldbeständen, dargestellt. Wenn ein stabiler Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge und einigen Einflussvariablen der realen Geldnachfrage festzustellen ist, bedeutet dies, dass wahrscheinlich auch ein stabiler langfristiger Zusammenhang zwischen der nominalen Geldmenge und den Preisen besteht. In ökonometrischen Modellen lässt sich die langfristige Nachfrage nach realen Geldbeständen als Funktion einer *Skalenvariablen* und eines *Maßes für die Opportunitätskosten* ausdrücken. Theoretisch hängt die Wahl der bevorzugten Skalenvariablen (zum Beispiel realer privater Verbrauch, reales BIP, reales Vermögen) davon ab, ob Geld hauptsächlich als Zahlungsmittel oder auch als Wertaufbewahrungsmittel angesehen wird. Die Mehrheit der empirischen Modelle für ein weit gefasstes monetäres Aggregat verwendet als bevorzugte Messgröße das reale BIP. Im Allgemeinen weisen Geldnachfragemodelle für weit gefasste Geldmengenaggregate wie M3 im Euro-Währungsgebiet eine bei über 1 liegende Einkommenselastizität aus. Das bedeutet, dass die reale Geldnachfrage tendenziell schneller zunimmt als das reale BIP. Dies ist durch die Tatsache zu erklären, dass die Nachfrage nach einem weit gefassten Geldmengenaggregat wie M3 nicht nur vom laufenden Einkommen, sondern auch von der Vermögenssituation abhängt, die durch das gegenwärtige Realeinkommen nicht vollständig erfasst wird. Mit anderen Worten, es kommt darin zum Ausdruck, dass die weit abgegrenzte Geldmenge M3 sowohl für Transaktionen als auch zur Ersparnisbildung gehalten wird.

Außer der Skalenvariablen erfordert die Modellierung der Geldnachfrage auch die Wahl eines adäquaten Maßes für die Opportunitätskosten der Geldhaltung, die den Anleger bei seinen Portfolioentscheidungen beeinflussen. Zur Messung der Opportunitätskosten des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 sind eine *Eigenverzinsung von M3*, die die Verzinsung des Geldmengen-

aggregats M3 misst, und die *Rendite entsprechender Alternativenanlagen* zu wählen.

Gelegentlich werden die kurzfristigen Marktzinsen als Näherungswert für die Eigenverzinsung von M3 verwendet. Allerdings beinhaltet M3 Komponenten, die nicht verzinst werden (Bargeldumlauf) oder deren Verzinsung unter den Marktsätzen liegt (die Mehrheit der kurzfristigen Einlagen). Zudem reagiert die Verzinsung der meisten Komponenten von M3 nur schleppend auf Veränderungen der Geldmarktsätze. Ein alternativer Ansatz zur Messung der Rendite von M3 besteht vor diesem Hintergrund darin, eine Eigenverzinsung für M3 zu errechnen, indem man einen gewichteten Durchschnitt der Renditen der M3-Komponenten verwendet (siehe Abbildung 1, A und B).

Was die Rendite von Alternativenanlagen angeht, so sollten von einem theoretischen Standpunkt aus die erwarteten Renditen für ein breites Spektrum an Alternativenanlagen berücksichtigt werden. Gleichzeitig enthalten empirische Geldnachfragemodelle – vorwiegend aus technischen Gründen – gewöhnlich nur einen einzigen repräsentativen Zinssatz. Dies lässt sich unter anderem damit begründen, dass sich die Zinssätze unterschiedlicher finanzieller Vermögenswerte tendenziell parallel zueinander entwickeln. Darüber hinaus kann für Sachvermögen die (erwartete) Inflation als ein grober Näherungswert für die erwartete Nominalrendite gelten. Ein Anstieg der erwarteten Inflation kann zu Umschichtungen von Geld zu Sachwerten führen, da der reale Wert des Geldes bei Inflation sinkt, während der von Sachwerten erhalten bleibt.

Schließlich müssen Geldnachfrage-Ansätze die Tatsache berücksichtigen, dass die Wirtschaftssubjekte beispielsweise auf Grund von Transaktionskosten ihre Geldhaltung nicht sofort an ihren langfristigen Bedarf an realen Geldbeständen anpassen, das heißt die Wirtschaftssubjekte gleichen ihre Geldnachfrage nur schleppend an Veränderungen der Einkommen und Zinssätze an. Daher muss die Beziehung zwischen der Geldmenge und

ihren langfristigen Determinanten in einem dynamischen Rahmen verankert werden, der auch das kurzfristige Verhalten der Geldmenge erfasst.

Diese Betrachtungen dienen den verschiedenen für den Euroraum erstellten Geldnachfragemodellen als gemeinsame Grundlage. Kasten I enthält Beispiele von durch EZB-Mitarbeiter entwickelten Modellen für das Geldmengenaggregat M3. Der Einsatz von mehr als einem Geldnachfragemodell für das Euro-Währungsgebiet soll eine solide Grundlage zur Beurteilung der Geldmengenentwicklung schaffen. Dabei werden in den Modellen insbesondere zur Erfassung der Opportunitätskosten der Geldhaltung verschiedene Ansätze verwandt.

Alle diese Modelle belegen für das Euro-Währungsgebiet eine stabile, langfristige Geldnachfragefunktion. Wie oben erwähnt, ist für die monetäre Analyse die langfristige Stabilität von Bedeutung, denn nur wenn die Beziehung zwischen der Geldmenge und ihren Determinanten stabil oder zumindest vorhersehbar ist, kann eine Wachstumsrate für die Geldmenge definiert werden, die auf mittlere Sicht im Einklang mit der Preisstabilität steht. Eine wichtige Eigenschaft der Modelle ist in diesem Zusammenhang, dass die langfristige Geldnachfragegleichung die Annahme, die dem EZB-Referenzwert für das M3-Wachstum bezüglich der Umlaufgeschwindigkeit zu Grunde liegt, stützt. Unter Berücksichtigung des langfristigen Gleichgewichtswertes des Produktionszuwachses und der Definition von Preisstabilität ergeben die langfristigen Modellgleichungen daher auch ein gleichgewichtiges M3-Wachstum von etwa $4 \frac{1}{2} \%$ pro Jahr (siehe Kasten I).

Geldnachfragemodelle können auch herangezogen werden, um das M3-Gesamtwachstum in die Determinanten der Geldnachfrage zu zerlegen. Das Ziel einer solchen Aufgliederung ist es, quantitative Erkenntnisse über die den monetären Entwicklungen zu Grunde liegenden Ursachen zu erhalten. Dies kann zur Erklärung des laufenden Geldmengenwachstums beitragen.

Eine Zerlegung zeigt an, inwieweit das aktuelle Geldmengenwachstum durch die makroökonomischen Determinanten des Modells erklärbar ist. So kann ein hohes Geldmengenwachstum zum Beispiel durch ein kräftiges Wachstum des realen BIP bedingt sein, was wiederum auf Aufwärtsrisiken für die künftige Preisstabilität hindeuten kann. Darüber hinaus können niedrige Zinssätze die Geldnachfrage wegen der geringen Opportunitätskosten beschleunigen, was mit möglichen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität verbunden ist. Allerdings könnte in diesem Fall das höhere Geldmengenwachstum auch teilweise auf reine Portfolioumschichtungen zurückzuführen sein, was dann keine Erhöhung des künftigen Preisdrucks implizieren würde. Eine solche Analyse des Geldmengenwachstums ist wichtig für eine fundierte Beurteilung der von der Geldmenge ausgehenden Risiken für die Preisstabilität, da die Bedeutung des Geldmengenwachstums für die Preisentwicklung entsprechend den unterschiedlichen Ursachen des M3-Wachstums differieren kann.

Die Zerlegung des Geldmengenwachstums in seine makroökonomischen Determinanten zeigt auch an, in welchem Umfang das Geldmengenwachstum nicht durch das Modell erklärt wird. Hierdurch lassen sich zusätzliche in den Geldmengenaggregaten enthaltene Informationen, die nicht durch andere makroökonomische Variablen erfasst werden, gewinnen. Dieser unerklärte Teil des aktuellen M3-Wachstums kann von der monetären Seite ausgehende Risiken für die Preisstabilität signalisieren oder auch nicht. Er kann zum Beispiel einen monetären Schock, wie etwa einen Anstieg der Kreditvergabe infolge weniger restriktiver Rating-Standards der MFIs signalisieren, was sich im Geldmengenwachstum niederschlagen würde und Auswirkungen auf die Preisentwicklung haben dürfte. Er kann jedoch auch auf Sondereinflüsse zurückzuführen sein. Ein *Sondereinfluss* ist üblicherweise eine identifizierbare monetäre Störung, die nicht durch die makroökonomischen Einflussvariablen eines Geldnachfragemodells erfasst wird und möglicherweise keine Bedeutung für die Preisentwicklung hat. Er könnte zum Beispiel auf institutionelle Veränderun-

Kasten I

Geldnachfragemodelle für das Geldmengenaggregat M3 im Euro-Währungsgebiet

In diesem Kasten werden zwei Beispiele für Modelle zur Geldnachfrage für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 im Euro-Währungsgebiet dargestellt: Brand und Cassola (Modell 1) sowie Coenen und Vega (Modell 2).¹

Im Einklang mit der empirischen Literatur wird das reale Geldmengenaggregat M3 in diesen Modellen zur Geldnachfrage als Funktion von einer Skalenvariablen und von Maßgrößen der Opportunitätskosten der Geldhaltung dargestellt. Modelle zur Geldnachfrage beziehen sich meist auf die reale Geldmenge und tragen damit der Auffassung Rechnung, dass sich eine Veränderung des Preisniveaus langfristig gesehen vollständig in der nominalen Geldmenge widerspiegeln wird. Ein gemeinsames Merkmal dieser Modelle ist, dass sie das reale BIP als eine Skalenvariable enthalten. Sie unterscheiden sich jedoch im Hinblick auf den in ihren Gleichungen für die langfristige Geldnachfrage enthaltenen Näherungswert für die Opportunitätskosten: Während Modell 1 die Renditen langfristiger Staatsanleihen einbezieht, berücksichtigt Modell 2 sowohl die Inflationsrate als auch die Differenz zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen und den Geldmarktsätzen.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Einkommenselastizitäten und die Semi-Elastizitäten der Zinsen bzw. Zinsdifferenzen in Bezug auf das reale Geldmengenaggregat M3 in den langfristigen Geldnachfragegleichungen der verschiedenen Modelle (LT und ST stehen für die Renditen langfristiger Staatsanleihen bzw. für den Geldmarktsatz, „y“ bezeichnet den natürlichen Logarithmus des realen BIP und „ π “ bezeichnet die auf Jahresrate hochgerechneten Veränderungen des Preisniveaus im Quartalsvergleich):

Übersicht über die Gleichungen zur langfristigen Geldnachfrage

Modell	y	(LT-ST)	LT	π
Modell 1	1,34		-2,03	
Modell 2	1,28	-0,44		-1,3

Anmerkung: In beiden Fällen wird die Geldnachfrage als natürlicher Logarithmus der realen Geldmenge dargestellt, wobei M3 mit dem BIP-Deflator deflationiert ist. Die Koeffizienten in der Tabelle sind auf Basis von Vierteljahreswerten aus dem Referenzzeitraum Q1 1980–Q3 2000 geschätzt. Die Daten für M3 wurden unter Verwendung der am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgeschriebenen Umrechnungskurse aggregiert. Auf Grund von Veränderungen im Referenzzeitraum und bei den Schätzverfahren unterscheiden sich einige der in dieser Tabelle enthaltenen geschätzten Koeffizienten leicht von den in den ursprünglichen Untersuchungen ermittelten Koeffizienten.

Beide Modelle weisen sehr ähnliche Einkommenselastizitäten von über 1 auf. Aus diesen Ergebnissen folgt u. a., dass der Referenzwert für das M3-Wachstum von 4½ % mit Hilfe der auf Schätzungen beruhenden Geldnachfragemodelle ermittelt werden kann. Tatsächlich lässt sich der Referenzwert errechnen, indem man die geschätzten Einkommenselastizitäten mit dem mittelfristigen Trend des Produktionswachstums (2 % bis 2½ %) multipliziert und die Preisstabilitätsdefinition der EZB addiert (d. h. ein Anstieg des HVPI von weniger als 2 %).

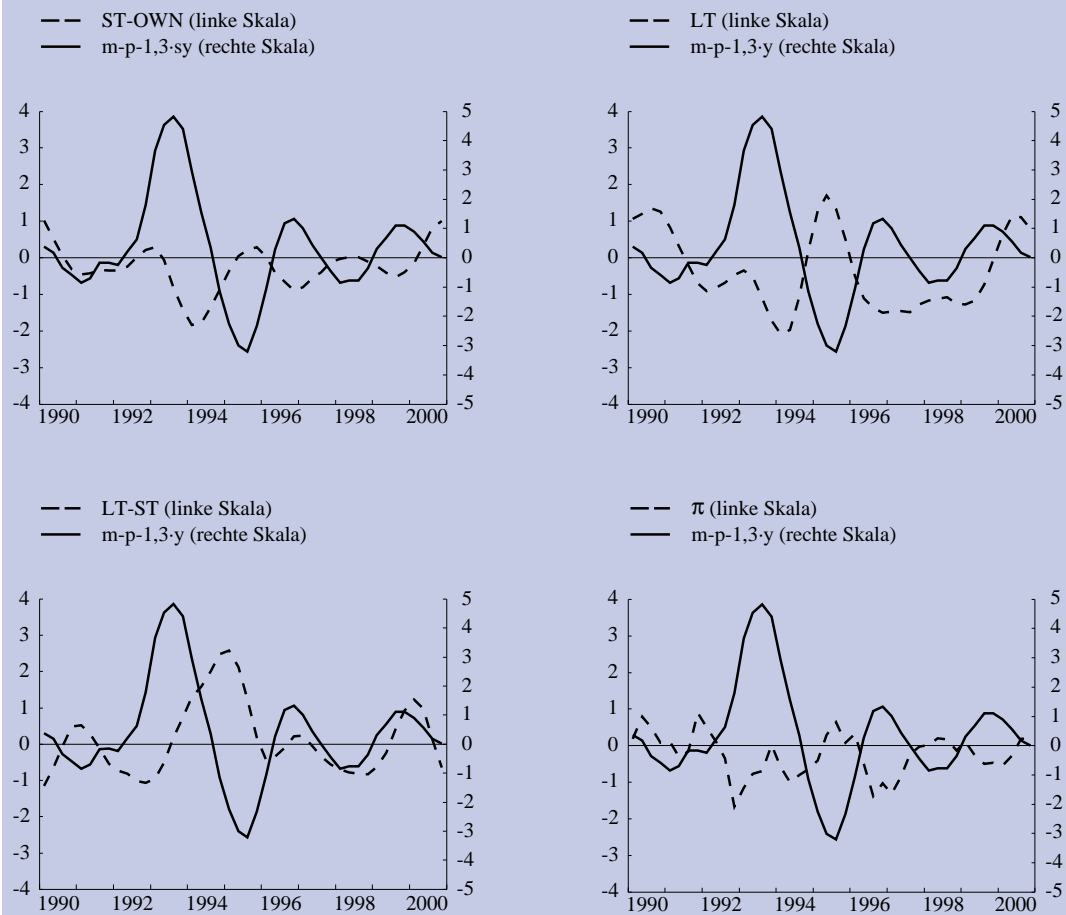
Die nachfolgenden Abbildungen veranschaulichen die Auswirkungen der Opportunitätskostenvariablen auf die Geldnachfrage im Euroraum. Ermittelt wurde zunächst die Differenz zwischen 1) dem M3-Bestand (m) und 2) der Summe des Preisniveaus (p) und des realen BIP (y) multipliziert mit der Einkommenselastizität der Geldnachfrage im Euroraum (die auf Basis der oben dargestellten Ergebnisse auf einen Mittelwert von 1,3 festgelegt wurde). Im Kontext eines allgemeinen Geldnachfragemodells kann die resultierende Variable ($m - p - 1,3 \cdot y$) als Näherungswert für den Teil der Nachfrage nach M3 interpretiert werden, der durch die Opportunitätskostenvariablen erklärt wird. Folglich sollten Veränderungen dieser Variablen in inverser

¹ C. Brand und N. Cassola: „A money demand system for euro area M3“, EZB-Diskussionspapier Nr. 39, 2000; G. Coenen und J.-L. Vega: „The demand for M3 in the euro area“, EZB-Diskussionspapier Nr. 6, 1999.

Wechselwirkung mit den einzelnen Opportunitätskostenvariablen stehen. Die Abbildung stellt die Jahreswachstumsraten von $m-p-1,3-y$ den Veränderungen der beiden folgenden Opportunitätskostenvariablen im Vorjahrsvergleich gegenüber: LT, (LT-ST) und π sowie die Differenz zwischen dem Kurzfristzins und der Eigenverzinsung von M3 (ST-OWN), die internen empirischen Untersuchungen zufolge ein überzeugendes alternatives Maß der Opportunitätskosten für die Haltung von M3 zu sein scheint. Die Datenreihen sind mit einem gleitenden Vier-Quartalsdurchschnitt geglättet, um solche kurzfristigen Entwicklungen auszugleichen, die die längerfristige Relation zwischen den Variablen verwischen würden. Wie aus den Abbildungen ersichtlich, lässt sich während der letzten Jahre ein hinreichend enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung von $m-p-1,3-y$ und den Veränderungen der Opportunitätskostenvariablen beobachten.

Der inverse Zusammenhang zwischen den Opportunitätskosten der Geldhaltung und der Nachfrage nach M3

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten; jährliche Veränderungsrate in %; Quartalswerte)



Anmerkung: Glättung der Datenreihen mit gleitendem Vier-Quartalsdurchschnitt.

gen in Bezug auf die Besteuerung hindeuten, die sich auf die relative Attraktivität der Geldbestände auswirken, oder auf großen, einmaligen Transaktionen beruhen (zum Beispiel die Finanzierung der deutschen UMTS-Lizenzen im August und September 2000). Idealerweise

kann eine detaillierte institutionelle Analyse für zusätzliche Erkenntnisse sorgen, indem sie Informationen über Sonderereignisse liefert und somit den unerklärten Anteil des Geldmengenwachstums verringert.

3 Vorlaufeigenschaften von M3 und Maße der Überschussliquidität

Die Geldmenge als Indikator für die zukünftige Preisentwicklung

Ein stabiler oder zumindest vorhersagbarer, langfristiger Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge und ihren makroökonomischen Determinanten ist eine Vorbedingung für eine sinnvolle monetäre Analyse. Darüber hinaus sind monetäre Entwicklungen wichtig für die Durchführung der Geldpolitik, denn sie enthalten Informationen über die künftige Preisentwicklung und die Risiken für die künftige Preisstabilität.

Wie empirische Untersuchungen für das Euro-Währungsgebiet zeigen, besitzt das weit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 überzeugende Vorlaufeigenschaften für die zukünftige Inflation im mittleren bis langfristigen Zeithorizont. Eine einfache Illustration dessen findet sich in Abbildung 2. Sie zeigt, dass auf mittlere Sicht das M3-Wachstum die Inflationsentwicklung weitgehend vorweg-

nimmt. Dies untermauert die bedeutende Rolle, die dem nominalen M3-Wachstum bei der ersten Säule zukommt.

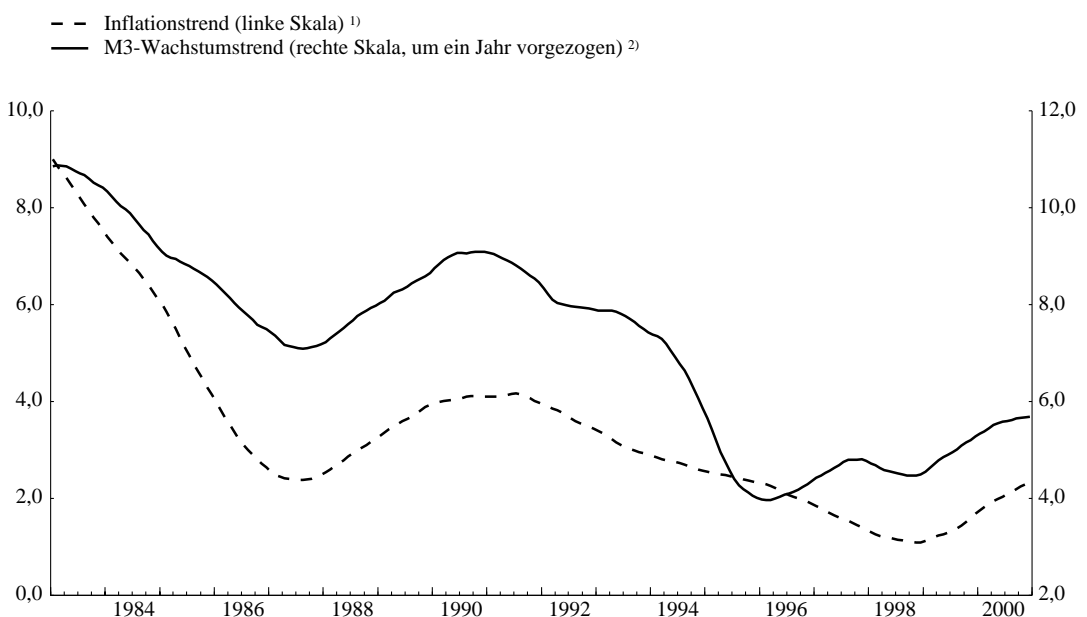
Messgrößen der Überschussliquidität

Neben dem jährlichen M3-Wachstum können auch Maße der Überschussliquidität nützliche Hinweise auf die künftige Preisentwicklung liefern. Sie beziehen sich auf die Differenz zwischen dem Niveau der tatsächlichen Geldbestände und einer geschätzten Gleichgewichtsgeldmenge. Diese Indikatoren werden zwar allgemein als Maße der Überschussliquidität bezeichnet, können aber sowohl einen Überschuss als auch ein Defizit anzeigen. „Überschussliquidität“ ergibt sich bei einer positiven Abweichung der tatsächlichen Geldmenge von der geschätzten Gleichgewichtsgeldmenge, ein „Liquiditätsdefizit“ dagegen bei einer negativen Abweichung.

Abbildung 2

Trendverlauf des M3-Wachstums und der Inflation

(Monatswerte)



1) Gleitender 24-Monatsdurchschnitt der jährlichen Veränderungsrate der Verbraucherpreise (bis Januar 1996 VPI, danach HVPI).

2) Gleitender 24-Monatsdurchschnitt der jährlichen Veränderungsrate von M3 (um ein Jahr vorgezogen).

Diese Messgrößen sind neben der Beobachtung der jährlichen Wachstumsrate von M3 hilfreich bei einer umfassenden, mittelfristig ausgerichteten monetären Analyse, da eine anhaltende nach oben oder unten tendierende Abweichung der beobachteten Geldmenge vom Gleichgewichtsniveau zu Risiken für die Preisstabilität führen kann, die aus der jährlichen Wachstumsrate von M3 nicht immer erkennbar sind. Eine gründliche Analyse des Geldmengenniveaus gewährleistet, dass ein vorausgegangenes übermäßig starkes oder übermäßig schwaches Wachstum, das noch Informationen über Risiken für die Preisstabilität enthalten kann, Berücksichtigung findet.

Auf Basis des M3-Bestandes können verschiedene Maße des Liquiditätsüberschusses – oder des Liquiditätsdefizits – konstruiert werden. Dazu gehören die „nominale Geldlücke“, die „reale Geldlücke“ und der „Geldüberhang“. Die Begriffe unterscheiden sich in Bezug auf die Bestimmung der Gleichgewichtsgeldmenge. Sie können beispielsweise von der Verwendung und Spezifikation eines Geldnachfragemodells, der Wahl einer Basisperiode und der Bestimmung von Gleichgewichtswerten abhängen.³

Das einfachste Maß der Überschussliquidität ist die nominale Geldlücke. Dabei handelt es sich um Überschussliquidität (oder bei einer negativen Lücke um das Liquiditätsdefizit), die aus der Abweichung der beobachteten nominalen Geldmenge von einer nominalen Gleichgewichtsgeldmenge resultiert. Für die Entwicklung der Gleichgewichtsgeldmenge können beispielsweise die Annahmen herangezogen werden, die dem Referenzwert der EZB für M3 zu Grunde liegen, also ein nominaler Geldbestand vereinbar mit Preisstabilität (Inflation unter 2 %), das unterstellte trendmäßige Wachstum des Produktionspotenzials (2 % bis 2 ½ %) sowie die Annahme über den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 (½ % bis 1 %).

Kritisch bei der Ermittlung der nominalen Geldlücke ist die – immer arbiträre – Wahl der Basisperiode. Abbildung 3 zeigt die nomi-

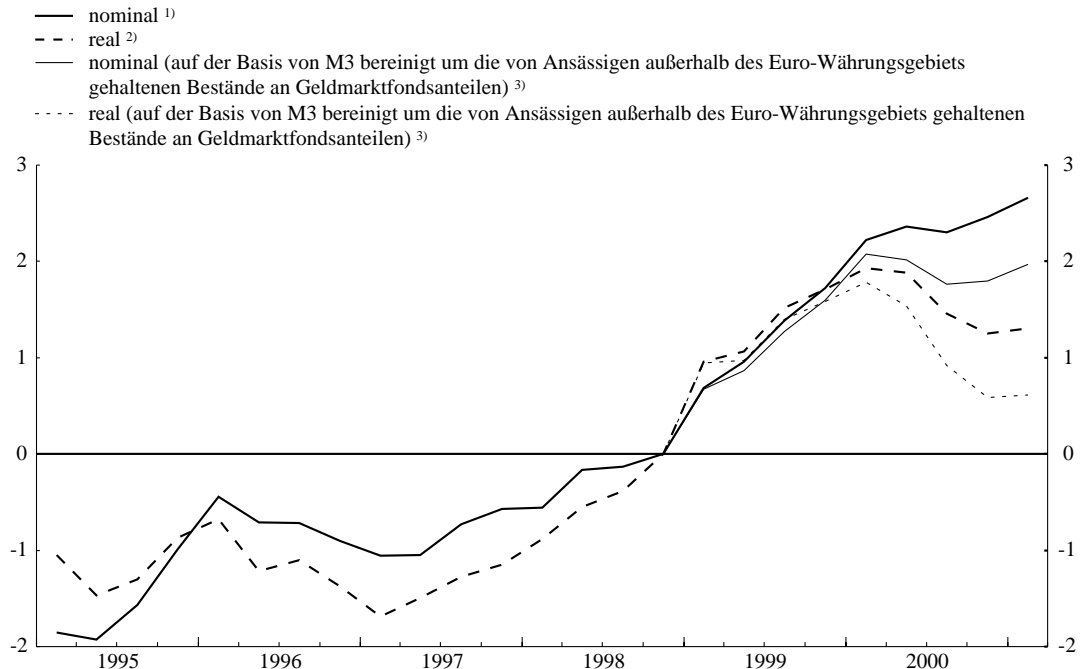
nale Geldlücke für das als Basisperiode – willkürlich – gewählte letzte Quartal vor Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Die Abbildung berücksichtigt auch, dass empirischen Untersuchungen zufolge die Geldlücke teilweise durch die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen verursacht wird (siehe Kasten I im Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts). Wie zu erkennen ist, war für 1999 und 2000 eine positive nominale Geldlücke zu verzeichnen, weil das Geldmengenwachstum über dem Referenzwert lag. Bis zu einem gewissen Grad dürfte diese Lücke die Tatsache widerspiegeln, dass das tatsächliche Produktionswachstum im Jahr 2000 höher war als der dem Referenzwert zu Grunde liegende Wert für das trendmäßige Wachstum des Produktionspotenzials. Teilweise war diese Lücke jedoch auch darauf zurückzuführen, dass die Inflation nach dem HVPI über das Niveau hinausging, das als mit Preisstabilität vereinbar gilt. Da dieser Faktor vor allem mit einer einmaligen Ölpreisverteuerung zusammenhing, sollte die Geldlücke nur zum Teil als Hinweis auf Risiken für die künftige Preisstabilität gewertet werden. Zudem kann die nominale Geldlücke zum Teil auf die Auswirkungen der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen auf die Geldmenge M3 zurückgeführt werden. Schließlich gibt es Belege dafür, dass die Geldlücke zum Teil auch Sondereinflüssen zuzuschreiben ist (siehe Kasten 4) sowie Problemen bei der statistischen Erfassung und der korrekten Abgrenzung der Bestände an in M3 enthaltenen Geldmarktpapieren und kurzfristigen Schuldverschreibungen, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsraums gehalten werden und zu einer Verzerrung des Wachstums der Geldmenge M3 nach oben geführt haben. Auch diese Teile der Geldlücke sollten nicht

³ Siehe auch den Artikel von K. Masuch, H. Pill und C. Willeke „Framework and tools of monetary analysis“ im „Seminar on monetary analysis: Tools and applications“ der EZB vom November 2000, der auf der Internetseite der EZB veröffentlicht wurde.

Abbildung 3

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des durch den Referenzwert von 4 1/2 % implizierten M3-Niveaus)



- 1) Die nominale Geldlücke wird konstruiert als Abweichung der nicht um Sondereinflüsse und Messprobleme bereinigten tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert von 4 1/2 % entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basisperiode wurde das letzte Quartal 1998 gewählt.
- 2) Die reale Geldlücke ist gleich der nominalen Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von der Definition von Preisstabilität. Als Basisperiode wurde ebenfalls das letzte Quartal 1998 gewählt.
- 3) Nominale bzw. reale Geldlücke, bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen (siehe Kasten 1 im Abschnitt „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts).

als Hinweis auf Risiken für die künftige Preisentwicklung betrachtet werden.

Die Geldlücke kann auch als *reale Geldlücke* definiert werden. Sie spiegelt die Abweichung der tatsächlichen realen Geldmenge von einer realen Gleichgewichtsgeldmenge wider. Die reale Geldlücke entspricht also der nominalen Geldlücke, nur dass sie vorangegangene Abweichungen der Preise von der Definition von Preisstabilität nicht berücksichtigt. Wird als Basisperiode das Schlussquartal 1998 gewählt, so deutet die reale Geldlücke auch auf einen beträchtlichen Aufbau von Überschussliquidität im Jahr 1999 hin (siehe Abbildung 3). Im Gegensatz zur nominalen Geldlücke ging die reale Geldlücke im Jahresverlauf 2000 zurück, was teilweise darauf zurückzuführen war, dass das reale Geldmengenwachstum durch eine über der Definition von

Preisstabilität liegende Inflationsrate gebremst wurde. Berücksichtigt man die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen, so lag die reale Geldlücke im ersten Quartal 2001 relativ nahe bei Null. Außerdem sind auch die vorgenannten Sondereinflüsse, die Probleme bei der statistischen Erfassung von M3 hinsichtlich der Messung von Beständen Gebietsfremder an Geldmarktpapieren und kurzfristigen Schuldverschreibungen sowie die arbiträre Wahl der Basisperiode zu beachten.

Ein weiteres Maß der Überschussliquidität ist der *Geldüberhang/Geldunterhang*. Damit wird die positive/negative Abweichung des beobachteten Niveaus der nominalen Geldmenge von einer mit Hilfe eines Modells geschätzten Gleichgewichtsgeldmenge bezeichnet. Die

Gleichgewichtsgeldmenge wird unter Zugrundelegung der jeweiligen Wirtschaftslage bestimmt, indem die jeweiligen Werte der makroökonomischen Bestimmungsgründe der Geldnachfrage (Produktion, Preise und Opportunitätskosten) in die Gleichung der langfristigen Geldnachfrage eingesetzt werden. Folglich spiegelt der Geldüberhang/Geldunterhang die Geldmengenentwicklung wider, die nicht durch makroökonomische Variablen des langfristigen Geldnachfragemodells erklärt wird. Der Überhang/Unterhang enthält somit Informationen über die Geldmenge, die sich in dem vorgenannten unerklärten Teil des tatsächlichen Geldmengenwachstums, aber auch in der kurzfristigen monetären Dynamik niederschlagen. Eine gründliche institutionelle Analyse kann die Beurteilung des Geldüberhangs/Geldunterhangs in Bezug auf die potenziellen Risiken für die Preisstabilität erleichtern.

Abbildung 4 zeigt den durchschnittlichen Geldüberhang/Unterhang, der anhand der beiden in Kasten 1 beschriebenen Geldnach-

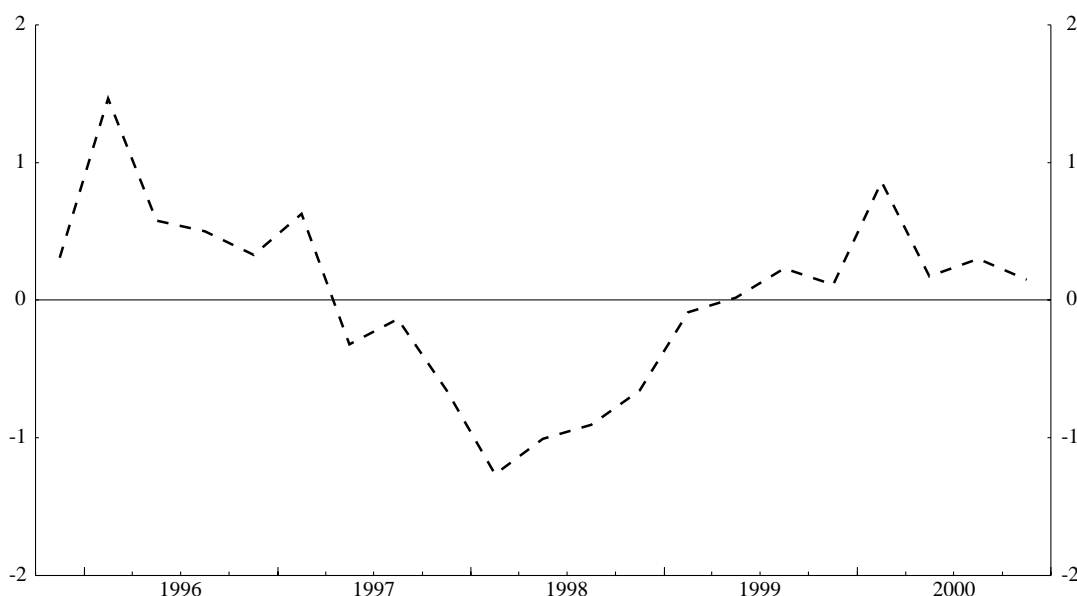
fragemodelle berechnet wurde. Wie daraus ersichtlich, hatte sich 1999 ein Geldüberhang gebildet, der darauf hindeutete, dass das Geldmengenwachstum höher war als es die Gleichung zur langfristigen Geldnachfrage erwarten ließ. Seit dem zweiten Quartal 2000 hat sich der durchschnittliche Geldüberhang allerdings zurückgebildet. Berücksichtigt man die vorgenannten Sonderfaktoren und Messprobleme, so dürfte die Geldmenge Ende 2000 insgesamt der langfristigen Geldnachfrage entsprochen haben, die sich aus den tatsächlichen Werten ihrer langfristigen Determinanten ergab.

Wie bereits erwähnt, können neben dem Wachstum des Geldmengenaggregats M3 auch diese Indikatoren der Überschussliquidität günstige Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die künftige Inflation aufweisen. Empirische Untersuchungen (siehe Kasten 2) zeigen, dass einige Maße der Überschussliquidität, vor allem die reale Geldlücke, in der Vergangenheit verlässliche Anhaltspunkte für die künftige Inflation geliefert haben,

Abbildung 4

Schätzung des Geldüberhangs

(in % der Gleichgewichtsgeldmenge M3; Quartalswerte)



Anmerkung: Die dargestellte Reihe zeigt den nicht um Sondereinflüsse und Messprobleme bereinigten Durchschnitt des Geldüberhangs, berechnet auf der Basis der beiden in Kasten 1 beschriebenen Geldnachfragemodelle.

Quelle: EZB.

Kasten 2

Vorlaufeigenschaften der monetären Indikatoren für die künftige Inflation

Der Schwerpunkt der monetären Analyse liegt naturgemäß darin, die Rolle der Geldmenge als Indikator für die zukünftige Preisentwicklung zu untersuchen. Ein derartiger Ansatz erklärt nicht zwangsläufig die Geldmengenentwicklung zu Grunde liegenden Ursachen, sondern behandelt die Geldmenge ausschließlich als eine Informationsvariable; dabei versucht er, den Prognosegehalt der Geldmengenaggregate im Hinblick auf die zukünftige Inflation zu beurteilen und auszuschöpfen. Neuere Studien haben gezeigt, dass Geldmengen- und Kreditaggregate wichtige Informationen über die zukünftige Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet enthalten, insbesondere bei mittelfristigem Betrachtungshorizont.

In einer Studie von Nicoletti-Altimari¹ wurden systematisch die Vorlaufeigenschaften einer großen Anzahl von Geldmengenindikatoren untersucht. Hierzu wurde die Prognosequalität von Modellen beurteilt, die unterschiedliche Indikatoren zur Vorhersage der zukünftigen Inflation im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von 1992 bis 2000 nutzen. Die in dieser Studie untersuchten Geldmengenindikatoren beinhalteten die Geldmengen M1, M2, M3, die Direktkreditvergabe an den privaten Sektor und eine Reihe anderer geldmengenbezogener Indikatoren wie beispielsweise die reale Geldlücke und den Geldüberhang (siehe Abschnitt 3). Der Prognosegehalt (im Hinblick auf die zukünftige Inflation) von Modellen, die die bereits erwähnten Geldmengen- und geldmengenbezogenen Indikatoren umfassen, wird mit der Prognosequalität von Modellen verglichen, die eine Reihe von alternativen, aus Finanzmarktdaten abgeleiteten Indikatoren, realwirtschaftlichen Indikatoren, Arbeitsmarktindikatoren und Indikatoren für Kosten und Preise (wie beispielsweise Lohnstückkosten und Lohnsteigerungsraten) beinhalten.

Das Verfahren basierte auf der Durchführung simulierter „out-of-sample“-Prognosen (d. h. es wurden ausschließlich vor dem Prognosezeitraum zur Verfügung stehende Informationen verwendet), wobei die Inflation für Zeiträume von einem Vierteljahr bis zu drei Jahren vorherzusagen war. Die Prognosen basierten auf einem einfachen, linearen bivariaten Modell, das die Inflation in der Vergangenheit und den ausgewählten Indikator enthielt. Die relative Eignung der Indikatoren für verschiedene Prognosehorizonte wurde anhand eines Vergleichs ihrer jeweiligen Prognosefehler² beurteilt. Um die Allgemeingültigkeit der erzielten Ergebnisse zu überprüfen, wurde die Berechnung für verschiedene Inflationsmaße (HVPI, Deflator für den Privaten Verbrauch und BIP-Deflator), verschiedene Referenzzeiträume und mit verschiedenen Spezifikationen für das Prognosemodell durchgeführt.

Aus dieser Studie konnten folgende wichtige Schlussfolgerungen gezogen werden: Erstens unterstützen die Ergebnisse die Vorstellung, dass Geldmengen- und Kreditaggregate wesentliche Informationen über die zukünftige Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet enthalten. Die komparativen Vorteile (in Bezug auf die Prognosequalität) der Modelle, die geldmengenbezogene Indikatoren beinhalten, vergrößern sich tendenziell mit der Erweiterung des Prognosehorizonts. Dies bestätigt den Eindruck, dass die Geldmenge Informationen enthält, die besonders geeignet sind, um mittelfristige und weniger starken Fluktuationen unterworfenen Trends der Inflation vorherzusagen.

Zweitens scheinen von den monetären Größen das Ausmaß der realen Geldlücke und die auf M3-bezogene Veränderungsrate des Indikators P-Stern (d. h. die Abweichung der nominalen Geldmenge von den im Gleichgewicht gehaltenen realen Geldbeständen) besonders nützlich für Inflationsprognosen zu sein, die für Zeiträume von bis zu zwei Jahren erstellt werden. Im Gegensatz dazu sind die Modelle, die die Wachstumsrate von M3 und von Buchkrediten enthalten, die zuverlässigsten Modelle für die längsten Zeiträume (über zwei Jahre). Bei diesen längeren Zeiträumen erwies es sich ebenfalls als nützlich, die Höhe des Geldüberhangs, die sich aus der Geldnachfrageschätzung von Brand/Cassola (siehe Kasten 1) ableiten lässt, einzubeziehen. Aus der Analyse ging außerdem eindeutig hervor, dass bei längeren Prognosehorizonten weit gefasste

¹ Siehe S. Nicoletti-Altimari, „Does money lead inflation in the euro area?“, EZB-Diskussionspapier, in Kürze erscheinend.

² Die Methode bestand darin, die Kennzahl des mittleren Fehlerquadrats des auf verschiedenen Indikatoren basierenden Modells zu vergleichen.

Geldmengenaggregate bessere Vorlaufeigenschaften für die zukünftige Inflation aufweisen als eng gefasste Aggregate. Allgemein sind die Ergebnisse vom zu Grunde gelegten Inflationsmaß unabhängig und stimmen mit anderen empirischen Studien³ überein, die zahlreiche Belege dafür gefunden haben, dass die reale Geldlücke eine erhebliche Prognosekraft für die zukünftige Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet besitzt.

Ingesamt lassen die Ergebnisse darauf schließen, dass die Geldmengen- und Kreditaggregate nützliche zusätzliche und unabhängige Informationen über die mittelfristigen Inflationsaussichten für das Euro-Währungsgebiet liefern (relativ zu den besten nichtmonetären Indikatoren), insbesondere für Zeiträume, die über eineinhalb Jahre hinausgehen.

³ Siehe Gerlach und Svensson, „Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?“, NBER-Diskussionpapier Nr. 8025, 2000, und Trecroci und Vega, „The information content of M3 for future inflation“, EZB-Diskussionspapier Nr. 33, 2000.

und zwar insbesondere über einen kurz- bis mittelfristigen Prognosehorizont. Gleichwohl dürfen die Unsicherheiten, mit denen solche Maße behaftet sind, nicht außer Acht gelassen werden. Sie sind daher stets mit Vorsicht zu interpretieren, wobei die jeweiligen wirtschaftlichen Gegebenheiten in die Beurteilung einfließen sollten. Wie in Kasten 2 ebenfalls dargelegt, gibt es Hinweise dafür, dass das

Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 – bei zunehmendem Zeitintervall – der aussagefähigste Indikator für die künftige Inflation ist. Dies untermauert die herausragende Rolle, die dem nominalen M3-Wachstum im Rahmen der ersten Säule der mittelfristigen geldpolitischen Strategie der EZB zugewiesen wurde.

4 Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3

Bei der monetären Analyse können die Komponenten und Gegenposten von M3 auch im Rahmen der konsolidierten Bilanz der MFIs untersucht werden. Die konsolidierte MFI-Bilanz des Euro-Währungsgebiets stützt sich auf die Einzelbilanzen der Kreditinstitute (einschließlich des Eurosystems), der Geldmarktfonds und anderer MFIs im Euro-Währungsgebiet, berücksichtigt aber nicht die Beziehungen dieser Institute untereinander.

Bilanzgleichungen an sich sagen noch nichts über die zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Beziehungen aus. Kombiniert mit einer soliden institutionellen Analyse und gestützt auf wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse über die makroökonomischen Erklärungsvariablen von Bilanzposten (wie etwa Geld und Kredit), ermöglichen sie jedoch ein besseres Verständnis und eine bessere Beurteilung der monetären Entwicklungen. Eine Analyse der Struktur des M3-Wachstums ist bei der Erklärung und Beurteilung des M3-Wachstums selbst hilfreich. Die Analyse von Kom-

ponenten und Gegenposten erleichtert die Erklärung des Wachstums von M3 durch seine wirtschaftlichen und institutionellen Bestimmungsgründe. Einige der Komponenten und Gegenposten sagen zudem unmittelbar etwas über die Konjunktur oder Inflation aus. Die M3-Komponenten und ihre Gegenposten können auch mit Hilfe eines ökonometrischen Modells analysiert werden.⁴ Die Einsatzmöglichkeit ökonometrischer Modelle ist allerdings gegenwärtig begrenzt, da insbesondere bei den Gegenposten von M3 die Zeitreihen für die meisten Posten erst im September 1997 beginnen.

Analyse der M3-Komponenten

Einer gesonderten Analyse des *eng abgegrenzten Geldmengenaggregats M1*, das die liquiden M3-Komponenten umfasst (Bargeld-

⁴ Siehe beispielsweise A. Calza, A. Jung und L. Stracca, „An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area“, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 136 (4), 2000.

Kasten 3

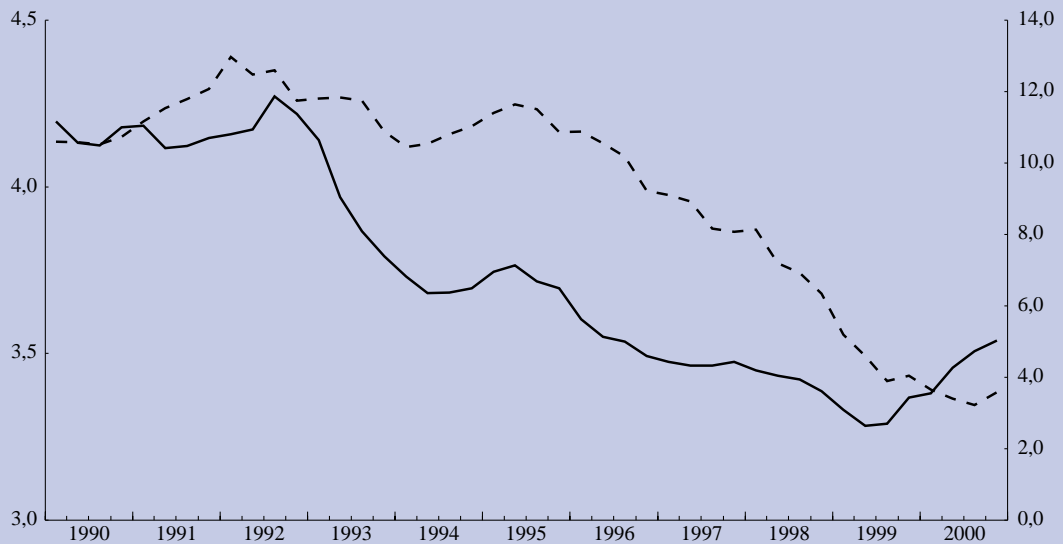
Die Nachfrage nach M1 im Euro-Währungsgebiet

Die eng gefasste Geldmenge M1 enthält die liquidesten Komponenten von M3: Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen. Die Geldmenge M1 wuchs gegen Ende der Neunzigerjahre mit hohen Raten. Die Folge war eine deutliche Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit von M1 (d. h. der Relation des realen BIP zur realen Geldmenge M1) in diesem Zeitraum. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, trat dies zeitgleich mit einem Rückgang der Geldmarktsätze im Euroraum ein.

Umlaufgeschwindigkeit von M1 und Geldmarktsatz

(Quartalswerte)

- - Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M1 in % (linke Skala)
- Geldmarktsatz in % p.a. (rechte Skala)



Anmerkung: Die Umlaufgeschwindigkeit wird als Relation des nominalen BIP zu M1 gemessen (beide saisonbereinigt).

Im Prinzip würde man natürlich erwarten, dass M1 steigt – und sich die Umlaufgeschwindigkeit von M1 verringert –, wenn die nominalen Kurzfristzinsen sinken, da diese Zinsen die Opportunitätskosten für die Geldhaltung und die täglich fälligen Einlagen darstellen. Es gibt jedoch auch einige Anhaltspunkte dafür, dass die erhebliche Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit von M1 nicht nur auf den Zinsrückgang, sondern auch auf eine Zunahme der Zinselastizität von M1 in den letzten Jahren zurückzuführen war.¹ Letzteres wiederum könnte auf die Tatsache zurückzuführen sein, dass die Kurzfristzinsen in den letzten Jahren auf ein relativ niedriges Niveau gesunken sind. Die erhöhte Zinselastizität bei niedrigen Nominalzinssätzen könnte mit bestehenden Transaktionskosten zusammenhängen. Auf Grund von fixen Transaktions- und Lernkosten, die bei der Investition in verzinsliche Anlageformen anfallen, kann der Anstieg der Geldnachfrage stärker ausfallen als es die Standard-Modelle erwarten lassen, wenn die Opportunitätskosten für die Geldhaltung auf ein relativ niedriges Niveau sinken.² Darüber hinaus ist es möglich, dass der Übergang zu einem Umfeld der Preisstabilität in der dritten Stufe der WWU und die damit verbundene Erwartung anhaltend niedrigerer Nominalzinssätze den Umgang der Marktteilnehmer mit Kapitalanlagen und Kontokosten und -erträgen verändert haben.

Seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU wurde die Nachfrage nach M1 im Euro-Währungsgebiet von zwei Sonderfaktoren beeinflusst. Zunächst war im Januar 1999 ein starker Anstieg von M1 – vor allem der

¹ Siehe L. Stracca „The functional form of the demand for euro area M1“, EZB-Diskussionspapier Nr. 51, 2001.

² Siehe C. Mullighan und X. Sala-i-Martin „Extensive Margins and the Demand for Money at Low Interest Rates“, *Journal of Political Economy*, Vol. 108, Nr. 5, 2000.

täglich fälligen Einlagen – zu verzeichnen. Wahrscheinlich war diese Entwicklung zumindest teilweise auf den durch die dritte Stufe der WWU geschaffenen neuen institutionellen und regulatorischen Rahmen (z. B. das neue Mindestreservesystem) zurückzuführen und barg nicht unbedingt Gefahren für die Preisstabilität in sich (siehe Kasten 4). Zeitweise könnte der Anstieg von M1 auch von den Unsicherheiten in Bezug auf den Jahrtausendwechsel beeinflusst worden sein, obwohl dieser Effekt offenbar nur eine geringe Rolle gespielt hat. Von diesen Sondereinflüssen abgesehen gibt es keine Anzeichen für einen grundlegenden Bruch bei der Nachfrage nach M1 seit der Einführung des Euro.

umlauf und täglich fällige Einlagen), kommt innerhalb der verschiedenen M3-Komponenten besondere Aufmerksamkeit zu, und zwar hauptsächlich wegen des großen Gewichts von M1 im weit gefassten Geldmengenaggregat M3 im Euro-Währungsgebiet (rund 40 %). Da die Geldmenge M1 die Funktion des Geldes als Tausch- und Zahlungsmittel genau widerspiegelt, dürfte sie einen engeren Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben aufweisen als M3. M1 reagiert zudem sehr empfindlich auf Zinsänderungen und wird damit für gewöhnlich sehr stark negativ von einem Anstieg der Opportunitätskosten beeinflusst. Trotz der sich daraus ergebenden beträchtlichen Volatilität des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 auf kurze Sicht konnte für das Euro-Währungsgebiet eine stabile Nachfragefunktion für M1 festgestellt werden (siehe Kasten 3). Wegen seiner Volatilität scheint das Geldmengenaggregat M1 jedoch M3 in Bezug auf die Informationen, die es über die Inflation auf mittlere Sicht enthält, unterlegen.

Die übrigen M3-Komponenten (*kurzfristige Einlagen ohne täglich fällige Einlagen und marktfähige Finanzinstrumente*) werden vor allem deshalb ebenfalls genau beobachtet, um zusätzliche Informationen zur Erklärung und Beurteilung des M3-Wachstums zu erhalten. Diese Komponenten spiegeln – stärker als M1 – die Funktion des Geldes als Wertaufbewahrungsmittel wider, sind aber auch für Tausch- und Zahlungszwecke von Bedeutung, da sie ohne weiteres und ohne hohe Kosten in Bargeld umgewandelt werden können. Insgesamt bewirkt ihre Erfassung in M3, dass dieses weit gefasste Aggregat weniger zinsempfindlich und stabiler als M1 ist, da von

Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet vorgenommene Portfolioumschichtungen zwischen verschiedenen kurzfristigen Vermögenswerten teilweise innerhalb von M3 stattfinden. Gleichzeitig können diese Komponenten aber eine starke, unmittelbare Abschwächung des M3-Wachstums bei steigenden Kurzfristzinsen verhindern, weil die Verzinsung marktfähiger Finanzinstrumente und zum Teil auch kurzfristiger Einlagen meist eng an die Entwicklung der Geldmarktzinsen gekoppelt ist. Daher ist besonders dann, wenn sich die kurzfristigen Zinsen verändern, eine sorgfältige Analyse der Struktur des M3-Wachstums erforderlich.

Analyse der Gegenposten von M3

In der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors spiegelt sich jede Veränderung von M3 in der Entwicklung der Gegenposten von M3 wider, und zwar am deutlichsten in der Kreditgewährung an den privaten Sektor, der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte, den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs und den Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Interpretation solcher Wechselbeziehungen ist hilfreich für ein besseres Verständnis der Ursachen des Geldmengenwachstums, insbesondere auf kürzere Sicht. So können beispielsweise Störungen der monetären Dynamik auf die Kreditentwicklung oder die Substitution von M3-Komponenten durch längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten zurückgeführt werden. Kommt es bei starker Unsicherheit an den Finanzmärkten zu einer solchen Substitution, so dürfte es sich bei der daraus resultierenden Geldmengenentwicklung um vorübergehende

Portfolioumschichtungen handeln, die sich nicht unbedingt auf die künftige Inflation auswirken müssen. Wenn die Entwicklung der Geldmenge dagegen mit einer anhaltenden Veränderung der Kreditverfügbarkeit zusammenhängt, so kann sie für die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität bedeutsam sein.

Gleichzeitig ist zu beachten, dass die ökonomische Kausalkette in verschiedene Richtungen verlaufen kann. Einerseits kann ein stärkeres Kreditwachstum zu mehr Liquidität in der Wirtschaft und damit zu einem stärkeren Wachstum der monetären Aggregate führen. Andererseits kann ein Anstieg der Geldbestände der Nicht-MFIs, etwa auf Grund eines stärkeren Einkommenswachstums, ein kräftigeres Kreditwachstum auslösen. Außerdem können Komponenten der MFI-Bilanz gleichzeitig von denselben wirtschaftlichen Faktoren, beispielsweise Einkommenswachstum oder Zinsänderungen, beeinflusst werden. Schließlich bedeuten Veränderungen der Gegenposten von M3 nicht zwangsläufig Veränderungen von M3 selbst. Sie können auch Wechselbeziehungen zwischen den Gegenposten, etwa zwischen der Kreditvergabe und den Nettoauslandsforderungen, widerspiegeln, die zum Beispiel auf die Finanzierung von Auslandsinvestitionen von Nicht-MFIs des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen sind.

Die *Kredite an den privaten Sektor* (Buchkredite und Wertpapierkredite, d. h. verbrieftete Forderungen der MFIs) sind quantitativ betrachtet der wichtigste Gegenposten von M3 und somit einer der potenziellen Schlüsselfaktoren für das Wachstum von M3. Die EZB legt bei ihrer regelmäßigen monetären Analyse den Schwerpunkt besonders auf die Entwicklung der Buchkredite an den privaten Sektor, die rund 90 % der Kredite an den privaten Sektor ausmachen. Im Gegensatz zur Entwicklung der Wertpapierkredite, die oftmals einfach durch Transaktionen an den Sekundärmärkten bedingt sein können, gibt die Entwicklung der Buchkredite verlässlicheren Aufschluss über die Veränderung der Nettoverschuldung der Kreditnehmer.

Das Wachstum der Buchkredite verdient besondere Beachtung, da es möglicherweise in engem Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben steht. Aus einigen empirischen Untersuchungen geht zudem hervor, dass Buchkredite an den privaten Sektor in den vergangenen zwei Jahrzehnten gute Vorlauf-eigenschaften in Bezug auf die Verbraucherpreis-inflation aufwiesen (siehe Kasten 2).

Für eine fundierte Beurteilung der Bestimmungsgründe des Wachstums der Buchkredite bilden die Quartalsangaben zu den im Euroraum gewährten Buchkrediten, unterteilt nach Wirtschaftssektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte oder öffentliche Haushalte) und Verwendungszweck (Buchkredite an private Haushalte werden untergliedert in Konsumentenkredite, Wohnungsbaukredite und sonstige Kredite), eine besonders nützliche Ergänzung zur regelmäßigen Analyse der Gegenposten. So schlagen sich Konsumentenkredite mit größerer Wahrscheinlichkeit unmittelbar in den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben nieder als Buchkredite an finanzielle Kapitalgesellschaften, die einer Vielzahl von Verwendungszwecken zugeführt werden können. Ein starkes Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor ist in der Regel bei günstigen Finanzierungsbedingungen und einer kräftigen Konjunktur zu beobachten. Genauer gesagt steht die reale Kreditnachfrage empirischen Untersuchungen für das Eurogebiet zufolge in positivem Zusammenhang mit dem realen BIP und in negativem Zusammenhang mit den kurzfristigen und insbesondere den langfristigen Realzinsen, was mit der eher langfristigen Fälligkeitsstruktur von Buchkrediten im Euro-Währungsraum übereinstimmt.⁵ Buchkredite können bisweilen aber auch durch andere Faktoren beeinflusst werden, beispielsweise durch einen Gewinnrückgang, der die Unternehmen zwingt, einen Ersatz für die Innenfinanzierung zu finden. Ferner können Angaben zu Fusionen und Übernahmen sowie Informationen über Preise an den Immobilienmärkten zu einem besseren Verständnis der Kreditentwicklung beitragen.

⁵ Siehe A. Calza, C. Gardner und J. Sousa, „Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area“, EZB-Diskussionspapier Nr. 55, 2001.

Schließlich kann auch die Zahlungsbilanzstatistik manchmal nützliche Informationen liefern, da beispielsweise Kapitalabflüsse auf Grund von Direktinvestitionen im Ausland die Nachfrage nach Buchkrediten bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steigen lassen können, ohne dass dies die inländische Preisentwicklung beeinflusst. Die Entwicklung der Buchkredite muss also stets sorgfältig analysiert werden.

Bei der Beurteilung der potenziellen Auswirkungen des Kreditwachstums auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben und die Inflation sind auch die zunehmenden Finanzierungsmöglichkeiten außerhalb des MFI-Sektors einzubeziehen. Zwar sind MFIs die wichtigste Finanzierungsquelle, aber die Begebung von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen.⁶ Um sich ein vollständiges Bild von den potenziellen Auswirkungen der Finanzierungs- und Investitionsaktivitäten der Nicht-MFIs im Eurogebiet machen zu können, muss deshalb eine umfassendere Perspektive gewählt werden. Diese ergibt sich aus der Analyse der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen, die die Analyse der konsolidierten MFI-Bilanz ergänzt (siehe den Artikel „Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet“).

MFI-Kredite an öffentliche Haushalte, auf die zurzeit ein Anteil von gut 20 % an der gesamten Kreditgewährung im Euroraum entfällt, hängen mit dem Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors zusammen. Bei der Interpretation der MFI-Kredite an öffentliche Haushalte ist jedoch zu berücksichtigen, dass die gesamte Staatsverschuldung zu einem erheblichen Teil aus Schuldverschreibungen besteht (derzeit etwa drei Viertel der gesamten Staatsverschuldung im Euroraum). Deshalb muss stets untersucht werden, ob Veränderungen der MFI-Kredite an die öffentlichen Haushalte überwiegend auf entsprechende Veränderungen der Staatsschuld zurückzuführen sind oder ob sie nur eine Veränderung der Schuldnerstruktur der öffentlichen Haushalte widerspiegeln.

Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten umfassen im Wesentlichen die von MFIs angebotenen Anlageformen (Einlagen, Schuldverschreibungen), die weniger liquide sind und daher nicht in M3 eingehen. Ihre Entwicklung hängt von der konjunkturellen Lage und den Opportunitätskosten ab und ist teilweise auch auf Substitutionseffekte innerhalb der MFI-Bilanz zurückzuführen. Diese Substitutionseffekte müssen stets sorgfältig analysiert werden. So können beispielsweise durch steigende Opportunitätskosten bedingte Portfolioumschichtungen in Vermögenswerte, die nicht in M3 einbezogen sind, eine Veränderung bei der Entscheidung zwischen Konsum und Ersparnis mit möglichen Folgen für die Preisentwicklung widerspiegeln. Eine Verschiebung zwischen längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten und M3 kann zum Beispiel auch durch Steueränderungen oder Faktoren wie die Unsicherheit an den Rentenmärkten ausgelöst werden und würde dann nur eine Portfolioumschichtung ohne dauerhafte Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben oder die Aussichten für die Preisstabilität darstellen.

Schließlich spiegeln die *Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets* (das heißt Auslandsforderungen abzüglich Auslandsverbindlichkeiten) in erster Linie die Transaktionen von Nicht-MFIs des Euro-Währungsgebiets mit Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets wider. Während sich Transaktionen zwischen MFIs und Ansässigen außerhalb des Währungsgebiets zumeist ähnlich auf Auslandsverbindlichkeiten und Auslandsforderungen auswirken (mit Ausnahme von Transaktionen in Staatspapieren oder Aktien von Nicht-MFIs) und somit die Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets unverändert lassen, schlägt sich die Abwicklung von Leistungs- oder Kapitalverkehrstransaktionen von Nicht-MFIs mit Ansässigen außerhalb des Eurogebiets in der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors nieder. So führen zum Beispiel Zahlungen für Warenimporte oder den Erwerb ausländi-

⁶ Siehe den Artikel „Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht Februar 2001.

scher Wertpapiere entweder zu einem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten oder zu einem Rückgang der Auslandsforderungen und somit zu einer Verringerung der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Daher ist es sinnvoll, diesen Bilanzposten zusammen mit der Zahlungsbilanz des Eurogebiets zu analysieren. Gegenwärtig vermittelt die Zahlungsbilanzstatistik des Eurogebiets allerdings nur ein ungefähres Bild der für die Veränderungen der Nettoauslandsforderungen verantwortlichen Faktoren, da eine vollständige sektorale Aufgliederung der Zahlungsbilanztransaktionen bislang nicht verfügbar ist.

5 Kurzfristige Analyse der monetären Entwicklung

Wegen ihrer mittelfristigen Orientierung ist die Geldpolitik der EZB in erster Linie an mittelfristigen Trends der monetären Variablen interessiert. Zugleich ist aber jeden Monat bei der monetären Analyse zu prüfen, ob die neuen Geldmengendaten die bisherige Einschätzung bestätigen oder eine Korrektur erforderlich machen. Insbesondere müssen mögliche Hinweise auf einen Wendepunkt in der monetären Entwicklung so früh wie möglich erkannt werden. Außerdem sollte die monatliche monetäre Entwicklung auch auf den Einfluss von Sonderfaktoren und Messfehlern untersucht werden. Diese Verzerrungen müssen bei der Beurteilung der monetären Entwicklung berücksichtigt werden. Auch aus diesem Grund ist es sinnvoll, Instrumente für die kurzfristige Analyse der monetären Entwicklung zu nutzen.

Die monatlichen Veränderungen der *Jahreswachstumsraten* der Geldmenge M3 und ihrer Komponenten und Gegenposten geben einen ersten Hinweis auf die kurzfristige Geldmengenentwicklung. Zur Beurteilung der kurzfristigen Dynamik des Geldmengenwachstums liefern allerdings saisonbereinigte *Monatsdaten* genauere Informationen, da sie nicht von Basiseffekten beeinflusst werden. Außerdem ist die Beobachtung saisonbereinigter monetärer Daten über unterschiedliche Zeithorizonte (beispielsweise

Insgesamt ist eine gründliche Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3 ein wichtiger Bestandteil einer genauen Beurteilung der monetären Entwicklung im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB. Sie sollte sich zum einen – unter Berücksichtigung zusätzlicher Informationen zur wirtschaftlichen und institutionellen Entwicklung – auf die konsolidierte MFI-Bilanz stützen (möglicherweise erweitert um die Analyse vierteljährlicher Finanzierungsrechnungen) und zum anderen auf ökonomischen Modellen basieren.

saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmontatsveränderungen) bei der Einschätzung der kurzfristigen monetären Dynamik und der Erkennung einer Veränderung monetärer Trends hilfreich.

Neben der Beobachtung saisonbereinigter Daten kann sich die kurzfristige Analyse auch auf Zeitreihenmodelle (beispielsweise RegARIMA-Modelle, siehe Kasten 4) stützen. Mit diesen Modellen können Kalendereffekte erkannt werden, die zuweilen die Veränderung der jährlichen Wachstumsraten beeinflussen. Überdies ist es mit Hilfe von Zeitreihenmodellen möglich, zwischen dem Trend einer monetären Zeitreihe und vorübergehenden Verzerrungen zu unterscheiden. Sie sind daher ein nützliches zusätzliches Instrument, mit dem man Anzeichen für eine etwaige Veränderung des Trends der monetären Entwicklung frühzeitig erkennen kann. Ferner kann die modellgestützte kurzfristige Analyse anhand eines Vergleichs der durch das Modell erklärten monetären Dynamik mit der tatsächlichen monetären Entwicklung dazu beitragen, Sonderfaktoren und Messfehler leichter zu erkennen und zu quantifizieren. Dies ist eine wichtige Voraussetzung, um zu einer fundierten Einschätzung der monetären Entwicklung zu gelangen und Fehlinterpretationen zu vermeiden.

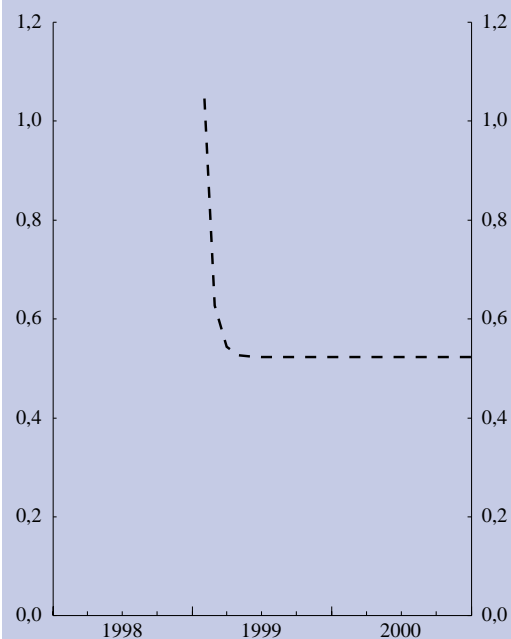
Kasten 4

Identifikation und Quantifikation der Verzerrung von M3 zu Beginn der dritten Stufe der WWU auf der Grundlage eines univariaten linearen Zeitreihenmodells

Bei der kurzfristigen Analyse der monetären Entwicklung können univariate lineare Modelle, wie etwa saisonale RegARIMA-Modelle (Autoregressive Integrated Moving Average Models, die auch Regressionsvariablen zulassen)¹, für verschiedene Zwecke eingesetzt werden. Besonders nützlich sind diese Modelle für kurzfristige Prognosen und das Erkennen von Signalen, d. h. für die Schätzung und Analyse kurzfristiger Trends. Ein interessanter Anwendungsbereich dieses Modells ist die Untersuchung der monetären Entwicklung beim Übergang zur dritten Stufe der WWU. Im Januar 1999 nahm das Wachstum der Geldmenge M3 gegenüber dem Vorjahr sehr stark zu, wobei sich dieser sprunghafte Anstieg in den Folgemonaten anscheinend nur teilweise zurückbildete.

Schätzung der Verzerrung des M3-Niveaus beim Übergang zur dritten Stufe der WWU

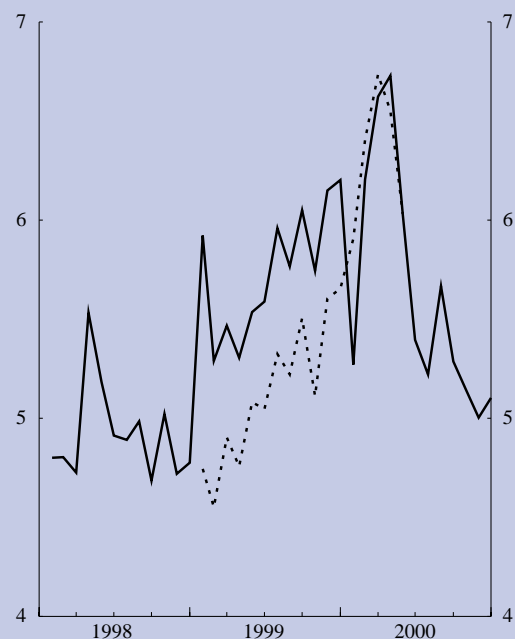
(in % des Bestands)



Wachstumsrate von M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

--- geschätzte Geldmenge M3, bereinigt um den „Januar-1999-Effekt“
— M3



Unter derartigen Bedingungen stellt die Zeitreihenanalyse einen ersten Schritt auf dem Weg zur Ermittlung etwaiger „besonderer Ereignisse“ dar. Auf der Grundlage der Daten bis Dezember 1998 kann der Prognosefehler für den Folgemonat Januar 1999 für die Geldmenge M3 im Eurogebiet berechnet werden. Formale Tests anhand derartiger Modelle, die den Prognosewert innerhalb eines Konfidenzintervalls von 95 % und den tatsächlich beobachteten Wert miteinander vergleichen, ergaben, dass der für Januar 1999 registrierte Wert nicht durch die zuvor festgestellten M3-Werte zu erklären war. Folglich mussten die beobachteten Werte weiter analysiert werden.

Für die Zeit des Übergangs zur dritten Stufe der WWU wurden mehrere Bestimmungsfaktoren als mögliche Ursache für den starken Anstieg des Wachstums von M3 gegenüber dem Vorjahr ermittelt. Zu diesen

¹ Siehe hierzu auch die EZB-Veröffentlichung „Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area“ vom August 2000.

Faktoren gehörten insbesondere neue statistische Meldeverfahren, die Einführung der Verzinsung von Mindestreserven (die einen Mittelrückfluss ins Euro-Währungsgebiet zur Folge hatte), Neuerungen des Steuerrechts in einigen EWU-Ländern sowie Unsicherheiten auf dem Finanzmarkt im Zusammenhang mit dem Übergang zur dritten Stufe der WWU. Aus all diesen Gründen vertrat der EZB-Rat Anfang 1999 die Auffassung, dass die Zunahme des M3-Wachstums im Januar 1999 hinsichtlich der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität keinen Grund zur Besorgnis darstelle.

Mit dem Ziel, diese Einschätzung weiter zu untermauern, wurde ein RegARIMA-Modell für M3 verwendet, um so zu einer Schätzung von Art und Umfang der im Januar 1999 aufgetretenen Verzerrung zu gelangen. Ein plausibel erscheinender Impuls zu Beginn der dritten Stufe der WWU, der mit Hilfe des Modells geschätzt werden konnte, war ein exponentiell ausklingender „Einmalschock“ bei einer gleichzeitig dauerhaften Veränderung des Niveaus der Geldmenge M3. Eine derartige Kombination erscheint einleuchtend, da einige der genannten institutionellen Faktoren vorübergehender Natur waren (zum Beispiel die erhöhte Unsicherheit), während andere zu einer dauerhaften Veränderung des Niveaus von M3 geführt haben dürften (beispielsweise die veränderten statistischen Meldeverfahren und Mindestreserveanforderungen). Das RegARIMA-Modell zeigt, dass das Niveau der Geldmenge M3 im Januar 1999 um rund 1 % nach oben verzerrt war. Dieser Impuls schwächte sich jedoch in den Folgemonaten teilweise exponentiell ab und näherte sich einer dauerhaften Veränderung des M3-Niveaus von ungefähr 0,5 Prozentpunkten an.

Die oben stehenden Abbildungen veranschaulichen die Ergebnisse dieser Analyse. Die linke Abbildung zeigt den geschätzten Verzerrungseffekt auf das Niveau der Geldmenge M3 beim Übergang zur dritten Stufe der WWU in Prozentpunkten (ein Einmalschock im Januar 1999, dessen Wirkung exponentiell nachlässt und in einer dauerhaften Veränderung des M3-Niveaus mündet). Die rechte Abbildung stellt die Auswirkungen dieser Verzerrung auf die Jahreswachstumsrate von M3 dar. Wie aus dieser Abbildung ersichtlich ist, vermittelt die um den „Januar-1999-Effekt“ bereinigte Zeitreihe ein wesentlich ausgeglicheneres und klareres Bild der Entwicklung von M3 im Zeitraum von 1999 bis zum ersten Quartal 2000, ohne jedoch das allgemeine Bild des Wachstumsverlaufs zu verändern. Zwar ist zu betonen, dass die geschätzte Zeitreihe in der rechten Abbildung einer erheblichen Unsicherheit unterworfen ist und lediglich der Veranschaulichung dient, doch kann sie als Rechtfertigung für die Einschätzung der monetären Entwicklung durch den EZB-Rat im Jahr 1999 herangezogen werden.

Allerdings ermöglichen es Zeitreihenmodelle nicht, eine Abweichung des tatsächlichen Geldmengenwachstums von dem mit dem Modell geschätzten Wachstum sofort auszumachen, unter anderem deshalb, weil eine Veränderung des monetären Trends naturgemäß über mehrere Monate abgesichert werden muss. Darüber hinaus können mit dem Modell allein Sonderfaktoren oder Messfehler nicht erkannt wer-

den. Deshalb kommt es stets auf eine genaue institutionelle Kenntnis besonderer Ereignisse an. Gleichwohl kann es gelegentlich selbst mit institutionellem Wissen schwierig sein, die potenziellen Auswirkungen monetärer Turbulenzen auf die Preisentwicklung frühzeitig einzuschätzen. Aus diesem Grund ist bei der Beurteilung von Sonderfaktoren Vorsicht geboten.

6 Schlussbemerkungen

Die EZB hat der Geldmenge in ihrer geldpolitischen Strategie eine herausragende Rolle zugewiesen und dies durch die Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für das jährliche Wachstum des weit gefassten Geld-

mengenaggregats M3 auf mittlere Sicht unterstrichen. Wie dieser Artikel zeigt, rechtfertigen die Ergebnisse zahlreicher empirischer Untersuchungen diesen Ansatz – die Nachfrage nach M3 im Euroraum ist stabil, und M3

scheint gute Vorlaufeigenschaften für die mittelfristige Preisentwicklung zu besitzen.

Der Referenzwert für die Wachstumsrate von M3 spielt zwar bei der Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB eine herausragende Rolle, aber bei einer umfassenden monetären Analyse muss eine Vielzahl von Instrumenten genutzt werden, um die Beurteilung der Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert zu vertiefen und zu ergänzen. In diesem Artikel wurden eine Reihe von zur Verfügung stehenden Instrumenten dargestellt, auf die sich die Analyse der monetären Entwicklung stützen kann. Sie dienen im Wesentlichen zweierlei Zielen: der Erklärung der monetären Entwicklung und der Einschätzung ihrer Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität. Dabei muss die monetäre Analyse sowohl auf der Verwendung ökonomischer Modelle, als auch auf einer ausführlichen Beurteilung auf der Grundlage der konsolidierten MFI-Bilanz und schließlich auf institutionellem Wissen beruhen.

Die verschiedenen analytischen Ansätze sind hilfreich, um sich ein Urteil über die Risiken für die Preisstabilität zu bilden, auf die die Entwicklung von Geld und Kredit hindeutet. Um zu einer robusten Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen, müssen die Ergebnisse der Analyse im Rahmen der ersten Säule zusätzlich anhand der Einschätzung, die die wirtschaftlichen und finanziellen Indikatoren im Rahmen der zweiten Säule liefern, überprüft werden. Eine solide Beurteilung erfordert die Berücksichtigung aller Informationen, die für eine auf die mittelfristige Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik von Bedeutung sein können. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU hat sich dieser Ansatz angesichts der Unsicherheiten über die Wirtschaftsstruktur des Euroraums und die Verfügbarkeit von Daten als besonders geeignet für die stabilitätsorientierte Geldpolitik der EZB erwiesen.

Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung aus Sicht der EZB

Die neue Eigenkapitalvereinbarung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht stellt im Vergleich zur derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung einen bedeutenden Fortschritt dar, da sie die Effektivität der Eigenkapitalvorschriften und die Stabilität des Bankensystems erheblich verbessert. Die Effektivität wird vor allem dadurch erhöht, dass die neue Eigenkapitalvereinbarung umfassender und zukunftsorientierter ist. Die Stabilität wird besonders dadurch gestärkt, dass es zu einer größeren Entsprechung der Kapitalanforderungen mit den von individuellen Banken eingegangenen Risiken kommt. Darüber hinaus fördert die neue Eigenkapitalvereinbarung die Weiterentwicklung von bankeigenen Risikomanagementsystemen, da interne Ratings zur Bestimmung der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen verwendet werden können (IRB-Ansatz).

Die Entwicklung eines deutlich risikoempfindlicheren rechtlichen Rahmens bringt neue Herausforderungen für die Aufsichtsinstanzen, die für die Umsetzung dieses Rahmens verantwortlich sind, und für die internationale Zusammenarbeit mit sich.

Die erste Herausforderung hängt mit der gestiegenen Volatilität und Reagibilität der Mindestkapitalanforderungen auf konjunkturelle Schwankungen im Rahmen des IRB-Ansatzes zusammen. Folglich könnten Banken zusätzlich zu den Mindestkapitalanforderungen höhere Eigenkapitalpuffer als bisher benötigen, um Kapitalengpässe bei konjunkturellen Abkühlungen zu vermeiden. Aufsichtsinstanzen könnten bei der Wahl des neuen aufsichtsrechtlichen Rahmens auch in Erwägung ziehen, die Banken darin zu bestärken, interne Risikomessungen zu entwickeln, die ein größeres Gewicht auf die zeitliche Dimension von Risiken legen, und dabei ein genaues Augenmerk auf die Angemessenheit der Eigenkapitalpuffer der Banken und sonstige ergänzende aufsichtliche Maßnahmen (insbesondere eine „dynamische Risikovorsorge“) richten. Im Allgemeinen würde die Umsetzung eines risikosensitiven und hinreichend stabilen IRB-Ansatzes durch eine große Anzahl von Banken zur Stabilität des Finanzsystems beitragen.

Die zweite Herausforderung ergibt sich aus der Rolle, die die neue Eigenkapitalvereinbarung den Aufsichtsinstanzen und Marktteilnehmern bei der Disziplinierung des Risikoverhaltens der Banken zuweist. Das reibungslose Zusammenwirken der drei Säulen der neuen Eigenkapitalvereinbarung (Mindestkapitalanforderungen, aufsichtliches Prüfungsverfahren und Marktdisziplin) trägt entscheidend zur Förderung der Sicherheit und Stabilität von Kreditinstituten bei. Um die Effektivität der neuen Instrumente und die erforderliche Wettbewerbsgleichheit im internationalen Bereich zu gewährleisten, ist eine angemessene Angleichung der aufsichtlichen Praktiken, die grenzüberschreitende Harmonisierung von Rechnungslegungsgrundsätzen und eine erweiterte Offenlegung seitens der Banken vonnöten. Diese Entwicklungen dürften im Zusammenhang mit dem Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen innerhalb der Europäischen Union besonders wichtig sein.

I Überblick über die neue Eigenkapitalvereinbarung

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht wurde 1974 ins Leben gerufen und setzt sich aus Vertretern der Zentralbanken und anderer Aufsichtsinstanzen der G10-Länder, Spaniens und Luxemburgs zusammen. Er erstellt bankenaufsichtliche Standards und Grundsätze und gibt Empfehlungen zu den besten Praktiken im Bereich der Bankenaufsicht. Dadurch unterstützt er die Konvergenz hin zu gemeinsamen Ansätzen. Im Jahr 1988 legte der Basler Ausschuss die erste Basler Eigenkapital-

vereinbarung vor, durch die ein Rahmen für die Messung des Kreditrisikos geschaffen und Mindestkapitalanforderungen festgelegt wurden. Diese Vereinbarung wurde zu einem weltweit anerkannten Kapitalstandard. Sie legt eine einheitliche Regelung (d. h. die erforderliche Mindesteigenkapitalquote) fest, nach der 8 % Eigenkapital und andere eigenkapitalähnliche Positionen im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva (die durch Zuordnung von Aktiva zu bestimmten Risikogruppen

ermittelt werden) gehalten werden müssen. Die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 trägt zur Harmonisierung der internationalen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen bei und verbessert die Solidität des Bankensektors.

Allerdings geriet das 1988 eingeführte Regelwerk auf Grund verschiedener Entwicklungen, die die Wirksamkeit der einfachen, *regelgebundenen* Methodik der Vereinbarung aushöhlen, unter Druck. Erstens konnte die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 nicht verhindern, dass Banken höhere Risiken eingingen, um ihre Gewinnmargen zu vergrößern, ohne jedoch gleichzeitig ihr Eigenkapital zu erhöhen. Diese Art von *Arbitrage* dürfte besonders bei Unternehmenskrediten weit verbreitet sein, da alle Kredite an Unternehmen des privaten Sektors unabhängig vom zu Grunde liegenden Risiko unter eine einzige Risikogruppe (nämlich 100 %) fallen. Zweitens haben Finanzinnovationen dazu geführt, dass es nicht mehr angemessen erscheint, sich wie in der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung auf die traditionellen bilanziellen Kreditrisiken zu konzentrieren. Da Banken, deren Kreditportfolios ein recht geringes Risiko aufweisen, einer verhältnismäßig größeren Belastung ausgesetzt sind, wurden die Verbriefung von Kreditforderungen und sonstige Transaktionen offensichtlich auch deshalb durchgeführt, um die aus den rechtlichen Bestimmungen resultierende Eigenkapitalbelastung zu verringern. Dies dürfte wiederum zu einer Qualitätsminderung der Aktiva bei den Banken geführt haben.

Die neue Eigenmittelempfehlung des Basler Ausschusses enthält wichtige Neuerungen, um diese Schwächen zu beseitigen und damit die Wirksamkeit der Finanzintermediation durch eine bessere Berücksichtigung der Risiken zu erhöhen sowie die Stabilität des Bankensystems zu stärken. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht legte im Juni 1999 einen Entwurf für ein neues Regelwerk vor, das die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 ersetzen soll. Nach einem intensiven Gedankenaustausch mit Banken und Industrieverbänden wurde im Januar 2001 ein zweites umfassendes Konsultationspapier herausgegeben, das

es dem Basler Ausschuss ermöglicht, zusätzliches Feed-back zu diesem Entwurf bis zum Mai 2001 zu erhalten. Es ist vorgesehen, die neue Regelung bis zum Jahr 2004 umzusetzen. Die Europäische Kommission hat darüber hinaus ein Konsultationspapier zu den entsprechenden Richtlinien der Europäischen Union (EU) herausgegeben. Dieses Dokument stützt sich weitgehend auf die Basler Eigenmittelempfehlungen, konzentriert sich jedoch auf einige Themen, die aus EU-Sicht von besonderer Bedeutung sind. Das Konsultationspapier der Kommission ist ein erster Schritt zur Umsetzung der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung in EU-Recht.

Die neue Eigenkapitalvereinbarung unterscheidet sich deutlich vom derzeit gültigen Regelwerk: Sie ist viel umfassender, risikosensitiver und zukunftsgerichteter. Zwar handelt es sich dabei um deutliche Verbesserungen, allerdings haben diese den unvermeidlichen Nachteil einer größeren Komplexität zur Folge. Kasten I enthält ein Glossar mit den wichtigsten im neuen Regelwerk verwendeten Fachbegriffen.

Ein umfassender neuer Ansatz zur Eigenkapitalregulierung

Die neue Eigenkapitalvereinbarung erweitert den Rahmen der Eigenkapitalregulierung enorm: Die *Mindestkapitalanforderungen (Säule 1)*, die auf einer verbesserten Methodik beruhen, werden durch das *aufsichtliche Überprüfungsverfahren (Säule 2)* und die *Marktdisziplin (Säule 3)* ergänzt. Die empfohlenen Neuregelungen verbessern die Methodik zur Risikobeurteilung, durch die der Nenner für die erforderliche Eigenkapitalquote festgelegt wird. Der Zähler, das heißt die Eigenkapitalkomponenten, bleibt ebenso wie die Mindesteigenkapitalquote von 8 % bis auf weiteres unverändert.

Bei der Messung von Kreditrisiken können zwei Optionen verwendet werden: der *Standardansatz* und der neue, *auf bankinternen Risikoeinstufungen (Ratings) basierende Ansatz (IRB-Ansatz)*. Der Standardansatz ist von der

Kasten I

Glossar zu den wichtigsten Begriffen in der neuen Eigenkapitalvereinbarung

Aufsichtsrechtliche Eigenkapitalquote: Erforderliches Verhältnis der anerkannten Kapitalpositionen zu den risikogewichteten Aktiva (8 %).

Ausfallwahrscheinlichkeit: Wahrscheinlichkeit, dass ein Kontrahent innerhalb eines bestimmten Zeitraums ausfällt.

EAD (exposure at default): Erwartete Höhe von Forderungen an einen Kontrahenten bei einem Ausfall dieses Kontrahenten zum Ausfallzeitpunkt. Diese Messgröße spiegelt die Sicherheit der Forderung wider (und kann z. B. bei Kreditlinien unter 100 % liegen).

Externe Ratings: Beurteilung des Kreditrisikos durch private oder öffentliche Bonitätsbeurteilungsinstitute (wie z. B. Ratingagenturen).

Fortgeschrittener IRB-Ansatz: Bei dieser Option im Rahmen des IRB-Ansatzes darf eine Bank mit einem ausreichend entwickelten internen Risikomanagementsystem zusätzlich zu den Ausfallwahrscheinlichkeiten weitere intern geschätzte Risikofaktoren zur Berechnung der erforderlichen Kapitalunterlegung heranziehen (z. B. die EAD oder den LGD).

Interne Ratings: Bankeigene Berechnungen des mit bestimmten Kreditnehmern verbundenen Kreditrisikos, die in der Regel auf quantitativen Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeit beruhen, bei denen aber auch qualitative Beurteilungen eine Rolle spielen.

IRB-Ansatz (internal rating-based approach): Dieser auf internen Ratings beruhende Ansatz ist eine der beiden Hauptoptionen, mit denen Banken die aufsichtsrechtlichen Mindestkapitalanforderungen berechnen können. Die Risikogewichte beruhen dabei auf bankeigenen Ratings und bestimmten anderen quantitativen Elementen, die anhand der vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht herausgegebenen allgemeinen Kriterien durch die Bankenaufsicht validiert werden.

IRB-Basisansatz: Bei dieser Option im Rahmen des IRB-Ansatzes schätzen die Banken die mit jedem Kreditnehmer verbundene Ausfallwahrscheinlichkeit in einem internen Verfahren, während die Bankenaufsicht die weiteren Risikofaktoren liefert.

Kreditrisiko: Verlustrisiko auf Grund des Ausfalls eines Kontrahenten (weil dieser seiner Verpflichtung zur Bedienung der Schulden nicht nachkommen kann).

Marktrisiko (im Handelsbuch): Verlustrisiko, das sich bei einer ungünstigen Entwicklung der Marktpreise aus Handelspositionen ergibt.

Operationelles Risiko: Verlustrisiko, das sich in erster Linie aus unzureichenden internen Kontrollsystemen oder aus außergewöhnlichen externen Ereignissen ergibt.

Risikogewichtete Aktiva: Anhand der Risikogewichte gewogene Summe der bilanziellen und außerbilanziellen Geschäfte.

Risikogewichtung: Verfahren, bei dem jedem bilanziellen und außerbilanziellen Geschäft eine prozentuale Gewichtung zugeordnet wird, die das geschätzte Kreditrisiko wiedergibt. Geschäfte mit einem bestimmten Risikogewicht werden in Risikogruppen zusammengefasst.

Säule 1: Regeln zur Festlegung der Mindestkapitalanforderungen (der Eigenkapitalquote).

Säule 2: Aufsichtliches Überprüfungsverfahren, bei dem die Bankenaufsicht die Kapitalallokationsmethoden und die angemessene Eigenkapitalausstattung der Banken sowie die Einhaltung der maßgeblichen Anforderungen bewerten muss.

Säule 3: Stärkung der Marktdisziplin durch erweiterte Offenlegungspflichten.

Standardansatz: Eine der beiden Hauptoptionen, mit denen Banken die aufsichtsrechtlichen Mindestkapitalanforderungen berechnen können. Mit diesem Ansatz wurden gegenüber der alten Eigenkapitalvereinbarung neue Risikogewichtungskategorien eingeführt. Ferner beruhen die Risikogewichte auf externen Ratings der Kontrahenten von Banken, die gemäß den Kriterien des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht von den nationalen Aufsichtsinstanzen anerkannt wurden.

Verbriefung von Kreditforderungen: Bündelung von Kreditforderungen in Form von Wertpapieren zwecks Veräußerung an Dritte.

Verlust bei Ausfall (LGD, loss given default): Messgröße für den erwarteten durchschnittlichen Verlust einer Bank je Forderung bei Ausfall eines bestimmten Kontrahenten.

Wirtschaftliches Kapitalziel: Eigenkapitalausstattung, die von den Banken zur Abdeckung künftiger Risiken als angemessen betrachtet wird. Die erforderliche Höhe dieser Kapitalausstattung ergibt sich aus internen quantitativen und qualitativen Risikoberechnungen.

Zinsänderungsrisiko (im Anlagebuch): Risiko eines Rückgangs der Erlöse und eines Wertverlusts bei den (Netto-)Forderungen bezüglich des klassischen Bankgeschäfts infolge von Zinsänderungen.

Struktur her mit der zurzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung vergleichbar, er verwendet jedoch – im Gegensatz zu den derzeit benutzten einfachen Risikogruppen – Risikogewichte, die auf externen Ratings der Kontrahenten der Banken beruhen. Nationale Behörden autorisieren dazu externe Bonitätsbeurteilungsinstitute gemäß den weit gefassten Kriterien, die vom Basler Ausschuss festgelegt wurden. Beim IRB-Ansatz beruhen die Risikogewichte auf bankinternen Ratings der Kreditnehmer, die von der nationalen Bankenaufsicht entsprechend den allgemeinen vom Basler Ausschuss festgelegten Kriterien validiert werden. Das Ratingverfahren der meisten Banken basiert auf dem Ausfallrisiko eines Kreditnehmers (*Ausfallwahrscheinlichkeit*), allerdings können auch qualitative Beurteilungen eine wichtige Rolle spielen. Andere quantitative Elemente beeinflussen die Risikogewichte ebenfalls; zu den wichtigsten zählen der erwartete Verlust bei Ausfall (LGD), die erwarteten ausstehenden Forderungen zum Zeitpunkt des Ausfalls (EAD), die Laufzeit und die Portfoliokonzentration.

Die neue Eigenkapitalvereinbarung unterscheidet beim IRB-Ansatz nochmals zwischen dem *IRB-Basisansatz* und dem *fortgeschrittenen IRB-Ansatz*; letzterer ist für Banken mit ausge-

reiften internen Risikomanagementsystemen gedacht. Bei beiden Alternativen müssen Banken über ein System zur Berechnung von Ausfallwahrscheinlichkeiten verfügen, das von den Aufsichtsinstanzen validiert wird, wohingegen interne Schätzungen zum erwarteten Verlust bei Ausfall (LGD) und den erwarteten ausstehenden Forderungen zum Zeitpunkt des Ausfalls (EAD) nur beim fortgeschrittenen IRB-Ansatz verwendet werden können. Der IRB-Basisansatz kann die Anzahl der Banken, die in der Lage sind, interne Risikoberechnungen vorzunehmen, deutlich erhöhen. Dies ist insbesondere aus Sicht der EU begrüßenswert, da die geringe Anzahl an externen Ratings die sich aus dem Standardansatz ergebende Risikodifferenzierung begrenzen würde.

Die zweite Säule weist den Aufsichtsinstanzen eine aktive Rolle bei der Einschätzung zu, inwieweit die Eigenkapitalposition einer Bank ihrem Risikoprofil entspricht. Banken sind dazu verpflichtet, ihre *wirtschaftlichen (d. h. risikobasierten) Kapitalziele* zu beurteilen, und Aufsichtsinstanzen sollten, sofern dies angebracht erscheint, die Möglichkeit haben, eine Eigenkapitalausstattung zu verlangen, die über die Mindestkapitalanforderungen hinausgeht. Das aufsichtliche Überprüfungsverfahren gibt

den Aufsichtsinstanzen einen deutlich größeren Ermessensspielraum bei der Beurteilung der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung der Banken als dies bisher der Fall war. Bei der dritten Säule sollen striktere Offenlegungspflichten dazu beitragen, dass Gläubiger der Bank (etwa nachrangige Gläubiger oder Anleger von Interbankeinlagen) die Möglichkeit haben, das Risikoprofil der Bank und die Angemessenheit von deren Eigenkapitalausstattung zu überwachen. Diese beiden zusätzlichen Säulen haben das Potenzial, die Wirksamkeit der Eigenkapitalregulierung deutlich zu erhöhen.

Neben Kreditrisiken und Marktrisiken bei Handelsgeschäften werden in der Eigenkapitalvereinbarung auch neue Risiken berücksichtigt. Es wird eine Eigenkapitalunterlegung für operationelle Risiken (Säule 1) und Zinsänderungsrisiken im gesamten Anlagebuch (Säule 2) verlangt. Ferner werden kreditrisikomindernde Verfahren, das heißt die Verwendung von Sicherheiten und Absicherungsinstrumenten (Garantien und Kreditderivaten) sowie die Verbriefung von Kreditforderungen, berücksichtigt.

Um den Übergang vom zurzeit gültigen zum neuen aufsichtsrechtlichen Rahmen so reibungslos wie möglich zu gestalten, will der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht gewährleisten, dass die aggregierten Kapitalanforderungen dem derzeitigen Stand in etwa entsprechen. Es würde also keine zusätzliche Belastung geschaffen werden, allerdings kann sich die Verteilung der Kapitalanforderungen zwischen den einzelnen Banken deutlich verändern.

Ein reibungsloses Zusammenwirken zwischen den drei Säulen ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass das neue Regelwerk wirksam zu einer Verbesserung des aufsichtlichen Instrumentariums und der Marktdisziplin beiträgt und die Einführung besserer Risikomanagementverfahren durch die Banken unterstützt. Die neue Eigenkapitalvereinbarung lässt auf nationaler Ebene einen größeren Spielraum für die Umsetzung der drei Säulen und insbesondere dafür, wie diese dann tat-

sächlich zusammenwirken. Für das kontinuierlich verfolgte Ziel, auf internationaler Ebene Wettbewerbsgleichheit zu schaffen, ist somit eine größere Annäherung der aufsichtlichen Praktiken vonnöten. Mit diesem Problem befasst man sich bereits auf EU-Ebene, was die Notwendigkeit einer stärkeren Vereinheitlichung der Ansätze auf integrierten Finanzmärkten deutlich macht.

Deutliche Verschiebung in Richtung größerer Risikosensitivität

Das wichtigste Ziel der Überarbeitung der Mindestkapitalanforderungen und der Berücksichtigung anderer Risiken und risikomindernder Techniken besteht darin, den derzeit bestehenden Abstand zwischen den aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen und dem risikobasierten wirtschaftlichen Eigenkapital, der zu unerwünschten Verzerrungen geführt haben kann, zu verringern. Entsprechend haben die Empfehlungen eine wesentlich höhere *Risikosensitivität* der Eigenkapitalanforderungen zur Folge. Dies wiederum gewährleistet, dass Banken, die ein größeres Kreditrisiko eingehen, auch zusätzliches Eigenkapital halten, um dieses Risiko abzudecken. Die neue Eigenkapitalvereinbarung dürfte wohl auch die Chancen erhöhen, dass Banken und die Bankenaufsicht sich abzeichnende Probleme, die die angemessene Kapitalausstattung betreffen, schnell lösen können. Daher sind die Auswirkungen dieser neuen Regelungen für die Stabilität des Bankensystems eindeutig positiv zu beurteilen.

Sowohl der Standardansatz als auch der IRB-Ansatz können für alle grundlegenden Arten von Forderungen an Unternehmen, Staaten (Zentralstaaten und unter bestimmten Voraussetzungen sonstige öffentliche Stellen) und Banken herangezogen werden. Die Risikogewichte des IRB-Ansatzes sind differenzierter und decken eine größere Bandbreite ab, allerdings gibt es auch beim Standardansatz eine größere Anzahl von Risikogewichten im Vergleich zu den zurzeit gültigen Regelungen. So erhalten beispielsweise Unternehmen mit hervorragenden Ratings ein Risikogewicht von

Tabelle I

Standardansatz und IRB-Ansatz für Unternehmenskredite

Externes Rating	Ausfallwahrscheinlichkeit (in %) ¹⁾	Risikogewichtung	
		Standardansatz	IRB-Ansatz ²⁾
Untergrenze	0,03	20	14
AAA bis AA-	0,03 bis 0,05	20	14 bis 19
A+ bis A-	0,06 bis 0,11	50	21 bis 31
BBB+ bis BB-	0,12 bis 1,33	100	33 bis 149
B+ bis CCC oder schlechter	1,34 bis 20,00	150	150 bis 625
Obergrenze	20,00	150	625
Nicht beurteilt		100	

Quellen: KMV Corporation und Basler Ausschuss für Bankenaufsicht.

1) Nach Angaben der KMV Corporation.

2) Bei der Berechnung wurden eine Laufzeit von drei Jahren (gleiches Ergebnis nach dem Ausfallmodell und dem Marktpreisbewertungsmodell), ein LGD von 50 % und eine EAD von 100 % (als Ausgangswerte) angenommen. Die fett gedruckten Zahlen stammen vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Die restlichen Angaben wurden abgeleitet.

20 %, und es werden zusätzliche Risikogruppen von 50 % und 150 % geschaffen. Tabelle I zeigt repräsentative Werte für Risikogewichte bei Unternehmen im Rahmen des IRB-Ansatzes und vergleicht diese mit dem Standardansatz.

Die Risikogewichte für Banken und Staaten ähneln bei beiden Ansätzen denen für Unternehmenskredite, wobei es für Staaten auch ein Risikogewicht von 0 % gibt, sofern der entsprechende Staat ein Rating von mindestens AA- hat. Dies trifft derzeit auf die OECD-Länder zu. Bei Forderungen an Banken müssen sich nationale Aufsichtsinstanzen beim Standardansatz durchgängig für eine von zwei Möglichkeiten entscheiden. Bei der ersten Option können die Risikogewichte aus dem Rating des Landes, in dem die Banken ihren Hauptsitz haben, abgeleitet werden. Bei dieser Option würden Ratings von mindestens AA- ein Risikogewicht von 20 % zur Folge haben; dieses Risikogewicht wird zurzeit auf Banken in OECD-Ländern angewandt. Bei der zweiten Option wird das Risikogewicht einer Bank von ihrem externen Rating bestimmt. Banken mit einem Rating von mindestens AA- erhalten dann ein Risikogewicht von 20 %. Risikogewichte werden im Falle von kurzfristigen Forderungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu drei Monaten verringert.

Zukunftsgerichtete Empfehlungen, die die Entwicklung des Risikomanagements unterstützen

Eine grundlegende Neuerung ist, dass interne Risikomessungen verwendet werden können; dadurch verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass der aufsichtsrechtliche Rahmen auf Grund von Entwicklungen bei Finanzinnovationen und Risikomanagementverfahren an Aktualität verliert. Darüber hinaus können die Informationsvorteile der Banken besser genutzt werden, um eine genauere Entsprechung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals und des wirtschaftlichen Kapitalziels zu erreichen. Schließlich erhöht die Tatsache, dass die Verantwortung eindeutig bei der Geschäftsleitung der Banken liegt, den Anreiz der Banken zur Entwicklung interner Risikomanagementsysteme.

Einer der wichtigsten Mängel der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung besteht darin, dass sie die *Kreditportfolio-Diversifizierung* (d. h. die Zusammenhänge zwischen Ausfallwahrscheinlichkeiten von Kreditnehmern) nicht berücksichtigt. Dies hat zur Folge, dass die Eigenkapitalunterlegung auf Gesamtbankenebene vom tatsächlichen Risiko abweicht, da sie hauptsächlich auf den individuellen Krediten basiert. Auch im neuen Regelwerk wird die Portfolio-Diversifizierung noch nicht vollständig berücksichtigt. Der IRB-Ansatz wird

jedoch als „Zwischenschritt“ zur aufsichtsrechtlichen Billigung ausgereifter bankinterner Kreditrisiko-Modelle angesehen, die diesen Aspekt explizit einkalkulieren. Analoge interne Modelle sind bereits für die Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung beim Marktrisiko im Handelsbuch erlaubt.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die oben dargestellten Merkmale dafür sprechen, die grundlegenden Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zu unterstützen. Gleichzeitig sind anhaltende Anstrengungen seitens der Bankenaufsicht er-

forderlich, um die Effektivität des neuen Regelwerks, die Förderung ausgefeilterer Risikomanagementverfahren und einen dauerhaften Beitrag zur Schaffung eines aufsichtsrechtlichen Rahmens, der der Globalisierung der Finanzintermediation Rechnung trägt, zu gewährleisten. In den verbleibenden Abschnitten dieses Artikels wird auf einige Themen eingegangen, die Aufsichtsinstanzen bei der Umsetzung des Regelwerks insbesondere im Euro-Währungsgebiet und in der übrigen EU, wo Bankenmärkte immer stärker zusammenwachsen, berücksichtigen sollten.

2 Mindestkapitalanforderungen und Konjunkturzyklus

Die potenzielle Neigung des Bankensektors, konjunkturelle Schwankungen zu verstärken („Prozyklizität des Finanzsektors“), ist im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsektors und der Gesamtwirtschaft von großer Bedeutung. Prozyklizität tritt dann auf, wenn das Eigenkapital oder die Rückstellungen, die während eines Konjunkturaufschwungs aufgebaut wurden, nicht ausreichen, um die in einer Phase der konjunkturellen Abkühlung auftretenden Risiken abzudecken, und Banken gezwungen sind, Kredite zu kündigen, um die Eigenkapitalanforderungen zu erfüllen. Die einbehaltenen Gewinne der Banken, die zum Eigenkapital gerechnet werden, steigen normalerweise bei einem Wirtschaftsaufschwung deutlich an, wohingegen sie während einer Rezession weniger schnell steigen (oder sogar fallen). Dasselbe Verlaufsmuster gilt normalerweise auch für Kredite und andere Aktiva. Dies zeigt, dass sich das Eigenkapital und die Aktiva der Banken sogar ohne aufsichtsrechtliche Kapitalanforderungen prozyklisch verhalten dürften, während die Entwicklung der Eigenkapitalquote üblicherweise unklar ist.

Die *Eigenkapitalvorschriften* können sich auf die Prozyklizität des Finanzsektors auswirken. Insbesondere die Mindestkapitalanforderungen können während eines Konjunkturabschwungs verbindlich werden, wenn die Eigenkapitalquoten der Banken sich der

8 %-Marke nähern. Die daraus resultierende Kapitalverknappung kann Banken dazu veranlassen, ihre Kreditvergabe derart einzuschränken, dass sie unter das Niveau fällt, das normalerweise zur Deckung der geringeren Kreditnachfrage während einer konjunkturellen Abkühlung benötigt werden würde. Nach Überprüfung dieses Problems im Rahmen der bisherigen Eigenkapitalvereinbarung kommt dieser Artikel zu dem Schluss, dass sich das Risiko der Prozyklizität des Finanzsektors unter der neuen Eigenkapitalvereinbarung erhöhen könnte.

Prozyklische Auswirkungen der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung wohl begrenzt

Die wichtigsten weltweiten Auswirkungen der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung wurden in einem Arbeitspapier des Basler Ausschusses untersucht (siehe „Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basel Accord“, 1999). Erstens haben sich die durchschnittlichen Eigenkapitalquoten seit Ende der Achtzigerjahre deutlich erhöht, was auf den Druck, der auf Banken mit geringem Eigenkapital ausgeübt wurde, zurückzuführen ist. Diese Entwicklung hat auch das Risiko der Prozyklizität des Finanzsektors verringert, da sich die über die Mindesteigenkapitalquote hinausgehenden *Eigenkapi-*

talpuffer der Banken erhöht haben. Tatsächlich verfügen Banken häufig über solche Puffer, die zur Absicherung zukünftiger Verluste dienen, wodurch sich die Gefahr einer Kapitalverknappung während eines Konjunkturabschwungs reduziert. Auch in den Ländern des Euro-Währungsgebiets liegt die durchschnittliche Eigenkapitalquote der Banken heute im Allgemeinen höher als Ende der Achtzigerjahre. Die aggregierte (gewichtete durchschnittliche) Eigenkapitalquote in den Ländern des Euroraums stieg laut Angaben der OECD und der BIZ von rund 9,0 % Ende 1989 auf 10,6 % Ende 1999. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der hundert größten Banken des Eurogebiets belief sich Ende 1999 auf ungefähr 10,9 % (nach Angaben der Datenbank von FitchIBCA (BankScope)). Die Qualität ihrer Eigenkapitalposition wird gewöhnlich durch den hohen Anteil an eingezahltem Kapital verbessert.

Zweitens erhöhen Banken ihr Eigenkapital üblicherweise in Zeiten einer positiven Wirtschaftslage, wohingegen die Verringerung von Krediten und die Verlagerung auf Aktiva mit geringerem Risiko in einer wirtschaftlichen Talsohle kostengünstiger ist. Es gibt Hinweise darauf, dass Banken mit einer geringen Eigenkapitalbasis ihre Kreditvergabe in Phasen konjunktureller Abkühlung manchmal verringert oder Forderungen mit hohem Risikogewicht zurückgefahren haben. Allerdings ist es schwierig zu beurteilen, ob dies auf Grund der Eigenkapitalanforderungen oder wegen der Bedenken bezüglich einer schlechteren Kreditqualität geschah. Die vorhandenen Anhaltspunkte im internationalen Bereich lassen darauf schließen, dass die aufsichtsrechtlichen Anforderungen anscheinend nur in Zeiten einer tiefen Rezession bindend wurden und die Kreditvergabe beeinflussten. Betrachtet man die Entwicklung in den EWU-Ländern seit 1989, so erhöhte sich das aggregierte Eigenkapital der Banken in Phasen höheren Wirtschaftswachstums meist erheblich, wodurch der gleichzeitig stattfindende Anstieg der Aktiva mehr als ausgeglichen wurde. Umgekehrt war das Eigenkapitalwachstum bei einem Konjunkturabschwung häufig stärker rückläufig als das der Aktiva.

Dieses Verlaufsmuster scheint darauf hinzuweisen, dass das Eigenkapital der Banken als wirkungsvoller Puffer diene, um konjunkturelle Schwankungen abzufedern, ohne dass offenbar die Kreditvergabe auf Grund einer Kapitalverknappung verringert werden musste.

Potenziell stärkere prozyklische Auswirkungen der neuen Eigenkapitalvereinbarung

Zusätzlich zu den Veränderungen bei Eigenkapital und Aktiva im Zeitverlauf können auch die Risikogewichte im Rahmen der neuen Eigenkapitalvereinbarung anfällig für konjunkturelle Schwankungen werden, sodass die Kapitalanforderungen bei einem Wirtschaftsabschwung höher ausfallen. Die Risikogewichte können besonders bei Verwendung des IRB-Ansatzes volatil sein, da die Schätzungen der Banken zu den Ausfallwahrscheinlichkeiten, und damit ihre internen Ratings, im Zeitverlauf und je nach Konjunkturzyklus schwanken dürften (siehe Erläuterungen im Kasten 2). Bei der Umfrage, die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht zu den internen Ratingssystemen der wichtigsten internationalen Banken durchgeführt wurde (siehe „Range of practice in banks' internal ratings systems“, 2000), kam man zu dem Schluss, dass die Ratings von fast allen Banken auf der aktuellen Situation der Kreditnehmer beruhen. Sie gelten normalerweise nur für einen kurzen Zeithorizont von einem Jahr (Risikomessungen für bestimmte Zeitpunkte). Banken versuchen nur selten, das Risiko über einen längeren Zeitraum abzuschätzen oder die konjunkturelle Sensitivität des Ausfallrisikos zu berücksichtigen. Zusätzliche Prozyklizität kann sich auch aus den kreditrisikomindernden Verfahren ergeben, z. B. als Ergebnis einer verbesserten Sicherheitsposition in Zeiten erhöhten Wirtschaftswachstums.

Die Merkmale bankinterner Ratings scheinen in Kontrast zu den externen Ratings der wichtigsten Ratingagenturen zu stehen. Externe Ratings sollen gewöhnlich für einen längeren

Zeitraum gelten und unanfällig für die „üblichen konjunkturellen Schwankungen“ (konjunkturunabhängige Ratings) sein. Tatsächlich kam eine Reihe jüngerer Studien zu dem Schluss, dass Ratingagenturen ihre Einstufungen nur langsam ändern und ihre Ratings häufig unflexibel sind. Allerdings waren bei externen Ratings während Finanzkrisen bedeutende Ausschläge zu verzeichnen, so etwa bei den jüngsten Krisen in den Schwellenländern in den Jahren 1997 und 1998. Also können die Risikogewichte, die auf externen Ratings basieren, in solchen Situationen ebenfalls eine erhöhte Volatilität aufweisen.

Die quantitativen Auswirkungen auf die derzeit gültigen aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen dürften von der Zusammensetzung des Portfolios der einzelnen Banken abhängen. Die Erläuterungen in Kasten 2 legen allerdings nahe, dass die quantitative Erhöhung der Mindestkapitalanforderungen gemäß dem IRB-Ansatz in einem sich verschlechternden wirtschaftlichen Umfeld auf Grund des neuen Elements der Volatilität der Ausfallwahrscheinlichkeit beträchtlich wäre. So könnten Banken sich einem zunehmenden Kapitalbedarf gerade dann gegenübersehen, wenn Kapital am teuersten ist, und sich stattdessen dafür entscheiden, die Aktiva zurückzuführen, was wiederum zu einer Verschärfung des Konjunkturabschwungs beitragen könnte. Anders gesagt könnten Banken in Zeiten konjunktureller Abkühlung anfälliger für steigende Risiken werden, wenn sie während des Konjunkturaufschwungs nicht Eigenkapitalpuffer über die Mindestkapitalanforderungen hinaus angelegt haben. Wie bereits erwähnt, verfügen Banken in der Regel über solche zusätzlichen Puffer, um Kapitalengpässe zu vermeiden. Allerdings könnten sie im Rahmen des IRB-Ansatzes bedeutend höhere Puffer als zuvor benötigen, um zu vermeiden, dass die Mindesteigenkapitalquote bei einer schlechteren Wirtschaftslage bindend wird. Das Risiko von nachteiligen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen hinge davon ab, wie viele Banken tatsächlich den IRB-Ansatz verwenden.

Der Basler Ausschuss ist sich des Problems der potenziell stärkeren prozyklischen Auswirkungen der neuen Eigenkapitalvereinbarung bewusst und hat es analysiert. Im zweiten Konsultationspapier werden einige Lösungsvorschläge dargelegt. Verschiedene Möglichkeiten zur Behandlung dieses Problems werden im Anschluss etwas genauer erläutert.

Möglichkeiten zur Verringerung des Risikos der Prozyklizität des Finanzsektors

Einige Elemente könnten dazu beitragen, die Prozyklizität bei der Messung der Ausfallwahrscheinlichkeiten selbst zu verringern. Eine theoretisch einfache, wenn auch vergangenheitsorientierte Möglichkeit könnte sein, sich auf die bisherige Erfahrung zu stützen und längerfristige durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeiten zu verwenden (siehe das Beispiel in Kasten 2). Konservativ geschätzte Ausfallwahrscheinlichkeiten in Zeiten eines Wirtschaftsaufschwungs im Hinblick auf Kreditnehmer aus Branchen, die für konjunkturelle Schwankungen anfällig sind, oder die Entwicklung von strikter zukunftsgerichteten Beurteilungen in Form einer Szenario-Analyse oder von Stress-Tests könnten ebenfalls Lösungen darstellen. Diese Optionen würden nicht notwendigerweise die Risikosensitivität der Kapitalanforderungen verringern, da die Unterschiede beim Kreditrisiko einzelner Kreditnehmer weiterhin berücksichtigt würden. In der Tat schlägt der Basler Ausschuss vor, dass Banken ihre Schätzungen zu den Ausfallwahrscheinlichkeiten angemessen vorsichtig und zukunftsgerichtet durchführen oder Stress-Tests verwenden, um zu beurteilen, ob sie über eine angemessene Eigenkapitalausstattung verfügen.

Eine Problematik bei der Durchführbarkeit dieser Möglichkeiten hängt mit der *Zweckmäßigkeit der Angaben* zusammen. Umfrageergebnissen zufolge fehlen Banken häufig historische Daten; daher könnten sie zumindest in einer Anfangsphase nicht in der Lage sein, stabile und konservative interne Ratings

Kasten 2

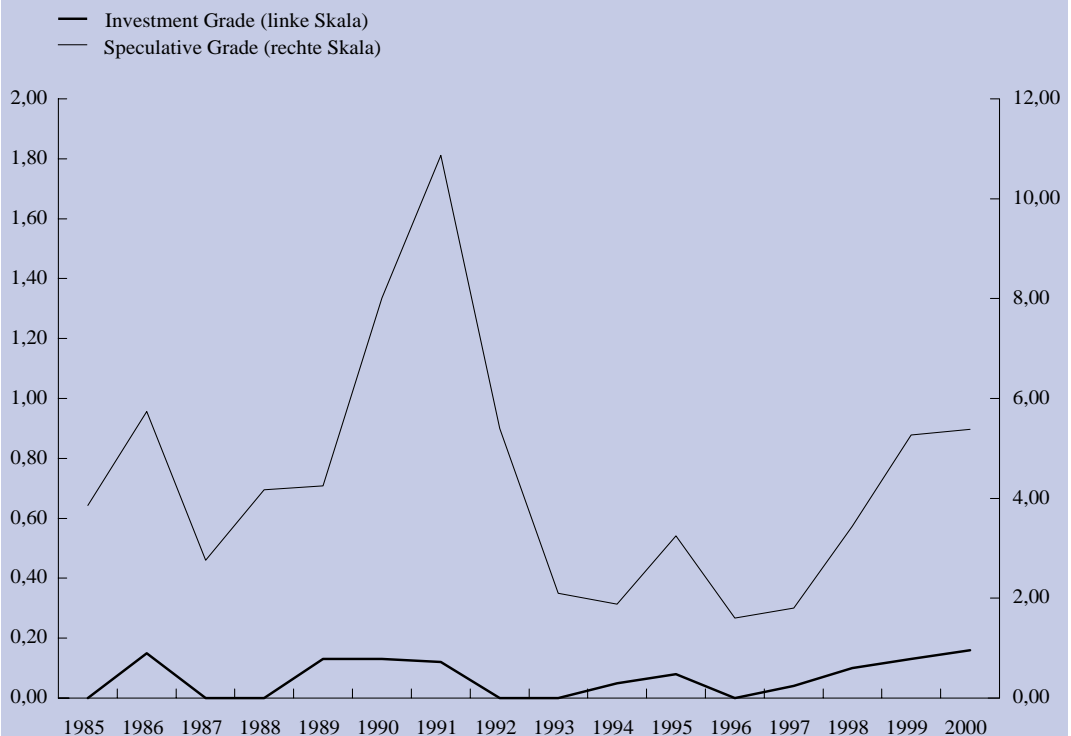
Beispiele zur Veranschaulichung der potenziellen prozyklischen Auswirkungen der neuen Mindestkapitalanforderungen

Wie bereits im Hauptteil dieses Beitrags erläutert, liegt die wichtigste Ursache für das potenziell stärkere prozyklische Verhalten der in der neuen Vereinbarung dargelegten Eigenkapitalanforderungen in der Volatilität der von den Banken berechneten Ausfallwahrscheinlichkeit ihrer Kreditnehmer und damit auch der internen Ratings. Angaben zu den bankeigenen Messgrößen sind nicht ohne weiteres verfügbar, doch lässt sich die Volatilität von Berechnungen der Ausfallwahrscheinlichkeit für bestimmte Zeitpunkte an den tatsächlichen Ausfallraten der weltweit von Standard & Poor's (S&P) bewerteten Anleihe-Emittenten veranschaulichen (siehe Abbildung A). Diese Ausfallraten können stellvertretend für die von den Banken derzeit verwendeten Messgrößen herangezogen werden, da sie ebenfalls die kurzfristige Bonität der Kreditnehmer widerspiegeln. Die Banken können ihre Berechnungen jedoch auch auf die von Ratingagenturen bekannt gegebenen Ausfallwahrscheinlichkeiten stützen. Die Ausfallraten verlaufen weitgehend parallel zur Konjunktur-entwicklung. So stiegen sie beispielsweise im Jahr 1991 an, als eine wirtschaftliche Abschwächung in den OECD-Ländern zu beobachten war.

Abbildung B vermittelt eine ungefähre Vorstellung von den potenziellen Auswirkungen der Ausfallraten- volatilität auf ein Portfolio von Unternehmenskrediten im Rahmen des IRB-Ansatzes, indem zwei Beispiel- Portfolios mit externem Kreditnehmer-Rating verglichen werden. Das erste Beispiel-Portfolio (S&P) beruht auf der gegenwärtigen Zusammensetzung der S&P-Datenbank für externes Rating. Das zweite Portfolio (US50) basiert auf den internen Ratings der 50 größten US-Banken, die in dasselbe externe Rating-Schema umgewandelt wurden. Der Vorteil des letztgenannten Portfolios liegt darin, dass es auch Kredite ohne

Abbildung A: Tatsächliche Ausfallraten der von S&P bewerteten Anleihe-Emittenten nach Ratingklassen

(Ausfallraten in %)



Quelle: „Ratings Performance in 2000“, Standard & Poor's. Die tatsächlichen Ausfallraten geben die eingetretenen Ausfälle wieder und wurden anhand einer Datenbank errechnet, die fast 10 000 von S&P bewertete internationale Anleihe-Emittenten enthält.

externes Rating umfasst. Leider scheinen derartige Informationen derzeit nicht für EU-Banken verfügbar zu sein.

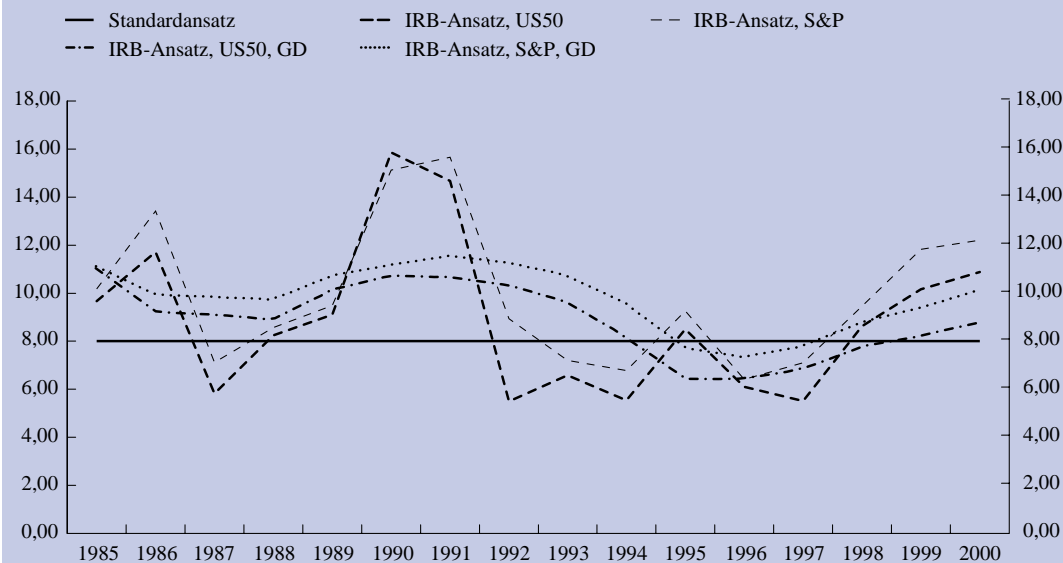
Abbildung B zeigt die Entwicklung der nach dem IRB-Ansatz erforderlichen Mindestkapitalunterlegung für die beiden Portfolios unter der Annahme, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten mit den tatsächlichen Ausfallraten aus der S&P-Datenbank vergleichbar sind. Die in den Berechnungen verwendeten Risikogewichte stammen vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Tabelle 1, Ausgangswerte). Die Eigenkapitalunterlegung ist beim Standardansatz auf 8 Geldeinheiten festgesetzt und ändert sich nicht, da die Rating-Zusammensetzung des Portfolios im Zeitverlauf gleich bleibt. Bei der Berechnung wurden die zusätzlichen prozyklischen Auswirkungen, die sich im Rahmen des IRB-Ansatzes auf Grund des neuen Elements der Volatilität der Ausfallraten und der damit einhergehenden Veränderungen der risikogewichteten Aktiva ergeben, isoliert. Dies hat einen beträchtlichen Effekt: Die geringste Eigenkapitalanforderung für die Beispiel-Portfolios liegt bei diesem auf historischen Zeitreihen beruhenden Experiment etwa 60 % unter der höchsten Quote. Dabei erhält man relativ ähnliche Ergebnisse für beide Beispiel-Portfolios, denn das US50-Portfolio enthält zwar weniger hoch bewertete Kreditnehmer, konzentriert sich jedoch stärker auf das mittlere Rating-Spektrum, während die Ratings beim S&P-Portfolio gleichmäßiger verteilt sind.

Für eine zusätzliche Volatilität der Eigenkapitalanforderungen dürfte auch eine sich im Zeitverlauf ändernde Portfoliozusammensetzung sorgen, da die Volatilität der Ausfallraten der schlechter bewerteten Unternehmen wahrscheinlich höher ist als die der Firmen mit den besten Ratings (siehe Abbildung A). Daher könnten Verlagerungen in den Portfolios der Banken hin zu schlechter bewerteten Kreditnehmern, z. B. nach einer stärkeren Inanspruchnahme der Wertpapierfinanzierung durch Unternehmen mit besseren Ratings, die prozyklische Entwicklung verstärken.

Abbildung B zeigt zudem die anhand eines (zurückgerechneten) *gleitenden Fünfjahresdurchschnitts* der Ausfallraten errechneten Mindestkapitalanforderungen für die Beispiel-Portfolios und veranschaulicht, dass die vom Basler Ausschuss vorgeschlagene Bildung eines langfristigen Durchschnitts tatsächlich die Schwankungen in der Eigenkapitalunterlegung ausgleichen und Bedenken hinsichtlich des prozyklischen Verlaufs zerstreuen könnte.

Abbildung B: Eigenkapitalunterlegung für die Beispiel-Portfolios im Zeitverlauf

(Kapitalunterlegung in Geldeinheiten)



Anmerkung: GD = gleitender Durchschnitt.

Quellen: „Ratings Performance in 2000“, Standard & Poor's sowie Treacy, W. und M. Carey, „Credit Risk Rating Systems at Large US Banks“, in: *Journal of Banking and Finance*, 2000, Jg. 26.

durchzuführen. In dem Konsultationspapier der EU wurde zum Beispiel vorgeschlagen, eine *gemeinsame Datenbank* einzurichten, in der die Angaben der Banken zu Ratings gespeichert werden (während die Angaben zu den Kreditnehmern weiterhin dem Bankgeheimnis unterliegen). Dadurch soll gerade kleineren Banken eine zuverlässige Umsetzung des IRB-Ansatzes ermöglicht werden. Diese Initiative könnte auch deshalb Unterstützung finden, weil sie Banken dabei helfen könnte, zuverlässigere und angemessen konservative interne Ratings zu erstellen.

Anreize stellen einen weiteren wichtigen Punkt dar. Für Banken entstehen hohe Kosten, wenn sie sich den Mindestkapitalanforderungen nähern oder sie unterschreiten. Diese ergeben sich zum Beispiel daraus, dass es zu möglicherweise höheren Finanzierungs- und Kapitalbeschaffungskosten, möglichen negativen Kundenreaktionen oder Interventionen durch die Bankenaufsicht kommt. Banken könnten dann ihren Eigenkapitalpuffer freiwillig erhöhen oder in weniger risikoreiche Aktiva umschichten. Diese Entwicklung würde natürlich das Risiko einer Prozyklizität des Finanzsektors senken. In einem wettbewerbsintensiven Umfeld könnten Banken allerdings ihren Kapitalbedarf bei Hochkonjunktur unterbewerten, um die Kosten der Eigenkapitalunterlegung zu senken. Ebenso ist es möglich, dass sie ihre internen Ratings nicht sofort nach unten korrigieren, wenn sich die wirtschaftliche Situation verschlechtert. Diese Bedenken könnten sich noch vergrößern, wenn die betreffende Bank sich in einer schlechten finanziellen Lage befindet.

Es erscheint daher erforderlich, dass die *Aufsichtsinstanzen* bei der Umsetzung der neuen Eigenkapitalvereinbarung gebührend berücksichtigen, dass bankinterne Ratings angemessen stabil und konservativ sein müssen. Die derzeit verwendeten, auf Schätzungen für bestimmte Zeitpunkte beruhenden internen Risikokontrollsysteme der Banken und eine fehlende Berücksichtigung konjunktureller Risiken zählen zu den wichtigsten Bedenken bezüglich der Prozyklizität. Es ist zwar nicht auszuschließen, dass es automatisch zu Wei-

terentwicklungen bei den Banken kommen kann; allerdings könnten Fortschritte eine Unterstützung durch die Bankenaufsicht in Bezug auf die Bewertung der Risikoentwicklung im Zeitverlauf erforderlich machen.

Eine weitere vom Basler Ausschuss diskutierte Lösung zur Verringerung des Risikos der Prozyklizität des Finanzsektors hängt mit dem aufsichtlichen Überprüfungsverfahren zusammen. Beispielsweise könnte von Banken, die als besonders anfällig für konjunkturelle Schwankungen angesehen werden, verlangt werden, auch in Phasen hohen Wirtschaftswachstums über den Mindestkapitalanforderungen liegende Eigenkapitalpuffer zu halten. Diese Lösung würde der Bankenaufsicht einen großen Ermessensspielraum geben.

Außerhalb des Rahmens der Eigenkapitalvereinbarung könnten auch weitere aufsichtliche Möglichkeiten vor allem in Bezug auf die Bankenpraxis bei der *Risikovorsorge* ins Auge gefasst werden. Würden Banken bei der Beurteilung der erwarteten Ausfälle das gesamte zukünftige Risikoprofil eines Kredits über die Konjunkturzyklen hinweg adäquat beurteilen und Wertberichtigungen bilden, um die erwarteten Verluste abzudecken, würden Puffer gegen konjunkturelle Schwankungen und eine Verschlechterung der Eigenkapitalsituation geschaffen. Diese Art, Wertberichtigungen zu bilden, nennt man auch „*dynamische Risikovorsorge*“. Diese Lösung wäre im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität wünschenswert, und eine weitere Analyse dieser Möglichkeit sollte gefördert werden. Sie steht im Gegensatz zu der zurzeit vorherrschenden Praxis der „*statischen Risikovorsorge*“, also Wertberichtigungen, die nur dann gebildet werden, wenn Forderungen Not leidend werden. Bei der dynamischen Risikovorsorge mögen einige Hindernisse in Bezug auf die Rechnungslegungspraktiken und die Besteuerung bestehen. Allerdings dürften Rechnungslegungsvorschriften in den meisten Ländern des Euroraums, wo Wertberichtigungen für Wertverluste im Aktivgeschäft auch bei nicht Not leidenden Forderungen möglich sind, kein unüberwindbares Hindernis darstellen.

Abschließend kann festgehalten werden, dass es ratsam ist, dass Aufsichtsinstanzen das Problem der Prozyklizität bei der Umsetzung des neuen Regelwerks im Auge behalten. Die Aufsichtsinstanzen der EU könnten daran ein gemeinsames Interesse haben, da die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen vor allem in den Ländern des Euro-Währungsgebiets immer stärker

miteinander verwoben sind. Die Möglichkeiten, um das Risiko der Prozyklizität des Finanzsektors durch konservativere und zukunftsgerichtete interne Ratings sowie spezielle von der Bankenaufsicht ergriffene Gegenmaßnahmen, insbesondere die dynamische Risikovorsorge, zu verringern, schließen sich nicht gegenseitig aus, sondern ergänzen sich.

3 Weitere Aspekte der Mindestkapitalanforderungen

3.1 Anreize für die Entwicklung interner Risikomanagementsysteme

Eine der wichtigsten Neuerungen der neuen Eigenkapitalvereinbarung besteht in der Anerkennung interner Risikoberechnungen und den damit verbundenen potenziellen Anreizen für die Entwicklung interner Risikomanagementsysteme. Die möglichen Vorteile hängen jedoch entscheidend von der Anzahl der Banken ab, die den IRB-Ansatz tatsächlich nutzen. Insbesondere mittelgroße und kleinere Banken verfügen möglicherweise noch nicht über interne Ratingsysteme, oder die Entwicklung der Systeme ist noch nicht weit genug fortgeschritten, um den bankenaufsichtlichen Vorgaben zu genügen.

Mögliche Hindernisse bei der Entwicklung des IRB-Ansatzes

Die erste Hürde bei der Anwendung des IRB-Ansatzes könnte in der Anreiz-Struktur des neuen Regelwerks liegen. Die Bandbreite der Risikogewichte ist beim IRB-Ansatz bedeutend größer als beim Standardansatz; somit dürften Banken, deren Kreditportfolio sich auf risikoärmere Kreditnehmer konzentriert, die stärksten Anreize für die Anwendung des IRB-Ansatzes haben, weil er eine geringere Kapitalanforderung zur Folge hat (siehe Kasten 3). Banken mit einem risikoreicheren Portfolio dürften hingegen am Standardansatz festhalten. Eine zusätzliche Barriere für die Anwendung des IRB-Ansatzes könnte auch daraus entstehen, dass die Risikogewichte proportional zur Restlaufzeit der Kredite wachsen können. Angesichts der Tatsache,

dass es beim Standardansatz keine Laufzeitanpassung gibt, wäre die Diskrepanz zwischen den beiden Ansätzen daher höher, je länger die Restlaufzeit ist.

Damit dürften die Banken, die am meisten von fortgeschritteneren internen Kreditrisikomanagement-Systemen profitieren würden, die schwächsten Anreize haben, solche Systeme zu entwickeln. Die Volatilität der Kapitalanforderungen kann bei der Berechnung auf der Grundlage des IRB-Ansatzes ein zusätzliches Hindernis darstellen. Sollten sich Banken, die sich auf niedrigere Risiken konzentrieren, für den IRB-Ansatz entscheiden und jene mit Schwerpunkt auf höheren Risiken für den Standardansatz, so könnten sich auch die Mindestkapitalanforderungen für das gesamte Bankensystem verringern.

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ist sich dieses Problems bewusst und schlägt gewisse Kapitalerleichterungen für Banken vor, die den IRB-Ansatz anwenden, sowie weitere Anreize für einen Wechsel zum fortgeschrittenen IRB-Ansatz. Für Banken mit risikoreicheren Portfolios sind solche Anreize jedoch möglicherweise nicht ausschlaggebend.

Die zweite Hürde könnte mit den Kosten für die Entwicklung ausreichend solider interner Ratingsysteme in Zusammenhang stehen. Da die Fixkosten bei diesen Investitionen relativ hoch sind, können nur entsprechend große Banken solche Investitionen tätigen. Die Einrichtung hinreichend großer Datenbanken zu Kreditnehmern und Ausfällen zur zuverlässigen Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten kann äußerst kostspielig sein. Daher

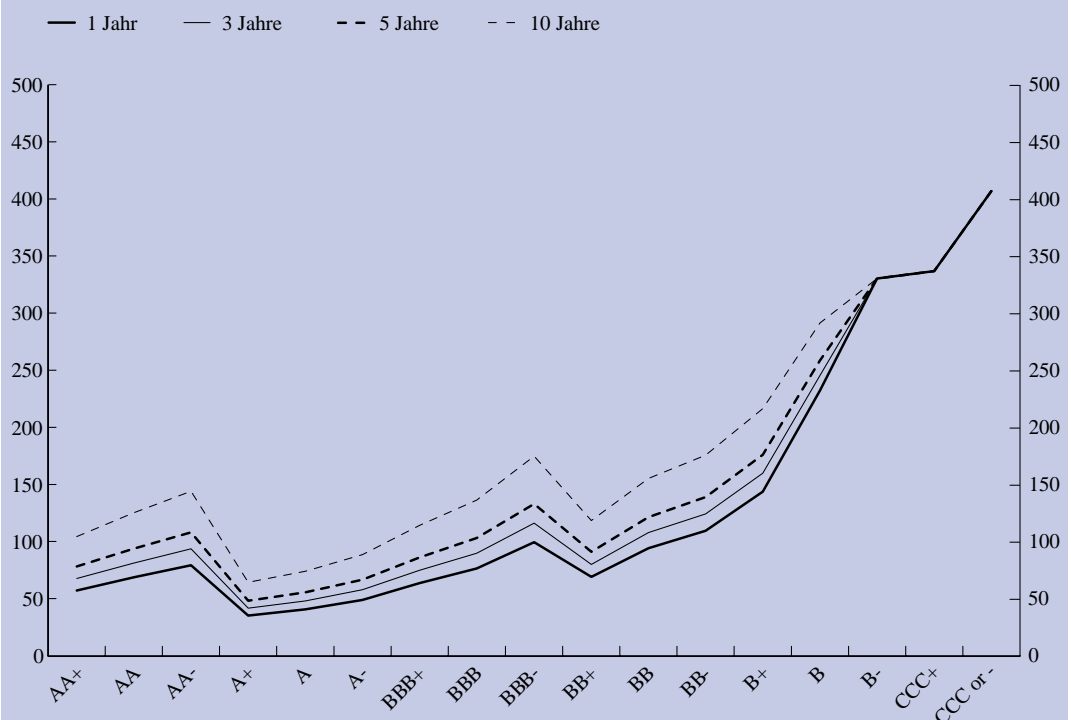
Kasten 3

Vergleich des Standardansatzes und des IRB-Ansatzes am Beispiel von Unternehmenskrediten

Die Abbildung unten verdeutlicht die Anreize für einen Wechsel der Banken vom Standardansatz zum IRB-Ansatz, indem die jeweiligen Risikogewichte der beiden Ansätze für die aus dem Unternehmenssektor stammenden Kontrahenten der Banken miteinander verglichen werden. In der Abbildung werden die Risikogewichte im Rahmen des IRB-Ansatzes in Prozent der Risikogewichtung des Standardansatzes ausgedrückt. Der Vergleich beruht auf den Ausgangswerten des IRB-Ansatzes (siehe Tabelle 1) und wurde für durch externe Ratings unterschiedlich bewertete Bankaktiva durchgeführt. Die Risikogewichte werden aus den verschiedenen externen Ratings abgeleitet, indem diese zunächst in die entsprechenden Ausfallwahrscheinlichkeiten umgerechnet werden (siehe Tabelle 1). Anschließend werden den Ausfallraten anhand der derzeit vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgesehenen Kalibrierung Risikogewichte zugeordnet.

Bei dieser Berechnung werden viele Einzelheiten wie z. B. die Verminderung des Kreditrisikos durch die Verwendung von Sicherheiten, Garantien oder Kreditderivaten vernachlässigt. Der Vergleich berücksichtigt jedoch die Auswirkungen einer Laufzeitanpassung der Risikogewichte im Rahmen des IRB-Ansatzes, da diese eine Hauptursache für Abweichungen zwischen den beiden Ansätzen sein könnte. Beim Standardansatz wird keine Laufzeitanpassung durchgeführt, während dies im fortgeschrittenen IRB-Ansatz und eventuell auch im IRB-Basisansatz möglich ist (der Basler Ausschuss zieht allerdings in Betracht, dass die Laufzeit beim IRB-Basisansatz unberücksichtigt bleiben kann). Derzeit hat der Ausschuss zwei Modelle zur Berechnung der Laufzeitanpassung vorgeschlagen, und zwar das „Ausfallmodell“ („Default Model“) und das „Marktpreisbewertungsmodell“ („Marked-to-Market Model“). Dieser Beitrag konzentriert sich auf das Ausfallmodell, da das andere Modell im Grunde ähnliche Ergebnisse liefern würde, wobei sich die Laufzeit im Rahmen des Marktpreisbewertungsmodells jedoch stärker auf die Risikogewichte auswirkt. Das Marktpreisbewer-

Risikogewichte im Rahmen des IRB-Ansatzes (Laufzeitanpassung nach Ausfallmodell) in Prozent der Risikogewichtung im Rahmen des Standardansatzes



Quellen: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und KMV Corporation.

tungsmodell fußt auf einer weit gefassten Definition des Kreditrisikos, die sich nicht nur (wie beim Ausfallmodell) auf die eingetretenen Ausfälle beschränkt, sondern auch Faktoren wie Rating-Herabstufungen oder geänderte Kreditspreads einbezieht.

Die Abbildung zeigt, dass die Banken sich bei qualitativ höherwertigen Krediten eher für den risikosensitiveren IRB-Ansatz (entweder in der fortgeschrittenen Form oder der Basisoption) entscheiden dürften, während die Entscheidung bei Krediten mit schlechteren Ratings eher umgekehrt ausfällt. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht verlangt, dass die Banken durchgängig entweder den Standardansatz oder den IRB-Ansatz auf alle ihre bedeutenden Kreditportefeuilles anwenden. Bei einer Kreditlaufzeit von bis zu drei Jahren ist der IRB-Ansatz für Kreditnehmer bis zum Rating BBB-/BB+, das heißt für „Investment-Grade“-Kreditnehmer, in der Regel günstiger als der Standardansatz. Kreditnehmer mit der „Speculative-Grade“-Einstufung erhalten ein Risikogewicht, das im IRB-Ansatz bis zu viermal so hoch sein kann. Bei längeren Laufzeiten wie etwa bei Fünf- oder Zehnjahreskrediten liegt die Schwelle zwischen den beiden Ansätzen bei einem höheren Rating.

Wie stark der Anreiz zur Verwendung oder Ablehnung des IRB-Ansatzes ist, hängt von der tatsächlichen Portfoliostruktur im Hinblick auf Kreditnehmer mit unterschiedlichen Bonitätseinstufungen ab. Bei den beiden Beispiel-Portfolios in Kasten 2 scheint der IRB-Ansatz derzeit (basierend auf den Ausfallraten des Jahres 2000) zu einer höheren Eigenkapitalanforderung zu führen. Dabei ist allerdings darauf hinzuweisen, dass sich Änderungen der Ausfallraten im Zeitverlauf auf den Vergleich zwischen dem IRB-Ansatz und dem Standardansatz auswirken.

könnte die Verwendung von kommerziell bereitgestellten Daten und Methoden bei der Entwicklung von IRB-Systemen eine Lösung für viele Banken sein. Die bereits oben erwähnte gemeinsame Datenbank könnte sogar dazu beitragen, dass kleine und mittelgroße Banken selbst interne Ratingsysteme entwickeln. Zudem würde ein Rückvergleich („Back-Testing“) der individuellen Systeme ermöglicht und damit eine einheitliche offizielle Anerkennung erleichtert. Natürlich sollte im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen den Banken weder die Zuständigkeit der einzelnen Banken für das Risikomanagement verlagert, noch der effektive Wettbewerb auf den Kreditmärkten beeinträchtigt werden.

Abschließend lässt sich sagen, dass die hohe Risikosensitivität des IRB-Ansatzes ein Hindernis für dessen weit verbreitete Anwendung durch Banken mit risikoreicheren Kreditportfolios darstellen kann und daher zu einer unerwünschten Aufspaltung in Banken, die den Standardansatz anwenden, einerseits und solchen, die den IRB-Ansatz anwenden, andererseits führen könnte. Dieser Aspekt könnte bei der Kalibrierung des IRB-Ansatzes berücksichtigt werden. Die Eigenkapitalvereinbarung sieht ebenfalls vor,

dass Aufsichtsinstanzen eine große Rolle spielen können, indem sie Druck auf die Banken ausüben, adäquate Risikomanagementsysteme zu entwickeln, zum IRB-Ansatz überzugehen und geeignete wirtschaftliche Kapitalziele festzulegen.

3.2 Auswirkungen auf die Interbankgeschäfte

Es wird gelegentlich angeführt, dass die neue Eigenkapitalvereinbarung die Struktur der Interbankgeschäfte insofern beeinflusst, als sich die Kapitalanforderungen auf das Kreditvergabeverhalten der Banken auswirken dürften. Grundsätzlich hängen die Auswirkungen auf die Struktur der Interbankgeschäfte davon ab, welche Option von den Aufsichtsinstanzen oder Banken gewählt wird, um die Kapitalanforderungen zu berechnen. Dieser Aspekt wird im Folgenden aus der Perspektive des Euro-Währungsgebiets betrachtet.

Bei der ersten Option im Rahmen des Standardansatzes (die auf Länderratings basiert) würde allen inländischen Kontrahenten dasselbe Risikogewicht zugeordnet; die Auswirkungen auf die Geschäfte am Interbanken-

Tabelle 2**Banken im Euro-Währungsgebiet nach Ratingklassen (Stand: Dezember 2000)**

Externes Rating	Risikogewichtung (%) ¹⁾	Risikogewichtung, kurzfristig (%) ^{1) 2)}	EONIA-Banken ³⁾		Übrige 300 größte Banken (d. h. ohne EONIA-Banken)		Insgesamt	
			Anz. ⁴⁾	AV (%) ⁵⁾	Anz.	AV (%)	Anz.	AV (%)
AAA bis AA-	20	20	18	51	16	11	34	38
A+ bis A-	50	20	17	38	45	15	62	30
BBB+ bis BBB-	50	20	1	1	5	1	6	1
BB+ bis B-	100	50	0	0	0	0	0	0
Unter B-	150	150	0	0	0	0	0	0
Nicht beurteilt	50	20	10	10	234	73	244	31
Insgesamt			46	100	300	100	346	100

Quelle: FitchIBCA BankScope.

1) Risikogewichtung gemäß Standardansatz, zweite (auf Bank-Ratings beruhende) Option.

2) Kurzfristige Forderungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu drei Monaten.

3) Die EONIA-Banken (EONIA = durchschnittlicher Euro-Tagesgeldsatz) sind die wichtigsten an den Interbankenmärkten im Euroraum tätigen Banken. (Die Tabelle bezieht sich auf EONIA-Banken mit Ursprung im Euro-Währungsgebiet).

4) Anz. = Anzahl der Banken mit einem Rating gemäß der Einstufung von Standard & Poor's für langfristige Verbindlichkeiten.

5) AV = Anteil der Verbindlichkeiten der Banken an den gesamten Interbankverbindlichkeiten.

markt im Euro-Währungsgebiet wären somit relativ gering. Bei der zweiten Option des Standardansatzes (die auf den externen Ratings von Interbank-Kontrahenten basiert) können die Kapitalanforderungen, die sich aus den höheren Risikogewichten für Banken mit schlechteren Ratings ergeben (siehe Tabelle 2), grundsätzlich zu einer stärkeren Konzentration der Interbankgeschäfte auf große Banken mit besseren Ratings führen. Dies könnte wiederum eine höhere Risikokonzentration zur Folge haben. Eine ähnliche Auswirkung könnte der IRB-Ansatz haben.

Das stärkere Zusammenwachsen des Interbankenmarkts hat jedoch Bedenken im Eurogebiet hinsichtlich einer zu starken Konzentration zerstreut. Ferner beträgt der Anteil der Transaktionen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten an den üblichen unbesicherten Interbank-Kreditgeschäften im Euro-Währungsgebiet etwa 80 %. Diese Forderungen würden von der günstigen Behandlung bei der zweiten Option profitieren, da das Risikogewicht für alle kurzfristigen Forderungen, die entweder kein Rating oder ein Rating über BBB- haben, auf 20 % begrenzt ist. Wie Tabelle 2 zu entnehmen ist, dürften praktisch alle kurzfristigen Interbankkredite der Banken im Euro-Währungsgebiet diese Voraussetzung erfüllen, da die meisten Markt-

teilnehmer – abgesehen von den bedeutenden Großbanken am Interbankenmarkt (EONIA-Banken) mit guten Ratings – kein Rating haben und daher ein Risikogewicht von 20 % erhalten würden. Schließlich könnte die relativ geringe Zahl der betroffenen längerfristigen Kredite durch kürzerfristige Verträge ersetzt werden. Im Allgemeinen dürfte die Kapitalerleichterung bei kurzfristigen Krediten die Auswirkungen auf die Struktur der Interbankgeschäfte erheblich abschwächen.

Somit dürfte sich die Wahl zwischen den erwähnten Optionen im Euro-Währungsgebiet wohl nicht besonders stark auf die Geschäfte am Interbankenmarkt auswirken, und die Gesamtwirkung der neuen Eigenkapitalvereinbarung dürfte in dieser Hinsicht begrenzt bleiben. Die erste Option im Rahmen des Standardansatzes kann jedoch in manchen Fällen dazu führen, dass die Kapitalanforderungen für die Kreditgewährung an risikoreiche Banken gering sind. Dies könnte zur Folge haben, dass die kreditgebende Bank das Adressenausfallrisiko zu gering einschätzt. Die zweite Option könnte in dieser Hinsicht vorteilhafter sein und auch der Annahme entgegenwirken, dass Banken in Krisen unterstützt werden, da der Schwerpunkt hier eher auf den Banken als auf dem Staat liegt.

4 Beitrag des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens und der Marktdisziplin zur Solidität des Bankwesens

4.1 Wirksame Umsetzung des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens

Das aufsichtliche Überprüfungsverfahren (Säule 2) beinhaltet die Beurteilung des angemessenen Niveaus der Kapitalausstattung der Banken durch die Aufsichtsinstanzen. Diese Beurteilung wird auf unterschiedlichen Faktoren beruhen, z. B. der Erfahrung und Qualifikation der Geschäftsleitung der betreffenden Bank, ihrer Risikofreudigkeit sowie der Angemessenheit ihrer Risikomanagementsysteme und -kontrollen. Aufsichtsinstanzen sollten dazu in der Lage sein, Abhilfemaßnahmen zu ergreifen, wenn dies für nötig befunden wird. Dadurch wird die Rolle der Aufsichtsinstanzen deutlich gestärkt.

Das Konsultationspaket bietet jedoch keine konkreten *Orientierungshilfen zu den von den Aufsichtsinstanzen zu ergreifenden Maßnahmen* an. Der beträchtliche Bedarf an Ressourcen und die Komplexität des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens könnten die Bedeutung dieses Verfahrens einschränken. Die wirksame Umsetzung der zweiten Säule dürfte jedoch in jedem Fall eine Erweiterung der Befugnisse der Aufsichtsinstanzen in einigen Ländern oder die Beseitigung jeglicher rechtlicher Beschränkungen hinsichtlich des Ermessensspielraums der Aufsichtsinstanzen erforderlich machen.

Ein weiteres Problem besteht darin, dass subjektive Elemente innerhalb des IRB-Ansatzes und des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens die *internationale Einheitlichkeit* bei der Anwendung der Eigenkapitalvorschriften beeinträchtigen könnten. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Methoden der Aufsichtsinstanzen ohnehin bereits von Land zu Land sehr unterschiedlich sind. Bevor nicht konkretere Vorschriften und eine Koordination zwischen den Aufsichtsinstanzen vereinbart werden, ist es schwierig, eine international einheitliche Anwendung der neuen Eigenkapitalvereinbarung sicherzustellen. Hierbei handelt es sich in gewisser Weise um

eine Entscheidung zwischen Regeln auf der einen und Ermessensspielraum auf der anderen Seite, weil zwischen der flexibleren Umsetzung, die mit einem größeren Ermessensspielraum einhergeht, und den aus nationalen Auslegungen bei der Umsetzung der neuen Vereinbarung entstehenden Nachteilen abgewogen werden muss.

Die EU stellt auf Grund der harmonisierten Rechtsvorschriften der Gemeinschaft zum Bankwesen (sowie zum Wertpapiergeschäft und zu Versicherungen) und der seit der Einführung der gemeinsamen Währung bereits weit fortgeschrittenen Integration der Geld- und Kapitalmärkte einen Sonderfall internationaler Zusammenarbeit dar. In diesem stärker miteinander verflochtenen Umfeld wäre eine Konvergenz der aufsichtlichen Methoden besonders wichtig. Auch der Bericht des Wirtschafts- und Finanzausschusses über die Stabilität des Finanzsystems (April 2000) wies besonders darauf hin, dass eine Konvergenz der Bankenaufsicht wünschenswert sei. Dieses Thema hat in den wichtigsten Aufsichtsgremien der EU (Beratender Bankenausschuss, Ausschuss für Bankenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken und Groupe de Contact) bereits starke Beachtung gefunden. Es gibt jedoch viele rechtliche und praktische Probleme, die noch gelöst werden müssen. Die EU hat sich bisher vor allem darauf konzentriert, Prioritäten festzulegen und eine Einigung über die wichtigsten Grundsätze für eine einheitliche Methodik der Risikoanalyse zu erzielen.

4.2 Ergänzende Rolle der Marktdisziplin

Erstmals wurde der Marktdisziplin (Säule 3) eine ausdrückliche Rolle innerhalb des aufsichtlichen Regelwerks zugesprochen. Da die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen in einer weniger transparenten Form und mit mehr Ermessensspielraum erfolgen wird, kann die Einbeziehung von Marktteilnehmern als „außenstehende Prüfer“ der Risikomanage-

ment- und Kapitalallokationssysteme der Banken eine disziplinierende Wirkung auf die Banken haben und möglicherweise auch eine Konvergenz der Ansätze der Aufsichtsinstanzen in Bezug auf einzelne Banken fördern. Da die neue Eigenkapitalvereinbarung die Verbindung zwischen der gemeldeten aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalquote und den zu Grunde liegenden Risiken der Banken stärkt, wird die Eigenkapitalquote an Aussagekraft gewinnen. Die Eigenkapitalquote dürfte sich daher stärker auf die Finanzierungskosten der Banken auswirken und somit Anreize für eine Verbesserung des Risikomanagements und die Entwicklung angemessener Kapitalpuffer schaffen.

Wie vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht dringend empfohlen, stellt die *zeitnahe* und *korrekte Offenlegung* eine notwendige Voraussetzung für die Marktdisziplin dar. Der Basler Ausschuss strebt die Einführung von verbindlichen Offenlegungspflichten mit klaren Abhilfemaßnahmen im Falle einer versäumten oder inkorrekten Offenlegung an. Diese Pflichten würden drei wichtige Bereiche abdecken, und zwar die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung und die Zusammensetzung des Kapitals, Risiken und Risikomanagementverfahren sowie den Anwendungsbereich der neuen Eigenkapitalvereinbarung in Bezug auf die verschiedenen Einheiten von Finanzgruppen. Auf Grund der mangelnden Transparenz der eigentlichen Ratingverfahren der individuellen Banken sollte entsprechend Wert auf eine angemessene Offenlegung der qualitativen Merkmale der bankeigenen Systeme gelegt werden.

Die Vorschläge dürften im Allgemeinen ein wichtiger Schritt zu einer wachsenden und besseren Offenlegung sein. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht schlägt eine flexible Ausgestaltung der Offenlegungspflichten vor. Er empfiehlt, dass hoch entwickelte internationale Banken die volle Bandbreite von „Kerninformationen“ und „ergänzenden Informationen“ der Öffentlichkeit zur Verfügung stellen. Alle anderen Institutionen müssten lediglich Kerninformationen offen legen, sofern diese als wesentlich betrachtet wer-

den. Für kleinere Banken sollte zur Vermeidung jeglicher unnötiger Belastungen auch der Zweck und Bedarf der Offenlegung ermittelt werden.

Fortschritte bei der Harmonisierung der Rechnungslegung und der „Offenlegungskultur“ erforderlich

Ein gravierendes Hindernis für eine wirksame Marktdisziplin könnte die unzureichende internationale Harmonisierung der *Rechnungslegungsgrundsätze* sein, die die Vergleichbarkeit von Banken in Ländern mit unterschiedlichen Regelungen beeinträchtigen würde. Selbst in einem recht homogenen Gebiet wie der Europäischen Union können sich die Definitionen der wichtigsten Kriterien zur Bewertung der Solidität von Banken, wie etwa der Rückstellungen für Wertverluste im Aktivgeschäft und der Not leidenden Forderungen, von Land zu Land erheblich unterscheiden. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht beschäftigt sich gegenwärtig mit dieser Problematik.

Ein weiteres Hemmnis könnte die mangelnde „Offenlegungskultur“ sein. In der EU scheint die *Häufigkeit* der Offenlegung durch die Banken verglichen mit den Vereinigten Staaten noch weniger befriedigend zu sein. Den Angaben aus kommerziellen Datenbanken zufolge, die möglicherweise keinen vollständigen Eindruck von der Situation vermitteln, scheint der Anteil der börsennotierten Banken, die halbjährliche Abschlüsse veröffentlichen, im Euro-Währungsgebiet und in der EU beispielsweise nicht einmal halb so hoch wie in den Vereinigten Staaten zu sein (siehe Tabelle 3). Wie der Basler Ausschuss zu Recht hervorgehoben hat, ist eine jährliche Offenlegung in den meisten Fällen nicht ausreichend. Ferner scheint auch der *Informationsgehalt* der Offenlegung bei den US-Banken höher zu sein. So ist zum Beispiel der Anteil der börsennotierten US-Banken, die Angaben über ihre Problemkredite veröffentlichen, offenbar mehr als doppelt so hoch wie im Euroraum oder in der EU. Des Weiteren sind andere öffentlich zugängliche Informati-

onen zur Bewertung der Aktivaqualität der Banken in der EU noch recht spärlich. Die Verfügbarkeit von Angaben nicht börsennotierter Banken, die nicht den mit einem Börsengang verbundenen Offenlegungsstandards verpflichtet sind und die keine sonstigen Wertpapiere begeben, dürfte noch deutlich geringer sein als bei den börsennotierten Banken. Auch innerhalb der EU können bedeutende länderspezifische Unterschiede in den Offenlegungspflichten bestehen.

Der Zugang zu offen gelegten Informationen wird durch die Einrichtung und Nutzung von Websites verbessert. Ende 2000 hatten sehr viele EU-Banken bereits Internetseiten eingerichtet (siehe Tabelle 3).

Die Umsetzung der neuen Eigenkapitalvereinbarung bietet eine – für die EU besonders wichtige – Chance zur Verbesserung der Situation. Hier sind, wie vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht angestrebt, internationale Anstrengungen zur stärkeren Harmonisierung der Rechnungslegungsgrundsätze und zur Verbesserung der Offenlegungspraxis der Banken vonnöten. Als Problem bei der effizienten und schnellen Einführung der Offenlegungspflichten könnten sich die unterschiedlichen Befugnisse der Aufsichtsinstanzen zur Durchsetzung dieser Pflichten

erweisen. Daher ist der im Konsultationspapier der EU enthaltene Vorschlag, mit dem sichergestellt werden soll, dass die EU-Bankenaufsichter in der neuen Eigenkapitalvereinbarung die notwendigen rechtlichen Kompetenzen erhalten, sehr begrüßenswert. Ferner geht es nicht nur darum, mehr Informationen zu veröffentlichen, sondern auch darum, die länderspezifischen Unterschiede zu reduzieren. Eine wirksame Marktdisziplin in der EU könnte beeinträchtigt werden, wenn einige Aufsichtsinstanzen die neuen Offenlegungspflichten weniger streng als andere umsetzen.

Schließlich ist die Offenlegung keine hinreichende Bedingung für die Marktdisziplin. Die Gläubiger der Banken brauchen entsprechende Anreize zur Beobachtung der Banken und zur Disziplinierung der Manager. Eine ausreichend große Anzahl von Gläubigern, die nicht durch Einlagensicherungssysteme geschützt sind, dürfte für die Erreichung einer effizienten Marktdisziplin ausschlaggebend sein. Diese Gläubiger (Inhaber von Anleihen und Interbank-Kreditgeber) haben den größten Anreiz zur Überwachung des Risikoprofils und der angemessenen Eigenkapitalausstattung der Banken und damit zur Reaktion in Form von höheren Risikoprämien, wenn ihr Kreditrisiko steigt. In der jüngsten Diskussion wird oft auf

Tabelle 3

Offenlegungen der notierten Banken in den EU-Ländern und den Vereinigten Staaten (Stand: Dezember 2000)

	Anzahl der notierten Banken	Prozentualer Anteil der notierten Banken, die Folgendes veröffentlichen:				Anzahl der notierten Banken, die nachrangige Verbindlichkeiten begeben haben	Nachrangige Verbindlichkeiten in % der Aktiva insgesamt ²⁾
		Quartalsabschlüsse	Halbjährliche Abschlüsse	Websites	Informationen über Problemkredite ¹⁾		
Euro-Währungsgebiet	230	4,3	33,9	74,8	41,7	147	1,5
EU	343	3,8	34,7	72,9	37,9	201	1,6
Vereinigte Staaten	235	87,2	88,5	91,5	91,9	217	1,6

Quelle: Fitch/BCA BankScope.

1) Überfällige, umgeschuldete und sonstige Not leidende Kredite.

2) Gesamte nachrangige Verbindlichkeiten geteilt durch die Summe der Aktiva aller notierten Banken.

die positive Rolle der nachrangigen Verbindlichkeiten hingewiesen, da die Inhaber dieser Verbindlichkeiten eine nachgeordnete Stellung haben und ihr Verlustrisiko bei dieser Anlage sehr viel größer ist. Auch die Aktionäre selbst könnten risikofreudiger werden, da ihre Haftung beschränkt ist und durch Einlagensicherungssysteme ungünstige Anreize gesetzt werden. Die Bedeutung dieses Effekts könnte jedoch bei Banken, die noch weit von einer wirtschaftlichen Insolvenz entfernt sind, überzeichnet sein. Tabelle 3 zeigt, dass die Anzahl der börsennotierten Banken, die

nachrangige Verbindlichkeiten begeben, und der Anteil dieser Verbindlichkeiten an der Summe der Aktiva in der EU und den Vereinigten Staaten weitgehend vergleichbar sind. Ferner ist die Anzahl der börsennotierten Banken in der Europäischen Union vergleichsweise hoch. Aus diesem Blickwinkel betrachtet (und bei Vernachlässigung der Struktur der Wertpapierbestände und anderer Management-Fragen) dürften die Ausgangsbedingungen für eine wirksame Marktdisziplin daher in der EU ebenso gut wie in den USA sein.

Finanzierung und Geldvermögen(sbildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Monatsbericht veröffentlicht die EZB erstmals Daten der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen zu den nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum. Gegenwärtig umfassen diese Angaben den Zeitraum vom vierten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2000. Dieser Aufsatz gibt einen Überblick über die methodischen Grundlagen der neuen Tabelle zu Finanzierung und Geldvermögen(sbildung) (TFG) und analysiert die Struktur sowie die Entwicklung der wichtigsten Komponenten der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Eurogebiet.

Der Finanzbedarf der nichtfinanziellen Sektoren stieg im Berichtszeitraum konstant mit Jahresraten von rund 6 %. Während bei den öffentlichen Haushalten die Nachfrage nach Finanzmitteln relativ gedämpft blieb, war im privaten Sektor, vor allem bei den privaten Haushalten, eine deutlichere Steigerung des Finanzbedarfs zu verzeichnen. Zur Geldvermögensbildung setzte der private Sektor in erster Linie auf langfristige Vermögenswerte, insbesondere Investmentzertifikate, börsennotierte Aktien und Versicherungsprodukte; darin spiegelt sich zum Teil die zunehmende Notwendigkeit einer privaten Altersvorsorge wider. Der beträchtliche Nettoerwerb von börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten ging mit steigenden Aktienkursen einher, was zu erheblichen Wertsteigerungen bei den Finanzaktiva führte.

I Einleitung

Im vorliegenden Monatsbericht veröffentlicht die EZB erstmals Daten der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen. Diese Daten geben einen Überblick über die finanziellen Transaktionen und die Bestände der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum. Die Grundlage hierfür bilden die Banken- und Wertpapierstatistiken des Euro-Währungsgebiets, die Statistiken der öffentlichen Finanzen, die vierteljährlichen nationalen Finanzierungsrechnungen sowie die internationalen Bankenstatistiken der BIZ. Zwar liefern alle zwölf Teilnehmerländer ihren Beitrag zur Statistik des Euro-Währungsgebiets, doch haben Irland und Luxemburg bislang noch keine Daten zu den vierteljährlichen nationalen Finanzierungsrechnungen vorgelegt. Die derzeit verfügbaren Angaben umfassen den Zeitraum vom vierten Quartal 1997 bis zum zweiten Quartal 2000.

Die Grundlage für die in der TFG ausgewiesenen Daten bildet ein statistischer Berichtsrahmen, der auf dem „Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95)“ basiert.¹ Dieser Rahmen besteht im Wesentlichen aus drei Elementen: 1) der Zusammenfassung der Wirtschaftsakteure zu Wirtschaftssektoren, 2) der Auswahl der Komponenten der Finanzierung und Geld-

vermögensbildung bzw. des Geldvermögens, und 3) dem Verhältnis zwischen Beständen und Transaktionen.²

- In der TFG wird unterstellt, dass die Volkswirtschaft des Euroraums aus zwei Hauptgruppen von Sektoren besteht, nämlich den nichtfinanziellen Sektoren (öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck) und den finanziellen Sektoren (Monetäre Finanzinstitute (MFIs), sonstige Finanzinstitute einschließlich Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen).
- Die neuen Statistiken stellen auf die Finanzierungs- und Vermögensbildungsaktivitäten der nichtfinanziellen Sektoren ab und umfassen den Großteil der im ESVG 95 festgelegten Kategorien von Verbindlichkeiten und Forderungen, nämlich Bargeld und Einlagen, Kredite, Wertpapiere ohne Anteilsrechte (ohne

¹ Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates vom 25. Juni 1996 über das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen in der Gemeinschaft (ESVG 95).

² Weitere Einzelheiten sind den entsprechenden methodischen Erläuterungen auf der Website der EZB unter <http://www.ecb.int> zu entnehmen.

Finanzderivate), Anteilsrechte (ohne nicht-börsennotierte Aktien) sowie bestimmte Versicherungsprodukte (die im ESVG 95 als „versicherungstechnische Rückstellungen“ bezeichnet werden, da es sich hierbei um die Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen, Versicherungsgesellschaften und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für Forderungen von Versicherungsnehmern handelt). Im Wesentlichen sind dies Instrumente, die entweder über finanzielle Kapitalgesellschaften an nichtfinanzielle Sektoren vermittelt oder an Kapitalmärkten gehandelt werden.³

• Die ausstehenden Verbindlichkeiten und Forderungen bilden im Rahmen der Finanzierungskonten die „Bestände“. Die „finanziellen Transaktionen“ spiegeln die Entscheidungen über Finanzierung und Geldvermögensbildung im Verlauf des Quartals wider. Veränderungen der Bestände sind das Ergebnis solcher Transaktionen.

³ Angaben zu sonstigen Finanzinstrumenten (Finanzderivate, nichtbörsennotierte Aktien, sonstige Anteilsrechte und sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten) sind nicht verfügbar. Gleiches gilt für Kredite von öffentlichen Haushalten (Staat) und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften.

Tabelle I
Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren
im Euro-Währungsgebiet Mitte 2000¹⁾
(Bestände)

Wichtigste Forderungen	Mrd €	%	Wichtigste Verbindlichkeiten	Mrd €	%
Insgesamt	14 535	100,0	Insgesamt	15 526	100,0
Bargeld und Einlagen	4 897	33,7	Kredite	6 951	44,8
Bargeld	341	2,3	a) von		
Einlagen bei	4 556	31,3	MFIs im Euro-Währungsgebiet	6 261	40,3
MFIs im Euro-Währungsgebiet	4 405	30,3	Sonstigen finanziellen		
Nicht-MFIs	150	1,0	Kapitalgesellschaften	690	4,4
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	1 592	11,0	b) an		
Kurzfristig	161	1,1	Öffentliche Haushalte (Staat)	885	5,7
Langfristig	1 432	9,8	Kurzfristig	42	0,3
Anteilsrechte²⁾	4 908	33,8	Langfristig	844	5,4
Börsennotierte Aktien	2 952	20,3	Nichtfinanzielle		
Investmentzertifikate	1 956	13,5	Kapitalgesellschaften	2 994	19,3
darunter: Geldmarktfondsanteile	221	1,5	Kurzfristig	1 088	7,0
Versicherungstechnische			Langfristig	1 905	12,3
Rückstellungen	3 138	21,6	Private Haushalte ³⁾	3 072	19,8
Ansprüche privater Haushalte aus			Kurzfristig	274	1,8
Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	2 829	19,5	Langfristig	2 798	18,0
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	309	2,1	Wertpapiere ohne Anteilsrechte	4 003	25,8
			Öffentliche Haushalte (Staat)	3 600	23,2
			Kurzfristig	425	2,7
			Langfristig	3 175	20,4
			Nichtfinanzielle		
			Kapitalgesellschaften	403	2,6
			Kurzfristig	91	0,6
			Langfristig	312	2,0
			Börsennotierte Aktien		
			von nichtfinanziellen		
			Kapitalgesellschaften	4 157	26,8
			Einlagen		
			Verbindlichkeiten von		
			Zentralstaaten (Bund)	148	1,0
			Pensionsrückstellungen		
			von nichtfinanziellen		
			Kapitalgesellschaften	267	1,7

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Ohne nichtbörsennotierte Aktien.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

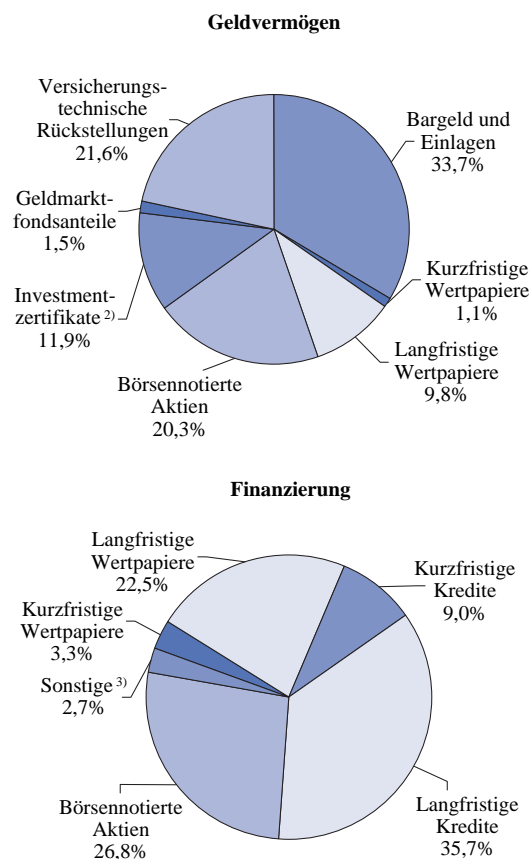
tionen, aber auch von Neubewertungen und sonstigen Änderungen, zum Beispiel Abschreibungen oder Wertberichtigungen auf Kredite, sowie von Umgruppierungen zwischen den Kategorien der Verbindlichkeiten und Forderungen bzw. den einzelnen Sektoren.

Detaillierte Angaben hierzu sind der Tabelle 6.1 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.⁴ Tabelle I gibt einen Überblick über diese Daten und weist die wichtigsten Positionen der Finanzierung und des Geldvermögens der nichtfinanziellen Sektoren nach dem Stand von Mitte 2000 aus.

2 Die finanzielle Vermögensbilanz der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

Abbildung I Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet Mitte 2000¹⁾

(Bestände der wichtigsten Komponenten in % der Gesamtsumme)



Quelle: EZB.

- 1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 2) Ohne Geldmarktfondsanteile.
- 3) Verbindlichkeiten von Zentralstaaten (Bund) aus Einlagen sowie Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften.

Die in Tabelle I ausgewiesenen wichtigsten Forderungen beliefen sich Mitte 2000 auf 14 535 Mrd € (rund 230 % des jährlichen BIP im Eurogebiet). Davon entfielen knapp die Hälfte auf Wertpapiere (einschließlich börsennotierter Aktien) und ein Drittel auf Bargeld und Einlagen. Versicherungstechnische Rückstellungen machten ein Fünftel der in der Tabelle erfassten wichtigsten Finanzaktiva aus (siehe Abbildung I).

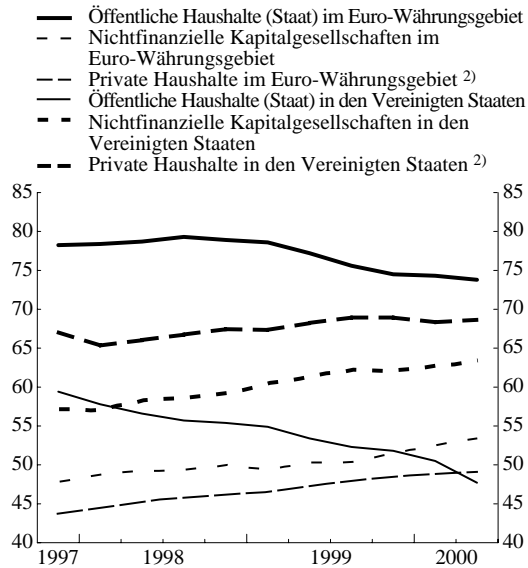
Die in Tabelle I ausgewiesenen wichtigsten Verbindlichkeiten beliefen sich Mitte 2000 auf 15 526 Mrd € (250 % des BIP). Mehr als die Hälfte der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Sektoren bildeten Wertpapiere (einschließlich börsennotierter Aktien), und auf Kredite entfielen rund 45 %. Der Großteil der Finanzierung (fast 90 % der Verbindlichkeiten) erfolgte über Laufzeiten von mehr als einem Jahr.

Mit Hilfe dieser Angaben können zudem Verschuldungsaggregate für alle nichtfinanziellen Sektoren, nämlich öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte, berechnet werden. Die Verschuldung umfasst die in Tabelle I ausgewiesenen Verbindlichkeiten ohne die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien. Im Euro-

4) Tabelle 6.2 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht liefert in einem ersten Schritt hin zu umfassenderen Daten zu den sektoralen Konten auf der Grundlage des ESVG 95 einige Jahresangaben zu Ersparnis, Investitionen und Finanzierung im Euro-Währungsgebiet. Diese Jahresergebnisse können jedoch noch nicht mit den Daten zu den vierteljährlichen finanziellen Transaktionen aus Tabelle 6.1 abgestimmt werden.

Abbildung 2
Verschuldung nichtfinanzieller
Sektoren im Euro-Währungsgebiet und
in den Vereinigten Staaten ¹⁾

(Bestände in % des jährlichen BIP; Ende des Berichtszeitraums)



Quellen: EZB und Federal Reserve Board.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

raum betrug die Verschuldung der nichtfinanziellen Sektoren Mitte 2000 rund 180 % des BIP. Dieses Verhältnis entspricht in etwa dem in den Vereinigten Staaten. Nach Sektoren aufgedgliedert zeigten sich bei den privaten Sektoren im Eurogebiet geringere Schuldenquoten als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 2). Dagegen war die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet höher als in den Vereinigten Staaten. Sie lag Mitte 2000 im Euroraum bei 75 % und in den Vereinigten Staaten bei 48 %, nachdem dort die Verschuldung in den letzten Jahren deutlich stärker abgebaut werden konnte als im Euro-Währungsgebiet. Bei den Verbindlichkeitenkategorien war die Schuldenstruktur der nichtfinanziellen Sektoren mit einem Anteil der Kredite von rund 60 % und der Wertpapiere von 40 % im Euroraum und in den Vereinigten Staaten weitgehend vergleichbar. Während die Finanzierung der öffentlichen Haushalte in den Vereinigten Staaten vorwiegend über langfristige Wertpapiere erfolgte, bestanden die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte in erster Linie aus Bankkrediten.

3 Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

In Tabelle 2 wird die Entwicklung der Finanzierung im Euro-Währungsgebiet in den einzelnen Sektoren – untergliedert nach Verbindlichkeitenkategorien und Laufzeiten – vom letzten Quartal 1998 bis zum zweiten Quartal 2000 zusammengefasst und dargestellt, inwieweit die Finanzmittel von MFIs oder von anderen Sektoren bereitgestellt wurden. Die Tabelle liefert für sämtliche Untergliederungen Informationen zur Art der Transaktion (insbesondere dem jeweiligen Verhältnis zum BIP) und zu den Jahreswachstumsraten.

Wie der Tabelle zu entnehmen ist, haben der Finanzbedarf der einzelnen nichtfinanziellen Sektoren und die damit verbundenen Mittelzuflüsse stetig zugenommen, wenn auch mit unterschiedlichen Raten. Die jährliche Wachstumsrate der wichtigsten Finanzierungs-

komponenten schwankte innerhalb einer sehr engen Bandbreite von weniger als einem halben Prozentpunkt um die 6 %-Marke. Bei den öffentlichen Haushalten bewegten sich die Wachstumsraten zwischen 2 % und 3 ½ % und bei den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften innerhalb einer Bandbreite von rund 9 % bis 10 ½ % bzw. 6 ½ % bis 7 ½ %.

Das relativ geringe und rückläufige Tempo, mit dem der Finanzbedarf der öffentlichen Haushalte gestiegen ist, spiegelt in erster Linie die Verringerung der Haushaltsdefizite wider. Bei der Kreditgewährung an öffentliche Haushalte war sogar ein Rückgang zu verzeichnen.

Die starke Nachfrage nach Finanzmitteln seitens der privaten Haushalte und – in geringe-

rem Maße – der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften war im Allgemeinen Ausdruck der konjunkturellen Erholung im Jahresverlauf 1999 und des großen Vertrauens der Industrie und der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet. Überdies war die Bruttoersparnis des privaten Sektors in den letzten Jahren rückläufig, während die Bruttoanlageinvestitionen weiter gestiegen sind, wodurch die Nachfrage nach Finanzmitteln angekurbelt wurde. Darüber hinaus dürfte der Finanzbedarf der privaten Haushalte, deren Bruttokreditbedarf wesentlich stärker gestiegen ist als bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, auch mit der kräftigen Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und möglicherweise mit dem Erwerb langfristiger Finanzaktiva in Zusammenhang stehen.

Die weiter gefassten Aggregate sind stabiler als ihre Komponenten, da ein Großteil der

Finanzsubstitution innerhalb dieser Aggregate erfolgte. Dies zeigt sich besonders deutlich in Tabelle 2, wo die Finanzierungsaggregate der öffentlichen Haushalte (Staat) und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit den entsprechenden Aggregaten verglichen werden, die sich ausschließlich auf die Finanzierung über den MFI-Sektor beziehen. Letztere weisen eindeutig einen volatileren Verlauf auf.

Darüber hinaus sind auch bei den einzelnen Komponenten unterschiedliche Entwicklungen festzustellen. Angesichts eines rückläufigen Finanzierungsbedarfs nehmen die Regierungen immer weniger Kredite bei MFIs und finanzieren sich zunehmend über die Emission von Wertpapieren, die überwiegend außerhalb des MFI-Sektors erworben werden. Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften steht dem kräftigen und stetigen

Tabelle 2
Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

		Wichtigste Finanzierungskomponenten													
		Finanzierung öffentlicher Haushalte (Staat)						Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften					Finanzierung privater Haushalte ²⁾		
		Kredite			Wertpapiere			Kredite			Wertpapiere		Börsennotierte Aktien		Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet
		Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	ohne Anteilsrechte	Gehalten von MFIs im Euro-Währungsgebiet			Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	ohne Anteilsrechte							
Verhältnis zum BIP ³⁾															
1998	Q4	12,6	2,5	-0,1	0,0	2,5	0,7	6,2	3,8	3,3	0,5	1,7	3,8	3,6	
1999	Q4	12,5	1,7	-0,2	0,0	1,8	1,4	6,6	4,3	3,5	0,8	1,3	4,2	3,9	
2000	Q1	12,7	1,5	-0,2	0,0	1,7	0,3	6,9	4,7	3,6	0,5	1,5	4,3	4,1	
	Q2	13,3	1,7	-0,3	0,0	1,8	-0,3	7,4	4,8	3,5	0,7	1,6	4,2	4,0	
Jahreswachstumsrate															
1998	Q4	6,2	3,4	-0,5	0,0	4,5	3,3	7,4	9,3	9,1	8,7	5,1	9,0	9,3	
1999	Q1	6,3	3,6	0,4	1,3	4,2	5,7	6,8	9,3	9,8	9,7	4,1	9,8	10,1	
	Q2	6,1	2,8	0,0	0,7	3,6	2,1	6,9	10,3	10,2	11,3	3,2	10,3	10,6	
	Q3	6,1	2,0	-1,9	-0,3	3,0	5,1	7,7	9,9	9,7	13,9	4,6	9,9	10,0	
	Q4	5,8	2,3	-1,3	0,3	3,1	7,0	7,0	10,1	9,3	14,1	3,1	9,4	9,7	
2000	Q1	5,9	2,0	-1,5	0,0	2,9	1,8	7,3	11,2	9,9	9,3	3,4	9,7	10,0	
	Q2	6,1	2,3	-1,8	-0,3	3,2	-1,5	7,4	11,3	9,4	13,3	3,4	9,3	9,6	

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3) Summe der vierteljährlichen Transaktionen (T) in % der Summe des vierteljährlichen BIP; berechnet als $100 \cdot (T+T_{-1}+T_{-2}+T_{-3}) / (BIP+BIP_{-1}+BIP_{-2}+BIP_{-3})$.

Wachstum der Kreditgewährung von MFIs an diesen Sektor (deren jährliche Zuwachsrate rund 10 % beträgt) und der starken Zunahme der Emission von Schuldverschreibungen ein relativ gedämpfter Anstieg des Angebots an börsennotierten Aktien gegenüber. Diese Entwicklung dürfte teilweise auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen sein. Zudem dürfte der kräftige Zuwachs bei der Emission langfristiger Wertpapiere seitens nichtfinanzieller

Kapitalgesellschaften durch die Einführung des Euro und die Schaffung eines wesentlich breiteren, tieferen und liquideren Wertpapiermarktes angeregt worden sein. Gleichwohl entfiel weiterhin nur ein relativ geringer Teil der Gesamtfinanzierung dieses Sektors auf die Begebung festverzinslicher Instrumente. (Siehe auch den Aufsatz „Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Februar 2001.)

4 Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren

In Tabelle 3 wird die Entwicklung der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum zusammenfassend dargestellt. Diese Angaben sind gegenwärtig weniger umfassend als die Angaben zur Finanzierung, da das Anlageverhalten der einzelnen Sektoren nicht vollständig offen gelegt werden kann. Mit Hilfe der verfügbaren Informationen lassen sich jedoch zumindest einige grundlegende Trends in der Geld-

vermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren während des Berichtszeitraums aufzeigen.

Die jährliche Wachstumsrate der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren bewegte sich im Berichtszeitraum zwischen 6 % und 7 %. Dabei fiel jedoch das Wachstum der Bestände an einzelnen Instrumenten unterschiedlich aus.

Tabelle 3
Geldvermögensbildung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

		Wichtigste Komponenten der Geldvermögensbildung							Nachrichtlich: M3	
		Bargeld und Einlagen	Kurzfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Langfristige Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate		Versicherungstechnische Rückstellungen		
						Geldmarktfondsanteile				
Verhältnis zum BIP ²⁾										
1998	Q4	12,1	3,6	-0,8	-1,1	1,5	5,0	-0,1	3,9	3,5
1999	Q4	13,6	3,6	-0,2	1,0	1,8	3,3	0,3	4,2	4,5
2000	Q1	12,4	3,3	0,0	0,9	1,0	2,7	0,2	4,5	4,8
	Q2	12,2	3,1	0,2	1,3	1,0	2,1	0,1	4,5	4,0
Jahreswachstumsraten										
1998	Q4	6,2	4,5	-23,3	-4,7	5,5	25,4	-2,1	9,6	4,8
1999	Q1	6,9	5,2	-24,4	-0,9	5,9	22,3	4,0	9,5	5,4
	Q2	7,0	4,7	-19,4	3,2	6,2	18,4	6,0	9,4	5,5
	Q3	7,2	5,0	-21,7	3,2	8,5	15,7	9,4	9,5	5,8
	Q4	6,7	4,6	-9,6	4,5	5,6	13,2	9,3	9,9	6,0
2000	Q1	6,1	4,4	-0,3	4,0	2,9	10,3	7,0	10,3	6,0
	Q2	5,9	4,2	8,7	6,2	2,7	7,6	1,8	10,2	6,3

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Summe der vierteljährlichen Transaktionen (T) in % der Summe des vierteljährlichen BIP; berechnet als $100 \cdot (T+T_{-1}+T_{-2}+T_{-3}) / (BIP+BIP_{-1}+BIP_{-2}+BIP_{-3})$.

Ein Vergleich der Entwicklung der Geldvermögensbildung insgesamt mit der Entwicklung der Geldmenge M3 erscheint interessant.⁵ Da die Geldmenge M3 nur rund einem Drittel der Geldvermögensbildung insgesamt entspricht, ist der potenzielle Substitutionspielraum zwischen den in M3 enthaltenen Geldanlagen und den übrigen Geldanlagen grundsätzlich groß. Die jährlichen Wachstumsraten von M3 waren jedoch so stabil wie die entsprechenden Raten der Geldvermögensbildung insgesamt; sie schwankten vom vierten Quartal 1998 bis zum zweiten Quartal 2000 zwischen 5 % und 6 ½ %. Anscheinend fand die Substitution im Bereich der Geldvermögensbildung zum Großteil tatsächlich zwischen börsennotierten Aktien, Investmentzertifikaten und Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) statt.

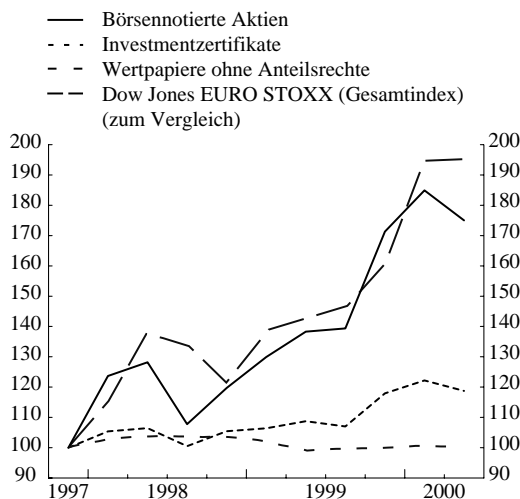
Die Tatsache, dass das M3-Wachstum bis Ende 1999 geringer ausfiel als das Wachstum der Geldvermögensbildung, lässt darauf schließen, dass die nichtfinanziellen Sektoren relativ stark in langfristige Finanzaktiva (unter anderem langfristige Wertpapiere, börsennotierte Aktien, Versicherungsprodukte und nichtmonetäre Investmentzertifikate) investierten. Insgesamt lag die Jahreswachstumsrate der Investitionen in diese langfristigen Finanzaktiva im Zeitraum von Ende 1998 bis zum dritten Quartal 1999 zwischen 9 % und 10 % und ging anschließend bis zum zweiten Quartal 2000 auf 7 % zurück. Demgegenüber entwickelte sich die Vermögensbildung in Form von Bargeld und MFI-Einlagen, kurzfristigen Wertpapieren und Geldmarktfondsanteilen bei einer Jahresrate von 3 % bis 5 % im selben Zeitraum relativ verhalten.

Die relative Attraktivität langfristiger Finanzaktiva stand in Zusammenhang mit der höheren Bewertung an den Börsen während des Großteils des Berichtszeitraums, wodurch die Vermögensbildung in Form von börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten angekurbelt wurde. Dagegen litten die Anlagen in Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) unter dem Anstieg der langfristigen Zinssätze (und dem damit verbundenen Rückgang der

Abbildung 3

Kurswert von Anteilsrechten und Wertpapieren im Bestand nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Neubewertungen einschließlich sonstiger Veränderungen; kumuliert; Ende 1997=100)



Quelle: EZB.

1) Anteilsrechte ohne nichtbörsennotierte Aktien. Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Anleihekurse) bis Ende 1999. Zu Beginn des Jahres 2000 kehrte sich die Situation an den Finanzmärkten um, und es kam zu einer Stabilisierung der Langfristzinsen sowie zu einer höheren Volatilität an den Aktienmärkten. Diese Entwicklung ging einher mit einem Rückgang der Vermögensbildung in Form von börsennotierten Aktien und langfristigen Investmentzertifikaten sowie mit einer Erholung der Nachfrage nach Wertpapieren (ohne Anteilsrechte).

Im Berichtszeitraum war eine anhaltend lebhaftere Nachfrage der privaten Haushalte nach Anlagen in Versicherungsprodukte zu verzeichnen. Dies ist zusammen mit der starken Nachfrage nach Investmentzertifikaten teilweise auf die zunehmende Notwendigkeit einer zusätzlichen privaten Altersvorsorge in

5 Es ist zurzeit nicht möglich, die Geldmenge M3 im Rahmen der neuen Statistiken über die Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren präzise zu bestimmen, da keine vollständigen Angaben zu den Beständen nach Sektoren und Laufzeiten vorliegen.

Anbetracht der Alterung der Bevölkerung in Europa zurückzuführen. Die Einführung des Euro, durch die die Stabilität des gesamtwirtschaftlichen Umfelds verstärkt und die Inflationserwartungen auf mittlere Sicht eingedämmt werden, dürfte diese Form der Geldvermögensbildung fördern.

Die Bilanzdaten der nichtfinanziellen Sektoren weisen erhebliche Bewertungsänderungen im Zusammenhang mit den steigenden Aktienkursen im Berichtszeitraum insgesamt auf. Die neuen Daten ermöglichen eine Bewertung dieses Effekts auf die Preise für Vermögenswerte. Abbildung 3 zeigt die Bewertungseffekte bei den Beständen an börsennotierten Aktien, Investmentzertifikaten und sonstigen Wertpapieren der nichtfinanziellen Sektoren.

5 Schlussfolgerungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde ein kurzer Überblick über die TFG im Rahmen der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen gegeben und eine Analyse der wichtigsten Merkmale der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren zwischen Ende 1997 und Mitte 2000 vorgenommen. Die Entwicklung der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren kann nunmehr in die Analyse der monetären und finanziellen Entwicklungen eingebunden werden. Die in diesem Artikel aufgeführten Beispiele veranschaulichen, wie zweckdienlich es ist, die Analyse von MFI-Statistiken um Informationen zu ergänzen, die aus diesen Daten zu den Finanzierungsrechnungen gewonnen werden.

Mit Hilfe der Finanzierungskonten kann die Beobachtung der Geldmenge M3 und ihrer Komponenten um eine regelmäßige Analyse des Anlageverhaltens der nichtfinanziellen Sektoren ergänzt werden. Geld ist in der Tat die wichtigste Form der kurzfristigen Vermögensbildung, und die Geldnachfrage spiegelt in gewissem Maße die Finanzarbitrage über das gesamte Spektrum der von den Wirtschaftsakteuren gehaltenen Finanzaktiva wider. Parallel dazu kann die Analyse der MFI-

Insgesamt erreichten die Umbewertungsgewinne bei börsennotierten Aktien im ersten Quartal 2000 einen Höchststand (sie betragen rund 85 % des ursprünglichen Aktienwerts Ende 1997), während der im zweiten Quartal 2000 einsetzende Rückgang der Aktienkurse gegen Ende des Berichtszeitraums zu einigen Umbewertungsverlusten führte. Bei den Investmentzertifikaten war der Bewertungseffekt deutlich geringer (deren Wert war im ersten Quartal 2000 um 22 % höher als Ende 1997), da diese Finanzmittel nur zum Teil auf Aktienanlagen beruhen. Bei den Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) fielen die Bewertungseffekte im selben Zeitraum relativ moderat aus (nicht mehr als 5 % des Ende 1997 verzeichneten Werts).

Kredite durch die Beobachtung des Gesamtkreditbedarfs und der Finanzierungsstruktur der verschiedenen nichtfinanziellen Sektoren, einschließlich der Art der Finanzierungsinstrumente und der relativen Bedeutung der Gläubigergruppen, sinnvoll ergänzt werden. Zudem kann dadurch den Trends bei der Verschuldung der Nicht-MFI-Sektoren Rechnung getragen werden.

Ein Problem bei der Verwendung dieser Daten besteht darin, dass die Informationen erst mit relativ großer zeitlicher Verzögerung zur Verfügung stehen (zurzeit neun Monate). Dieser Zeitabstand sollte verkürzt werden, damit die Daten bei der Analyse der aktuellen Geldmengenentwicklungen herangezogen werden können. Verbesserungen hinsichtlich der Aktualität dieser Daten sind geplant. Darüber hinaus ist eine Erweiterung des Datensatzes vorgesehen (darunter auch eine Aufschlüsselung der Gegenposten von M3 nach Sektoren), was den Anwendungsbereich der Daten der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen weiter vergrößern wird.

Diese Daten liefern zudem die Grundlage für eine verbesserte Analyse der Verflechtung zwischen finanziellen und nichtfinanziellen

Entwicklungen. Für eine vollständige Integration der realwirtschaftlichen und finanziellen Variablen sind umfassendere Finanzierungskonten erforderlich, die die gesamte Palette

von Sektoren abdecken und auch weiter gefasste, nach Sektoren untergliederte nicht-finanzielle Konten mit einschließen. Weitere Arbeiten in diesem Bereich sind geplant.

